

Zum Entwurf des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes

11. Februar 2002

In das Gesetzgebungsverfahren zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz war unsere Kanzlei mit einbezogen. Im Februar 2002 gaben wir unsere erbetene offizielle Stellungnahme ab. Am 20.02.2002 waren wir durch RA von Buttlar in der Anhörung im Deutschen Bundestag in Berlin zum Gesetzesentwurf vertreten. Unsere Stellungnahme können Sie nachfolgend lesen.

11.02.2002 | Stellungnahme der Kanzlei Tilp & Kälberer, Kirchentellinsfurt und Berlin, zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz)

Die Kanzlei Tilp & Kälberer begrüßt die Bestrebungen zur Fortentwicklung des Börsen- und des Wertpapierhandelsgesetzes. Gerade die Geschehnisse am Neuen Markt in den letzten zwei Jahren haben gezeigt, dass die bestehenden Regelungen nicht ausreichen, um Fairness und Transparenz im Kapitalmarkt sicherzustellen. Um diese Ziele zu erreichen, müssen die Befugnisse der staatlichen Aufsicht erweitert und die Rechte der Anleger gestärkt werden. Diesbezüglich enthält der vorliegende Gesetzesentwurf aus unserer Sicht gute Vorschläge. Aus dem Blickwinkel einer ausschließlich für Anleger tätigen Rechtsanwaltskanzlei sehen wir den Gesichtspunkt des Anlegerschutzes in einigen Regelungen des Entwurfs aber nicht ausreichend berücksichtigt.

I. Änderung der börsenrechtlichen Vorschriften

1. § 45 BörsG-RegE:

Wir finden es gut, dass Prospekthaftungsansprüche nicht mehr nach nur 6 Monaten ab Kenntnis der Unrichtigkeit des Prospekts verjähren sollen. Trotzdem kann die Vorschrift des § 45 BörsG-RegE noch verbessert werden. Denn in der Praxis beinhaltet bereits der Begriff „Kenntnis“ erhebliches Konfliktpotenzial. Dies möchten wir anhand eines aktuellen Beispiels erläutern: Vor der dritten Emissionstranche der Telekom im Juni 2000 wurde von einer Wirtschaftszeitung (Die Telebörse) am 31.05.2000 über eine Fehlbewertung der Immobilien berichtet. Am 21.02.2001 meldete die Telekom in einer Ad-hoc Mitteilung, dass sie beschlossen habe, bei ihrem Immobilienvermögen eine Wertberichtigung von EUR 2 Mrd. durchzuführen. Die im Zusammenhang mit der Immobilienbewertung eingeleiteten strafrechtlichen Ermittlungen sind – soweit wir wissen – noch nicht abgeschlossen. Bis zum Abschluss dieser Ermittlungen erhalten Geschädigte üblicherweise keine Akteneinsicht.

Ab welchem Zeitpunkt hat also ein ganz normaler Telekom-Aktionär, der zwar eine Tageszeitung liest, aber keine Finanzmagazine, und regelmäßig die Fernsehnachrichten anschaut, Kenntnis von der Unrichtigkeit des Prospekts? Wenn man nun auf die Ad-hoc Mitteilung im Februar 2001 abstellt, würden die Prospekthaftungsansprüche nach der geplanten Regelung jetzt verjähren. Stellt man auf die Veröffentlichung des Artikel in der Telebörse ab, wäre die Verjährung bereits am 31.05.2001 eingetreten.

Die Prüfung von Prospekthaftungsansprüchen umfasst aber nicht nur den Fehler des Prospekts sondern auch die Frage, ob der Anspruchsgegner die Unrichtigkeit des Prospekts kannte oder zumindest kennen musste (§ 43 BörsG-RegE). Diese Frage werden die meisten Aktionäre aber erst beantworten können, nachdem sie Einsicht in die Ermittlungsakten nehmen konnten. Ermittlungen in derartigen Fällen dauern meistens mehr als ein Jahr, häufig mehr als zwei Jahre, manchmal sogar mehr als drei Jahre. Das heißt, wer als Aktionär nicht über Unterlagen verfügt, mit denen er die fehlerhafte Bewertung der Immobilien und deren Kenntnis bei der Prospekterstellung hinreichend substantiiert darlegen kann, ist bis heute nicht in der Lage, eine Klage mit ausreichender Aussicht auf Erfolg zu erheben. Hieraus ergibt sich die Gefahr, dass eine Lawine von Prozessen ausgelöst wird, in denen unbegründete Ansprüche eingeklagt werden. Auf der anderen Seite besteht die Gefahr, dass viele begründete Ansprüche verjähren, nur weil die Aktionäre zwar Kenntnis vom Prospektmangel hatten, die weiteren Anspruchsvoraussetzungen aber nicht verlässlich beurteilen können. Beides halten wir nicht für sinnvoll.

Deshalb sind wir dafür, dass Prospekthaftungsansprüche unabhängig von der Frage, wann der Erwerber nun tatsächlich Kenntnis von dem Prospektmangel hat, verjähren. Angesichts der langen staatsanwaltschaftlichen Ermittlungen und der umfangreichen rechtlichen Probleme, die mit der Prüfung von Prospekthaftungsansprüchen zusammenhängen, halten wir eine Verjährungsfrist von fünf Jahren, wie es § 47 BörsG a.F. vorsah, für angemessen.

2. Veröffentlichung wichtiger Informationen außerhalb des Prospekts

In der Praxis haben sich die Prospekte zu umfassenden, intransparenten Werken mit umfangreichen, teilweise schwer verständlichen Ausführungen entwickelt. Man hat oft den Eindruck, dass die Verfasser vorrangig das Ziel der Haftungsvermeidung im Auge haben. Wichtige Informationen werden deshalb häufig außerhalb des Prospektes veröffentlicht. Typisch sind Emissionsstudien, Analystenkonferenzen, Interviews oder Ad-hoc Mitteilungen. Demzufolge sollte sich die Prospekthaftung ausdrücklich auch auf solche Veröffentlichungen während der Emission beziehen.

3. Prospekt-Nachtragspflicht

Zum geltenden Recht ist umstritten, bis zu welchem Zeitpunkt Pflichten zur „Korrektur“ von Prospekten bestehen. Schon die Nomenklatur zu diesen Pflichten ist uneinheitlich. Die Begriffe Aktualisierungs-, Berichtigungs- und Nachtragspflicht werden von unterschiedlichen Autoren in der rechtswissenschaftlichen Literatur unterschiedlich verwendet. Im Gesetz finden sich die Begriffe „Berichtigung“ (§ 46 Abs. 2 Nr. 4 BörsG) und „Nachtrag“ (§ 52 Abs. 2 BörsZulVO sowie § 11 VerkaufsprospektG).

Bei der hier aufgeworfenen Frage sind folgende vier Zeitpunkte von Bedeutung:

- Prospekterstellung
- Prospektveröffentlichung
- Einführung der Wertpapiere
- 6 Monate nach Einführung der Wertpapiere (Ende der Anlagestimmung)

Unsere Kanzlei versteht unter „Nachtragspflicht“ die Pflicht zur Korrektur eines erst nachträglich unrichtig bzw. unvollständig gewordenen Prospektes, indem nämlich erst nach dem entscheidenden Stichtag Umstände eingetreten sind, die im Prospekt zwangsläufig noch nicht berücksichtigt waren.

Die wohl herrschende Meinung in der rechtswissenschaftlichen Literatur legt die aktuelle Gesetzeslage derart aus, dass es eine Nachtragspflicht nach Einführung der Wertpapiere nicht gibt. Dies hält unsere Kanzlei bereits de lege lata für falsch (ebenso Ellenberger, Prospekthaftung im Wertpapierhandel 2001, S. 18ff, Verlag Walter de Gruyter). Der börsenprospektrechtliche Anlegerschutz hätte, würde er mit der Veröffentlichung des Börsenzulassungsprospekts, Unternehmensberichts oder Emissionsprospekts enden, trotz seiner Reform durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz eine deutliche Schutzlücke hinterlassen und im Übrigen auch aus dem Rahmen der übrigen Prospekthaftungsregelungen fallen.

Der BGH hat in seiner Entscheidung vom 14.07.1998, ZIP 1998, 1528 („Elsflether-Werft“) eine Pflicht zur Korrektur nachträglich unrichtig oder unvollständig gewordener Unternehmensberichte „jedenfalls“ bis zum Ablauf der Zeichnungsfrist anerkannt, und lässt damit die Tür zur Auslegung im Sinne der Auffassung unserer Kanzlei offen. Was für Unternehmensberichte gilt, muss auch für Börsenzulassungs- und Emissionsprospekte gelten. Nach Auffassung unserer Kanzlei ist entscheidend, bis zu welchem Zeitpunkt das „Gefährdungspotential“ eines Prospektes im Hinblick auf die Beeinflussung einer Anlageentscheidung dauert, wie lange der Prospekt also beim Anlegerpublikum Beachtung findet. Dies aber ist für den kompletten Zeitraum der „Anlagestimmung“ der Fall, also bis Ablauf der 6-Monatsfrist ab Einführung der Wertpapiere gemäß § 45 Abs. 1 S. 1 BörsG. Die Berichtigungspflicht nach § 46 Abs. 2 Nr. 4 BörsG steht unserer Auffassung nicht entgegen. Dieser Vorschrift ist nämlich nicht zu entnehmen, dass sie nur die Kausalität der bei Veröffentlichung fehlerhaften Prospekts und Unternehmensberichts für den Beschluss des Anlegers zum Erwerb der betroffenen Wertpapiere beseitigen soll.

Auch § 52 Abs. 2 BörsZulVO wie auch § 11 VerkaufsprospektG stehen unserer Auffassung nicht entgegen, da beide Vorschriften im Hinblick auf die nachträglichen Korrekturpflichten ab Einführung der Wertpapiere gerade schweigen. Schließlich ist das in der Literatur weiter vorgebrachte Argument, die Statuierung von Nachtragspflichten käme „einer Art zusätzlicher, vom Gesetzgeber offenkundig nicht gewollter Ad-hoc-Publizität gleich“, ein Scheinargument. Denn eine solche Korrekturpflicht besteht ja bereits. Da Korrekturpflichten von Prospekten regelmäßig nur von Sachverhalten ausgelöst werden, die zugleich eine Pflicht zur Ad-hoc-Publizität begründen, greift bereits die Pflicht aus § 15 WpHG. Da der jetzige Entwurf der §§ 37 b und 37 c WpHG-RegE gerade eine individualschützende Schadensersatzpflicht bei fehlerhafter Ad-hoc-Publizität vorsieht, entfällt auch das potentielle Spannungsverhältnis im Hinblick auf den Individualschutz zwischen Prospekthaftungsregelung einerseits und Ad-hoc-Publizitätsregelung andererseits.

Auch wenn nach unserer Ansicht bereits de lege lata eine Nachtragspflicht besteht, wäre eine gesetzliche Klärung der Streitfrage für alle beteiligten Verkehrskreise wünschenswert. Nach unserer Auffassung sollte diese Prospekt-Nachtragspflicht wenigstens für den Zeitraum der Anlagestimmung ausdrücklich statuiert werden.

II. Änderung der wertpapierhandelsrechtlichen Vorschriften

1. §§ 15, § 15 a WpHG-RegE i.V.m. §§ 37 b und c WpHG-RegE

Positiv ist, dass § 15 Abs. 6 Satz 1 WpHG-RegE keinen generellen Haftungsausschluss bei Ad-hoc Verstößen mehr enthält. Allerdings wird der Schutzgesetzcharakter des § 15 WpHG in der Begründung weiterhin verneint. Schutzgut des § 15 sei die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts. Nach unserer Auffassung ist der Kapitalmarkt aber nichts anderes als die

Summe aller Anbieter und Anleger. Warum nur die Summe, nicht aber der Einzelne Schutz verdient, leuchtet uns nicht ein.

In den §§ 37 b, c WpHG-RegE ist jeweils von kursbeeinflussenden Tatsachen die Rede. In Ad-hoc Mitteilungen finden sich aber nicht nur Tatsachen, sondern auch Prognosen, beispielsweise zum Gewinn oder zum Umsatz. Häufig beeinflussen gerade solche Prognosen den Aktienkurs und sind Anlass für Kauf- oder Verkaufsentscheidungen. Demzufolge sollten die §§ 37 b, c WpHG-RegE nicht nur kursbeeinflussende Tatsachen betreffen, sondern kursbeeinflussende Angaben. Von unrichtigen Angaben spricht auch der § 43 BörsG-RegE.

Die §§ 37 b, c WpHG-RegE regeln die Haftung wegen unterlassener und wegen unrichtiger Veröffentlichungen. Was ist mit unvollständigen Veröffentlichungen? Sollen diese von der Haftung ausgenommen sein? Oder handelt sich dabei um einen Unterfall der unterlassenen oder der unrichtigen Veröffentlichung? In § 43 BörsG-RegE sind unvollständige Angaben jedenfalls ausdrücklich erwähnt. Wir halten eine Klarstellung dieses Punktes im Gesetz für sinnvoll. Anlass für die §§ 37 b, c WpHG-RegE waren ersichtlich die Missstände am Neuen Markt. Die im Entwurf vorliegenden Vorschriften hätten aber keinem EM.TV Aktionär, über dessen Klage bereits entschieden wurde, zum Sieg verholfen. Der Aktionär muss nach der vorgesehenen Regelung nämlich darlegen und beweisen, dass die unrichtige Ad-hoc Mitteilung ursächlich für seine Handelsentscheidung war. Meistens kennt der Aktionär die Ad-hoc Mitteilung aber gar nicht. Seine Entscheidung beruht regelmäßig darauf, was das Fachpublikum, wie Zeitschriften, Fernsehen oder Anlageberater aus dieser Meldung macht. Dieses Kausalitätsproblem kann dadurch gelöst werden, wenn man davon ausgeht, dass eine Ad-hoc Mitteilung, ähnlich wie der Börsenprospekt, für einen bestimmten Zeitraum eine Anlagestimmung erzeugt. In diesem Fall bestünde eine Vermutung dafür, dass z.B. der Kauf auf Grund der Ad-hoc Mitteilung erfolgte. Dass eine Ad-hoc Mitteilung eine nach dem Börsengesetz vermutete Anlagestimmung beseitigen kann, ergibt sich aus § 44 Abs. 2 Nr. 4 BörsG-RegE. Deshalb besteht ein Anspruch nach § 43 BörsG-RegE beispielsweise dann nicht, wenn vor dem Abschluss des Erwerbsgeschäfts im Rahmen einer Ad-hoc Mitteilung unrichtige oder unvollständige Angabe berichtet wurden. Wenn eine Ad-hoc Mitteilung eine Anlagestimmung beseitigen kann, muss sie eine solche Stimmung aber auch begründen können.

§ 37 b und c WpHG-RegE zeigen in ihren Absätzen 2 bis 4 weitere Parallelen zur Börsenprospekthaftung. So sind insbesondere die Verjährungsregelungen an die der Börsenprospekthaftung angelehnt. Die Probleme, die insbesondere hinsichtlich der kurzen Verjährung ab Kenntnis der Unrichtigkeit der veröffentlichten Tatsache bestehen, decken sich mit den Problemen der Verjährung bei der Prospekthaftung. Deshalb sind wir dafür, dass Haftungsansprüche wegen falscher Ad-hoc Mitteilungen unabhängig von der Kenntnis der Unrichtigkeit verjähren.

Unklar ist uns, warum § 37 c WpHG-RegE nicht auch für den Fall gelten soll, dass jemand nach der falschen Ad-hoc Meldung kauft und die Aktien dann vor Bekanntwerden der Unrichtigkeit veräußert. Denn nach § 43 Abs. 2 BörsG-RegE stehen auch demjenigen Prospekthaftungsansprüche zu, der nicht mehr Inhaber der Wertpapiere ist. Entscheidend ist aus unserer Sicht, dass auf Grund einer unrichtigen Meldung gekauft wird. Warum und wann der Erwerber diese Wertpapiere wieder veräußert, kann für die Entstehung eines Schadensersatzanspruchs keine Rolle spielen.

2. § 20 a WpHG-RegE

Die Erstreckung der Vorschriften zum Verbot der Kurs- und Marktmanipulation (§ 20 a WpHG-RegE) auf außerbörsliche Transaktionen wird ausdrücklich begrüßt. Wir sind aber skeptisch, ob Verstöße in der Praxis effektiv verfolgt werden können. Angesichts der Größe und der Vielfalt der zu überwachenden Märkte müsste das Aufsichtsamt hierzu mit ausreichendem Personal ausgestattet werden. Die bisherige Vorschrift des § 88 BörsG spielt in der Rechtspraxis jedenfalls fast keine Rolle.

Präventivwirkung würde es entfalten, wenn die Verantwortlichen zivilrechtlich zur Verantwortung gezogen werden könnten. Dann müsste der Täter damit rechnen, mit seinem Privatvermögen für einen nicht bestimmbaren Umfang von Schäden zu haften. Bei § 88 BörsG ist in Rechtsprechung und Literatur streitig, ob der Vorschrift anlegerschützende Wirkung zukommt. Eine ausdrückliche Klarstellung dieses Punktes in § 20 a WpHG-RegE würde potenzielle Täter abschrecken, was wiederum das Aufsichtsamt entlasten würde.

3. § 31 ff. WpHG

Der Hauptgrund dafür, dass Anleger im Streit um eine fehlerhafte Beratung oder Aufklärung vor Gericht verlieren, ist die bestehende Verteilung der Beweislast. Der Kunde, der Schadensersatzansprüche geltend macht, muss beweisen, dass er schlecht beraten oder aufgeklärt wurde. Insbesondere in Vier-Augen-Situationen, die der Regelfall sind, gelingt der Beweis nur in Ausnahmefällen. Zur Herstellung von „Waffengleichheit“ würde sich eine Pflicht für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Beratungs- und Aufklärungsgespräche zu dokumentieren, eignen. Der Kunde müsste des Weiteren einen Anspruch darauf haben, eine Durchschrift des Dokuments zu erhalten. Dann könnte er kontrollieren, ob der Inhalt des Gesprächs richtig wiedergegeben ist. Bei Unklarheiten bestünde die Möglichkeit, sofort zu reagieren.

4. § 37 a WpHG

Rechtsgrundlagen für Schadensersatzansprüche wegen fehlerhafter Beratung oder Aufklärung sind meistens culpa in contrahendo oder positive Vertragsverletzung. Derartige Ansprüche verjähren nach der Schuldrechtsmodernisierung regelmäßig nach drei Jahren (§ 195 BGB). Aus diesem Grund ist § 37 a WpHG überflüssig. Dessen Beibehaltung birgt die Gefahr der Rechtsunsicherheit, ob die Verjährung nach § 37 a WpHG anders zu berechnen ist als die nach § 195 BGB. Es gibt nach unserer Auffassung keinen Grund, dass beispielsweise Ansprüche wegen der Verletzung eines Beratungsvertrages im Zusammenhang mit Wertpapierdienstleistungen anders verjähren als andere Ansprüche aus positiver Vertragsverletzung.

5. § 37 d WpHG-RegE

Wir sind gegen die Abschaffung des gültigen zweistufigen Schutzsystems bei Termingeschäften. Es gibt wissenschaftliche Untersuchungen, nach denen Privatanleger mit Börsentermingeschäften überwiegend Verluste erleiden. Dies stellt auch der BGH in der Entscheidung vom 12.05.1998 (ZIP 1998, 1063) ausdrücklich fest. Dort heißt es:

„Es muss insoweit berücksichtigt werden, dass Bankkunden bei Geschäften mit Optionsscheinen erfahrungsgemäß überwiegend Verluste erleiden (...).“

Wir haben in unserer Kanzlei viele Mandanten betreut, die mit Börsentermingeschäften ihre gesamten Ersparnisse verloren haben. Einige haben sogar Schulden, die sie ihren Lebtage nicht

abbezahlen können. Wir finden es deshalb richtig, wenn derartige Geschäfte mit Privatpersonen zunächst einmal unwirksam sind und erst bei Vorliegen bestimmter formaler Voraussetzungen Wirksamkeit erlangen. Wenn diesen Mandanten geholfen werden konnte, dann meistens auf der Basis des Termineinwandes. Es ist nämlich regelmäßig ohne größere Schwierigkeiten feststellbar, ob ein Kunde börsentermingeschäftsfähig ist oder nicht. Demzufolge stellt die Börsentermingeschäftsfähigkeit einen an formale Kriterien anknüpfenden Schutz des Kunden dar. Derartige formale Schutzsituationen sind im Verbraucherschutzrecht nichts Ungewöhnliches. Zu nennen sind hier beispielsweise die Widerrufsrechte bei Haustürgeschäften und Verbraucherkrediten.

Die grundsätzliche Unwirksamkeit von Geschäften mit einem Kunden, der nicht börsentermingeschäftsfähig ist, entspricht wegen des enormen Verlustrisikos derartiger Geschäfte dessen Schutzbedürfnis. Die im Entwurf vorliegende Regelung des § 37 d WpHG-RegE bringt dagegen zusätzliche Rechtsunsicherheit: Zunächst bleibt nach wie vor unklar, was ein Finanztermingeschäft ist. Weiter stellt sich beispielsweise die Frage, was nach der geplanten Regelung passiert, wenn eine Bank die Informationsschrift vor Durchführung des ersten Finanztermingeschäfts unterzeichnen lässt, nach 2 Jahren aber keine Wiederholungsunterzeichnung durchgeführt wird und der Kunde 2 ½ Jahre nach der Unterzeichnung ein verlustreiches Finanztermingeschäft abschließt. Hat er jetzt einen Schadensersatzanspruch gegen die Bank? Oder kann diese einwenden, wer ein solches Formular einmal unterzeichnet hat, sei nicht mehr schutzbedürftig? Hier ist das aktuelle gesetzliche (Termineinwands-) Modell eindeutig. Nach Ablauf der gesetzlichen Fristen verliert der Kunde seine Börsentermingeschäftsfähigkeit, wenn er das Informationsblatt nicht erneut unterzeichnet.

Wir verstehen auch nicht, warum die Informationspflicht nach § 37 Abs. 2 WpHG-RegE nicht gegenüber einem Kaufmann bestehen soll. Informationspflichten haben üblicherweise den Sinn, ein bestehendes Informationsdefizit zu beseitigen. Demzufolge muss es hier auf die spezielle Aufklärungsbedürftigkeit des Kunden ankommen. Es gibt aber keinen Erfahrungssatz, wonach jemand der im Handelsregister eingetragen ist, beispielsweise weil er mit Kartoffeln handelt, besondere Kenntnisse in Finanztermingeschäften hat. Demzufolge meinen wir, dass die Informationspflicht nach § 37 d WpHG gegenüber allen Informationsbedürftigen, unabhängig von deren Status, bestehen sollte. Die Verjährungsregelung des § 37 d Abs. 4 Satz 3 WpHG-RegE kann u.E. wegen § 195 BGB entfallen.

III. Strukturelle Probleme des WpHG und des BörsG

Das WpHG und das BörsG richten sich stärker an die Aufsicht als an die Anleger. Deshalb verneint die derzeitige Rechtsprechung (BGH-Urteil v. 08.05.2001, XI ZR 192/00, ZIP 2001, 1580) bei den meisten Normen des WpHG und des BörsG jeglichen Drittschutz und damit einen effektiven Anlegerschutz. Diese Problematik wird durch den Entwurf leider noch verstärkt. Durch Einführung der §§ 37 b, c und d WpHG wird zwar in einem bestimmten Fall Drittschutz und damit Anlegerschutz ausdrücklich statuiert. Wir befürchten deshalb, dass im Umkehrschluss hieraus gefolgert wird, den übrigen weiteren Regelungen des BörsG und WpHG komme kein Drittschutz zu, da dieser nicht ausdrücklich geregelt sei. Der Gesetzgeber sollte deshalb klar definieren, bei welchen Normen dem Anleger individuelle Rechte zustehen.

Kirchentellinsfurt, 11. Februar 2002

Tilp & Kälberer Rechtsanwälte