

An die Regierungskommission Corporate Governance

5. Februar 2001

Zur Erforschung des Reformbedarfs im Bereich Anlegerschutz wurde die Regierungskommission Corporate Governance unter Vorsitz des Frankfurter Kapitalmarktrechters Prof. Dr. Theodor Baums eingesetzt. Im Januar 2001 wurde unsere Kanzlei offiziell um eine schriftliche Stellungnahme an die Regierungskommission gebeten. Unsere Stellungnahme finden Sie nachfolgend.

05.02.2001 | Stellungnahme

Ihr Schreiben vom 18.01.2001 – Stellungnahme unserer Kanzlei

Sehr geehrter Herr Prof. Dr. Baums,

vielen Dank für Ihr Schreiben vom 18.01.2001. Nachfolgend erhalten Sie unsere erbetene schriftliche Stellungnahme zu Fragen des Reformbedarfs im Bereich Anlegerschutz.

It's a Wild West market in Germany
(Alan Howard, zitiert in The Wall Street Journal vom 19.01.2001)

Das Image des Neuen Marktes hat zu Recht gelitten. An deutschen Börsen ist ein effektiver Anlegerschutz nicht gewährleistet. Falsche Ad-hoc-Mitteilungen und Börsengänge, die den Insolvenzantrag ersetzen, sind nur die Spitze des Eisberges. In den nächsten Monaten werden sich die Negativmeldungen fortsetzen. Es besteht die Gefahr, dass der Neue Markt zu einer unbedeutenden Penny-Stock-Börse verkommt. Nur eine kurzfristige gesetzliche Schaffung eines effektiven Anlegerschutzsystems kann diesen Niedergang verhindern.

Das Argument mancher Emissionsbank, ein schärferes Haftungsrecht führe zum Ausweichen der Unternehmen auf andere Märkte (mit weniger Anlegerschutz), ist Unsinn. Die Unternehmen werden an die Märkte gehen, an denen hohe Liquidität erfolgreiche Emissionen garantiert. Dies war bis vor kurzem noch die Stärke des Neuen Marktes. Der Neue Markt hat jetzt aber das Anlegervertrauen verloren. Gleichzeitig hat er den Finanzplatz Deutschland in Verruf gebracht. Mit dem Vertrauen fehlt das Kapital und die notwendige Liquidität. Neue Emissionen wurden weitgehend ausgesetzt. Im nächsten Schritt werden sich – wenn das Vertrauen der Anleger nicht kurzfristig wieder hergestellt wird – die ersten Firmen vom Neuen Markt verabschieden. Dies werden aber nicht die wenigen "schwarzen Schafe" sein, die den Markt in Verruf gebracht haben, sondern die aussichtsreichen, interessanten und seriösen Unternehmen.

Bisher war eine Notierung am Neuen Markt kennzeichnend für ein aufstrebendes Wachstumsunternehmen. Es muss dringend durch gesetzgeberische Maßnahmen verhindert werden, dass nunmehr die Notierung am Neuen Markt zu einem Makel wird. Effektiver Anlegerschutz ist ein Qualitätskriterium für Börsen wie Unternehmen und Grundvoraussetzung eines liquiden Marktes.

1. Aktionärsklage – Musterprozess

Nach deutschem Recht sind derzeit nur Individualklagen oder Klagen in Form der sogenannten Klagehäufung möglich.

Einzelklagen sind aufgrund der stark degressiven Kostenkurve der Gebühren bei kleineren Streitwerten für Privatanleger unverhältnismäßig teuer (Prozesskostenrisiko bis zu 200 % des Schadens). Da die zugrundeliegende Rechts- und Sachmaterie zudem kompliziert ist, ist trotz verhältnismäßig hoher Kosten eine kostendeckende und rentable Bearbeitung durch den Anwalt nicht gewährleistet.

Dem Kostenvorteil einer Klagehäufung stehen die Nachteile eines derartigen Vorgehens entgegen. Da sämtliche Einzelansprüche substantiiert begründet werden müssen, wachsen derartige Klagen sehr schnell zu für das Gericht und die Anwaltschaft kaum mehr zu bewältigenden Mammutwerken an. Die Fehleranfälligkeit und Verfahrensdauer nimmt zu. Der Datenschutz für sensible Daten einzelner Mandanten ist eingeschränkt. Zudem laufen die einzelnen Kläger Gefahr, z.B. durch einen Quertreiber behindert zu werden.

Auch für die Anwaltschaft ist der derzeitige Stand äußerst unbefriedigend. Allein durch die telefonische Bearbeitung der Anfragen der Geschädigten im Falle EM.TV waren zwei Anwälte unserer Kanzlei über Wochen hinweg blockiert. Die systematische Erfassung aller für eine Klage nötigen Daten, ausführliche Information und Beratung der Mandanten stellt etc. selbst für eine spezialisierte Kanzlei unserer Größe eine ohne fremde Hilfe kaum mehr zu bewältigende Aufgabe dar.

Fazit: Gerade der kleine Privatanleger ist der Leidtragende. In Deutschland fehlt es an einer effektiven und kostengünstigen Möglichkeit, Ansprüche von Kleinanlegern zu bündeln und diese klageweise durchzusetzen.

Mit wenigen Modifikationen des Gesetzes wäre ein hinreichender prozessualer Anlegerschutz erreichbar: Die grundsätzlichen haftungsrelevanten Rechts- und Sachfragen müssen im Rahmen eines Musterverfahrens mit einigen wenigen Mandanten geklärt werden. Sämtlichen anderen Anlegern müssen kostengünstige prozessuale Beteiligungsmöglichkeiten geboten werden. Die Beteiligung muss zunächst die Wirkung haben, dass die Verjährung unterbrochen wird, insbesondere bei der kurzen Verjährung von Prospekthaftungsansprüchen. Des Weiteren muss eine Rechtskrafterstreckung auf die zu entscheidenden grundsätzlichen Rechtsfragen bzw. Rechtsverhältnisse zwischen den Beklagten und den beteiligten Aktionären herbeigeführt werden.

Um das Musterverfahren nicht zu sehr zu befrachten und zu verzögern sollten unbedingt sonstige individuelle Sach- und Rechtsfragen (mit Ausnahme des behaupteten Schadens) in einem gesonderten späteren Nachverfahren geklärt werden. Hier bedarf es nämlich i.d.R. einer aufwendigen individuellen Bearbeitung der jeweiligen Mandate. Da bei positivem Ausgang des Musterverfahrens aber eine außergerichtliche Einigung der übrigen Verfahren zu erwarten ist, dürfte das Nachverfahren ohnehin die Ausnahme sein.

In diesen wenigen Ausnahmefällen spricht aus unserer Sicht nichts gegen eine individuelle Klage, da bei einem Obsiegen in Musterverfahren die Prozessaussichten entsprechend hoch sind.

Einer "class action" nach amerikanischem Muster stehen wir ablehnend gegenüber, auch wenn die dortigen hohen Erfolgsbeteiligungen für die Anwaltschaft höchst verlockend sind.

2. Darlegungs- und Beweislast zu Lasten der Emissionsbeteiligten

Dabei hatten die Anleger noch das Glück, dass auf Grund des hohen Medieninteresses eine Vielzahl von Journalisten effektiv und kostenlos recherchiert hat.

Die zusätzlichen Kosten der Recherche werden gerade Kleinanleger scheuen, denn deren Ergebnisse sind zunächst ungewiss. Wieder ist gerade der Kleinanleger der Leidtragende, auch die Kosten der Recherche übersteigen sehr schnell den eigentlichen Schaden.

Staatliche Behörden sind gleichfalls wenig hilfreich. Bei den Bundesaufsichtsämtern erhalten wir bislang keine Akteneinsicht oder sonstige Hilfestellung. Die Staatsanwaltschaften gewähren i.d.R. Akteneinsicht erst nach Abschluss des Strafverfahrens. Da sich Strafverfahren lang hinziehen können, können die Ansprüche des Anleger bis dahin verjährt sein. Auch ist es wenig sinnvoll, Unternehmen mit Strafanzeigen zu überziehen, um an für ein Zivilverfahren nötige Informationen zu kommen.

Diesem Dilemma des Kleinanlegers kann nur abgeholfen werden, wenn klare Darlegungs- und Beweislastregelungen zu Gunsten der Aktionäre statuiert werden. Erste Schritte wurden mit einzelnen Regelungen des Prospekthaftungsrechts zwar gemacht, genügen aber nicht.

3. Verjährung

Teilweise bestehen sehr kurze Verjährungsfristen, z.B. nach § 47 BörsG (neuer Fassung) 6 Monate ab Kenntnis, spätestens in drei Jahren. Wie ausgeführt, hat der Kleinanleger nach aktueller Gesetzeslage nur ungenügende prozessuale Möglichkeiten und ist mit weitgehenden Darlegungs- und Beweislastproblemen belastet. Durch die kurze Verjährung wird er zudem gezwungen, sich überstürzt den Risiken und Kosten eines Prozesses auszusetzen. Unnötige Prozesslawinen sind zu befürchten.

Das unbestimmte Kriterium "ab Kenntnis", das den Fristablauf in Gang setzt, ist völlig verfehlt. Es ist schon unklar, wie konkret und auf welche einzelnen Umstände sich die Kenntnis beziehen muss. Gedanken sind frei und kaum nachprüfbar. Eine rechtsichere und praktikable Lösung muss gefunden werden. Wir fordern daher einen klar definierten Beginn der Verjährungsfrist mit einer Dauer von 5 Jahren (wie z.B. in § 47 BörsG alter Fassung).

4. Insiderhandel

Von den Vorschriften über Insiderhandel hat der Privatanleger faktisch nichts. Die gegenwärtige Situation ist von einer unübersehbaren Datenflut und einer weitgehenden Hilflosigkeit der Aufsichtsbehörden geprägt. Die gegenwärtigen Bestrebungen des Bundesministers für Finanzen, die verschiedenen Zuständigkeiten zu bündeln, sind zu begrüßen, aber nicht ausreichend. Die Aufsichtsbehörden müssen ausreichend Personal und Mittel erhalten, damit derartige Verstöße wirksam, d.h. vor allem auch zeitnah bekämpft werden.

Für den Privatanleger wird damit aber immer noch kein ausreichender Schutz gewährleistet. Zunächst ist streitig, ob ein Privatanleger aus Insiderverstößen überhaupt eigene Regressansprüche ableiten kann. Letztlich kann dies jedoch dahinstehen, scheitert der Privatanleger doch spätestens dann, wenn er beweisen muss, dass sein Schaden kausal durch den Verstoß verursacht wurde.

5. § 15 Abs. 6 WpHG

Eine der Hauptursachen der derzeitigen Krise am Neuen Markt ist, dass einige wenige "schwarze Schafe" in § 15 Abs. 6 WpHG einen Freibrief sehen, im Rahmen von Ad-hoc-Mitteilungen heiße Luft, Phantasien und Lügen zu verbreiten. Teilweise wird sogar die Auffassung vertreten, für den Neuen Markt würden die Mitteilungspflichten des § 15 Abs. 1-5 WpHG nicht gelten.

Im Fall von EM.TV wurde – ohne Publizität – ein Aktienpaket in Höhe von 40 Mio. DM verkauft. Gemäß § 39 WpHG beträgt die höchste Geldbuße für einen Verstoß gegen die Mitteilungspflichten gerade 3 Millionen DM. Dies ist zu gering. Auch sollte die Geldbuße nicht der Staatskasse zugute kommen, sondern den geschädigten Anlegern.

Wir verkennen nicht, dass vor Einführung des § 15 Abs. 6 WpHG Ad-hoc-Mitteilungen selten abgegeben wurden. Die Unternehmen sollen nicht durch Haftungsrisiken von Ad-hoc-Mitteilungen abgehalten werden. Allerdings ist eine Haftungsprivilegierung für leichte Fahrlässigkeit durchaus ausreichend. Nicht sachgerecht ist eine weitergehende Haftungsprivilegierung. Von einem ordentlichen Kaufmann kann ohne weiteres erwartet werden, dass er auch im Rahmen von Ad-hoc-Mitteilungen nicht den Wert seines Depots im Auge hat, sondern die nötige Sorgfalt walten lässt.

Wir fordern daher eine Haftung des Vorstandes, der Gesellschaft und allen sonstigen Personen, die an der falschen Mitteilung beteiligt waren, gegenüber den Anlegern, soweit der Verstoß nicht leicht fahrlässig war.

6. Gewinn- und Umsatzprognosen

Besonders anfällig für Manipulationen sind Gewinn- und Umsatzprognosen. Der Anleger vertraut solchen Prognosen sogar in besonderem Maße, wenn diese für einen laufenden – und nicht nur zukünftigen R Zeitraum erfolgen.

Angesichts der weitreichenden Relevanz derartiger Prognosen muss das Vertrauen des Anleger geschützt werden. Eine Haftung muss daher schon bei leichter Fahrlässigkeit einsetzen. Ohnehin ist das Unternehmen durch einen nur schwer nachprüfbaren Prognosespielraum geschützt. Wird dieser Spielraum aber verlassen, besteht kein Grund, das Unternehmen zu privilegieren.

Flankierend muss das Unternehmen die Richtigkeit der Prognose nachweisen, insbesondere wenn die Prognose innerhalb weniger Monate erheblich nach unten korrigiert werden muss.

7. Spezialgesetzliche Prospekthaftung

Die Prospekthaftung ist weitgehend formalisiert und bei nachweisbaren Prospektmängeln durchaus effektiv. Allerdings kann das Prospekt leicht umgangen werden. Z.B. werden kritische Daten außerhalb des Prospekt veröffentlicht. Typisch sind Emissionsstudien, Analystenkonferenzen, Interviews oder Ad-hoc-Mitteilungen. Es bedarf dringend der Einbeziehung dieser Veröffentlichungsformen in die Prospekthaftung.

In der Praxis haben sich die Prospekte zu umfassenden Werken mit einer Vielzahl von "Weichmachern" entwickelt. Zweck ist nicht mehr die Information des Anlegers, sondern vorbeugende Enthaltung des Unternehmens.

Von einem durchschnittlichen Anleger kann deshalb schlichtweg nicht erwartet werden, dass dieser die Prospekte umfassend liest, geschweige denn versteht. Prospekthaftung ist damit eine Fiktion, durch die schlechte Prospekte abgestraft werden.

Ein weiteres Problem stellt die Begrenzung des Schadensersatzes auf den Emissionspreis dar. Anleger, die auf Grund von falschen Angaben in Prospekten später zu höheren Kursen gekauft haben, werden benachteiligt. Wird beispielsweise der Aktienkurs kurzfristig durch unrichtige Veröffentlichungen in die Höhe getrieben und kauft der Anleger dann zu diesen Höchstkursen, besteht derzeit allenfalls ein gedeckelter Anspruch des Anlegers nach den spezialgesetzlichen Prospekthaftungsnormen. Notiert der spätere niedrigere Kurs immer noch über dem Emissionspreis, ist der Anspruch durch die Begrenzung auf den Emissionspreis gleich Null, obwohl der Anleger tatsächlich empfindliche Verluste erlitten hat.

Wir fordern daher die klare und ausdrückliche Erweiterung des Prospektbegriffes auf sämtliche prospektrelevanten Veröffentlichungen, die im zeitlichen Zusammenhang zu einem Prospekt erfolgen, klare, nicht beschönigende und knappe Prospekte, und die Haftung auf den tatsächlichen Schaden. Hier ist der Gesetzgeber gefordert. Die Rechtsprechung kann durch entsprechende Auslegung der Gesetze nur begrenzt einen effektiveren Anlegerschutz bewirken.

8. Emissionsberichte

Eine weitere Hauptursache der derzeitigen Krise am Neuen Markt ist die verantwortungslose Emissionsbegleitung einiger weniger Banken. Wenn der Börsengang den Insolvenzantrag ersetzt oder dazu dient, faule Kreditverpflichtungen gegenüber Konsortialbanken zu begleichen, ist dies Betrug am Anleger.

Soweit die Schieflage innerhalb kürzester Zeit offenkundig wird, ist geradezu offensichtlich, dass sich vor allem Banken bereichert haben. Konsortialbanken müssen deshalb verschärft und vorrangig in Haftung genommen werden. Begriffe wie der "faire Wert" bei der Emission sind in diesem Zusammenhang geradezu zynisch und irreführend.

Die Banken haben bei der Vorbereitung und Börseneinführung über längere Zeiträume hinweg weitgehenden Einblick in die Unternehmen und deren Probleme erhalten. Risiko- und Problembereiche werden von den Emissionsbanken schon im eigenen Interesse genauestens überprüft. Werden derartige Informationen zurückgehalten, verharmlost oder zu positiv dargestellt, muss eine scharfe und vorrangige Haftung der Emissionsbanken statuiert werden. Sinnvoll wäre die Verpflichtung zur Erstellung eines eigenen Emissionsberichtes der Banken neben dem Prospekt.

Ohne eine entsprechende Darlegungs- und Beweislast zu Lasten der Konsortialbanken wäre eine derartige Regelung in der Praxis aber nur Makulatur. Angesichts der Komplexität der zumeist internen Vorgänge kann ein Privatanleger diese nicht oder kaum recherchieren. Das "Bankgeheimnis" soll den Kunden, nicht die Bank schützen.

Nach derzeitiger Rechtslage ist ein Aktionär – allein schon aus Verjährungsgesichtspunkten – gezwungen, sein eigenes Unternehmen zu verklagen. Sein Obsiegen beeinträchtigt den Wert der eigenen Aktien wie auch der seiner Mitaktionäre. Eine vorrangige Haftung der Vorstände und Konsortialbanken ist daher zu fordern.

Mit freundlichen Grüßen

Anlage 1 zu unserer Stellungnahme vom 05.02.2001 an die Regierungskommission:

Chronologie in Sachen EM.TV & Merchandising AG

1. Prospektveröffentlichung zur Kapitalerhöhung vom 10. November 1999; darin enthalten ist eine auf sechs Monate ab dem Datum der Aufnahme des Handels der neuen Aktien befristete Lock-up-Abrede zu Lasten von Thomas und Florian Haffa (vgl. S. 11 und 96 des Prospekts).
2. Erstnotiz der Aktien aus der Kapitalerhöhung vom 10. November 1999:
Tranche von Stück 9.462.500: 12. 11. 1999
Tranche von Stück 1.400.000: 03. 12. 1999
3. Thomas Haffa teilt dem Spiegel, Heft 50/2000, im Interview mit, dass er in den ersten zwei Monaten des Jahres 2000 ein Paket von 200.000 Stück Aktien zu einem Preis von ca. DM 40 Mio. veräußert habe. Am Rande der mündlichen Verhandlung vor dem Amtsgericht Mainz am 16.01.2001 (Verfahren gegen Egbert Prior) räumt Thomas Haffa ein, dass es sich hierbei um einen von den konsortialführenden Banken nicht genehmigten Verkauf handelte.
4. Deal mit Jim Henson-Company vom 18.02.2000 (so The Wall Street Journal vom 19.01.2001); Erwerb mit USD 680 Mio. doppelt so hoch wie die Angebote anderer Bieter (so The Wall Street Journal, wie eben).
5. Die Firma EM.TV & Merchandising AG verkündet am 22.03.2000 den Einstieg in das Geschäft Formel 1. Für 50 % der Anteile zahlt EM.TV an zwei Finanzfirmen rund DM 3,6 Mrd. Ab dem 31.05.2001 hat die Stiftung von Bernie Ecclestone eine Put-Option auf weitere 25 % Formel 1-Anteile. Thomas Haffa räumt dies im Rahmen des Interviews mit Herrn Wolfgang Glaub/Focus Money (Heft 50/2000, dort Seite 27) ein. Für die weiteren 25 % der Formel 1 müssen an Bernie Ecclestone nochmals rund DM 2 Mrd. bezahlt werden (vgl. Spiegel-Interview, Heft 50/2000, Seite 87).
6. Ablauf der 6-monatigen Sperrfrist (Lock-up-Abrede) gemäß Prospekt zur Kapitalerhöhung vom November 1999:
bzgl. Tranche von Stück 9.462.500: 12. 05. 2000
bzgl. Tranche von Stück 1.400.000: 03. 06. 2000
7. Florian Haffa veräußert 50.000 Aktien am 14.07.2000 zu je Euro 62,50 (laut Spiegel vom 22.01.2001, Heft 4/2001, dort Seite 100).
8. Veröffentlichung der Halbjahreszahlen von EM.TV am 24.08.2000.
9. Korrektur der Umsatzzahlen nach fehlerhaften Verbuchungen am 09.10.2000.
10. Bestätigung der Umsatzziele für 2000 am 23.10.2000; Florian Haffa verkündet als damaliger Finanzvorstand in Hannover, dass die Fa. EM.TV für das laufende Geschäftsjahr eine Umsatzerwartung von DM 1,6 Mrd. veröffentliche und einen EBIT von DM 600 Mio. erwarte.
11. Florian Haffa veräußert laut Spiegel vom 22.01.2001, oben bereits zitiert, am 27.10.2000, also unmittelbar nach der nachweislich unzutreffenden EBIT-Aussage vom 23.10.2000, 400.000 Stück Aktien zu je Euro 35,80; laut Darstellung seines Rechtsanwalts angeblich ein

unumgänglicher Verkauf zur Rückführung eines hohen Kredites, die Aktien seien verpfändet gewesen.

12. Laut dpa-AFX-Nachricht vom 01.12.2000, 22.47 Uhr, erreicht der EM.TV-Konzern das erwartete Jahresergebnis nicht. Der EBIT betrage voraussichtlich ca. DM 50 Mio. im Vergleich zu den geplanten DM 525 Mio. Am Montag, den 04.12.2000, nach Veröffentlichung der Neunmonats-Zahlen rutscht der Kurs der EM.TV & Merchandising AG drastisch in den Keller. Das Papier fällt bis 10.05 Uhr um 23,72 % auf 12,35 EURO.

Mit freundlichen Grüßen

Tilp & Kälberer