

Prospekthaftung und -versicherung für IPOs und andere Wertpapieremissionen

Die gute Performance der Schweizer Aktien hat das Umfeld für die Kotierung neuer Unternehmen verbessert. Im laufenden Jahr werden bereits wieder bis zu 10 Börsenneulinge erwartet, und man geht davon aus, dass das Emissionsvolumen des Spitzenjahres 2000 überschritten wird. Die Attraktivität von IPOs (Initial Public Offerings) ist deutlich gestiegen für Unternehmen, die zusätzliches Wachstumskapital beschaffen wollen, für Firmengründer, die sich zurückziehen wollen oder für Private-Equity-Investoren für den Exit aus ihren Investments. Damit gewinnen auch die Prospekthaftung und entsprechende Versicherungen an Bedeutung. Aber sie betreffen längst nicht nur IPOs.



Von Uwe Meise
Geschäftsführer Meise Consult AG
Zürich

Prospekthaftung

Prospektpflicht

Damit Anleger sich ausführlich über neue Wertpapiere informieren können, die öffentlich zur Zeichnung angeboten werden, schreibt das Schweizer Obligationenrecht den Emittenten vor, einen Prospekt zu erstellen (Art. 652a und 1156 OR). Häufig wird dieser Prospektzwang im Zusammenhang mit der erstmaligen Zulassung von Aktien an einer Börse diskutiert. Aber die Prospektpflicht besteht allgemein für:

- Aktien, Obligationen, Optionen und ähnliche Titel
- bei der erstmaligen Schaffung von Aktien (Unternehmensgründung)
- oder bei der späteren Ausgabe von Titeln (z.B. bei Kapitalerhöhungen).

Der notwendige Inhalt des Prospekts wird im Gesetz nur unzureichend be-

schrieben. In der Praxis werden seit längerem wesentlich detailliertere Informationen verlangt. Sobald die neu ausgegebenen Titel an der Schweizer Börse kotiert werden sollen, ist der Emittent ausserdem zur Erstellung eines detaillierten Kotierungsprospekts nach dem Kotierungsreglement der SWX verpflichtet. Der Prospekt wird nach sorgfältiger Due Diligence in Zusammenarbeit zwischen dem obersten Management des Emittenten, seiner Revisionsgesellschaft und den beteiligten Investmentbanken und Rechtsanwälten erstellt.

Prospekthaftung

Die an der Erstellung oder Verbreitung eines Emissionsprospekts beteiligten Personen sind gemäss Art. 752 OR für unrichtige oder irreführende Angaben wie folgt verantwortlich:

- Haftbar ist jede natürliche oder juristische Person, die an dem Prospekt mitgewirkt hat, also keineswegs nur der Emittent selbst. Aber er – bzw. sein Verwaltungsrat und seine Geschäftsleitung (vor allem der CEO und der CFO) – tragen trotz der Einschaltung diverser Spezialisten die grösste Verantwortung.
- Neben der Haftung für den Emissionsprospekt besteht auch eine gesetzliche Haftung für ähnliche Mitteilungen. Darunter fallen andere schriftliche Mitteilungen, die systematisch dazu dienen, Investmententscheide zu fällen. Es können aber auch mündliche Äusserungen sein von Verantwortlichen des Emittenten bei Generalversammlungen oder Informationsveranstaltungen (Road Shows) für Investoren, Analysten oder Journalisten, soweit sie die In-

formationen aus dem Prospekt ergänzen.

Gehaftet wird für folgende Fehler:

- falsche Darstellung von Tatsachen
- falsche Wertungen oder unentschuldigbar leichtfertige Prognosen
- Verschweigen von Tatsachen, Risiken oder Interessenkonflikten, die für die Anlageentscheidung massgeblich sind
- irreführende Angaben, also solche, die bewusst zweideutig oder geeignet sind, einen Irrtum zu erzeugen.

Die Haftung besteht in erster Linie gegenüber dem ersten Zeichner/Erwerber des Titels (Primärmarkt), auch wenn er seine Titel in der Zwischenzeit bereits wieder veräussert hat. Umstritten ist, wieweit sie auch im Sekundärmarkt besteht. Mehrheitlich abgelehnt wird die Haftung gegenüber Anlegern, die bereits bestehende Papiere der gleichen Kategorie erworben haben.

In der Praxis schwierig ist die Bemessung und der Nachweis des Schadens. Anders als in den USA geht man in der Schweiz nicht einfach von der Differenz zwischen dem Kaufpreis und dem Preis bei Einreichung der Klage aus. Vielmehr muss der Kläger nachweisen, welcher Wertverfall genau auf den Fehler im Prospekt zurückzuführen ist, also wieviel das Wertpapier bei Kenntnis des Fehlers wert gewesen wäre.

Die Haftung tritt nur bei Verschulden, also bei Vorsatz oder Fahrlässigkeit, ein. Die Rechtsprechung stellt dabei aber strenge Massstäbe an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, ähnlich wie bei der Organhaftung gemäss Art. 754 OR. Diese Personen müssen des-

halb bereits dann haften, wenn sie leicht fahrlässig eine falsche oder irreführende Angabe nicht erkannt oder etwas vergessen haben. Im Sinne der differenzierten Solidarität haften andere an der Erstellung oder Verbreitung des Prospekts Beteiligte nur nach ihrem jeweiligen Verschulden, also den (Sorgfalts-)Pflichten, die sie funktional im gesamten Projekt übernommen haben.

Schadenfälle aus der Praxis

Bei vielen der bekannten Schadenersatzklagen gegen Unternehmen und ihre Verwaltungsräte spielt auch die Prospekthaftung eine Rolle. Dabei haben die Klagen nicht immer Erfolg, aber sie verursachen in jedem Fall hohe Verteidigungskosten, starke zeitliche und psychische Belastungen für das Management und Imageschäden. Beispiele dafür sind:

- Deutsche Telekom: Angebliche Überbewertung der Immobilien in Höhe von 5,7 Mrd. DM im Prospekt des 3. Börsengangs im Jahr 2000. In diesem Fall, an dem ca. 17'000 Kläger beteiligt sind, wird erstmals von dem neu eingeführten Musterverfahren Gebrauch gemacht, bei dem, ähnlich wie bei US-amerikanischen Class Actions, gleichlautende Tatsachen- und Rechtsfragen einheitlich vor einem Gericht geklärt werden.
- Fussballklub Borussia Dortmund: Im Börsenprospekt soll die Mitteilung über die Verpfändung der Markenrechte bewusst unterlassen worden sein. Strafuntersuchungen wegen Kapitalanlagebetrug.
- Pendragon Medical AG: Laufende Klage gegen die Verwaltungsräte der in Konkurs gegangenen Zürcher Medizinaltechnikfirma wegen angeblich irreführender Angaben im Prospekt über die Kapitalerhöhung im Sommer 2004 bezüglich des entwickelten Diabetiker-Messgeräts und der Geschäftsaussichten.
- Julius Bär Kapitalanlage AG: Die Klage von deutschen Investoren gegen den Prospekt des Fonds «Julius Bär Creativ» wurde im Oktober 2005 vom Oberlandesgericht Frankfurt rechtskräftig abgewiesen.
- Deutsche Bank, DB Real Estate: Im Zusammenhang mit der Handelsaus-

setzung des «Grundbesitz Invest»-Fonds drohen zahlreiche Schadenersatzansprüche, weil der Prospekt angeblich unzureichend über Kickback-Zahlungen an Dritte informiert hat und nicht aktualisiert wurde.

Versicherungen

Versicherung der Prospekthaftung

Für die an der Erstellung eines Prospekts beteiligten Berater ist die Prospekthaftung Teil ihrer Berufshaftung und als solche üblicherweise in ihren Berufshaftpflichtversicherungen eingeschlossen.

Ganz anders sieht die Situation aus für den Emittenten und deren Verwaltungsräte und Geschäftsleitung. Bei Prospekthaftungsfällen handelt es sich immer um reine Vermögensschäden, die grundsätzlich in der Betriebshaftpflicht-Police ausgeschlossen sind. Aber auch bei Berufshaftpflicht- (Professional Indemnity [PI]) und Organhaftpflichtpolices (Directors' and Officers' Liability [D&O]) sind Börsengänge entweder explizit in den AVB oder als wesentliche Gefahrserhöhung gemäss Versicherungsvertragsgesetz ausgeschlossen. Zwar liesse sich ein Börsengang in einer bestehenden PI- oder D&O-Police nach Verhandlungen mit dem Versicherer und gegen Zusatzprämie einschliessen, aber das ist nur die zweitbeste Lösung.

Spezialversicherung

Es gibt die Möglichkeit, das Prospekthaftungsrisiko bei IPOs bzw. bei der Emission von Aktien oder Obligationen durch eine spezielle Versicherungspolice zu versichern. Diese deckt sowohl Schadenersatzansprüche, die gegen den Emittenten (die Aktiengesellschaft) erhoben werden, als auch die persönlich gegen Verwaltungsräte und Geschäftsleitungsmitglieder gerichteten Ansprüche (unabhängig davon, ob die AG sie von der Haftung freihält oder nicht). Ausserdem sind Verteidigungskosten gegen die zivilrechtliche Haftung und allfällige Strafuntersuchungen versichert. Zusätzlich können Deckungen für Kosten wie z.B. bei Untersuchungen durch die Börsenaufsicht und sogar für Public Relations im Zusammenhang mit einem Kurssturz vereinbart werden.

Vorteile einer separaten Police

Gegenüber dem Einschluss des Prospekthaftungsrisikos in einer PI- oder D&O-Police haben Spezialpolices den Vorteil, dass ihre Bedingungen optimal auf das einmalige Ereignis des Börsengangs oder der Wertpapieremission abgestimmt sind. Die Versicherungssumme steht zusätzlich zu den anderen fortlaufenden Policen zur Verfügung. Ausserdem werden die Spezialpolices, je nach Wahl, mit einer festen Laufzeit von bis zu 6 Jahren abgeschlossen und sind so unabhängig vom Schicksal der anderen, jährlich zu erneuernden, Policen.

Enger Versicherungsmarkt

Derartige Versicherungsverträge werden von wenigen Versicherungsgesellschaften auf Basis unterschiedlicher Versicherungsbedingungen und mit z.T. beachtlichen Prämienunterschieden angeboten. Deshalb ist in jedem Fall eine Ausschreibung mit der Hilfe eines professionellen Versicherungsberaters zu empfehlen.

Die Policen werden in der Regel einige Wochen vor dem ersten Börsenhandelstag bzw. der Emission abgeschlossen und decken alle Ansprüche, die während der Policenlaufzeit geltend gemacht werden (Claims made). Die Wahl der Versicherungssumme hängt vom ausgegebenen Kapital und den Wünschen des Managements ab und beginnt in der Regel bei 10 Mio. Franken und kann 100 Mio. oder mehr betragen.

Transfer des Prospekthaftungsrisikos

Die Prämienhöhe hängt von vielen Faktoren ab, insbesondere der Höhe der Versicherungssumme, des Selbstbehaltes, des Börsenplatzes, der Anzahl und dem Wert der emittierten Titel (Börsenkapitalisierung) sowie der Branche und der Finanzsituation des Unternehmens. Die Versicherungsprämien machen nur einen Bruchteil der zur Verfügung stehenden Versicherungssumme und der Gesamtkosten eines IPOs aus. Dafür können der Emittent und seine Führungskräfte das Prospekthaftungsrisiko weitgehend an eine Versicherungsgesellschaft transferieren. •