

## Fallstudie zur Prospekthaftpflicht beim Börsengang

**Welches ist das Prospekthaftungsrisiko beim Börsengang, wie entsteht es, wie lässt es sich begrenzen und welches sind die Möglichkeiten eines Risikotransfers? Antworten auf diese Fragen soll diese Fallstudie eines im November 2010 erfolgten Börsengangs geben.**

### **Ausgangslage**

Ein Schweizer Immobilienunternehmen, das sich auf die Entwicklung von luxuriösem Wohneigentum in Europa spezialisiert, hat am 27. Oktober 2010 die Details zum Börsengang an der SWX in Zürich bekanntgegeben. Das Transaktionsvolumen beläuft sich insgesamt auf CHF 64 Mio. bzw. CHF 72 Mio und der Free Float beträgt rund 47% bzw. rund 53% bei vollständiger Ausübung der Mehrzuteilungsoption. Nach dem Börsengang beträgt die Marktkapitalisierung rund CHF 155 Mio.

### **Risikobeurteilung**

Das zentrale Informationsinstrument im Rahmen eines IPO ist der Emissions- und Kotierungsprospekt. Im Vordergrund stehen präventive Massnahmen zur Vermeidung von Prospekthaftpflichtansprüchen gemäss Art. 752 OR und dem Kotierungsreglement der SWX Swiss Exchange. Weitere Haftungsrisiken sind im Rahmen der Publicity-, Research- und Marketingaktivitäten der Emittentin sowie im Zusammenhang mit dem Underwriting Agreement auszumachen. Man darf davon ausgehen, dass ein Unternehmen, das den Börsengang wagt, sich hinsichtlich potentieller Haftungsrisiken hat beraten lassen, und entsprechend diese durch einen strukturierten Prozess und den Einsatz erfahrener und befähigter Personen bereits begrenzt hat.

Neben der Emittentin ergeben sich Prospekthaftungsrisiken weiter auch für Aktionäre, die im Rahmen von Sekundärplatzierungen ihre Beteiligung (teilweise) verkaufen. Unter Gesichtspunkten der Prospekthaftung ist entscheidend, inwieweit die verkaufenden Aktionäre auf mangelhafte Prospektaussagen Einfluss nehmen (können)

und solche Aussagen mithin zu verantworten haben (faktische Organschaft).

Mitglieder der Geschäftsleitung können, sofern sie aktiv auf die Gestaltung des Prospekts Einfluss nehmen, grundsätzlich aus Prospekthaftung zur Rechenschaft gezogen werden. In aller Regel nehmen einige Mitglieder der Geschäftsleitung der Emittentin an *drafting sessions* teil. Vor allem im Rahmen der so genannten *Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operation (MD&A)* und der Prospektabschnitte über Strategie und Geschäftstätigkeit leisten sie massgebliche Beiträge.

Neben der Emittentin und ihren (faktischen) Organen steht in der Praxis die federführende Emissionsbank (Lead Manager) bei Prospekthaftungsklagen regelmässig im Mittelpunkt. Wobei die Emissionsbanken sich ergänzend zu den erwähnten Gewährleistungen im Underwriting Agreement in der Regel zusichern lassen, dass sie für sämtliche Ansprüche und Auslagen aus Prospekthaftung von der Emittentin schadlos gehalten werden.

### **Prospekthaftpflichtansprüche in der Praxis**

In der Praxis ist die Bemessung und der Nachweis des Schadens schwierig. Der Kläger muss schlüssig nachweisen, welcher Wertverfall auf Fehler im Prospekt zurückzuführen ist. Die Haftung tritt zudem nur bei Verschulden, also bei Vorsatz oder Fahrlässigkeit, ein. Dabei gelten strenge Massstäbe an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, ähnlich wie bei der Organhaftung gemäss Art. 754 OR. Diese Personen müssen deshalb 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.

Trotzdem: Bei vielen der Schadenersatzklagen gegen Unternehmen und ihre Verwaltungsräte, die Versicherern gemeldet werden, spielt auch die Prospekthaftung zunehmend eine Rolle. Dabei haben die Klagen letztlich nicht immer Erfolg, aber sie verursachen in jedem Fall hohe Abwehrkosten, starke Belastungen für das Management und Imageschäden.

### **Lösungsansätze**

Für die an der Erstellung eines Prospekts beteiligten Anwälte, Berater und Wirtschaftsprüfer ist die Prospekthaftung Teil ihrer Berufshaftung und als solche in ihren Berufshaftpflichtversicherungen üblicherweise eingeschlossen. Ganz anders sieht die Situation aus für die Emittentin und deren Verwaltungsräte und Geschäftsleitung. Bei Organhaftpflichtpolicen (*Directors' and Officers' Liability Insurance*, kurz *D&O*) sind Börsengänge entweder explizit in den AVB oder als wesentliche Gefahrs-erhöhung gemäss Versicherungsvertragsgesetz ausgeschlossen. Zwar liesse sich ein Börsengang in einer bestehenden Organhaftpflichtpolicen oftmals gegen Zusatzprämie einschliessen, aber das ist nicht immer die optimale Lösung.

### **Versicherung für das Prospekthaftungsrisiko**

Seit einigen Jahren bieten Versicherer in der Schweiz die Möglichkeit, das Prospekthaftungsrisiko bei der Emission von Wertschriften durch eine *Public Offering of Securities Insurance (POSI)* zu versichern. Diese deckt sowohl Schadenersatzansprüche, die gegen die Emittentin (die Aktiengesellschaft) erhoben werden, als auch die persönlich gegen Verwaltungsräte und Geschäftsleitungsmitglieder gerichteten Ansprüche. Ausserdem sind Abwehrkosten gegen die zivilrechtliche Haftung und allfällige Strafuntersuchungen versichert. Zusätzlich können Deckungen für Kosten wie z.B. bei Untersuchungen durch die Börsenaufsicht vereinbart werden.

Gegenüber dem Einschluss des Prospekthaftungsrisikos in einer *D&O*-Police haben *POSI*-Policen den Vorteil, dass ihre Bedingungen auf das einmalige Ereignis des Börsengangs optimal abgestimmt sind. Die Versicherungssumme steht zusätzlich zu den anderen fortlaufenden Policen zur Verfügung.

Ausserdem werden die *POSI*-Policen, je nach Wahl, mit einer festen Laufzeit von drei bis höchstens sechs Jahren abgeschlossen und sind so unabhängig vom Schicksal der anderen, jährlich zu erneuernden, Policen. Zudem können die einmalig auftretenden Kosten der Police den Aufwendungen des Börsenganges zugeordnet werden.

### **Enger Versicherungsmarkt**

Derartige Versicherungsverträge werden von wenigen Versicherungsgesellschaften auf Basis unterschiedlicher Versicherungsbedingungen und mit zum Teil deutlichen Prämienunterschieden angeboten. Die Prämie für eine Versicherungssumme von CHF 10 Mio. und einer Laufzeit von drei Jahren dürfte im vorliegenden Fall basierend auf einer aktuellen Marktabklärung zwischen CHF 30,000 bis 60,000 betragen. Die Prämienhöhe hängt von vielen Faktoren ab, insbesondere der Höhe der Versicherungssumme, des Börsenplatzes, der Anzahl und dem Wert der emittierten Titel sowie der Branche des Unternehmens. Die Versicherungsprämien machen jeweils nur einen Bruchteil der zur Verfügung stehenden Versicherungssumme und der Gesamtkosten eines IPOs aus. Die Wahl der Versicherungssumme hängt vom ausgegebenen Kapital und den Wünschen des Managements ab und beginnt bei 10 Mio.

Mit dem Abschluss einer *Public Offering of Securities Insurance (POSI)* können die Emittentin und ihre Führungskräfte das Prospekthaftungsrisiko weitgehend an einen Versicherer transferieren.



[gregory.walker@risksolution.ch](mailto:gregory.walker@risksolution.ch)

*Hinweis des Verfassers: Die Fallstudie wurde ohne Veranlassung der am Börsengang involvierten Gesellschaften und Personen erstellt. Sie basiert auf Informationen, die öffentlich zugänglich waren.*