

## 2 Firmenorganisationen und Aktienmärkte

### Die verschiedenen Unternehmensstrukturen

Nicht umsonst gehört die GmbH & Co. KG bei unlauteren Geschäftemachern zu den bevorzugtesten Unternehmenskonstruktionen. Sie eröffnet erfahrenen oder gut vorbereiteten Abzockern gleich mehrere Möglichkeiten, das Geld der Anleger unauffällig und legal in die eigenen Taschen zu lenken. Dabei können sie zumeist auf die aktive Hilfe unseriöser Anlageberater setzen, denn diese verdienen an solchen Investitionen erheblich mit.

Für den Investor ist es hingegen ausgesprochen schwierig, im Fall wachsenden Mißtrauens sein Geld zurückzubekommen. Oft ist das eingezahlte Geld oder ein großer Teil davon sogar unwiederbringlich dahin. Und nur unter bestimmten Voraussetzungen ist es möglich, die Geldnehmer erfolgreich auf Schadensersatz zu verklagen.

Um einem Mißverständnis vorzubeugen: Nicht jede finanzielle Beteiligung als Kommanditist an einer GmbH & Co. KG ist von vornherein verlorenes Geld. Im Gegenteil handelt es sich bei dieser Form der Firmenkonstruktion in vielen Fällen um seriöse und angesehene Betriebe.

Gefährlich kann es jedoch werden, wenn professionelle Abgreifer unbedarfte Anleger in eine GmbH & Co. KG locken. Die Grundlage für das unlautere Geschäft liegt in dem Kürzel »KG« am Ende der Firmenbezeichnung verborgen. KG steht für Kommanditgesellschaft. Nun ist gerade eine Kommanditgesellschaft zunächst eine ausgesprochen solide Firma, der zunächst nichts Anrüchiges anhaftet. Es ist die Art und Weise, wie verschiedene Unternehmensformen verquickt und für diverse Geschäfte eingesetzt werden, welche eine GmbH & Co. KG für den Investor gefährlich macht. Wer diese Zusammenhänge verstehen möchte, braucht unerläßlich ein Grundwissen über die verschiedenen möglichen Rechtsformen für ein Unternehmen und die sich daraus ergebenden Konsequenzen.

## Brave Firmen: Offene Handelsgesellschaft (OHG) und Kommanditgesellschaft (KG)

Für jede kaufmännisch geführte Firma stehen grundsätzlich eine Reihe von juristischen Formen zur Verfügung, die unterschiedliche Rechte, Pflichten und Möglichkeiten beinhalten. Die für Kunden sicherlich gediegenste Variante ist dabei die sogenannte »Offene Handelsgesellschaft« (OHG).

Eine OHG können mindestens zwei Geschäftspartner gründen. Wie jede andere kaufmännische Gesellschaft auch muß sie in das Handelsregister eingetragen werden. Der Vorteil für den Kunden oder Auftraggeber einer OHG: Die Gesellschafter der OHG haften unbeschränkt für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft – sowohl mit dem Firmen- als auch mit dem Privatvermögen. Weil Haftung und Verantwortung der Besitzer also nahezu unbeschränkt sind, genießt eine OHG unter Geschäftsleuten gemeinhin großes Vertrauen. Insofern bringt die OHG deren Besitzern aber auch erhebliche Nachteile: Geht die OHG pleite, sind die ehemaligen Firmeninhaber im schlimmsten Fall bis an ihr Lebensende verschuldet.

Eine Kommanditgesellschaft (KG) schließt das Risiko der Totalverschuldung aus – zumindest für einen von wenigstens zwei Gesellschaftern: Die KG verfügt über einen vollhaftenden Gesellschafter (den Komplementär) sowie mindestens einen Kommanditisten als zusätzlichem Geldgeber, der jedoch lediglich mit dem in die Firma eingezahlten Geld haftet, der sogenannten »Einlage«. Es können sich auch mehrere Kommanditisten zusammenfinden, die gemeinsam die Kommanditeinlage stellen. Der Nachteil für den oder die Kommanditisten: Sie sind laut Gesetz von der aktiven Geschäftsführung ausgeschlossen und müssen darauf vertrauen, daß der Komplementär, der die Firma führt, im Alltagsgeschäft die richtigen Entscheidungen trifft. Die Teilhabe an einer Gesellschaft als Kommanditist ist somit immer auch Vertrauenssache.

Die Unternehmensform der KG wurde früher häufig gewählt, wenn sich unterschiedlich vermögende und kompetente Partner zur Gründung einer neuen Firma zusammaten. Besonders in früheren Zeiten war es üblich, daß etwa die wohlhabenden Eltern eines jungen Kaufmanns das geschäftliche Risiko für die Kunden ihres Sprößlings

durch eine entsprechend großzügige Kommanditeinlage minderten. Allerdings ließen sich die geldgebenden Eltern im Gesellschaftsvertrag zumeist das Recht verbrieft, den Nachkommen bei Versagen als Geschäftsführer zu entlassen. In diesem Fall bliebe der Sprößling zwar vollhafter Komplementär, die Geschäftsführung aber müßte er auf Weisung der Kommanditisten einem Dritten überlassen.

Freilich ist die Gründung einer KG auch heute noch in vielen Fällen gang und gäbe.

### Beispiel

Die gelernte Textilverkäuferin Anita Lehmann und der arbeitslose Lehrer Stefan Schultz wollen einen Straßenverkauf mit Billigtextilien gründen und ihre Ware auf Wochenmärkten feilbieten. Anita Lehmann ist praktisch mittellos, Stefan Schultz verfügt hingegen über 200.000 Euro aus einer Erbschaft.

Gerne würde Anita Lehmann mit Stefan Schultz eine »Offene Handelsgesellschaft« (OHG) gründen. In einer OHG haften die Unternehmensgründer mit ihrem gesamten privaten Vermögen – kein so großes Problem für Anita Lehmann, die sowieso über keinerlei Mittel verfügt. Stefan Schultz aber will nicht sein gesamtes Erbe von 200.000 Euro aufs Spiel setzen. Er ist lediglich bereit, einen Teil des Geldes in die neue Firma zu investieren.

Darum gründen die beiden die »Anita Lehmann & Co. KG«. In dieser KG ist Anita Lehmann die vollhaftende Gesellschafterin (die sogenannte Komplementärin). Ihr Partner Stefan Schultz ist »nur« Kommanditist. Dafür haftet er auch nur mit seiner Einlage, die in diesem Fall 50.000 Euro beträgt. Ginge die »Anita Lehmann & Co. KG« wider Erwarten pleite, könnten sich die Gläubiger des Unternehmens lediglich aus den eingezahlten 50.000 Euro von Stefan Schultz bedienen – bei der mittellosen Anita Lehmann wäre nicht viel zu holen. So hätte Stefan Schultz zwar seine Einlage von 50.000 Euro verloren – an sein restliches Erbe kämen die Gläubiger jedoch nicht heran.

## Beliebt: Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH)

Eine noch sicherere Möglichkeit, sich vor Totalverlust zu schützen, ist die Gründung einer »Gesellschaft mit beschränkter Haftung« (GmbH).

In einer GmbH haftet kein Gesellschafter mit seinem privaten Vermögen. Gläubiger können sich stets nur aus dem in die GmbH eingebrachten Vermögen bedienen. Diese sogenannte »Einlage« beträgt bei einer GmbH mindestens 25.000 Euro. Allerdings erlaubt der Gesetzgeber weiteren Spielraum: Nur die Hälfte dieser Mindestsumme muß bar eingezahlt werden. Die andere Hälfte der Kapitalausstattung einer GmbH kann auch eine Sacheinlage sein. Dann stehen eventuell ein gebrauchter BMW des Firmengründers sowie ein paar Büromöbel für finanzielle Eskapaden gerade.

Im Fall des Konkurses gehen die Gläubiger solch einer GmbH darum oft leer aus: Wo nichts ist, läßt sich auch nichts eintreiben.

Die niedrige gesetzliche Kapitaldecke einer GmbH ist übrigens ein Grund, warum GmbHs früher bevorzugt von reinen Dienstleistern gegründet wurden, die für den Betrieb ihres Geschäftes keine hohen Eigenmittel etwa für den Einkauf von Waren oder die Beschaffung von Maschinen brauchten.

Aufgrund der geringen Haftung und den niedrigen aufzubringenden Eigenmitteln ist die GmbH heute bei vielen Firmengründern sehr beliebt.

### Beispiel

Die gelernte Textilverkäuferin Anita Lehmann und der arbeitslose Lehrer Stefan Schultz wollen eine Boutique gründen. Beide möchten in der Boutique auch Verantwortung als Geschäftsführer übernehmen: Anita Lehmann fühlt sich als Verkäuferin kompetent und will das Sortiment bestimmen, Stefan Schultz hat sich unternehmerisch fortgebildet und möchte die kaufmännische Betriebsführung leisten. Anita Lehmann und Stefan Schultz verfügen allerdings über unterschiedlich hohe private Vermögen, die sie bei dem neuen Unternehmen nicht riskieren möchten. Also gründen sie eine GmbH, in der sie gleichzeitig als Geschäftsführer in ihrem jeweiligen Arbeitsbereich tätig sind.

Jeder von beiden zahlt 6.250 Euro in die GmbH ein, womit die Mindestbareinlage von 12.500 Euro erbracht ist. Als zusätzliche Sacheinlage im Wert von 6.250 Euro bringt Anita Lehmann aus ihrem Besitz eine Registrierkasse und verschiedene Regale ein, die sie für die Ausstattung des Ladens verwenden will. Stefan Schultz verfügt über einen Computer sowie ein gebrauchtes Auto, welche der für die GmbH-Gründung notwendig zugezogene Notar zusammen ebenfalls auf 6.250 Euro taxiert: Die neu gegründete »Textilhandel GmbH« von Anita Lehmann und Stefan Schultz kann starten.

Natürlich wissen die Kunden und Gläubiger solch einer GmbH, daß bei Rechtsstreitigkeiten vielleicht nicht allzuviel zu holen ist. Es gibt andererseits verschiedene Möglichkeiten, das Risiko zu mindern: Zum Beispiel zahlen die Gesellschafter einen wesentlich höheren Betrag als 25.000 Euro ein, der dann bei Haftungsansprüchen zur Verfügung steht. Dies ist jedoch aus steuerrechtlichen Gründen nicht immer angezeigt.

Eventuell steht den Gesellschaftern auch gar kein weiteres Kapital zur Verfügung. Eine andere Möglichkeit ist die, den Ausfall vertraglich vereinbarter Leistungen zu versichern: Kann die GmbH nicht liefern, zahlt eine Versicherung den beim Kunden entstandenen Schaden. Derartige Policen sind natürlich nicht billig.

### Viel Aufwand: die Aktiengesellschaft (AG)

Als weitere Möglichkeit bleibt die Gründung einer Aktiengesellschaft, der AG. Das notwendige Grundkapital hierfür beträgt mindestens 50.000 Euro, der Mindestnennbetrag einer Aktie 1 Euro. Der Handelswert solch einer Ein-Euro-Aktie kann allerdings wesentlich höher liegen, etwa wenn die Nachfrage nach der Aktie das vorhandene Angebot stark übersteigt. Dann sprechen Fachleute von einer »Spekulationsblase«. Solch eine Spekulationsblase kann auch einen ganzen Aktienmarkt umfassen. Der »Neue Markt« der Deutschen Börse hat hierfür das derzeit jüngste Beispiel geliefert. Ein Aktienkurs kann aber auch sehr solide steigen. Dies ist der Fall, wenn die

AG hohe Gewinne macht, mit Blick auf noch höhere Gewinne in der Zukunft den Gewinn aber sofort in die AG reinvestiert.

Wenn eine AG beispielsweise genau 50.000 Aktien zu einem Euro ausgegeben hat, die Firma aufgrund jahrelanger erfolgreicher Tätigkeit und neuer Investitionen aber inzwischen einen Wert von 500.000 Euro erreicht, sollte niemand seine Ein-Euro-Aktien unter zehn Euro je Stück verkaufen. Ein Käufer, welcher die Aktie zu einem günstigeren Preis erhält, macht ein Schnäppchen. Wer mehr je Aktie zahlt, weil er der Firma eine weitere große Zukunft voraussagt, ist zumindest ein Optimist.

Die Besitzer einer AG sind immer die – anonymen – Aktionäre. Um deren Rechte und Geld zu schützen, hat der Gesetzgeber verschiedene Regeln festgelegt und Kontrollmechanismen geschaffen.

So wird der Vorstand einer AG immer von einem Aufsichtsrat kontrolliert, der die Geschäftstätigkeit überwacht und den Vorstand gegebenenfalls entlassen und neu einsetzen kann. Auch ist die AG verpflichtet, ihre Aktionäre einmal jährlich über ihre Geschäfte zu unterrichten. Dies geschieht im Geschäftsbericht, in dem die wirtschaftliche und die Finanzsituation der AG dargestellt sind. Macht der Vorstand gegenüber seinen Aktionären falsche Angaben, kann er dafür juristisch belangt werden. Während der Jahreshauptversammlung können Aktionäre den Vorstand zu seiner Tätigkeit befragen, notfalls seine Entlastung verweigern und dadurch die Entlassung des Vorstands erzwingen.

Eine staatliche Kontrollinstitution ist das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel in Frankfurt am Main. Das auch hier noch Handlungsbedarf besteht und bessere Überwachungsmechanismen geschaffen werden müssen, ist unter vielen Fachleuten unbestritten.

Die kurz angerissenen Rechte und Pflichten machen andererseits deutlich: Für ein relativ kleines Unternehmen wie die oben vorgestellte Gründung eines Straßenverkaufs ist die Rechtsform der AG aufgrund des damit verbundenen Aufwands meist eine Nummer zu groß.

### Verschachtelt: die GmbH & Co. KG

Eine elegante Lösung, die Bildung einer AG zu umgehen und trotzdem stärkeres Vertrauen von Geschäftskunden in die bereits gegründete GmbH zu schaffen, ist die Umformung der GmbH in eine »GmbH & Co. KG«.

Der persönlich haftende Gesellschafter oder Komplementär ist hier also keine natürliche Person, die mit ihrem gesamten Vermögen für Verluste geradestehen müßte, sondern eine GmbH, eben eine »Gesellschaft mit *beschränkter* Haftung«. Bei der geschäftsführenden GmbH ist aufgrund der meist niedrigen Einlage (mind. 25.000 Euro) wahrscheinlich nicht viel zu holen, wohl aber bei den Kommanditisten der angehängten KG, die mit ihrem in die Kommanditgesellschaft eingezahlten Kapital praktisch die haftenden Geldgeber sind.

Bei dieser Form sind die Vorzüge der GmbH mit der zusätzlichen Sicherheit, die eine KG bietet, verquickt. Damit vereinigt die GmbH & Co. KG einige steuerrechtliche Vorteile der GmbH mit der Solidarität der KG. Die Bildung der GmbH & Co. KG erfordert freilich das Vertrauen wenigstens eines Geldgebers, des Kommanditisten.

#### Beispiel

Anita Lehmann und Stefan Schultz haben mit einer Einlage von 25.000 Euro eine Boutique gegründet, die sie gleichberechtigt als »Textilhandel GmbH« führen. Nebenbei hat Anita Lehmann eigene Kleider entworfen, die sich über die Boutique sehr gut verkaufen. Sie und Stefan Schultz beschließen darum zu expandieren und eine eigene Kleidermanufaktur zu eröffnen. Damit wollen sie auch weitere Boutiquen in ganz Deutschland beliefern.

Zur Anschaffung der notwendigen Maschinen und zur Anmietung einer Werkhalle fehlt der GmbH aber das Geld. Die Bank weigert sich, der kleinen und finanzschwachen Firma einen entsprechenden Kredit einzuräumen, das Risiko ist ihr zu groß. Schließlich ist unklar, ob die Schneiderei tatsächlich Erfolg haben wird. Um ihren Plan dennoch zu verwirklichen, suchen Anita Lehmann und Stefan Schultz nach einem Kommanditisten als zusätzlichem Geldgeber. Sie finden ihn in dem reichen Bauunternehmer Harry Brückner, der eine Million Euro als Kommanditeinlage zahlt.

Anita Lehmann und Stefan Schultz wandeln darauf ihre »Textilhandel GmbH« um in die »Textilhandel GmbH & Co. KG«. Als Kommanditist und wichtigster Geldgeber hat sich Bauunternehmer Brückner dafür 65 Prozent aller Gewinne aus der GmbH & Co. KG einräumen lassen.

Da Harry Brückner seine Geschäftspartner Anita Lehmann und Stefan Schultz persönlich kennt und schätzt, ist er zuversichtlich, daß sie mit ihrer Geschäftsidee Erfolg haben werden. Natürlich ist ihm klar, daß er das eingezahlte Geld auch vollständig verlieren kann, wenn die Schneiderei scheitern sollte.

Es gibt weitere gute Gründe, zur Rechtsform der GmbH & Co. KG zu greifen. Zu wissen, daß ein Geschäftspartner für einen abgeschlossenen Vertrag nicht nur mit seinem Namen, sondern mit weiterem eingezahlten Geld haftet, schafft schließlich Vertrauen untereinander. Nach Auskunft der Handelskammer Hamburg haben früher sogenannte »ehrbare«, alteingesessene Hanseatische Kaufleute ihre Geschäfte vornehmlich nur mit Offenen Handelsgesellschaften oder Kommanditgesellschaften getätigt. Eine Unternehmenskonstruktion wie die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) oder eine Aktiengesellschaft (AG) war den Kaufleuten hingegen eher suspekt.

In der Vergangenheit waren die Gesellschafter einer GmbH und die Kommanditisten darum oft identisch.

### Beispiel

Anita Lehmann und Stefan Schultz haben sich mit gleichen Anteilen von je 12.500 Euro an der »Textilhandel GmbH« beteiligt und führen gemeinsam eine Boutique. Der Laden floriert, die beiden lassen eine eigene Kollektion in Taiwan herstellen, die sie gerne an andere Handelsketten in Deutschland als Zwischenhändler weiterverkaufen würden. Doch sowohl der Hersteller in Taiwan als auch die Handelsketten lehnen ab: Die »Textilhandel GmbH« kann ja keine Sicherheiten bieten und ist damit eine Nummer zu klein. Inzwischen hat auch Anita Lehmann geerbt. Darum gründen die beiden die »Textilhandel GmbH & Co. KG«. In die KG zahlen sie als Kommanditisten je 100.000 Euro ein.

In diesem Fall nutzen Geschäftsleute die Vorteile der Vermischung einer Kapitalgesellschaft (GmbH) mit einer Personengesellschaft (KG).

Die Beckschen Kurzkommentare zum Handelsgesetzbuch (HGB) (Baumbach/Hopt, HGB, 30. A., 2000, Verlag C. H. Beck, München) verweisen auf die »praktische Bedeutung: Die GmbH & Co. KG hat sich seit den 20er Jahren vor allem aus steuerlichen Gründen rasch ausgebreitet«. Die meisten sich ergebenden Steuervorteile seien zwar inzwischen abgeschafft, doch »weitere Steueranreize ergeben sich auch heute aus Sonderabschreibungen, die nur der Personengesellschaft offenstehen.«

Diese allerdings keineswegs immer und eindeutig bestehenden steuerlichen Vorteile der GmbH & Co. KG stellen unseriöse Geldnehmer als wesentlichen Vorteil der Beteiligung heraus.

»Heute stehen die gesellschaftsrechtlichen Vorteile im Vordergrund. Sie liegen in der Kombination von Vorteilen der Kapitalgesellschaft und der Personengesellschaft«, heißt es in den Beckschen Kurzkommentaren weiter. Dazu gehören z.B. »Haftungsbeschränkung« und »leichtere Kapitalbeschaffung durch besseren Zugang zum Finanz- und Kapitalmarkt« sowie die »Beherrschung (der Gesellschaft, d. Verf.) ohne Kapitalmehrheit«.

Sind GmbH-Gesellschafter und Kommanditisten identisch, liegen die Vorteile beispielsweise darin, daß für die Gewinne aus der KG unter bestimmten Voraussetzungen weniger Steuern zu zahlen sind als für die Gewinne aus ihren Anteilen an der GmbH. Und macht die GmbH & Co. KG einmal keinen Jahresgewinn, können sich die Gesellschafter dennoch Geld auszahlen, indem sie ihre KG-Anteile abbauen. – Voraussetzung ist freilich, daß sich sowohl die Kommanditisten als auch die Gesellschafter der GmbH in dieser Sache vollkommen einig sind. Sind die Anteilseigner von GmbH und KG ein und dieselben Person, sind natürlich keine Probleme zu erwarten.

In einer weiteren klassischen Form der GmbH & Co. KG sind oft die Mitglieder einer Familie als erbende Anteilseigner innerhalb der KG vereinigt. Juristen nennen dies eine »kapitalistische GmbH & Co. KG«: Die eigentlichen Geldgeber und jene, die in der GmbH & Co. KG letztlich das Sagen haben, sind dann die Kommanditisten. Dieser Einfluß auf die Geschäftsführung ist vertraglich entsprechend geregelt.

*Die Rechte, im Zweifelsfall die »Notbremse« zu betätigen, werden den Kommanditisten bei einer zu unlauteren Zwecken gegründeten GmbH & Co. KG faktisch niemals eingeräumt.*

## Bereicherung per GmbH & Co. KG – Die Kommanditistenfalle

Richtig heikel wird die Angelegenheit, wenn eine GmbH & Co. KG von Anlegern finanziert wird, die weder einander noch die Gesellschafter der GmbH genauer kennen. Dabei liegt genau hier der unlautere Ansatz vieler Geschäftemacher: Sie zählen darauf, daß die Geldgeber die tatsächlichen Erfolgsaussichten des Projektes nicht überblicken und schon gar nicht die möglichen Folgen, welche mit einem Investment in solch eine GmbH & Co. KG verbunden sind.

Der gewaltige Nachteil für die der KG beitretenden Anleger: Ihre Rechte als Kommanditisten sind in der Regel gering, das Verantwortungsgefühl der Gründungsgesellschafter für das Geld der Kommanditisten ist noch geringer. Um so größer fallen hingegen die angekündigten Gewinne aus, für deren Auszahlung freilich niemand wirklich garantiert.

Nicht selten ist der Geld sammelnden GmbH & Co. KG dabei noch eine weitere GmbH vorgeschaltet. Diese fungiert oft als Gründungsgesellschafterin der GmbH & Co. KG. Und dort läßt sich bisweilen auch jenes Geld auffinden, das im Lauf der Anlagezeit aus der GmbH & Co. KG herausgezogen wurde. Nur ist es dann für die Kommanditisten zu spät und das Geld verloren.

Sind keine oder nicht ausreichende Mitbestimmungsrechte vertraglich festgelegt und ist der Kommanditist nicht gleichzeitig Gesellschafter der GmbH, hat er keine oder nur sehr geringe Möglichkeiten, auf die Geschäftsführung einzuwirken. Der Kommanditist stellt dann praktisch nur die notwendigen Mittel zum Aufbau der GmbH und zur Aufnahme der Geschäftstätigkeit zur Verfügung. Das Geld des Kommanditisten ist damit schlußendlich eine Goodwill-Anlage, ein Vertrauensvorschuß, dem keinerlei Sicherheiten gegenüber stehen.

Die Einlage ist auch kein zurückzuzahlendes Darlehen, womit sich die Ausschüttungen etwa auf einen Bundesschatzbrief erheblich von den Ausschüttungen auf eine Kommanditeinlage unterscheiden: Das in einen Bundesschatzbrief investierte Geld wird nach Ablauf einer vereinbarten Frist zuzüglich Zinsen auf jeden Fall zurückgezahlt.

Die Ausschüttungen auf die Einlage des Kommanditisten sollten die Rückzahlung der Einlage beinhalten, da diese nach gewisser Zeit keinen Wert mehr besitzt: Das Frachtschiff ist verrostet, der Windpark kaputt, die Immobilie verfallen. Wieviel der Anleger auf seinen Anteil nach Auflösung der GmbH & Co. KG noch erhält, steht oft in den Sternen.

Der Kommanditist kann nicht einmal seine Einlage zurückfordern, wenn ihm die Geschäftspläne der GmbH & Co. KG im nachhinein als zu wagemutig erscheinen: Das investierte Geld bleibt in der Firma gebunden. Geht die GmbH & Co. KG pleite, guckt der Kommanditist in die Röhre. Dieses Risiko kompensiert die GmbH darum durch die Ausschüttung von zumeist relativ hohen Gewinnen.

Die Beckschen Kurz-Kommentare sprechen in solchem Fall von einer »Publikumsgesellschaft (PublikumsKG, MassenKG)«, die »zur Kapitalsammlung eine unbestimmte Vielzahl rein kapitalistisch beteiligter Kommanditisten als Anlagegesellschafter aufgrund eines fertig vorformulierten Gesellschaftsvertrages aufnehmen soll. ... Die Initiatoren oder Gründungsgesellschafter (i.d.R. die Gesellschafter der GmbH) behalten fast immer die Herrschaft, die Kommanditisten sind auf Kontrollrechte beschränkt, die sie häufig nur über einen Beirat oder einen Kommanditistenvertreter (unechte Treuhand) ausüben können.«

### Unverkäufliche KG-Anteile

Für einen anonymen Geldgeber ist der Kauf von KG-Anteilen gegenüber dem Aktienkauf grundsätzlich mit einigen Nachteilen verbunden. Eine erste Überraschung erleben manche, wenn sie sich entscheiden, ihr in die GmbH & Co. KG eingezahltes Geld doch lieber woanders zu investieren. Im Unterschied zu einem Aktienbesitzer kann sich ein Kommanditist nicht durch den Verkauf seiner Anteile

von einer Firma verabschieden. Die Geldnehmer, in der Regel die Gesellschafter der GmbH, versuchen die Unmöglichkeit des Ausstiegs bisweilen durch undeutliche Formulierungen zu verschleiern.

Dann steht etwa unter dem Stichwort »Veräußerbarkeit der Beteiligung«: (Wir werden) »bei einem geplanten Verkauf von Anteilen gerne vermittelnd behilflich sein. Es kann allerdings keine Garantie für den jederzeitigen Verkauf und den zu erzielenden Preis für die Anteile gegeben werden« (Europäische Energie Fonds, Beteiligungsprospekt Windpark Kahnsdorf). Die Einschränkung des Vermittlungsangebotes ist stark untertrieben: Anders als für Aktien gibt es überhaupt keinen Markt für Kommanditeinlagen. *Versprechungen der Geldnehmer, bei einer etwaigen Veräußerung des Kommanditanteils als Mittler zu helfen, sind rechtlich wertlos.*

Ein Kommanditist kann seine Einlage schon darum nicht einseitig aus der KG nehmen, weil damit die vertragliche Konstruktion der GmbH & Co. KG hinfällig wäre. Die Rückzahlung (der dann eventuell noch vorhandenen Kommanditeinlagen) kommt vielmehr nur bei vollständiger Auflösung der GmbH & Co. KG in Betracht. Diese Rechtslage schützt die anderen Kommanditisten sowie die GmbH-Gesellschafter, denn falls sich niemand findet, um den feilgebotenen Anteil zu übernehmen, müßte die gesamte Firma getilgt oder rechtlich neu konstruiert werden.

Findet ein verkaufswilliger Kommanditist keinen Interessenten für seinen KG-Anteil, bleibt dieser über seinen Tod hinaus den Erben erhalten. Die klassische Kommanditeinlage ist also eine solide, langfristige Investition von unabsehbarer Dauer in ein Unternehmen, das ebenso langfristig und solide geführt wird.

### Beruhigungsspillen für Kommanditisten

*Auch Rückkaufgarantien einer dritten Firma, die laut Verkaufsprospekt die Anteile der Kommanditisten an einem bestimmten Zeitpunkt, etwa in zehn Jahren, zu festen Preisen zurückkaufen wird, sind mit Vorsicht zu genießen: Niemand kann garantieren, daß besagte kaufwillige Firma in zehn oder mehr Jahren noch existiert. Ist sie darüber hinaus personell mit den Geldnehmern verhandelt, ist sie*

womöglich nur zum Zweck der Augenwischerei gegründet: Die Geldnehmer wollen die Geldgeber in Sicherheit wiegen.

Wer sich finanziell nur kurz oder mittelfristig binden möchte, ist mit dem Kauf von Aktien oder Wertpapieren praktisch immer besser bedient. Aktien lassen sich schließlich jederzeit verkaufen. Hinzu kommen die bereits erwähnten Kontrollrechte des Aktionärs.

Unlautere Geschäftemacher wissen um einen weiteren Vorteil der GmbH & Co. KG: Verträge, die eine GmbH & Co. KG mit ihren Kommanditisten schließt, gleichen den privaten Verträgen zwischen zwei natürlichen Personen und unterliegen darum kaum gesetzlichen Auflagen und Vorschriften. Wer so dumm war, einen für ihn ungünstigen Kommanditistenvertrag zu unterschreiben, ist dafür in der Regel selbst verantwortlich und kann nur unter bestimmten Umständen gegen jene vorgehen, die ihn möglicherweise ausgenommen haben.

Eine Klagemöglichkeit besteht grundsätzlich, wenn etwa die GmbH den mit den Kommanditisten abgeschlossenen Vertrag verletzt. Dies wird aber nur in wenigen Fällen geschehen. Unlautere Geschäftemacher formulieren die entsprechenden Verträge in der Regel so, daß sie mit ihren Kommanditisten fast nach Belieben umspringen können. Oft begreifen die Geprellten erst bei Eintritt des Schadens, was für ein ihre Rechte und Möglichkeiten beschneidendes Papier sie damals unterschrieben hatten.

Ganz so willkürlich wie noch vor wenigen Jahren kann eine GmbH & Co. KG allerdings inzwischen nicht mehr mit ihren in die KG einzahlenden Geldgebern umspringen. Die Beckschen Kurz-Kommentare zum HGB weisen auf die Sonderstellung einer GmbH & Co. KG als sogenannte »Publikumsgesellschaft (mit Prospekthaftung)« hin: »Wirtschaftlich handelt es sich danach um eine Kapitalgesellschaft im Kleid einer Personengesellschaft«. Der Kommentar verweist ebenfalls auf die sich daraus ergebenden »Probleme des Anlegerschutzes in der Publikumsgesellschaft«.

Es ist also logisch, daß unlautere Geschäftemacher besonders gerne relativ rechtelose Kommanditisten als Geldgeber werben. Zwar bestehen aufgrund der sogenannten Prospekthaftung der Publikumsgesellschaft gewisse Pflichten gegenüber dem Kommanditisten. Dazu zählt etwa die »Haftung für unterlassene Aufklärung«, Erfahrungsge-

mäß ist es für die hintergangenen Kommanditisten aber schwierig, einen Tatbestand wie die unterlassene Aufklärung zu beweisen.

Oftmals ist eine Prospekthaftung auch schon deshalb nicht gegeben, weil in dem Prospekt durchaus auf die bestehenden Risiken verwiesen wird – nur wollte diese niemand in der anfänglichen Investitionseuphorie so richtig ernst nehmen.

In vielen Anlageprospekten finden sich heute geschickt formulierte Sätze wie: »Die Kapitalanleger tragen das volle wirtschaftliche Risiko, haben jedoch auch alle mit der wirtschaftlichen Entwicklung der Beteiligungsgesellschaft bestehenden Chancen.« Ergebnis: Der Anleger liest über ein Risiko, interessiert sich aber besonders für die Chancen.

Bisweilen sind die Risiken der Investition auch deutlich formuliert: »Als Ergebnis der verschiedenen Risikofaktoren kann keine Garantie dafür gegeben werden, daß die prognostizierten Barüberschüsse der Gesellschaft eingehalten werden oder JAMESTOWN 21 in der Lage sein wird, das investierte Eigenkapital zurückzuerhalten« (Jamestown US-Immobilien GmbH, Beteiligungsprospekt Jamestown 21).

Das läßt sich auch eleganter formulieren. Die Brisanz des folgenden Satzes aus einem anderen Prospekt erschließt sich nicht auf den ersten Blick: »Änderungen der rechtlichen, wirtschaftlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen (z.B. Änderungen in der Gesetzgebung, der Rechtsprechung oder der Verwaltungspraxis) können die prognostizierten Ergebnisse und damit die Werthaltigkeit der Vermögensanlage positiv oder negativ beeinflussen« (P&T Windpark Klein Bennebek GmbH & Co. KG Renditefonds, Beteiligungsprospekt Teil A).

Mit anderen Worten: Falls es anders kommt, als wir denken, ist Ihr gesamtes investiertes Kapital vielleicht futsch. Der willige Investor liest hingegen vor allem die Worte »positiv beeinflussen«. Tatsächlich haben sich die Projektinitiatoren mit solchen und weiteren Sätzen gegen Regreßansprüche der Geldgeber geschickt abgesichert.

An anderer Stelle ist etwa zum Thema Haftung zu lesen: »Den Initiatoren und etwaigen weiteren Verantwortlichen werden die Prospektangaben nur insoweit zugeordnet, als sie in den von ihnen übernommenen Aufgabenbereich fallen. Sämtliche Zahlen, Daten, Prognosen und sonstige Angaben wurden sorgfältig nach bestem Wissen

auf der Grundlage sachkundiger Erwartungen zusammengestellt« (ebd., Teil B).

Im nächsten Absatz steht zu lesen: »Für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Angaben im Prospekt nebst Anlagen haften die Initiatoren und sonstigen etwaigen Verantwortlichen nicht im Falle einfacher Fahrlässigkeit, es sei denn, daß wesentliche Vertragspflichten verletzt sind.« – Auf genau solche Fahrlässigkeit (»Da haben wir uns leider selbst hereinlegen lassen«) werden sich die Geldnehmer aber später vielleicht berufen.

Nun folgt ein weiterer folgenschwerer Satz: »Schadenersatzansprüche aus Vertrag und gesetzlichen Schuldverhältnissen verjähren sechs Monate nach Kenntniserlangung des Kapitalgebers von dem Prospektmangel, spätestens aber drei Jahre ab dem Zeitpunkt des Beitritts zur Gesellschaft als Kommanditist. Diese Dreijahresfrist ist eine Ausschlußfrist« (ebd., Teil B).

Diese Formulierung bedeutet im Klartext: Ein Anleger, der im vierten Jahr nach seinem Beitritt klagen will, weil statt der versprochenen zehnpromzentigen Ausschüttung keinerlei Gewinne mehr anfallen und auch in Zukunft keine Gewinne absehbar sind, hat kaum eine Chance.

### Die »neu auflebende Haftung«

Nur selten ist den Kommanditisten klar, daß ihre Beteiligung auch für Verluste gilt: Übersteigen die jährlichen Ausgaben die Einnahmen, werden diese aus der Kommanditisteneinlage bezahlt.

Am Ende der Beteiligung ist also eventuell nicht nur kein Gewinn ausgeschüttet worden, sondern auch das angelegte Geld dahin.

Diese Situation kann schnell eintreten, denn meistens nutzen die Geldnehmer die Kommanditeinlage der Anleger zur Absicherung weiterer Bankkredite. Und die Tilgung des Bankkredites hat stets Vorrang vor der Ausschüttung eventueller Gewinne.

Selbst wenn in den ersten Jahren die angekündigten Gewinne ausgezahlt werden, hat der Anleger das Geld noch nicht wirklich verdient; denn es kann immer zum sogenannten Neuaufleben der Haftung kommen: Hat die GmbH & Co. KG auf eine Kommanditeinlage

von 10.000 Euro im Lauf einiger Jahre etwa 5.000 Euro Gewinne ausgeschüttet und geht anschließend in Konkurs, ist nicht nur die Kommanditeinlage von 10.000 Euro verloren. Zusätzlich kann die GmbH unter bestimmten Bedingungen vom Kommanditisten jene 5.000 ausgeschütteten Euro zurückverlangen. *Geld, welches der Kommanditist in Form von Ausschüttungen erhält, kann also bis zur Höhe des angelegten Kapitals wieder eingezogen werden.*

In ihrem Verkaufsprospekt verklausulieren die Geldnehmer diese Haftung etwa mit folgenden Worten: »Eine Haftung des Kommanditisten über die jeweilige Kommanditeinlage hinaus ist ab Eintragung seiner Beteiligung durch den Treuhandkommanditisten in das Handelsregister ausgeschlossen« (Europäische Energie Fonds, Beteiligungsprospekt Windpark Kahnsdorf). Statt dessen könnte dort auch stehen: Wir haben keine rechtliche Möglichkeit, Ihnen mehr Geld abzunehmen, als sie uns freiwillig geben.

In einem anderen Prospekt formulieren die Geldnehmer: »Soweit die Ausschüttungen nach den handelsrechtlichen Vorschriften als Rückzahlung der Kommanditeinlagen anzusehen sind, entsteht bis zur Höhe der jeweils übernommenen Hafteinlage eine persönliche Haftung der Kommanditisten für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft« (UMaAG Umweltmanagement AG, Beteiligungsangebot Windpark Bergen-Nordenham). Leider lesen viele Anleger solche »Formalien« erst dann genau, wenn der Schadensfall bereits eingetreten ist.

## Die Rolle der Anlageberater

Zumeist kommt der Kunde mit den eigentlichen Projektinitiatoren erst gar nicht in Kontakt, denn das Anwerben von Kommanditisten übernehmen statt dessen Anlageberater. Der Anlageberater wiederum schildert die Chancen der Investitionsmöglichkeit vielleicht in bunten Farben, als handele es sich dabei um sein eigenes Kind. In Wahrheit hat er mit dem Projekt selbst aber nicht das geringste zu tun. Mit einer Ausnahme: Für jeden geworbenen Kommanditisten kassiert er Provision. Sind die Kommanditisten vermittelt, ist das Geschäft für den Anlageberater beendet. Er hat seinen Gewinn an

dem Projekt in Form seiner Vermittlungsprovision längst geschöpft – ein Gewinn, auf den die Anleger noch hoffen dürfen und den die neu gegründete Firma erst einmal erwirtschaften muß, bevor die Kommanditisten an die Reihe kommen.

Auch Anlageberater berichten dabei mitunter ausführlich über die bestehenden Geschäftsrisiken. Am Ende eines solchen Vortrags wird dann jedoch mit den Augen gezwinkert und eine Bemerkung folgender Art getan: »So, jetzt ist auch das erledigt. Ich hoffe, das hat Sie jetzt nicht zu sehr erschreckt, aber zu diesen Hinweisen bin ich gesetzlich verpflichtet. Natürlich mache ich mir persönlich keine Sorgen um den finanziellen Erfolg, aber es ist mir sehr wichtig, immer korrekt vorzugehen.« *Ergebnis einer solchen Einseifung: Der Aufklärungspflicht ist genüge getan, der Anleger ist trotzdem beruhigt und gibt sein Geld.* Ist dieses nach einiger Zeit verschwunden, können sich die auch verantwortlichen Anlageberater jederzeit darauf berufen, die Risiken deutlich gemacht zu haben.

Ein kluger Anlageberater macht oft keinen Hehl daraus, persönlich nicht in das angebotene Projekt zu investieren. »Dafür gibt es einfach zu viele attraktive Möglichkeiten«, lautet die stets souveräne Antwort. Vielleicht fügt der Vermittler noch hinzu, bereits in ähnliche Projekte investiert und damit sehr gute Erfahrungen gemacht zu haben. Jahre später wird er argumentieren, selbst Tausende verloren zu haben, da auch er unseriösen Projektinitiatoren auf den Leim gegangen sei. Daß er gleichzeitig Hunderttausende oder Millionen an Vermittlungsprämie von eben diesen unseriösen Projektinitiatoren kassiert hat, verschweigt er natürlich.

Richtet sich das Mißtrauen des potentiellen Geldgebers gleich zu Beginn gegen den Anlageberater, wird dieser vermutlich ebenfalls darauf verweisen, mit seinen Kunden selbstverständlich langfristige Geschäftsbeziehungen aufbauen zu wollen. Deshalb habe er nicht verlust-, sondern renditeträchtige Angebote im Portefeuille.

Da der Geldverlust sich in der Regel erst nach einigen Jahren abzeichnet und sich noch später manifestiert, bleiben dem Anlageberater freilich oft acht bis zehn Jahre Zeit, große Mengen an Kundengeld zu vermitteln und entsprechend hohe Provisionen zu kassieren. Ist das Geld dann aus der letzten Tasche gezogen, zieht auch der Anlageberater von dannen.

Inwieweit aber kann ein Anlageberater ein Interesse daran haben, daß sich die Geldanlagen seiner Kunden im Laufe der Zeit ins Nichts auflösen? – Daran hat er natürlich keinerlei vorrangiges Interesse.

Er hat aber auch nicht immer Interesse daran, dies zu verhindern. Sein Geld verdient er schließlich durch seine Provisionen. Und die kassiert er von den Projektinitiatoren, den eigentlichen Geschäftemachern. Diese Provisionen fallen um so höher aus, je windiger und riskanter ein Projekt ist. Entsprechend groß ist die Neigung unseriöser Anlageberater, unseriöse Angebote zu vermitteln.

Auch die Projektinitiatoren nutzen gerne ein einfaches und auf den ersten Blick überzeugendes Argument hinsichtlich der Sicherheit der Anlage: *Sie verweisen darauf, als Projektinitiatoren kein Interesse am Eintreten des Verlustes haben zu können, da man ja selbst an dem Projekt beteiligt sei.* Das ist auch praktisch immer der Fall. Allerdings kann solch ein unlauterer Geschäftemacher einen Anlageverlust auch von 50.000 Euro leicht verkraften, wenn er genau dieselbe GmbH & Co. KG zuvor mit ein paar einfachen Tricks um eine Million Euro erleichtert hat. Das eigene investierte Geld ist in der internen Bilanz des Geschäftemachers längst als Anfangsinvestition oder Lockgeld abgeschrieben.

### Manipulation der »weichen Kosten«

Der Trick, mit dem die Projektinitiatoren in der Regel ihr eigentliches Geld verdienen, ist so einfach wie genial und besteht in der klugen Manipulation der sogenannten »weichen Kosten«. Diese umfassen alle Kosten außer den reinen Materialkosten.

Das beginnt bereits mit den Kosten für die Prospektherstellung, mit dem der Anleger ja erst als Kommanditist gewonnen werden soll. Welcher Laie kann beurteilen, ob die angegebenen 300.000 Euro für »Prospekterstellung, Werbung und Vertriebsnebenkosten« einen realen Preis darstellen? Vielleicht lagen die wahren Kosten bei nur 200.000 Euro. Die restlichen 100.000 Euro sind als sogenannte »Vermittlungsprovision« zurückgeflossen an den smarten Projektinitiator, der als Geschäftsführer der GmbH & Co. KG über entsprechende Möglichkeiten verfügt.

Experten verweisen in diesem Zusammenhang immer wieder darauf, daß es für Laien fast nicht möglich ist, die Wirtschaftlichkeit einer Immobilie, einer Filmproduktion, eines Windparks oder einer Schiffsbeteiligung durch bloßes Sichten eines Verkaufsprospektes zu beurteilen. Bei Immobilien etwa ist eine genaue Inaugenscheinnahme unerlässlich.

Trotzdem ist es ungeheuer schwierig, einen angegebenen Kaufpreis auf Angemessenheit zu überprüfen oder geplante Investitionskosten mit ähnlichen Projekten auf Plausibilität zu vergleichen: Zu unterschiedlich sind etwa die Grundstückspreise und weitere Kosten in den einzelnen Stadtteilen und Vierteln einer Großstadt wie New York, als daß ein Laie beurteilen könnte, ob er sein Geld in einem rentablen Objekt angelegt hat oder in einer Investitionsruine.

Bisweilen hilft eine einfache und logische Frage weiter: Wenn das angepriesene Einkaufszentrum etwa in Chicago tatsächlich Gewinne von über 13 Prozent Rendite jährlich abwirft, warum investieren dann nicht die vermögenden Chicagoer Anleger selbst, warum wird in Deutschland nach Investoren gesucht? – Vielleicht ja gerade deshalb, weil die Rentabilität des Projektes von Deutschland aus nicht zu beurteilen ist.

Die weichen Kosten setzen sich stets aus einer großen Vielzahl von Dienstleistungen rund um das Anlageprojekt zusammen.

So können im »schlüsselfertigen Preis« von beispielsweise 50 Millionen Euro für ein Gebäude hohe Zahlungen an den Projektleiter versteckt sein – der hat für diverse Tätigkeiten wie Geschäftsführung, Verhandlungen und Bauüberwachung vielleicht drei Millionen Euro kassiert. Weitere schwierig zu kontrollierende Posten heißen Initiatorvergütung, Geschäftsführung in der Planungs- sowie in der Betriebsphase oder ähnlich.

Beliebt ist auch die »schlüsselfertige Übergabe« eines Objektes zum Festpreis. Nur wer das Geschäft genau kennt und sämtliche Kosten mit spitzer Feder gegenrechnet, kann beurteilen, ob da nicht mal eben mehrere Millionen Euro zuviel für die scheinbar preiswerte Pauschalleistung eingesetzt wurden. Das Geld verschwindet dann bei Zulieferfirmen. Die können den Projektinitiatoren selbst gehören. Auch hier besteht wieder die Möglichkeit, durch das Kassieren von Provisionen für die Auftragserteilung große Summen in die eigenen

Taschen zu stecken. Schnell können 20 Prozent der Investitionssumme und mehr in Form solcher »weicher Kosten« verschwinden.

Ist das geplante Projekt entsprechend groß, können die Initiatoren allein durch die weichen Kosten reich werden. So machen die Projektentwickler für die Finanzierung eines New Yorker Bürohauses allein Maklergebühren von acht Millionen US-Dollar geltend, als »Managementgebühr Emissionsphase« werden laut Prospekt 8,8 Millionen Dollar fällig, an Gründungskosten der Gesellschaft eine Million Dollar sowie weitere stattliche 19,5 Millionen US-Dollar als »Kosten der Eigenkapitalbeschaffung«. Mit letzterem Posten sind jene Gelder gemeint, die allein zum Einwerben der Kommanditisten-Gelder geflossen sind. Insgesamt 45,3 Millionen US-Dollar sind somit bereits ausgegeben, bevor die Immobilie, die als Hypothek mit nicht einmal 380 Millionen Dollar eingetragen wurde, überhaupt erste Einnahmen erzielt. Auch die Profiteure dieses für den Anleger sicher nicht günstigen Handels werden in dem Prospekt nicht verschwiegen: Wer die Fußnote liest, erfährt ebenfalls, daß jene 45,3 Millionen Dollar an Firmen fließen, die zu 78 Prozent dem Kölner Kaufmann Christoph Kahl gehören bzw. zu 100 Prozent Christoph Kahl und Ute Kahl (Jamestown General Partnership, Atlanta, USA). Letzteren ist sicher zu ihrem hochprofitablen Arbeitseinsatz zu gratulieren. (Jamestown US-Immobilien GmbH, Köln, Beteiligungsprospekt Jamestown 21.)

### Instandhaltung schönerechnet

Wenn die sogenannten weichen Kosten schwindelnde Höhen erreichen, müßte es den Geldnehmern eigentlich schwer fallen, angekündigte Ausschüttungen von zehn Prozent und mehr rechnerisch nachzuweisen. Wer den Preis eines Containerschiffes mit den erzielbaren Frachtraten vergleicht, könnte ja auf die Idee kommen, daß die Einnahmen vielleicht nicht zur Ausschüttung der geplanten Gewinne reichen werden. Unlautere Geschäftemacher lösen das Problem, indem sie etwa die Kosten für Versicherung und Wartung oder Personalkosten so niedrig ansetzen, daß am Ende jedes Bilanzjahres immer noch ein zweistelliger Gewinn prognostiziert ist.

Die Möglichkeiten der Manipulation sind praktisch unbegrenzt: Die zu erwartenden Frachtraten oder Mieteinnahmen sind unrealistisch hoch angesetzt, Renovierungs- und Instandhaltungskosten

dagegen viel zu niedrig, eine kalkulierte Wertsteigerung eines Grundstücks erweist sich im nachhinein als unrealistisch ... Später werden sich die Projektinitiatoren wahrscheinlich darauf berufen, fahrlässig gehandelt zu haben. »Wir waren leider selbst naiv, man hat uns das Objekt zu einem überhöhten Preis vermittelt, das haben wir alle viel zu spät bemerkt«, so lauten dann die Ausreden der Geschäftemacher. Wer nun nachweisen möchte, daß die angeblichen Abzockerfirmen den Lebensgefährtinnen der Projektinitiatoren gehören oder daß diese hohe Provisionen an die Initiatoren gezahlt haben, hat es sehr schwer.

Ein Argument unter Berufung auf den Kommanditistenvertrag, wonach der Abzocker für solche falschen Angaben nicht haftbar ist, wird sich schon finden. Schließlich haben die Initiatoren den Verkaufsprospekt höchstwahrscheinlich von einem versierten Anwalt prüfen lassen. Dieser Anwalt hat mit Sicherheit dafür gesorgt, daß genügend legale Notausgänge bei einer Klage geprellter Anleger vorhanden sind.

Oft setzen sich die Projektinitiatoren auch selbst als Geschäftsführer der neu gegründeten GmbH & Co. KG ein. Das viel zu hohe Gehalt und die Unkündbarkeit der Geschäftsführer ist im Kleingedruckten festgehalten. Stellen die Kommanditisten später fest, daß sämtliche Gewinne in Form überzogener Gehälter in den Taschen der Geschäftsführer verschwinden, können sie nur noch hilflos zuschauen.

## Warnung vor dem Grauen Kapitalmarkt

Einschlägige Organisationen wie Finanzplatz e.V., die Schutzgemeinschaft der Kleinanleger (SdK), Fernsehmagazine wie »WiSo« und auch die Bundesregierung (z.B. Drucksache 14/1633, 1999) warnen immer wieder vor Geldanlagen auf dem »Grauen Kapitalmarkt« – oft vergeblich, denn unwiderstehlich scheint die Lust mancher Anleger, bei vorgeblich illegalen Devisengeschäften mit Nigeria Millionenbeträge oder mit »Bankgarantien« Zinsen im zweistelligen Bereich zu verdienen. Das Problem: Das Devisengeschäft mit Nigeria ist nicht nur illegal, sondern gar nicht existent, und gleiches gilt für die sagen-

haften Bankgarantiegeschäfte. Bei dieser Sorte Luftoperationen verfügen die Betrüger allerdings über einen wichtigen Vorteil, der ihnen von den Betrogenen selbst in die Hand gespielt wird: Bei den Investitionen der später Geschädigten handelt es sich offensichtlich vorzugsweise um Schwarzgeld, weshalb es nur selten zu einer Anzeige durch die Geschädigten kommt.

Im Fall der sogenannten Nigeria-Connection wird sogar offen mit der Illegalität des vorgeschlagenen Geldhandels geworben. Zunächst erhält der potentielle Geldgeber ein Fax, eine E-Mail oder ein Schreiben, in dem er zur Teilnahme an einem verbotenen Devisengeschäft aufgefordert wird. Der Absender, ein Nigerianer, schildert darin, über hohe Geldbeträge etwa aus Korruptionsgeschäften oder ähnlichem zu verfügen, die er außer Landes schaffen wolle. Dafür bedürfe es der Mitarbeit des Adressaten, der sein Konto für die Transaktion zur Verfügung stellen solle. Gelockt wird nach Angaben des Bundeskriminalamtes oft mit saftigen Provisionen in ein- bis zweistelliger Millionenhöhe. Für diese Summe soll das potentielle Opfer lediglich einen noch größeren Millionenbetrag auf seinem Konto zwischenparken, und dies wiederum nur für überschaubare Zeit.

Glaubwürdigkeit schafft gleichzeitig der Ruch des Illegalen, der zudem den lukrativen Geldtransfer plausibel macht. Kurz vor Abschluß der Transaktion tauchen allerdings nicht vorhersehbare Schwierigkeiten auf, gleichzeitig entsteht aufgrund weiterer Ereignisse ein sehr starker Zeitdruck. Der Angesprochene wird schließlich genötigt, kurzfristig einen bestimmten Geldbetrag (zur Bestechung von Beamten, zur Absicherung von Transfergebühren oder um erforderliche Dokumente zu beschaffen) nach Nigeria oder anderswohin zu überweisen. Dann bricht der Kontakt ab.

Auf Luft gebaut sind auch Geschäfte mit sogenannten »Bankgarantien«. Dabei handelt es sich um die bedingte oder unbedingte Zahlungszusage einer Bank, im Fall des Ausfalls eines Schuldners für diesen in einem vorgegebenen Rahmen geradezustehen. Für diese Garantien verlangt die Bank vom Garantienehmer ein Entgelt. Bankgarantien sind damit in etwa vergleichbar mit dem bisweilen von Banken geforderten Abschluß einer Unfall-Lebensversicherung, um damit einen langfristigen Kredit abzusichern. Der Handel mit Bankgarantien ist jedoch pure Fiktion.

Der Trick funktioniert so gut, weil der Geldnehmer dem potentiellen Geldgeber eine Geschichte erzählt, die ihm einerseits viel Geld verspricht und andererseits seinen Vorurteilen entgegenkommt, »die da oben« hätten ihren Reichtum Geschäften zu verdanken, die sie vor »denen da unten« geschickt verborgen hielten. Danach finde in höheren finanziellen Sphären ein intensiver und lukrativer Handel mit Bankgarantien statt.

Die Gewinne aus diesen Geschäften belaufen sich nach Auskunft der Geldnehmer auf einen zweistelligen Prozentsatz des eingesetzten Kapitals. Laut »Finanzplatz« ist bisweilen sogar von Renditen bis zu 150 Prozent im Jahr die Rede. Da sich solche Garantien wertmäßig jedoch im mehrstelligen Millionenbereich bewegten, sei der Markt auf einfache Weise vor interessierten Kleinanlegern geschützt.

Die Tatsache, daß Banken die Existenz eines Handels mit Bankgarantien bestreiten, haben viele Geldnehmer bereits plausibel in ihr Konzept eingebaut und verwenden sie als Beweis ihrer Aussagen: Natürlich bestritten die Geldinstitute solche Geschäfte; dies sei nur logisch, denn schließlich wollten die Banken bei dieser lukrativen Anlageform unbedingt unter sich bleiben.

Ein Anleger, der nicht von der Aussicht auf den großen Gewinn geblendet und nicht von einer Vielzahl unbekannter Fachbegriffe beeindruckt wäre, könnte sich jetzt folgende Frage stellen: Wenn mit Bankgarantien solch exorbitante Renditen zu erwirtschaften sind, warum nimmt das Bundesfinanzministerium dann nicht auch einen billigen Kredit auf und investiert dort? Stellt er diese Frage dem Betrüger, hat er die Antwort: Das tue das Bundesfinanzministerium doch schon längst. Nur wisse man als kleiner Anleger nichts davon. So schließt sich der logische Kreis der Lügen.

## Die Zwielfichter des Grauen Marktes

Handelt es sich bei Bankgarantiegeschäften und der Nigeria-Connection – auch andere Länder kommen für vorgeblich illegale Devisengeschäfte in Betracht – von vornherein um Betrugsversuche, ist dies bei manchen Termingeschäften oder Währungsspekulationen nicht immer eindeutig der Fall. So betont auch die Bundesregierung in

ihrer Stellungnahme, daß »nicht alle Angebote außerhalb der organisierten Kapitalmärkte unseriös sind«.

Vielleicht hat auch mancher Geldnehmer anfangs tatsächlich den festen Vorsatz, einen großen Teil der erhofften Einnahmen an die Geldgeber zurückzuleiten. Ist das fremde Geld jedoch erst einmal in den Sand gesetzt, müssen frische Mittel her, um die ersten Gläubiger aus dem neu angelegten Geld zu bedienen. Ist dieser Teufelskreis einmal geschaffen, findet der Geldnehmer nicht mehr heraus. So bleibt ihm quasi nichts anderes übrig, als stets neue Geldquellen zu erschließen. Er hat ein – von den Geldgebern vorläufig unbemerktes – Schneeballsystem entwickelt.

Da er die Unlösbarkeit der anstehenden Aufgabe genau kennt, erliegt er sehr schnell der Versuchung, einen Teil des Eingesammelten beiseite zu schaffen. »Die Grenzen zwischen Verlusten aufgrund eines mit der Anlage verbundenen hohen Risikos und mangelnder Information der Anleger einerseits und dem Verlust des Geldes aufgrund betrügerischer Verhaltensweisen andererseits [sind] (d. Verf.) häufig fließend und für viele Anleger nicht selten schwer zu erkennen« (Bericht der Bundesregierung zum »Grauen Kapitalmarkt«, Drucksache 14/1633, 1999).

Selbst wenn das eingesammelte Geld tatsächlich reinvestiert werden sollte: Die Geldnehmer und ihre Vermittler wollen ja auch leben, und dies können sie nur mit einem von der eingezahlten Summe zurückbehaltenen Betrag: ihrer Provision. Wie Insider und Verbraucherschützer berichten, liegt diese Provision jedoch nicht selten bei dreißig Prozent der angeworbenen Summen. Um so schwieriger wird es für den Geldnehmer, mit dem verbliebenen Kapital die versprochene Rendite zu erwirtschaften – der Weg in gesetzliche Grauzonen oder in die Kriminalität ist hierbei oft geradezu vorprogrammiert.

In der Regel ist allerdings bereits die erste Kontaktaufnahme der sogenannten Anlagevermittler illegal; denn sie erfolgt als »Cold Call« am Telefon. Der Gegenstand des Geschäftes kann dabei variieren: Angeboten wird etwa die Teilnahme an einem Warentermingeschäft an einer ausländischen Börse, es geht um die Beteiligung an angeblichen Devisengeschäften oder den Handel mit hochverzinslichen Papieren. Fast immer handelt es sich um Geldgeschäfte, die dem Angerufenen bis dahin nahezu unbekannt waren. Die passende Ein-

leitung eines solchen Geschäftes lautet gerade deswegen zumeist: »Wie Sie sicher wissen ...«.

Experten warnen auch vor telefonischen Handelsofferten mit Diamanten. Dabei sollen die Angerufenen die Edelsteine vorübergehend übernehmen. Der Geldnehmer verspricht, die Diamanten zu einem späteren Zeitpunkt zu einem wesentlich höheren Preis zurückzukaufen. Welche weiteren angeblichen Geldanlagen, Rohstoffe oder Pre-tiosen künftig auf dem Grauen Kapitalmarkt angeboten werden, ist abhängig von der Phantasie zukünftiger Abzocker.

Welches Geschäft die Anbieter auch immer vorschlagen: Oft funktioniert der Handel beim ersten Versuch. Der Investor erhält sein Geld plus einen ansehnlichen Gewinn. Nun schöpft er Vertrauen und macht die Anlagemöglichkeit mit etwas Glück auch noch unter seinen Bekannten publik, was automatisch weitere Kunden generiert. Dieses Vorgehen wird unter Fachleuten »Anfüttern« genannt. (Eine Garantie, daß die erste Investition zurückfließt, gibt es natürlich nicht.) Beim zweiten oder dritten Mal wird der Geldgeber aufgefordert, angesichts einer besonderen Gelegenheit einen wesentlich größeren Betrag herauszugeben – und jetzt ist das Geld weg.

Finanzplatz e.V. nennt eine Reihe weiterer unseriöser Anlageangebote auf dem Grauen Kapitalmarkt. Dazu zählen auch unzählige *Beteiligungssparpläne*, die von unlauteren Vermittlern angeboten werden. Bei unseriösen Beteiligungssparplänen werden oft zwei- bis dreistellige Renditen geboten, ohne daß der Vermittler die damit verbundenen Risiken nennt. Im Dunkeln bleibt außerdem, wo genau die eingesammelten Gelder investiert und wie die angekündigten Renditen realisiert werden können: »Der Anleger sollte also immer dann aufmerksam werden, wenn der Berater nicht genügend Informationen zu dem zugrunde liegenden Objekt bereithält« (Grauer Kapitalmarkt und unseriöse Geschäftspraktiken, Frankfurt a.M. 2001, Finanzplatz e.V.).

Sogenannte *P-Bonds* (*Premium Saving Bonds*) sind britische Staatsanleihen im Nennwert von einem Pfund, deren Zinsen nicht kleinteilig an die jeweiligen Anteilseigner ausgezahlt, sondern unter den Eignern verlost werden. »Anlagebetrüger errechnen jedoch aus den Gewinnwahrscheinlichkeiten nicht nachvollziehbare, überhöhte Renditen und stellen P-Bonds als sichere Anlage dar« (ebd.).

Besonders dreiste Betrüger gaukeln vor, das – oftmals schwarzverdiene – Geld der Investoren in vermeintlich sicheren Währungen oder in Gold und anderen Edelmetallen anlegen zu wollen. »In Wirklichkeit werden die Gelder jedoch gar nicht investiert. Die Anleger besitzen zumeist wertlose Kaufbelege« (ebd.).

Das *Trading mit Grundschuldbriefen* ist ein ähnliches, jedoch auf tieferer Ebene angesiedeltes Unterfangen wie die bereits genannten Bankgarantien. Die Betrüger erzählen ihren Opfern, auf dem – nicht existierenden – Markt für Grundschuldbriefe ließen sich hohe Renditen erzielen, die auf der Differenz zwischen dem Verkehrswert einer Immobilie und dem im Grundschuldbrief eingetragenen Wert basieren. Die später Geschädigten sollen nun das Recht zur Beleihung ihres Grundstückes an den Geschäftemacher abtreten. Mit dem aufgenommenen Kredit will der Betrüger vorgeblich auf dem angeblichen Markt für Grundschuldbriefe investieren. Wiederum wird mit Renditen im zwei- bis dreistelligen Bereich gelockt. »Die vom Anbieter in Anspruch genommenen Kredite werden jedoch unterschlagen, für die Rückzahlung der Darlehen haften die Eigentümer der Immobilie« (ebd.).

*Warentermingeschäfte* umfassen den Handel mit Rohstoffen, deren jeweiliger Wert saisonalen oder marktbedingten Schwankungen ausgesetzt ist. Das gilt für Lebensmittel wie Kartoffeln, Schweinehälften und Kaffee ebenso wie für Öl oder Kupfer. Bei einem Termingeschäft verabreden Käufer und Verkäufer, eine bestimmte Ware an einem bestimmten, zukünftigen Termin zu einem bestimmten Preis zu kaufen. Liegt der tatsächliche Verkaufswert der Ware zum festgesetzten Zeitpunkt tiefer als der vereinbarte Preis, dann freut sich der Verkäufer, denn er macht trotz niedrigerer Tagespreise einen anständigen Erlös. Liegt er jedoch darunter, ist dies zum Vorteil des Käufers: Er kann die günstig erhandelte Ware jetzt mit Gewinn auf dem Tagesmarkt veräußern. Da sich der Gewinn der einen Seite und der Verlust der anderen Seite mathematisch und statistisch jeweils die Waage halten, erhöhen Warentermingeschäfte letztendlich die Sicherheit für Händler an Rohstoffbörsen. Gelingt es andererseits erfahrenen Insidern, Mißernten (aufgrund von Dürren) oder Nachfrageeinbrüche (bedingt durch wirtschaftliche Krisen) richtig vorherzusehen, können sie unter Ausnutzung der damit verbundenen Preisschwankungen

schöne Gewinne verbuchen. Sehen sie falsch vorher, verbuchen sie entsprechende Verluste. Damit ist das Geschäft an Warenterminbörsen hoch spekulativ. Unlautere Geschäftemacher präsentieren dieses Risiko nicht oder reden es herunter. Für ihre Tätigkeit kassieren sie gleichzeitig Provisionen, welche die mögliche Gewinnmarge von vornherein abschöpfen. Der Finanzplatz e.V. gibt folgenden Tip: »In Deutschland hat 1998 die Warenterminbörse in Hannover eröffnet. ... Um sich vor dubiosen Anbietern zu schützen, stellt die Warenterminbörse strenge Anforderungen an die bei ihr zugelassenen Händler. Anleger sollten daher beim Anbieter nachfragen, ob ein Warentermingeschäft über sein Haus in Hannover möglich wäre. Wird dies bejaht, kann angenommen werden, daß ihm ein seriöser Anbieter derartige Geschäfte anbietet. Ist dies nicht der Fall, muß Vorsicht geboten sein« (ebd.).

Es ist ratsam, entsprechende Auskünfte bei der Börse in Hannover bestätigen zu lassen (Tel: 0511/30159-0; Fax: 0511/30159-30). Die Liste der zugelassenen Teilnehmer an der Warenterminbörse Hannover läßt sich ebenfalls im Internet einsehen ([www.wtb-hannover.de](http://www.wtb-hannover.de)→Organisation→Börsenteilnehmer).

### Kapitalanlagen im Schneeballsystem

In die Kategorie von Geldanlagen am Grauen Kapitalmarkt fallen auch die sogenannten Schneeballsysteme, ebenfalls bekannt unter dem Begriff »Pyramidenprinzip«. Die Struktur ähnelt dabei jenen Geldvermehrungsspielen, die als »Pilotenspiel« oder Kettenbrief immer wieder auftauchen.

Das Prinzip ist simpel: Eine Person an der Spitze erhält von zum Beispiel 1.000 Personen einen Betrag von 1.000 Euro. Die erste Person ist damit Euro-Millionär. Nun sucht jeder einzelne dieser 1.000 Geldgeber nach jeweils weiteren 1.000 Geldgebern. Falls dies gelingt, sind auch die 1.000 Personen auf der zweiten Ebene der Investoren Millionäre. Die insgesamt eine Million Geldgeber, die sie hierfür finden mußten, benötigen nun ebenfalls jeweils 1.000 neue Geldgeber, um von diesen zu Millionären gekürt zu werden. Das macht insgesamt bereits eine Milliarde neuer Investoren notwendig, die bereitwillig

jeweils 1.000 Euro investieren. Wollten diese Investoren der vierten Ebene gleichfalls zu Millionären aufsteigen, müßten sie eine Billion (1.000 Milliarden) neuer Geldgeber finden. Es leben aber nur sechs Milliarden Menschen auf der Erde.

Natürlich ist das Prinzip in sich unlogisch. Es kann jeweils erfolgreich immer nur wenige an der Spitze bedienen, bevor die Nachfrage nach weiteren Investoren explodiert. Um dieses Problem zu verschleiern, sind Schneeballsysteme heute mit komplizierten Spielregeln und vielen verschiedenen Geber- und Nehmer-Kategorien ausgestattet. Die erste Regel lautet freilich immer, die Teilnehmer möglichst rasch von der reinen Geldgeber- auf eine höhere Ebene aufrücken zu lassen, in der erste kleinere Beträge zu den Teilnehmern zurückfließen. Dies nährt die Illusion der Geschädigten, sich bereits auf dem aufsteigenden Ast zu befinden. Neuen Teilnehmern wird mit der Aussicht auf schnelle Rückflüsse zusätzlich der Einstieg in das Pyramidensystem erleichtert. Das Pyramidensystem scheitert, wenn die Geldgeber erkennen, daß sie sich in der Masse auf einer ausweglosen Stufe befinden, weil sich immer weniger Freunde, Kollegen oder Bekannte zur Teilnahme überreden lassen. Deutliches Zeichen für die sich schnell entwickelnde Aussichtslosigkeit der Schneeballsysteme sind auftauchende Kleinanzeigen in Tageszeitungen, die zu unverbindlichen »Investoren-Treffen« oder ähnlichem einladen. Es geht den letzten Geldgebern darum, andere für die Teilnahme an jenem System zu werben, dessen Opfer sie zu werden drohen. Sie wollen ihren absehbaren Schaden einfach auf Dritte abwälzen. (Vor allen darum sind solche Einladungen oft mit dem – falschen – Hinweis verbunden, man stehe noch weit oben in der Pyramide.)

International berühmt wurden die Zusammenbrüche gigantischer Schneeballsysteme in Rumänien 1992 sowie in Albanien 1997, als enttäuschte Kleinanleger den Staat als vermeintlich Verantwortlichen für ihre Geldgier und Dummheit entdeckten und anschließend mit Aufständen und Plünderungen reagierten. Das System läßt sich jedoch mühelos in bessere Investorenkreise verlagern, es funktioniert auch dort noch gut.

Grundsätzlich ist vor Geldanlagen auf dem Grauen Kapitalmarkt eindringlich zu warnen. In Aussicht gestellte Gewinne oder Renditen im zweistelligen Bereich sind in Zeiten der stabilen Geldpolitik stets

ein guter Hinweis, daß die Investition mit erheblichen Risiken befrachtet ist. Wer nicht marktübliche Zinsen von 8 oder 10 Prozent über einen Zeitraum von zehn Jahren garantiert, befindet sich jenseits jeder unternehmerischen Realität.

Unglücklicherweise bleiben allerdings auch viele unlautere Geschäftemacher auf der Höhe der Zeit. Sie stellen sich auf das gewachsene Mißtrauen bereits hereingelegter oder gewarnter Investoren ein und bieten nun Renditen, die nur um einen oder zwei Prozentpunkte über den marktüblichen Konditionen liegen. Ein solches Angebot suggeriert vermeintliche Seriosität und bedient ebenfalls ein Publikum.

Professor Dr. Johannes Hermann Krötenheerd aus Berlin und der Hamburger Professor Dr. Günther Wagner hatten eine vermeintlich feine Gesellschaft mit dem umständlichen Namen »Euro Kapitalbeteiligungs-Aktiengesellschaft für Investitionen in Elektrizitätswerke und Umwelttechnik« gegründet. Dem Hamburger Unternehmen war es gelungen, mit nahezu offener Werbung für das Schneeballsystem zwischen Januar 1990 bis Juni 1995 immerhin rund 35 Millionen Euro Anlegergelder zu akquirieren. Das Geld brachten 6.722 Anleger ein, im Jahr 1994 begann die Hamburger Staatsanwaltschaft mit ihren bis zum Frühjahr 2002 nicht vollständig abgeschlossenen Ermittlungen. Zwischendurch ging die Euro Kapitalbeteiligungs AG am 31. Oktober 1997 um 9 Uhr morgens in Konkurs, wodurch das Unternehmen aufgelöst wurde. Das unwahrscheinliche Geldvermehrungssystem ist in der Registermappe 43184 des Handelsregisters am Amtsgericht Hamburg dokumentiert.

An der Euro Kapitalbeteiligungs AG konnten sich Anleger als »stille« (Typ A) oder als »atypisch stille« (Typ S) Gesellschafter beteiligen: Diese Beteiligungsform ist laut Handelsregister in der Fassung des Gesellschaftsvertrages der AG vom 1. Januar 1993 wie folgt beschrieben: »Gesellschafter des Vertragstyps A erhalten für 10 Jahre unabhängig vom Gewinn oder Verlust der Gesellschaft eine garantierte Ausschüttung in Höhe von 10 Prozent bezogen auf die Einlage, im Jahr der Beteiligung bzw. Einzahlung des Gesellschaftsanteils in Raten anteilig in Höhe von 1/12 pro vollen Monat ab Eingang der Gesellschaftseinlage. Gesellschafter des Vertragstyps S nehmen im Jahr ihres Beitritts an den Verlusten des ganzen Jahres teil. Sie erhalten auf Anforderung für 10 Jahre eine garantierte Ausschüttung von 8 Prozent bezogen auf ihre Einlage, die im Range nach den garantierten Ausschüttungen für die Gesellschafter des Vertragstyp A befriedigt wird.«

Mit anderen Worten: Manche Anleger (Typ A) konnten eine saftige Rendite von 10 Prozent im Jahr erwarten. Finanziert wurde die Ausschüttung offensichtlich durch die Anleger vom Typ S, die im jeweils ersten Jahr für die Verluste der Gesellschaft aufkommen sollten. Zudem sollten Investoren vom Typ S weniger Zinsen als ihre Mit Anleger erhalten. Und die sollten auch noch aus einem Topf kommen, aus dem sich zuvor die Anleger des Typs A bedienen konnten. Es konnte daher nicht sehr attraktiv sein, als Geldgeber vom Typ S in die Euro Kapitalbeteiligungs AG zu investieren – dennoch fanden sich immer wieder neue Investoren. Sie ließen sich durch das Angebot der Gesellschaft locken, von Anlegern des Typs S zu Anlegern des Typs A aufsteigen zu können. So wurden am 29. Juni 1995 laut Registerauszug tatsächlich nach Ablauf von knapp zwei Jahren insgesamt 472 Verträge des Typs S in den Typ A umgewandelt.

Daß dieses seltsame Geldvermehrungsvorhaben mit garantierter Gewinnausschüttung aus den Einlagen der Neuanleger nicht dauerhaft gutgehen konnte, hätte eigentlich sämtlichen Beteiligten klar sein müssen, insbesondere den Initiatoren der Gesellschaft. Gegen 19 Beschuldigte ermittelt die Hamburger Staatsanwaltschaft, darunter die beiden Firmengründer Krötenheerdt und Wagner. Letzterer hat sich längst in die Schweiz abgesetzt. Dorthin wurden unter Hilfe seines Sohnes Frank Wagner offenbar auch Teile des Vermögens der zusammenbrechenden AG transferiert.

So wurde die MAT Technologie-Treuhand GmbH, eine ehemals hundertprozentige Tochterfirma der Euro Kapitalbeteiligungs AG, am 26. Februar 1997, also acht Monate vor dem Konkurs des Unternehmens, an die Inter Energy AG in Zürich, Bahnhofstraße 16, übertragen. Die Inter Energy AG wiederum gehört zu 100 Prozent der Interglob AG, mit Sitz Bärengasse 25 in Zürich. 25 Prozent der Anteile an der Interglob hielt laut Firmen auszug vom August 2001 die Tochter des verschwundenen Professors, Dr. Ute Wagner. Als Geschäftsführer der MAT GmbH fungiert bis heute Utes Bruder Frank Wagner, der bis vor kurzem in Berlin ebenfalls ein dubioses »E & W Emissionshaus und Wertpapiere GmbH« als Geschäftsführer leitete. Gesellschafter: die Interglob AG, Zürich. An einem Tochterunternehmen des E & W Emissionshauses war wiederum die MAT GmbH als Komplementär beteiligt. Der Phantasie kluger Menschen, ihnen anvertrautes Geld auf verschlungenen Pfaden in die eigenen Taschen zu leiten, sind offenbar kaum Grenzen gesetzt.

## Geldmaschine Grauer Aktienmarkt

Anleger, die – zu Recht – eine Investition auf dem Grauen Kapitalmarkt oder in eine GmbH & Co. KG scheuen, fühlen sich vielleicht auf dem sogenannten Grauen Aktienmarkt wohler. Denn dort geht es nicht um Geldanlagen in dubiose Fonds oder Währungsgeschäfte: Auf dem Grauen Aktienmarkt können Geldgeber in konkrete, zumeist sehr junge Unternehmen investieren, denen möglicherweise eine große Zukunft bevorsteht. Die Betonung liegt freilich auf »möglichlicherweise«. Und keineswegs immer verfolgen die Initiatoren einer neu gegründeten Aktiengesellschaft (AG) tatsächlich ihre nach außen propagierten Ziele. Die Bandbreite der möglichen Absichten der Geldnehmer ist groß.

Vielleicht handelt es sich bei den Firmengründern um Vordenker, welche etwa die Distel künftig im großen Stil zur Produktion von Stoffen und Kleidung züchten und anbauen wollen. Vielleicht sind die Firmengründer und die ersten Investoren in diese wagemutige Idee schon bald Multimillionäre. Vielleicht sind die Firmengründer aber auch Spinner und die ersten Geldgeber bald ihr Erspartes los. Vielleicht hatten die Firmengründer auch niemals die Absicht, tatsächlich Disteln zu Tüchern zu verarbeiten. Vielleicht hatten sie lediglich vermutet, daß sich mit dieser Geschäftsidee eine bestimmte Klientel von Geldgebern ködern läßt und haben das investierte Kapital längst beiseite geschafft. Vielleicht halten sie ihre Anleger mit erfundenen Erfolgsmeldungen noch eine Weile bei Laune, weil sie in ihrer erwachten Gier die Selbstkontrolle verloren haben und dreist eine weitere Kapitalerhöhung planen. Vielleicht ... – In diesem weiten Bereich von Möglichkeiten liegt das Spannungsfeld, auf dem sich Aktienkäufer auf dem Grauen Markt bewegen.

Klar ist: Die Projektoren brauchen privates Geld, da sie nicht über andere Quellen verfügen. Banken scheuen offenbar das Risiko eines Investments – größere Unternehmen ebenfalls. Oder die Firmengründer wollen – etwa aufgrund schlechter Erfahrungen – selbständig bleiben und sich nicht unter die Fittiche eines Großen begeben. Ein plausibles Argument. Außerdem berichten die Medien zuhauf von hellen Köpfen, die mit einer genialen Idee vergeblich von Bank zu Bank und von Firma zu Firma gelaufen sind. Solange, bis sie endlich

einen beherzten Privatmann trafen, der tief in die Tasche griff und beiden Seiten schließlich zu Reichtum und Erfolg verhalf. Solch eine Geschichte liest sich schön, fast wie ein Märchen. Wer – der ein wenig Geld zu investieren hat – würde nicht gerne auf den Jungen oder das Mädchen aus der Kellerwerkstatt stoßen, denen man mit einigen Tausendern zum Erfolg und sich selbst zu einer Firmenbeteiligung verhilft? Allerdings verhält es sich mit diesen Geschichten meist genauso wie mit Märchen.

Natürlich ist die Möglichkeit verlockend, in ein junges, aufstrebendes Unternehmen vor dem eigentlichen Börsengang zu investieren und so Aktien zu einem Preis erwerben zu können, der vermutlich weit unter dem späteren Einstandspreis an der Börse liegt. Das erklären zumindest die Verkäufer dieser nicht frei gehandelten Aktien, um ihre diversen Produkte an den Mann zu bringen.

Es gibt andererseits zahlreiche Beispiele, in denen gerade das Gegenteil geschehen ist. Dann liegt der Kurs beim sogenannten »Initial Public Offering« (IPO), das ist die Preisfindungsphase vor dem ersten Handelstag an der Börse, unter den Kursen der zuvor noch auf dem Grauen Aktienmarkt vorgenommenen Kapitalerhöhungen. Es ist auch keinesfalls ungewöhnlich, daß der geplante Börsengang nicht stattfindet, weil das hoffnungsvolle Unternehmen zuvor seine Pforten geschlossen hat.

Schließlich kann der Börsengang ebenfalls scheitern, weil die Buchführung und anderes Geschäftsgebaren der Firma nicht den Mindestanforderungen der geregelten Märkte standhalten: Aktiengesellschaften, die Anleger auf dem Grauen Markt akquirieren, sind schließlich nicht an die an der Börse geltenden Offenlegungs- und Bekanntgabepflichten gebunden. Es gelten im Prinzip lediglich jene Prospekthafungsregeln, wie sie im Handelsgesetzbuch für das Angebot einer Kommanditeinlage in eine GmbH & Co. KG verankert sind. Und wie bei der GmbH & Co. KG prüft eine Ermittlungsbehörde mögliche Verstöße gegen diese Regeln nur, wenn zuvor Anzeige erstattet wurde – und wenn der ohnehin überlastete Staatsanwalt Lust und Nerven hat, sich mit der komplizierten Materie tatsächlich auseinanderzusetzen.

## Überforderte Ermittler

Ein modern organisierter Mensch, der einen ermittelnden Staatsanwalt aufsucht, etwa um dort eine Aussage zu machen, macht gleich bei Betreten des Büros eine bedrückende Entdeckung: Der Besucher wird plötzlich zurück in die siebziger Jahre katapultiert. Die Amtsstube mag geräumig sein, technisch ist sie mit größter Sicherheit auf einem völlig veralteten Stand. Die Chancen stehen nicht schlecht, in einem Winkel eine alte elektrische Schreibmaschine zu erspähen, vielleicht sogar eine mechanische »Olympia«. Daran setzt sich der Staatsanwalt aus Standesgründen wahrscheinlich aber nur selten, sein Schreibwerkzeug sind Kugelschreiber oder Füller und Tintenfaß. Verfügt der Ermittler über einen modernen Computer mit neuen Programmen? – Dann hat er ihn eventuell aus eigener Tasche bezahlt, der Staat hat für solchen Firlefanz eigentlich kein Geld. Gut möglich, daß die Abteilung für Wirtschaftskriminalität in einem heruntergekommenen, miefigen Nebengebäude untergebracht ist, zuletzt renoviert in den fünfziger Jahren. Keine Spur von den hochmodernen Techniken und Informationssystemen, auf welche jene smarten Profis Zugriff haben, die ihren Job im Fernsehen gleich serienweise erledigen. Davon können wirkliche Ermittler in Wirtschaftsstrafsachen nur träumen. Die Realität sieht sehr viel trauriger aus.

Niemand sollte auf die Idee kommen, einem Staatsanwalt eine E-Mail schicken zu wollen, denn dafür benötigt er einen speziellen Anschluß, den ihm niemand bezahlen kann. Zugang zum Internet? – Jetzt geht es aber los! »Damit die faulen Staatsanwälte den ganzen Tag im Web surfen können, das werden wir zu verhindern wissen!«, mögen die zuständigen Stellen schlaue Gedanken haben. (Es gibt, berichten Insider, allerdings auch höhere Justizbeamte, die sich weigern, einen Computer in ihrem Büro aufstellen zu lassen: Die neumodischen Dinger können ja auch als Schreibmaschine benutzt werden, und es gilt, niedere Schreibdienste abzuwehren, deren schleichende Einführung manche standesbewußten Aufklärer offenbar mehr fürchten als Fehlschläge ihrer Ermittlungstätigkeit.)

Die Welt des World Wide Web, in der sich unlautere Geschäftemacher und Betrüger heute tummeln, in der sie ihre Firmen vorstellen, Geschäftsberichte präsentieren, Emissions- oder Anlageprospekte

zum schnellen Download anbieten, sogar den Ausdruck der Zeichnungsunterlagen und raschen Versand per Fax, demnächst per E-Mail, offerieren – diese Welt ist nicht die Welt bundesdeutscher Staatsanwaltschaften. Die damit verbundenen Möglichkeiten eines schnellen und umfassenden Datenaustausches zwischen verschiedenen Behörden bleiben ihnen verschlossen. Mancher Staatsanwalt recherchiert in seiner Not am privaten Computer zu Hause und am Feierabend. Die Motivation der nicht gerade unterbeschäftigten Beamten ist hierbei leicht vorstellbar.

Immerhin steht in einer Nische im Flur des Amtes ein Faxgerät für die gesamte Abteilung. Schade nur, wenn der alte Kasten so oft den Dienst aufgibt. Immerhin gibt es ja auch noch die Post, welche Briefsendungen genauso gut (vielleicht etwas langsamer) befördern kann.

Aber Zeit ist für den ermittelnden Staatsanwalt ohnehin ein vielschichtiges Problem. Eigentlich hat er überhaupt keine Zeit, da er völlig überlastet in Arbeit zu ertrinken droht. Gut möglich, daß sich auf seinem Schreibtisch und auf Nebentischen verschiedene Vorgänge gefährlich wacklig in die Höhe türmen, weil die zur Verfügung stehenden Aktenschränke längst hoffnungslos überfüllt sind.

Diese bisweilen völlig perspektivlose Überlastung wird jedoch durch einen quälend langsamen Ablauf der Prozedur bei Ermittlungen auf schon beinahe drollige Weise ins Absurde fortgeführt. Alles benötigt endlos Zeit: Vorladungen lassen Zeugen oder Beschuldigte gerne verstreichen, zumal eine Vorführung auf richterliche Anordnung extrem unwahrscheinlich ist. Als Zeuge weiß man ja auch nie, ob man als solcher nicht plötzlich ebenfalls ins Visier der Ermittler gerät, besonders dann, wenn man um seine eigene Teilschuld weiß. Also gar nicht erst hingehen, Krankheit vorschützen oder eine andere Ausrede vorschieben. Bis der Staatsanwalt, vielleicht auch der ermittelnde Polizist, seine zweite und dritte Ladung wiederum vergeblich geschrieben hat, sind locker ein paar Monate ins Land gegangen. Die Chancen, daß der ob seiner Machtlosigkeit frustrierte Beamte sich früher oder später einem anderen seiner vielen Vorgänge zuwendet, stehen ausgezeichnet.

Noch (unfreiwillig) komischer fallen nach Auskunft von Fachleuten oftmals Bestrebungen aus, von Behörden anderer Nationen – auch innerhalb der Europäischen Union – Auskunft zu erhalten. Kein

unwichtiges Unterfangen, denn sehr oft verfügen die Geschäftemacher und Betrüger über dubiose ausländische Filialen, Tochterunternehmen oder andere Gesellschaften, in denen sich das aus der eigentlichen Gesellschaft abgezogene Kapital sammelt und für eine gewisse Zeit parkt, um darauf neue, unbekannte Wege zu gehen. Ob die Bitte um Amtshilfe gewährt wird, ist zunächst einmal eine Frage der Sprachkundigkeit. Ist das an die zuständige Stelle in Ulaanbaatar gerichtete Ersuchen in Mongolisch abgefaßt? Nein? – Englisch spricht dort aber keiner. Also liegt es irgendwo eine Weile herum, und dann ab in den Papierkorb damit.

Das nach Samarkand adressierte Schreiben ist aber von einem Übersetzer in reinstes Usbekisch übertragen worden. Das muß nichts nutzen, denn die Anfrage ist in der Regel der Entscheidung lokaler – und vielleicht ein bißchen bestochener – Entscheidungsträger unterworfen. Dort herrscht möglicherweise zunächst Mißtrauen. Es ist auch keineswegs ausgeschlossen, daß die unlauteren Geschäftemacher zur Absicherung ihrer Position vor Ort einen Kindergarten oder ähnliches gestiftet haben. Solchen Leuten möchte man dann nicht so gerne Schwierigkeiten bereiten.

Andere Kleinstaaten sind in der Herausgabe von Firmendaten bisweilen absichtlich zurückhaltend, da sie seit Jahrzehnten von diesem Ruf zehren und nur so Investoren – wenn auch halbseidene – locken können. Vielleicht erhält der Ermittler binnen weniger Tage Auskunft von der zypriotischen Handelskammer, welche Gesellschafter sich hinter einer seltsamen Firma verstecken, die so auffällige Geschäfte mit dem verdächtigen Unternehmen in Deutschland abwickelt – vielleicht erhält er die Informationen erst nach Monaten, vielleicht niemals. Prophezeiungen sind unmöglich und beruhen auf reinen Erfahrungswerten. Eine simple Anfrage an eine italienische Behörde kann dort schlicht verschwinden, ein gleiches Ersuchen an die Kollegen in Tiflis in Georgien wird noch am gleichen Tag per Fax beantwortet. Nichts ist unmöglich und gerade dadurch fast nichts möglich.

Durchsuchungen von Geschäftsräumen, die beinahe zwangsweise anstehen, wenn sich die Ermittlungen auf Betrug oder Untreue konzentrieren, sind ebenfalls ein Thema für sich. Sind die Akteure nicht geständig (und das sind sie quasi nie), muß alles anhand von Unterla-

gen nachgewiesen werden. Eine derartige Durchsuchung ist eine große Aktion, keine Frage. Es geht ja nicht um die Sicherstellung einer Mappe, sondern um Regale voller Ordner, die Überprüfung von Computerfestplatten und anderen elektronischen Datenträgern. Bis dieses Material gesichtet und ausgewertet ist, gehen schnell Monate und Jahre ins Land. Da außerdem kein Staatsanwalt gerne den Vorwurf hört, einem angeschlagenen Unternehmen den Todesstoß versetzt zu haben, werden die betreffenden Akten, Dateien und Dokumente oft in den Firmenräumen belassen. Die Angestellten haben dann unter Aufsicht Zutritt und können den Geschäftsbetrieb aufrechterhalten.

Umgekehrt bedeutet dies für die Ermittler, daß ein Beamter eigens für diese Aufsichtsaufgabe abgestellt werden muß und für unbestimmte Zeit in die Firmenräume einzieht – ein erheblicher Aufwand. Haben die Angestellten des verdächtigen Unternehmens dann plötzlich großen Bedarf an den sichergestellten Unterlagen, kommt der Beamte aufgrund überbordender Aufsichtstätigkeit kaum mehr dazu, das Material in gebotener Gründlichkeit zu durchforsten. Es ist ja alles wildfremd und durcheinander. Zwar mögen einige Angestellte leutselig anbieten, einzelne Vorgänge für den Ermittler herauszusuchen – was ist aber, wenn sie nach einer Weile mit der Botschaft zurückkehren, das besagte Dokument sei offenbar verschwunden?

Natürlich ist eine Durchsuchung mit erheblichen Kosten verbunden. Kommt nichts dabei heraus, ist das für die Karriere des Ermittlers nicht gerade eine Hilfe. Und wenn dieser dem Richter demnächst einen anderen Durchsuchungsantrag vorlegt, zieht der vielleicht die Augenbrauen hoch und schiebt den Antrag wortlos zurück. Auch Ermittlungsbeamte haben es nicht gern, abgewiesen zu werden.

Nicht nur angesichts der Gesetzeslage und seines geleisteten Dienstes, sondern vor allem vor diesem wenig ermutigenden Hintergrund trifft ein Ermittlungsbeamter seine Entscheidung, ob es wohl sinnvoll ist, einen weiteren Fall von Wirtschaftskriminalität zu den zu bearbeitenden Akten zu nehmen. Es ist nicht immer einfach, ein Staatsanwalt zu sein ...

Natürlich trifft die obengenannte Problematik für nahezu sämtliche Ermittlungen im Bereich Wirtschaftskriminalität zu. Auf dem Grauen Markt macht sie sich jedoch noch einmal verschärft bemerkbar, da

es hier an einem umfassenden Regelwerk fehlt, an dem sich die Agierenden messen lassen müssen.

Endlich Regeln für den sogenannten Grauen Markt zu schaffen: Das bleibt bislang ein Herzenswunsch von Institutionen wie der Schutzgemeinschaft der Kleinanleger (SdK) in München und der vor manchen Geldanlagen engagiert warnenden Verbraucherschutzzentrale Berlin. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) ist für die Kontrolle des Grauen Marktes nicht zuständig – nicht umsonst heiße es Grauer Markt: Dieser werde eben nicht kontrolliert, erklärt ein Sprecher der Behörde.

### Der geplante »Gang an die Börse«

Wer von einem Anlageberater oder einem Aktienhändler auf dem Grauen Markt zum Engagement in eine dort agierende Gesellschaft überredet werden soll, hört früher oder später das Argument, hier könne der Anleger noch »günstig vor dem anstehenden Börsengang« einsteigen. Der geplante Gang an die Börse ist praktisch immer das wichtigste Zugpferd für das Engagement in eine auf dem Grauen Aktienmarkt gehandelte AG. Schließlich ist es inzwischen beinahe Usus geworden, bei Börsengängen den Wert einer Aktie deutlich höher einzustufen, als es dem tatsächlichen Wert des Unternehmens entspricht. Analysten schreiben dann von der eingepreisten Zukunft der Firma oder ihrem angeblich gewachsenen Wert aufgrund der errungenen Marktposition oder eines vorgeblichen »Alleinstellungsmerkmals«. Solche Eigenschaften bergen angeblich jede Menge »Kursphantasie«. – Ein besonnener Anleger sollte den Ausdruck durchaus wörtlich nehmen.

Was immer ein Analyst als »einzigartig« oder »hervorragend« an einem Unternehmen entdeckt: Die Phantasie dieser von Banken bezahlten Preistreiber ist groß, zumal die an dem Börsengang beteiligten Geldinstitute desto mehr verdienen, je höher der Ausgabepreis einer Aktie des Unternehmens liegt.

Nicht selten allerdings erhöht sich der Preis einer Aktie beim Börsengang um das Fünf- bis Zehnfache. Von diesem Preisanstieg profitieren aber nicht nur die begleitenden Banken, sondern ebenfalls die

sogenannten »Altaktionäre«, also jene Aktionäre, die sich bereits bei Firmengründung an der AG beteiligt hatten. Wer bei einem später erfolgreichen Unternehmen von Beginn an dabei war, konnte und kann auf dem Aktienmarkt bisweilen extrem hohe Gewinne realisieren. Dies gilt jedoch nicht immer, und noch seltener gilt es für Unternehmen, die ihre Aktienkäufer auf dem Grauen Markt suchen.

Denn in den wenigsten Fällen steigt der Anleger auf dem Grauen Aktienmarkt gleich bei der Gründung des Unternehmens mit ein, was ihn zu einem »echten« Altaktionär machen würde. Heute gibt es oft etliche Generationen von Altaktionären: zunächst die Gründer, dann jene, die bei der ersten Kapitalerhöhung dabei waren, jene der dritten und eventuell noch der vierten oder fünften Kapitalerhöhung vor dem versprochenen Börsengang – alles Altaktionäre, die nun auf den großen Schnitt warten. Das kann nicht gutgehen.

Eine wichtige Frage, die jeder potentielle Investor stellen sollte, lautet: *Warum findet vor dem ohnehin geplanten Börsengang überhaupt noch eine Kapitalerhöhung auf dem Grauen Markt statt?* Schließlich dient der Gang an die Börse genau diesem Ziel: zum weiteren Ausbau des Unternehmens neue Aktien auf den Markt zu bringen und sich dadurch mit frischem Geld zu versorgen. Zwar verdienen daran auch die begleitenden Geldinstitute kräftig mit – um 5 Prozent des durch den Aktienverkauf erzielten Erlöses. Bei der Geldbeschaffung auf dem Grauen Aktienmarkt sind die von Anlagevermittlern verlangten Provisionen jedoch noch höher. Sie betragen etwa 10 Prozent, manchmal sogar 15 oder 20 Prozent des eingesammelten Geldes, das augenblicklich in den Taschen Dritter verschwindet und der AG in der Kasse fehlt.

Die einzige plausible Antwort auf diese Frage lautet: Die junge AG erfüllt nicht die Zulassungsbestimmungen zur Aufnahme in den amtlichen Handel, nicht die erheblich reduzierten Bedingungen des Neuen Marktes und nicht einmal diejenigen für den relativ wenig kontrollierten Freiverkehr. Die Notwendigkeit der Aktienaussgabe auf dem Grauen Markt bedeutet auch, daß weder eine Bank bereit war, der AG weiteren Kredit zu gewähren, noch ein solventer Privatanleger den Willen hatte, sich auf das Wagnis einzulassen, und auch kein institutioneller Anleger, der sich auf die Vergabe von Risikokapital spezialisiert hat.

Alle Profis, die den Unternehmensplan der AG kennengelernt hatten, haben also dankend verzichtet. Die letzten Geldgeber, die noch zur Verfügung standen, waren Investoren auf dem Grauen Aktienmarkt.

Die unlauteren Geschäftemacher verkaufen die Geschichte natürlich ganz anders: Sie reden von bösen Feinden, welche der jungen AG die Luft abdrehen wollten, von übermächtigen Konkurrenten, die so hohen Druck auf Banken und Börsenaufsicht ausübten, daß alle die Türen versperrten, selbst wenn man hinter vorgehaltener Hand erzählt bekomme, daß die Bank beziehungsweise die Börse ja wolle, aber angesichts der Machtverhältnisse ... nun, die Firma habe verstanden. Aber man lasse sich weder einschüchtern noch aushebeln und werde nun auf anderen Wegen zum Ziel gelangen ... Die Geldnehmer erzählen die alte Geschichte des kleinen, tapferen David gegen Goliath in neuer Version.

Ein weiteres Argument lautet: »Wir fürchten beim Gang an die Börse, daß ein Konkurrent oder ein Großkonzern unsere Firma übernehmen könnte. Da wir selbständig bleiben wollen, möchten wir uns zunächst mit mehr Eigenkapital ausstatten. Darum suchen wir nach privaten Aktienkäufern auf dem Grauen Markt.« – Das leuchtet auf den ersten Blick ein, ist jedoch unsinnig, da diese privaten Geldgeber ihre Aktien beim Börsengang ja auch an solche Konzerne weiterverkaufen könnten. Zusätzliche Sicherheit vor feindlichen Übernahmen bietet der Aktienverkauf auf dem Grauen Markt auf jeden Fall nicht.

Der typische Hintergrund einer Kapitalerhöhung auf dem Grauen Aktienmarkt sieht eher folgendermaßen aus: Die Unternehmensgründer sind mit einer guten Idee, viel Elan, Arbeitseinsatz und etwas Kapital zur Anschubfinanzierung gestartet. Das geplante Produkt läßt sich jedoch weniger leicht realisieren als gedacht, die neue Dienstleistung funktioniert nicht richtig, erweist sich als zu teuer oder findet keinen Markt – und allen rennt die Zeit davon, in der weitere Kosten, aber keine Gewinne anfallen.

Banken sind nicht länger bereit, nochmalige Kredite zu gewähren, weil die Unternehmensgründer keine Sicherheiten vorzuweisen haben. Einen Börsengang lehnen die Geldinstitute ebenfalls ab, da ihnen das Projekt zu unseriös erscheint. Kurzum: Die Gründer haben versagt, die Firma steht kurz vor dem Ende.

In dieser verzweifelten Situation stoßen die Initiatoren auf einen Anlagevermittler auf dem Grauen Aktienmarkt. Einer, der ihnen endlich Vertrauen entgegenbringt und eine außerbörsliche Kapitalerhöhung vorschlägt. Vielleicht hat der Vermittler die Initiatoren auch von sich aus kontaktiert und angesprochen, da er sich ständig auf der Suche nach geeigneten Anlageobjekten befindet und den Hilferuf der Firma in Form einer Kleinanzeige («Junges Unternehmen sucht Kapital») in der Zeitung gelesen hat.

Zwar nimmt der Vermittler für das Einwerben der Geldgeber möglicherweise eine Provision von 10 Prozent oder mehr auf die von ihm getätigten Aktienumsätze – den Unternehmensgründern kann das aber egal sein, da die Aktienkäufer die Provision über den entsprechend eingepreisten Aufschlag auf den geplanten Ausgabekurs letztendlich (unbewußt) mitbezahlen.

Das Beste für die Jungunternehmer: Geht ihre Firma allen Hoffnungen zum Trotz schließlich doch den Bach herunter, bleibt ihre Situation dennoch relativ komfortabel. Es ist ja kein eigenes Geld, das sie aufs Spiel gesetzt haben, und auch nicht das einer Bank, die womöglich lebenslang auf Rückzahlung des ausgegebenen Kredites pocht. Nicht einmal ein Eintrag bei der Schufa als säumiger Schuldner droht. Es gibt lediglich ein paar tief enttäuschte Anleger, die sich auf der letzten Hauptversammlung der Pleitefirma wahrscheinlich noch einmal ihre Trauer und Wut von der Seele reden werden.

Sicher gibt es auch Geldnehmer auf dem Grauen Markt, die es durch und durch ehrlich meinen, die voller Verantwortungsgefühl für das Geld ihrer Aktionäre jeden Cent dreimal umdrehen, sich obendrein privat bis zum Hals verschulden und unter dem späteren Zusammenbruch der Firma sowie ihrem eigenen Versagen wirklich leiden. Diese Leute sind zwar gescheitert, haben es aber wenigstens ehrlich versucht und gemeint.

Da der Mensch jedoch eher dazu neigt, Gründe für ein Scheitern lieber bei anderen als bei sich selbst zu suchen, ist die Versuchung groß, sich innerlich von dem bevorstehenden Firmenzusammenbruch zu distanzieren. Damit kann mancher leben, auch wenn Dritte das finanziell ausbaden müssen, zumal sich die Initiatoren bis zum absehbaren Konkurs gegenseitig noch stattliche Vorstandsgehälter auszahlen können.

Schließlich haben die Geldnehmer ja auch nicht kriminell gehandelt. Sie hatten eine Idee und sind damit gescheitert. Das ist nichts Ungewöhnliches, geschieht überall auf der Welt und ist in gewisser Weise ein Antriebsmotor des Fortschritts. Daß in diesem Fall Dritte für begangene Fehler bluten müssen, liegt in den Augen der Geldnehmer gewiß nicht in der eigenen Verantwortung. Schließlich hat ihnen ja niemand befohlen, in das fast aussichtslose Projekt zu investieren.

Strafrechtliche Konsequenzen bekommen auch solche Firmeninitiatoren selten zu spüren, die ein Projekt von vornherein mit krimineller Energie betrieben haben. Die Gefahr, daß sich ein Staatsanwalt in solch einer Situation bemüht, wegen des Verdachts auf Prospektbetrug oder wegen anderer Delikte zu ermitteln, liegt nahezu bei Null. In vielen Fällen ist das Geschehene auch gar nicht strafwürdig. Eine Verurteilung wegen Betrugs setzt immerhin den Nachweis des Vorsatzes voraus, der oft nur schwer zu führen ist. Und das Scheitern einer Firma muß ja nicht per se aus bösem Willen erfolgen. So etwas passiert ständig. Wahrscheinlich stand auch irgendwo im Verkaufsprospekt geschrieben: »Bei der Beteiligung handelt es sich um eine Aktienbeteiligung mit allen damit verbundenen Chancen und Risiken.«

*Anleger, die Geld in eine auf dem Grauen Markt gehandelte AG stecken, sollten sich auf jeden Fall darüber im klaren sein, daß es sich hierbei immer um eine äußerst riskante Aktie handelt.* Die Chancen, daß das von den Initiatoren oder Aktienhändlern hochgejubelte Unternehmen scheitert, sind immens. Die Möglichkeit, diese Aktien auf dem Grauen Markt später zum Kaufpreis oder sogar mit Gewinn zu verkaufen, ist sehr begrenzt. Auf keinen Fall sollten Anleger Gelder in eine Aktiengesellschaft des Grauen Marktes stecken, deren künftige Verwendung bereits zur Tilgung bestehender Schulden verplant ist. Um die Gefahr ins Verhältnis zu anderen wagnisreichen Investitionen zu setzen: Der Kauf von Aktien einer Risikokapitalfirma, die junge Start-up-Unternehmen gegen Aktienbeteiligung mit Geld ausstattet, ist im Vergleich zu einer Investition auf dem Grauen Aktienmarkt immer noch eine relativ sichere Anlage – worunter keine Empfehlung zum Kauf solcher Papiere zu verstehen ist.

## Abzocken mit Kapitalerhöhungen

Der Verkauf von Aktien auf dem Grauen Markt kann jedoch auch schon von vornherein von der Absicht motiviert sein, anderen Menschen mit dem Angebot einer Firmenbeteiligung via Aktienkauf ihr Geld abzunehmen, ohne daß eine realistische Gewinnerwartung besteht. Ein gutes Indiz für solches Vorhaben der Geschäftemacher ist die Ankündigung einer zweiten oder gar dritten Kapitalerhöhung.

Wozu werden Kapitalerhöhungen überhaupt getätigt? – Die klassische Kapitalerhöhung erfolgt, wenn sich eine Aktiengesellschaft einem neuen Geschäftsfeld zuwendet oder wenn sich die AG durch eine unvermutete Gelegenheit zur Akquisition vergrößern will. Aus Mangel an Kapital und zur Risikominimierung bei der Umsetzung großer Projekte sind Aktiengesellschaften schließlich entstanden.

Beispiel: Im 19. Jahrhundert wird ein Stahlwerk errichtet, für dessen Finanzierung sich mehrere reiche Geschäftsleute zu einer AG zusammengeschlossen haben, da keiner allein die Investition für die Anschaffung der Schmelzöfen und Walzstraßen hätte bewältigen können. Das Stahlwerk floriert und wirft Gewinne ab. In dieser Situation wird plötzlich die Eisenbahn populär. Die Aktieninhaber erkennen rasch, daß sich mit dem Bau des stählernen Schienennetzes sowie der Lokomotiven und Waggons demnächst noch viel mehr Geld verdienen läßt. Zum Aufbau des geplanten neuen Geschäftszweiges fehlen aber die Mittel. Die AG könnte einen Kredit aufnehmen. Der wäre jedoch so hoch, daß die Gefahr bestünde, bei einem Scheitern des Unternehmens auch den Bestand des lukrativen Stahlwerkes zu gefährden. Um dennoch die zur Ausweitung des Geschäfts erforderlichen Mittel zu beschaffen, beschließt der Vorstand der AG darum eine Kapitalerhöhung.

Voraussetzung für diese Kapitalerhöhung ist freilich ein entsprechender Mehrheitsbeschluß der bisherigen Aktionäre. Schließlich verringert sich deren Einfluß auf die Geschäftsführung, wenn sich nach der Erhöhung aufgrund der Ausgabe zusätzlicher Aktien die Mehrheitsverhältnisse innerhalb der AG ändern. Im gleichen Verhältnis sinkt zunächst der pro Aktie ausgeschüttete Gewinn, die Dividende: Da der Gewinn des Unternehmens auf alle Aktien gleichermaßen verteilt wird – sofern keine besondere Regelung getroffen

wurde –, verkleinert sich logischerweise das Stück vom Kuchen, das pro Aktie übrigbleibt. Die bisherigen Aktionäre akzeptieren jedoch diesen mittelfristigen Dividendeneinbruch, weil sie sich vom Einstieg in das Eisenbahngeschäft künftig noch größere Gewinne versprechen. Soweit zur klassischen Form der Kapitalerhöhung.

Eine Kapitalerhöhung zur Übernahme eines Konkurrenten ist in den meisten Fällen schon kritischer zu werten, denn eine Fusion wäre wahrscheinlich preisgünstiger. Um die »feindlichen« Aktionäre zum Verkauf ihrer Papiere zu bewegen, müssen schließlich stets Preise über dem Handelspreis gezahlt werden. Der bisherige Aktieninhaber hat selten einen triftigen Grund, sich freiwillig von seinen Papieren zu trennen. Ob die Übernahme und damit die Ausschaltung des Konkurrenten sich schließlich rechnet, wird sich in der Zukunft erweisen. Zwischenzeitlich könnte ja ein neuer Mitbewerber heranwachsen, und das Problem bliebe das alte.

Eine Kapitalerhöhung ist also stets eine Entscheidung, die mit erheblichem unternehmerischen Risiko und einem zwischenzeitlichen Wertverlust der Aktie verbunden ist. (Dieser Wertverlust wird zumindest vorübergehend übertüncht, wenn die Aktie aufgrund geschickter Werbung eine hohe Popularität erreicht und daraufhin ein Bieterwettbewerb von zu vielen Käufern um zu wenige auf dem Markt vorhandene Papiere entbrennt – ein Strohfeuer.) Aus diesen Gründen unterliegt jede Kapitalerhöhung formal der Genehmigung der Anteilseigner. Nur die Hauptversammlung der Aktionäre kann darüber entscheiden.

In jedem Fall sollte dem Antrag des Vorstands um eine Kapitalerhöhung ein detaillierter und gut begründeter Plan gegenüberstehen, für welches neue Geschäftsgebiet oder für welche Übernahme das einzuwerbende Kapital aufgebracht werden soll. Ein gleich hohes Interesse an einem detaillierten Plan hat natürlich der mündige Aktienkäufer, der genau wissen möchte, was die AG mit seinem Geld zu tun gedenkt. Es soll ja gewinnbringend investiert werden und nicht etwa zur Bezahlung alter Rechnungen dienen. Letzteres wäre ein deutliches Alarmsignal: Die AG ist nicht mehr in der Lage, sich mit dem einst zur Verfügung gestellten Kapital über Wasser zu halten.

Wenn ein junges Aktienunternehmen bereits kurz nach seiner Gründung die erste Kapitalerhöhung vornimmt, liegt zunächst einmal

folgender Gedanke nahe: Die Gründer, mithin die Altaktionäre, haben sich in ihren Geschäftsplänen gründlich verkalkuliert und wollen ihrem eigenen, bereits fast verlorenen Geld weiteres gutes Geld hinterherwerfen – allerdings diesmal das fremder Leute. Entweder sie hegen die Hoffnung, bei der Gelegenheit der Kapitalerhöhung ihre eigenen, inzwischen fast wertlosen Aktien heimlich veräußern zu können, oder sie glauben, das geplante Geschäft lasse sich mit der neuen Geldflut doch noch auf die Beine stellen. Falls sie letzteres im Sinn haben, sind sich die Altaktionäre aber auch darüber bewußt, daß sich der Gewinnanteil je Aktie nach der Kapitalerhöhung verringern wird. Wenn sie der Kapitalerhöhung dennoch zustimmen, können die Zukunftsaussichten des Unternehmens so berühmt nicht mehr sein.

Eine andere Notwendigkeit zur Kapitalerhöhung könnte entstehen, wenn sich für das Unternehmen unerwartete Investitionschancen ergeben. Bleibt die Frage: Wie professionell arbeitet der Vorstand eigentlich, wenn die Entwicklung der Firma so überraschend verläuft und ein Markt erst jetzt entdeckt wird?

Wird die Kapitalerhöhung mit dem Vorhaben begründet, ein bisheriges Geschäftsfeld verlassen und sich einem neuen zuwenden zu wollen, kommt dies einem Offenbarungseid gleich, er wird nur besser verkauft. Im Grunde sagt dann der Vorstand der AG mit anderen Worten: »Wir haben auf dem ins Visier genommenen Gebiet versagt, das investierte Geld ist leider weg. Statt dessen wollen wir jetzt was ganz anderes machen und brauchen dafür neue Mittel.« Muß die Firma aber von vorne anfangen, hat es für Geldgeber keinen Sinn, hier einzusteigen. Wesentlich vernünftiger wäre es, die alte AG Konkurs gehen zu lassen und ohne die künftige Gewinnaussichten schmälern den Altaktionäre eine gänzlich neue AG zu eröffnen.

Eine sinnvolle Kapitalerhöhung auf dem Grauen Markt könnte sich jedoch in folgender Situation ergeben: Eine Gruppe junger Ingenieure (mit entsprechender Erfahrung und nachgewiesener Befähigung auf dem betreffenden Fachgebiet) macht sich an die Entwicklung eines neuen Meßgerätes, das präziser und robuster konstruiert ist als jene der Konkurrenz. Mit eigenen Mitteln haben die Gründer das Gerät bis zur Serienreife entwickelt, die nötigen Patente erworben und könnten das Produkt nun an einen großen Hersteller verkaufen.

Entsprechende Angebote sind belegt. Die bis dahin erfolgreichen Ingenieure überlegen nun aber, die Produktion des Meßgerätes in Eigenregie zu übernehmen. Um die Produktionsstätte und alles dazugehörige zu finanzieren, planen sie eine Kapitalerhöhung. Damit beißen sie freilich in einen sauren Apfel, denn vermutlich werden sie ihre Aktienmehrheit an der Firma im Zuge der Kapitalerhöhung verlieren. Da die Aktien – zunächst – auf dem Grauen Markt verkauft werden, kann die Firma den Zugriff des großen Konkurrenten auf das Aktienpaket jedoch (wenn auch nur vorläufig) verhindern. Sinnvoller wäre es in diesem Fall deshalb, sich einen einzelnen Großanleger zu suchen, der auch nach dem Börsengang zu den Gründern steht.

Für unlautere oder einfach dreiste Geschäftemacher besteht allerdings eine Möglichkeit, die Mehrheit an der Firma zu halten und dennoch stattliche Beträge in die Firmenkasse zu spülen: wenn, wie in solchen Fällen üblich, die Kapitalerhöhung zu einem weit überzogenen Aktienpreis vorgenommen wird. Gleichzeitig ist so den hinzutretenden Aktionären die Möglichkeit versperrt, auf die Unternehmensführung Einfluß zu nehmen. Ihnen bleibt statt dessen nichts übrig, als zuzusehen, wie sich ihr Geld in fremden Fingern vermehrt oder verschwindet.

Wie eine fragwürdige Kapitalerhöhung erfolgreich funktioniert, hat – als eine von vielen jungen Aktiengesellschaften auf dem Grauen Markt – die »MMC Embedded Internet Technology AG« aus Heidenheim an der Brenz beispielhaft vorgeführt. Die MMC AG wurde laut Angaben ihres späteren Aktienhändlers »AHAG Wertpapierhandelsbank AG« aus Dortmund im Februar 2000 mit einem Stammkapital von 500.000 Euro, aufgeteilt auf 500.000 Aktien, gegründet. Preis je Aktie: 1 Euro. Bereits einen Monat später, im März, waren nach Angaben des Aktienhändlers zwei Kapitalbeteiligungsgesellschaften eingestiegen und hatten weitere 50.000 Aktien erworben. Der gezahlte Preis ist unbekannt.

Die blutjunge AG schien sich prächtig zu entwickeln – oder nicht? Bereits im September 2000 jedenfalls übernahm die AHAG weitere »200.000 Stückaktien (rechnerischer Wert EUR 1 je Aktie) aus dem genehmigten Kapital, um sie unter dem Aspekt einer breiten Streuung zum Kauf anzubieten. Nach Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung beträgt das Grundkapital EUR 750.000« (Unternehmensstudie der AHAG

AG, August 2000). Damit behielten die Firmengründer also auch nach der Kapitalerhöhung mit 66,6 % der Stimmen die klare Mehrheit.

Die MMC AG »entwickelt und vermarktet« laut AHAG-Studie »zusteckbare, miniaturisierte Computerboards mit integrierter Software, sogenannte ChipPC's, die Geräte, Maschinen und Systeme steuern«. Das verstehen zwar die wenigsten, es klingt aber gut. Egal: »Es wurde bereits mit einem Unternehmen ein Letter of Intend abgeschlossen, aus welchem im Jahr 2001 Umsätze in Millionenhöhe generiert werden.« (Hier hat sich die AHAG vielleicht ein wenig vergaloppiert. Sicherer wäre gewiß gewesen, der Formulierung »generiert werden« das Wort »könnten« anzufügen.)

Der Verkaufspreis der Aktie betrug jedenfalls 14,70 Euro je Stück, während die Gründer wie erwähnt gerade mal 1 Euro je Aktie gezahlt hatten. Ein stattlicher Preis, der der AHAG freilich immer noch günstig schien: »Sollte es der MMC gelingen, ihre eingeschlagene Wachstumsstrategie entsprechend der Planungen umzusetzen und darüber hinaus weiter innovative Produkte und Anwendungen zu entwickeln und zu vermarkten, sollte sich in Zukunft eine deutliche Höherbewertung einstellen.«

An anderer Stelle sprach die Studie von den »enormen Möglichkeiten« der neuen Technologie. Das klang zuversichtlich. Tatsächlich erreichte die MMC AG ihr Ziel, durch die Ausgabe der 200.000 Aktien einige Millionen Euro einzunehmen (wieviel aus dem Emissionserlös von 2,94 Millionen Euro die MMC AG später tatsächlich erhielt, stand nicht in der Studie) und trotzdem die Mehrheit an der Firma zu halten. In Zeiten des Internetbooms, der im Herbst 2000 gerade erst ausklang, waren solche Manöver noch möglich. Kein neu einsteigender Aktionär schien sich zu fragen, warum die beiden in der Studie erwähnten Risikokapitalgeber nicht zu weiteren Beteiligungen bereit waren.

Um sich abzusichern, hatte die AHAG in ihrer Studie natürlich auf den »Wertpapierverkaufsprospekt« der MMC AG verwiesen und empfohlen, sich »vor Ihrer Anlageentscheidung mit dem Inhalt des Prospektes vertraut [zu] machen«. Eine Warnung stand auch im Kleingedruckten ganz am Ende: »Diese Studie basiert auf Unterlagen der MMC Embedded Internet Technology AG – insb. des Businessplans – und Informationen ihres Vorstands. Sie ist nicht als Anlageempfehlung zu verstehen. Die Studie hat dem Vorstand der MMC AG vorgelegen.« Mit anderen Worten: Die Studie wurde von den Geldnehmern möglicherweise zensiert und korrigiert – ein starkes Stück. Folgerichtig heißt es weiter: »Eine Haftung der AHAG WERTPAPIERHANDELSBANK AG muss – trotz sorgfältiger Bearbeitung – ausgeschlossen werden, da sich unser Urteil auf Quellen stützt, die

wir zwar für verlässlich halten, jedoch nicht abschließend prüfen können« (Unternehmensstudie der AHAG AG, August 2000).

Der Hinweis erfolgte zu Recht. Im März 2002 handelte die AHAG nicht mehr mit Aktien der MMC AG. Beim Mitbewerber ProXepo AG in Frankfurt sind die Papiere zu diesem Zeitpunkt für 2 Euro je Stück zu haben. Der letzte Verkäufer erhielt allerdings gerade 0,80 Euro je Stückaktie. Die Website der MMC AG ist geschlossen. Dem ehemaligen Vorstand Wolfgang Benz wird von seinem noch amtierenden Mitvorstand Wolfgang Reich die Verantwortung für das Desaster zugeschrieben. Reich, laut Prospekt der AHAG im MMC-Vorstand zuständig für »Finanzen-Controlling«, ist laut Eigenauskunft in 2002 22 Jahre alt. Berufserfahrung: Abitur und Bundeswehr. Die entstandenen Verluste der MMC AG will der junge Geschäftsmann durch Anlage des verbliebenen Firmenvermögens im Aktienhandel und im Immobilienbereich kompensieren.

### Die vierte Kapitalerhöhung als Erfolgsgeschichte verkaufen

Nicht alle Aktiengesellschaften belassen es bei nur einer Kapitalerhöhung auf dem Grauen Aktienmarkt. Bisweilen kündigen die Gründer bereits nach kurzer Zeit eine zweite Erhöhung an – und darauf eine dritte oder gar vierte. Was in den Ohren der Anleger wie eine Warnung klingen müßte, verkaufen die Unternehmer jedoch als Erfolgsgeschichte. Das Seltsame dabei: Sie haben mit dieser dreisten Strategie in der Regel Erfolg. Und natürlich finden sie für weitere Kapitalerhöhungen die breite Unterstützung der Aktienhändler auf dem Grauen Markt und bisweilen auch eine Bank – vor allem dann, wenn diese hoffen kann, daß die AG nach Abschluß einer neuerlichen Aktienaussgabe eher in der Lage ist, ihre notleidenden Kredite zu bedienen.

Eine weitere Kapitalerhöhung, sofern sie nicht von Beginn an im Entwicklungsplan des Unternehmens schriftlich fixiert ist, bedeutet leider überhaupt nichts Gutes. Sie besagt im Grunde: Die Geldnehmer haben mit dem bislang schon eingesammelten Geld mehr oder weniger erfolg- und perspektivlos herumgewurstelt (oder es vielleicht auch geschickt beiseite gebracht). Nun sind die Finanzen aufgebraucht. Und wie so oft lagen traumhafte Pläne und bittere Realität weit auseinander. Unter normalen Bedingungen bedeutet dies stets,

daß der desolate Laden dicht gemacht wird. Im kapitalistischen Wettbewerb gilt nun einmal dieses Ausleseprinzip, dem der Konsument am Ende funktionierende, gute und preiswerte Produkte zu verdanken hat.

Jeder Anleger sollte sich darüber bewußt sein, daß die Ankündigung einer Kapitalerhöhung folgendes Geständnis enthält: Das Projekt ist fehlgeschlagen oder nur in Teilen umgesetzt. Auch wenn die Kapitalerhöhung gelingt, müssen sämtliche Geschäftspläne und Gewinnankündigungen umgeschrieben werden, das Projekt steht nun auf einer völlig neuen – und zwar schlechteren – Grundlage. Entscheidet sich der Investor zur neuerlichen Beteiligung, wirft er dem bereits verlorenen Geld weiteres gutes hinterher. Steigt er erst bei der zweiten oder dritten Kapitalerhöhung ein, unterstützt er in dieser Situation keineswegs ein auf Erfolgskurs befindliches Unternehmen, sondern Pleitiers, die bereits einmal mit ihren Plänen Schiffbruch erlitten haben.

Das Unternehmen selbst und seine Aktienhändler verkaufen diese traurige Geschichte freilich anders. Da ist vom steten Wachstumskurs die Rede, den die AG eingeschlagen habe. Vielleicht vollzieht sich das Wachstum auch angeblich so schnell, daß dem Unternehmen nun rasch weitere liquide Mittel zur Verfügung gestellt werden sollten. *Wann immer die Bitte um weiteres Geld als großzügiges Angebot zum Einstieg oder gar als Gunstbeweis der grauen AG gegenüber den Anlegern dargestellt wird, ist äußerstes Mißtrauen angebracht.*

In welcher Situation wären weitere Kapitalerhöhungen eines neu gegründeten Unternehmens überhaupt gerechtfertigt? Eigentlich gibt es nur eine nachvollziehbare Situation: Die Firmengründer haben das hohe Risiko ihres Projektes von Anfang an bedacht und gehen deshalb in kleinen Schritten vor. In dieser Situation wären schrittweise Kapitalerhöhungen sogar ein Instrument zum Schutz der Anleger.

Auch hier paßt das Beispiel jener Wissenschaftler, die eine gänzlich neue Meßtechnik ausgetüfelt haben. Auf dem Papier sieht alles gut aus. Verschiedene Patente werden beantragt und gewährt. Die Erteilung eines Patentbesitzes bedeutet allerdings zunächst nur, daß eine Erfindung nach Auffassung der Gutachter prinzipiell umsetzbar wäre. Bei der Vergabe eines Patentbesitzes wird nicht berücksichtigt, ob die Erfindung praktikabel ist oder ob sie sich unter wirtschaftlichen Gesichts-

punkten umsetzen läßt. (Auch ein haushoher Kirschentkerner, der nicht mehr als eine Kirsche in der Stunde entkernen könnte, ließe sich patentieren, wenn die Konstruktionsweise neu und nachvollziehbar wäre. Gebaut würde er deswegen noch lange nicht.)

Ob das neue Meßgerät wirtschaftlich zu realisieren ist, steht ebenfalls nicht fest. Dennoch wollen die Wissenschaftler das Risiko eingehen. Das erste Geld stammt daher aus eigenen Mitteln. Zunächst einmal wollen sie – gemeinsam mit einigen hinzugezogenen Technikern – die Umsetzbarkeit des Planes prüfen. Erweist sich diese als machbar, müßte ein brauchbares Gerät entwickelt werden, um die neue Technik einzusetzen. Keine Frage: Weiteres Geld muß her, um die Einsatzfähigkeit erster Prototypen zu prüfen. Da keine Bank das Risiko vorfinanzieren will, kommt es notgedrungen zur ersten Kapitalerhöhung. Die Anleger werden selbstverständlich darüber aufgeklärt, daß auch danach längst nicht klar ist, ob die neue Technik jemals serientauglich sein wird.

Jetzt ist das Gerät entwickelt. Es ist robust, handlich und mißt, was es messen soll. Die zweite Kapitalerhöhung wird nun dazu verwandt, eine Marktanalyse zu fertigen sowie zu errechnen, zu welchen Kosten das Meßgerät produziert werden kann. Kommen diese Untersuchungen zu positiven Ergebnissen, findet die dritte Kapitalerhöhung statt: Nun soll eine Produktionsstätte gegründet und ein Vertrieb sowie Service eingerichtet werden.

Wenn die Geldnehmer ihre Geldgeber nicht täuschen wollen, würden (und müßten) sie in diesem Fall bei jeder Aktienaussage deutlich machen, daß ihr Projekt sehr unsicher ist und im Erfolgsfall weitere Kapitalerhöhungen unabdingbar sind. Die Unternehmensgründer müßten sich daran messen lassen, ob sie sowohl den Zeitplan als auch ihre unternehmerischen Pläne mit den für die Projektabschnitte eingeworbenen Mitteln tatsächlich einhalten können. Ein Versagen in der einen oder anderen Richtung hätte eventuell ein Absinken des Ausgabepreises bei der jeweils nächsten Kapitalerhöhung zur Folge.

Nicht im Unternehmensplan von Beginn an schriftlich fixierte Kapitalerhöhungen, die aufs Geratewohl oder nur mit fadenscheinigen Begründungen stattfinden, sollten jeden Investor dagegen äußerst mißtrauisch machen: Wozu wird plötzlich neues Geld gebraucht? Das Argument, ein besonders günstiges Schnäppchen

tätigen zu können, zählt nicht: Diese sind beleihbar. Lassen sie sich nicht mit einem Bankenkredit finanzieren, sind sie eher keine Schnäppchen.

Nochmals: Allgemeine Sätze wie »Im Rahmen ihres großen unternehmerischen Erfolges plant die Dumm AG nunmehr ihre fünfte Kapitalerhöhung. Damit gibt sie sowohl Altaktionären die Möglichkeit, ihr bestehendes Portfolio auszubauen, als auch Neueinsteigern die Chance, vom Wachstum der Dumm AG außerbörslich zu profitieren.« – Ein deutliches Zeichen, daß diese Geldnehmer höchstwahrscheinlich keine hehren Zwecke verfolgen.

### Zweifelhafter Handel auf dem Grauen Markt

Ein cleverer Verkäufer von Aktien auf dem Grauen Markt wird kaum auf die Idee kommen, einen potentiellen Anleger über die Höhe seiner Provision beziehungsweise der Handelsspanne aufzuklären. Er wird bestimmt auch nicht verraten, daß er in seinem Angebot an Papieren davon abhängig ist, welches Unternehmen sich zwecks Kapitalbeschaffung gerade an ihn wendet. Oder daß ein anderer Posten Aktien, den er gerade feilbietet, seit einem halben Jahr unverkäuflich im eigenen Depot der Handelsfirma liegt. Mit anderen Worten: daß er dringend nach Käufern für jene Ware sucht, die er gerade zur Verfügung hat und unbedingt losschlagen muß.

Bereits der Begriff »Aktienhandel auf dem Grauen Markt« vermittelt ein ungenaues Bild von der Realität; denn es macht den unaufgeklärten Investor glauben, er könne bei dem anbietenden Händler Papiere nicht nur erwerben, sondern bei Bedarf auch wieder verkaufen. Letzteres ist aber nur bedingt richtig: Der Verkauf von Grauen Aktien durch Händler verfolgt gar nicht den Zweck, einen Markt nach dem Prinzip von Angebot und Nachfrage zu organisieren. Vielmehr geht es darum, die Aktien der ausgebenden Gesellschaften zu einem möglichst hohen Preis zu verkaufen. Wieviel seine vielleicht vor Jahren erworbenen Papiere wirklich wert sind, erfährt der Käufer zumeist erst, wenn er sich entschließt, sie zu Geld zu machen. Dann lernt er gewöhnlich, daß der Verkäufer von damals einen sehr viel niedrigeren Rückkaufkurs nennt, als der Käufer einst zahlen mußte. Die

Branche hat hierfür zwei Begriffe etabliert, die diesen Sachverhalt verschleiern: den sogenannten »Geldkurs« sowie den »Briefkurs«.

Der Geldkurs ist jener Preis, den ein Händler auf dem Grauen Markt vom potentiellen Kunden verlangt. Der Briefkurs ist der Preis, für den der Händler die Aktien – eventuell – zurücknimmt. Die Spanne zwischen beiden Kursen kann gewaltig sein. Liegt der Kaufpreis (Geldkurs) bei etwa zwei Euro, kann der Rückkaufpreis (Briefkurs) gerade mal einen Euro betragen. Anleger, die planen, ein Aktienpaket nach Ablauf einer bestimmten Frist mit möglichst hohem Gewinn wieder zu verkaufen, können auf dem Grauen Markt schnell eine böse Überraschung erleben. Wer wissen möchte, was die erworbenen Aktien tatsächlich wert sind, sollte sich nach dem Briefkurs erkundigen und vor allem danach, innerhalb welcher Bandbreite dieser in der Vergangenheit schwankte sowie in welchen maximalen Stückmengen der Händler in der Vergangenheit die Aktien zurückgekauft hat.

In diesem Zusammenhang ist wichtig zu wissen, daß es auf dem Grauen Markt keine auch nur halbwegs unabhängige Bestimmung der Handelskurse für Aktien gibt. Nach der erfolgten Kapitalerhöhung einer AG legt der Händler den Geldkurs und den Briefkurs nach eigenem Ermessen fest. Beim Verkaufspreis orientiert er sich gewöhnlich an den Ausgabepreisen der Kapitalerhöhung (und dieser wurde von der ausgebenden AG oft willkürlich oder unter Heranziehung ungeeigneter Parameter festgelegt) bzw. an jenen Preisen, welche die Konkurrenz verlangt.

Es ist auch nicht ungewöhnlich, daß solch ein Grauer Händler anlässlich der Kapitalerhöhung einer Aktiengesellschaft einen nennenswerten Anteil dieser Aktien erwirbt und nun in seinem Vorrat hält. Dann spekuliert er zumeist darauf, daß die Gesellschaft weitere Kapitalerhöhungen plant. Da Kapitalerhöhungen auf dem Grauen Markt unsinnigerweise als Erfolgsgeschichten verkauft werden, ist die Chance groß, daß der Graue Händler die Papiere bei der zweiten oder dritten Aktienaussgabe teurer verkaufen kann. So kann ein Händler, der Aktien der ersten Kapitalerhöhung für etwa vier Euro erworben und für fünf Euro weiterverkauft hat, bei der zweiten Kapitalerhöhung einen schönen Schnitt machen, wenn diese Aktien nun plötzlich für einen Stückpreis von zehn Euro unter die Anleger gebracht werden – vorausgesetzt, der Händler hatte einen Teil der

erworbenen Papiere beiseitegelegt und auf eben diesen Spekulationsgewinn gesetzt.

Liegt solch ein Aktienpaket allzu lange im Bestand eines Händlers, wächst naturgemäß seine Neigung, die Papiere auch zu einem wesentlich niedrigeren Preis zu verkaufen. Der Käufer dieser Aktien muß sich natürlich im klaren sein, daß er bei einem eventuellen Weiterverkauf enorme Schwierigkeiten haben wird, diese Papiere wieder loszuwerden. Statt dessen kann es sehr leicht geschehen, daß er bei einem Verkaufsversuch von sämtlichen Händlern auf dem Grauen Markt etwa folgende Auskunft erhält: »Es tut uns sehr leid, doch aufgrund der Marktsituation kaufen wir zur Zeit keine Papiere dieses Unternehmens an.« Der Ausdruck zur Zeit ist freilich nur ein magerer Versuch, den Besitzer der Unglückspapiere zu vertrösten. Der geleimte Anleger sollte sich besser innerlich darauf vorbereiten, daß der Wert des vermeintlichen Schnäppchens auf Null gesunken ist. (Wer das nicht glauben möchte, kann sich vergewissern, indem er diese Aktien seiner Bank als Sicherheit für einen Kredit anbietet. Man wird ihm keinen Cent darauf gewähren.)

Einige Aktienhändler auf dem Grauen Markt haben indessen dafür gesorgt, daß die Besitzer der keinen Handelsregeln unterworfenen Papiere eine Plattform für Geschäfte erhalten. Dies geschieht etwa in Form einer elektronischen Pinnwand im Internet, in der Kaufangebote und -gesuche hinterlassen werden können. Der Händler mischt sich dabei in die Preisbildung nicht ein. Käufer und Verkäufer müssen sich an Emissionspreisen orientieren oder können frei feilschen. Kommt ein Geschäft zustande, kassiert der Graue Händler eine Provision. Verantwortung dafür, daß die Kurse in irgendeiner Verbindung zur Realität stehen, trägt er ausdrücklich nicht. So bleibt das Risiko beim Kunden, der Provisionsgewinn beim Händler.

Es gibt eine weitere Variante des Aktienhandels auf dem Grauen Markt, die sicher jenseits der üblichen Handelssitten ist, zumal dann, wenn die Verkäufer nicht ausdrücklich auf diesen Punkt hinweisen: Der Aktienhändler bzw. die Handelsfirma gehört selbst zu den Mitgründern und Mitgesellschaftern jenes Unternehmens, dessen Papiere nun zum Verkauf gebracht werden. Insbesondere Aktiengesellschaften, die von vornherein hauptsächlich zur Durchführung mehrerer Kapitalerhöhungen gegründet werden, wenden sich bisweilen

selbst mit dem Angebot zum Einstieg an einen Grauen Händler. Diesem wird bereits vor der Firmengründung ein in Aktien bemessener Anteil an der AG zum Einstandspreis angeboten. Infolgedessen hat der Graue Händler ein großes Interesse daran, Kapitalerhöhungen mit jeweils steigenden Geldkursen zu organisieren, da sich auf diese Weise der Wert des eigenen Aktienpaketes kontinuierlich erhöht, welches er dann bei günstiger Gelegenheit auf dem Grauen Markt verkaufen kann. Eine kundenorientierte Beratung ist in dieser Situation freilich nicht mehr gegeben, da sie von den Eigeninteressen des Händlers klar überlagert wird.

Ein Aktienhändler auf dem Grauen Markt gleicht in seinem Auftreten gegenüber Anlegern einem Makler, der Wohnungen zum Kauf oder zur Miete vermitteln möchte. Und wer die von Maklern in Verkaufsgesprächen und Inseraten benutzten Redewendungen kennt, der weiß, mit wieviel Energie und Leutseligkeit eine verbaute Dachmansarde bisweilen als »geräumige Atelierwohnung für Individualisten« angepriesen wird.

Tatsache ist, daß die Händler auf gute und profitable Zusammenarbeit mit den Aktien-Emittenten angewiesen sind, die Kunden stehen nicht unbedingt an erster Stelle. Zur Not kann eine verbrannte Handelsfirma einfach die Pforten schließen. Die Gesellschafter können ihre Firma andernorts und unter neuem Namen wieder eröffnen – wer merkt das schon? Wichtig dagegen ist für den Händler auf dem Grauen Markt sein Ruf innerhalb der Emittenten-Gemeinde, auch noch die abwegigsten Kapitalerhöhungen kommunizieren und durchziehen zu können. Zu diesem Händler begeben sich die Geldsuchenden in der Regel am liebsten, und nur dieser Händler kann die höchsten Provisionen beanspruchen.

Wer die meisten Beteiligungen im Angebot hat, kann seinen anlegenden Kunden umgekehrt auch die größte Auswahl an Investitionsmöglichkeiten bieten und wirkt damit eventuell seriöser als sein Konkurrent, der lediglich zwei verschiedene Beteiligungen zu bieten hat. Auch hierin gleichen Händler auf dem Grauen Markt Immobilienmaklern. Eine weitere Möglichkeit der Gewinnmitnahme für Graue Aktienhändler besteht darin, im Vorfeld einer geplanten Kapitalerhöhung Papiere der beworbenen Firma nicht in eigenem Namen, sondern über ein unerkanntes Tochterunternehmen zu erwerben.

Die AHAG Wertpapierhandelsbank AG, die mit Grauen Aktien handelt, schrieb in ihrem Verkaufsprospekt für Aktien der MMC AG: »Die Gesellschaft wurde im Februar 2000 mit einem Grundkapital von EUR. 500.000 gegründet. Im März erfolgte eine Kapitalerhöhung um EUR 50.000 auf EUR 550.000, die von zwei Kapitalbeteiligungsgesellschaften gezeichnet wurde.«

Das liest sich für den unbedarften Investor so, als hätten professionelle Großanleger bereits frühzeitig den künftigen Wert der MMC erkannt – was das Angebot der AHAG um einiges attraktiver erscheinen läßt. Tatsächlich handelte es sich bei einer der anonymen »Kapitalbeteiligungsgesellschaften« um niemand anderen als die »Schnigge AHAG Venture Capital AG«, an der die AHAG nach eigenen Angaben mit rund 22 Prozent beteiligt ist. Auch die zweite »Kapitalbeteiligungsgesellschaft« ist zumindest indirekt mit der AHAG verbandelt: Bei der betreffenden »independent capital Unternehmensbeteiligungen AG« aus Remscheid agiert AHAG-Vorstand Thomas Aldenrath als Vorsitzender des Aufsichtsrates. Ob diese beiden Geldgeber zum Zeitpunkt ihres Engagements wohl schon ahnen konnten, daß die AHAG kurz darauf eine größere Kapitalbeteiligung organisieren würde? Die für Anleger in diesem Zusammenhang wichtigen Informationen über finanzielle und personelle Verflechtungen zwischen Händlern und Investoren zu erwähnen, hatte die AHAG wohl einfach vergessen.

## Aktienkauf im »Freiverkehr« und auf dem »Geregelten Markt«

Einige erst vor kurzem gegründete AGs zieht es nicht auf den Neuen Markt, doch dafür sind die Papiere nach einer Weile im sogenannten Freiverkehr zu haben. Der Freiverkehr ist von Börse zu Börse unterschiedlich geregelt, weshalb die Rahmenbedingungen in diesem Segment entsprechend unterschiedlich sind. Wer sich also für ein Engagement im Freiverkehr entscheidet, sollte die jeweils geltenden Regeln kennen. Sie sind bei den zuständigen Regionalbörsen auf Anfrage erhältlich oder können über das Internet heruntergeladen werden.

So werben manche an der Münchener Börse gelisteten Unternehmen zusätzlich damit, auf dem dortigen »Prädikatsmarkt« gehandelt zu werden, was eine besondere Güteklasse verspricht. Tatsächlich bietet die Einführung eines bis dahin nur grau gehandelten Papiers in den Freiverkehr einige Vorteile für die Aktionäre. Andererseits vermittelt der Name Prädikatsmarkt die Illusion, hier würden besonders werthaltige und gediegene Unternehmenspapiere gehandelt. Dies ist aber nicht unbedingt der Fall. Immerhin verpflichten sich Unternehmen auf dem Prädikatsmarkt zur unverzüglichen Veröffentlichung von firmenrelevanten Informationen (sogenannte »Ad-hoc-Mitteilungen«) sowie zur regelmäßigen Herausgabe von Mitteilungen an die Aktionäre und zur Herausgabe eines geprüften Jahresabschlusses. Der Prädikatsmarkt ist damit an die Publizitätsregeln des Neuen Marktes angelehnt.

Der Freiverkehr stellt ein Börsensegment dar, in dem sich auch solche Werte tummeln, die im amtlichen Handel der Deutschen Börse nicht erhältlich sind. Sie werden gehandelt, sobald sie ein Makler an der Börse eingeführt hat. Dies können recht solide und etablierte Unternehmen wie der US-Konzern »General Electric« sein, der an der New Yorker Börse gelistet ist. Dies kann auch gegen den Willen des Unternehmens geschehen. Bei großen Konzernen wie General Electric mag das Verschwinden einiger Aktien aus dem amtlichen Handel im Zweifelsfall bedeutungslos sein. Werden jedoch Aktien eines kleineren Unternehmens in einem anderen Land aus dem amtlichen Handel abgezogen, um sie anschließend im deutschen Freiver-

kehr parallel zu vertreiben, kann dies zu Kursverwerfungen an der heimatischen Börse führen: Bei geringerem Angebot und gleichbleibender Nachfrage steigen die Preise. Nicht immer freuen sich die betroffenen Unternehmen über solche Entwicklungen. Manchmal erfahren sie nur indirekt davon, denn »eine Zustimmung des Emittenten zur Einbeziehung der Wertpapiere seines Unternehmens in den Freiverkehr ist nicht erforderlich«.<sup>1</sup>

Wer also Aktien eines Unternehmens im Freiverkehr erwirbt, sollte sich erkundigen, ob dieses Unternehmen dem Handel mit seinen Papieren zugestimmt hat. Ansonsten sollte sich der Investor zumindest darüber im klaren sein, daß er mit seinem Kauf keinen unbedingt freundlichen Akt gegen jene Firma unternimmt, in die er gerade investiert. Großinvestoren können aus feindseligem Verhalten gegenüber einer AG durchaus Vorteile ziehen, das hat die Börsengeschichte mehrfach bewiesen. Für Kleinanleger ist dies aber keine perfekte Ausgangssituation.

Aufpassen sollten Anleger im Freiverkehr vor allem bei zwei Sorten von Unternehmen: zum einen bei ausländischen Firmen, deren Aktien sich in ihrem Ursprungsland nicht im regulären Handel befinden. Hier handelt es sich eigentlich um Graue Aktien, die durch die Aufnahme in den Freiverkehr eine eventuell ungerechtfertigte Aufwertung erfahren. Vorsicht walten lassen sollte ein Anleger zum anderen bei einheimischen Firmen, die erst jüngst gegründet wurden und nun die Aufnahme in den Freiverkehr anstreben oder dort bereits gelistet sind. Bei anderen Unternehmen besteht die Möglichkeit, daß die Firmengründer die Aufnahme in den Freiverkehr bevorzugen, da hier manche Regeln weniger streng sind als diejenigen im amtlichen Handel oder am Neuen Markt. Dort müssen sich z.B. Altaktionäre seit dem 15. September 1999 verpflichten, ihre Anteile in den ersten sechs Monaten nach Börsengang nicht zu veräußern.

Im Freiverkehr sind die Regeln der jeweiligen regionalen Börsen verbindlich, die allerdings nur unwesentlich voneinander abweichen. So gilt etwa für Neuemissionen im Prädikatsmarkt der Bayerischen Börse: »Die geschäftsführenden Mehrheitsaktionäre müssen sich ver-

---

1 Aus »Richtlinien für den Freiverkehr an der Bayerischen Börse«, als Download unter: [www.bayerische-boerse.de/bb/handel/regeln.html](http://www.bayerische-boerse.de/bb/handel/regeln.html).

pflichten, weitere 12 Monate ab Einbeziehung in den Freiverkehr mindestens 50 Prozent des Grundkapitals, das zum Zeitpunkt der Einführung bestand, zu halten.« Mit anderen Worten: Die Firmengründer können die Hälfte ihrer eigenen Aktien abstoßen, ohne daß der Kleinanleger oder die Börsenaufsicht davon erfährt.

Hinzu kommt die große Zahl der im Freiverkehr gehandelten Aktien. An der Bayerischen Börse sind im amtlichen Handel 245 Unternehmen zugelassen, im Freiverkehr jedoch über 4.000 Werte. Da kann es auch für die Börsenaufsicht schwierig werden, den Überblick zu behalten.

Eine weitaus geringere Rolle spielt der sogenannte »Geregelter Markt«. In diesem Segment sind etwa an der Bayerischen Börse gerade 35 Unternehmen gelistet. Auch hier waren und sind die Zulassungsbestimmungen weniger streng als jene für die Aufnahme in den amtlichen Handel und selbst für den Neuen Markt. Viele Unternehmen auf dem Geregelter Markt kommen heute aber freiwillig den Anforderungen an den amtlichen Handel weitgehend nach.

## Unsauberes Vorgehen auf dem Neuen Markt

Die Kursschwankungen auf dem Neuen Markt veranlaßten die Schutzgemeinschaft der Kleinanleger in ihren »Aktionärsnews«<sup>2</sup> vom 20. Dezember 2001 zu einem interessanten Gleichnis. Unter der Überschrift »... das sollte uns nachdenklich machen ...« schrieb die Redaktion: »Wer vor 18 Monaten 1.000 Euro in den Neuen Markt investiert hat, hat sich 8 Monate lang über fallende Kurse geärgert und heute noch 90 Euro übrig. Wer vor 18 Monaten 1.000 Euro in Beck's (das Bier, nicht die Firma) investiert hat, konnte 18 Monate lang jede Woche einen Kasten herrliches Spitzen-Pilsener von Welt genießen und hat heute noch ... Leergut für über 200 Euro!«

Sarkastischer läßt sich das Ergebnis von Investition am Neuen Markt kaum umschreiben. Blicke höchstens noch anzumerken, daß nicht nur gutes Bier, sondern auch Champagner und einiges mehr auf dem Neuen Markt konsumiert wurde – allerdings nicht von den Anle-

---

<sup>2</sup> Kostenfrei als E-Mail-Newsletter zu bestellen unter: [www.sdk.org](http://www.sdk.org).

gern, sondern den bisweilen gerissenen Akteuren. Die stolze Summe von 300 Milliarden Euro wurde nach verschiedenen Quellen seit Frühjahr 2000 an deutschen Börsen, vorwiegend am Neuen Markt, »vernichtet« oder »verbrannt«, wobei diese Ausdrücke in die Irre führen. Denn die größte Summe ist nicht »weg«, »dahin« oder »verschwunden«, sondern hat schlicht und einfach den Besitzer gewechselt. Möglich wurde dies nicht nur aufgrund der weltweiten Euphorie für das Internet und schließlich für die gesamte Hightech-Branche – oder jedenfalls das, was Journalisten und Leser unter »Hightech« verstehen –, möglich wurde der gigantische Geldtransfer auch durch die besonderen Regeln des Neuen Marktes und nicht zuletzt aufgrund mangelnder Eingriffsmöglichkeiten der zuständigen Aufsichtsbehörde.

Sicher ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) – in der die Bundesaufsichtsämter für Kreditwesen und Versicherungswesen und das früher zuständige Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BaWe) gemeinsam aufgegangen sind – mit der Kontrolle des gesetzlich geregelten Börsenhandels mehr als ausgelastet: Gerade 140 Mitarbeiter stehen dem Amt zur Verfügung. Die US-amerikanische Schwesterbehörde beschäftigt demgegenüber rund 2.000 Angestellte. Zudem verfügt die sogenannte »Securities Exchange Commission« über die Befugnis zur Strafverfolgung. Das BAFin hat diese Befugnis nicht, womit der Behörde das Schwert in der Hand fehlt, mit dem sie sich unter Finanzjongleuren größeren Respekt verschaffen könnte.

Statt dessen verfügt das BAFin lediglich über einen morschen Knüppel: die Möglichkeit, Bußgelder gegen Unternehmen zu verhängen, wenn diese Ordnungswidrigkeiten begehen. Dies ist etwa der Fall, wenn ein Unternehmen seiner gesetzlichen Meldepflicht nicht oder nur zu spät nachkommt – ein oft geübtes Verfahren, mit dem sich am Aktienmarkt unter Ausnutzung des noch nicht publizierten Insider-Wissens große Beträge verdienen, zumindest aber geschäftliche Vorteile erzielen lassen.

Natürlich muß ein Nichterfüllen von Meldepflichten nicht unbedingt auffliegen, denn das BAFin überprüft die Einhaltung dieser Regeln nicht routinemäßig, sondern wird erst tätig, wenn entsprechende Hinweise oder ein begründeter Anfangsverdacht vorliegen.

Zum Beispiel hat das – damalige – BaWe im Jahr 2000 nach eigenen Angaben 190 neue Verfahren wegen verspäteter oder unterlassener Mitteilung von Änderungen der Stimmrechtsanteile eingeführt. Gegen 33 Betroffene wurde schließlich ein Bußgeld verhängt. Das höchste davon betrug jedoch umgerechnet gerade 25.000 Euro – ein lächerlich geringer Betrag angesichts der finanziellen Vorteile, die sich eine AG durch die Umgehung solcher Meldepflichten verschaffen kann.

### Marktregeln umgehen

Daß Veränderungen der Besitzanteile konkreten Einfluß auf den Wert einer Aktie nehmen können, hat der Gesetzgeber erkannt und darum eindeutige Regelungen erlassen, die seit dem 1. April 2002 auch für den Neuen Markt gelten. So steht im Gesetz über den Wertpapierhandel unter Paragraph 21 »Mitteilungspflichten des Meldepflichtigen: Wer durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise 5 Prozent, 10 Prozent, 25 Prozent, 50 Prozent oder 75 Prozent der Stimmrechte an einer börsennotierten Gesellschaft erreicht, überschreitet oder unterschreitet (Meldepflichtiger), hat der Gesellschaft sowie dem Bundesaufsichtsamt unverzüglich, spätestens innerhalb von sieben Kalendertagen, das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der genannten Schwellen sowie die Höhe seines Stimmrechtsanteils unter Angabe seiner Anschrift und des Tages des Erreichens, Überschreitens oder Unterschreitens schriftlich mitzuteilen.«

Sicher steckt bereits eine gewisse Kulanz in der gesetzten Frist von sieben Tagen, denn auch in einer Woche können Kundige auf dem Aktienmarkt umfang- und ertragreiche Transaktionen bewerkstelligen. Wer größere unlautere Geschäfte abwickeln will, braucht in der Regel jedoch längere Zeiträume, da plötzliche Aktienkäufe und -verkäufe in relevanter Höhe sonst zu ungewollten, kräftigen Kursauschlägen führen können.

Der Trick ist relativ einfach und verläuft nach folgendem Muster: Die »ABC GmbH«, Gesellschafterin der »Phantasie AG«, beschließt, ihren Anteil an der Phantasie AG von 5 Prozent auf Null zu reduzieren. Ein schlagartiger Verkauf würde den Markt jedoch mit Phanta-

sie-Aktien überschwemmen und nach dem Prinzip von Angebot und Nachfrage unweigerlich zu Kursrückgängen führen. Die ABC GmbH möchte aber einen möglichst guten Preis erzielen.

Um den Kurs der Phantasie AG und damit den eigenen Gewinn nicht zu belasten, verzichtet die ABC GmbH darauf, das Absinken unter die 5-Prozent-Marke innerhalb von sieben Tagen zu melden. Statt dessen verkauft die ABC ihre Aktien über Wochen in kleinen Tranchen und erzielt so den gewünschten Preis. Hätte die ABC GmbH den Verkauf fristgerecht gemeldet, könnte das Vorhaben andere Aktionäre aufschrecken («Wenn ABC verkauft, mache ich das auch!») und zu weiteren Verkäufen führen. Der von der ABC GmbH ungewünschte Kursverfall ist dann ebenfalls programmiert; sie hätte ihre Aktien beinahe genauso gut schlagartig auf den Markt bringen können, inklusive der bereits oben beschriebenen Nachteile.

Die ABC GmbH kann andererseits eine Menge Geld verdienen, wenn sie umsichtig agiert und den Verkauf verschweigt. Und geht es um gedachte 200.000 Aktien, die 5 Prozent der Gesamtemission von vier Millionen Aktien entsprechen, und liegt der Preis bei etwa 50 Euro je Aktie, und befürchtet die ABC GmbH bei Meldung ihrer Verkäufe einen raschen Kurssturz auf 48 bis 45 Euro, dann sind 25.000 Euro Bußgeld im Vergleich zu möglichen Verlusten von 400.000 bis zu einer Million Euro durchaus zu verkraften.

Die ABC GmbH könnte auch ein anderes Geschäft aushecken: Sie verkauft ihre Anteile unter Umgehung der Meldepflicht, macht den Verkauf verspätet publik, wartet auf den dann einsetzenden Kursverfall und steigt bei niedrigen Preisen wieder ein. Das Manöver läßt sich natürlich auch mit umgekehrten Vorzeichen ausführen. Dann kauft die ABC GmbH still und leise Aktien der Phantasie AG, bis sie die Marke von 10 Prozent, schließlich sogar von 15 Prozent erreicht hat.

Nachdem dies geschehen ist und der Kurs sich auf einem möglichst niedrigen Niveau befindet, macht die ABC GmbH die neuen Besitzverhältnisse bekannt und kann bei guter Strategie einen heftigen Kursanstieg bewirken, besonders wenn entsprechend gefütterte Analysten Gerüchte über eine angeblich geplante »unfreundliche Übernahme der Phantasie AG durch die ABC GmbH« in die Welt setzen. Klar, nun will jedermann die Aktie haben, um von der Schlacht um die Aktien zwischen ABC und Phantasie profitieren zu können.

Unangemeldet beginnt die ABC statt dessen mit dem heimlichen Verkauf eines großen Teils ihrer Phantasie-Papiere – und macht wiederum einen ordentlichen Schnitt. Fliegt die Geschichte auf, ist der Zorn des Rechtsstaats zu verkraften. Es handelt sich ja, wie gesagt, lediglich um eine Ordnungswidrigkeit.

Oft ist eine Umgehung der Meldepflicht auch für die betroffene AG zumindest finanziell lohnenswert. Es bieten sich eine Menge Möglichkeiten für den Vorstand der Phantasie AG, wenn er in Absprache mit der ABC GmbH handelt und beide die gesetzte Meldefrist von sieben Kalendertagen voll ausnutzen, um gemeinsam Käufe oder Verkäufe zu tätigen.

Ein noch größeres Spektrum an Geldbeschaffungsmaßnahmen bietet sich, wenn etwa die ABC GmbH zu 100 Prozent im (direkten oder indirekten) Besitz des Vorstands der Phantasie AG ist, die Phantasie AG also stets augenblicklich und hundertprozentig über alle Entscheidungen der ABC GmbH im Bilde ist und umgekehrt. Dann kann die ABC GmbH Aktien kaufen, kurz bevor die Phantasie AG besonders günstige Nachrichten verbreitet, und rechtzeitig verkaufen, wenn die AG einige Zeit später weniger Günstiges zu vermelden hat. Spekulierende Kleinanleger haben in solch einer Situation kaum eine Chance, da die sich bietenden Gewinnmitnahmen ständig leicht ohne ihr Wissen durchgezogen werden können. Für sie bleibt dann übrig, was die Insider ihnen lassen oder was vom großen Tisch herunterfällt.

Der Gesetzgeber hat solche Insider-Geschäfte natürlich verboten. Sogenannte »Angaben über Beteiligungsunternehmen« sind nach dem »Regelwerk Neuer Markt«<sup>3</sup> zu leisten. Und gewiß wird die Mehrzahl von Akteuren auf dem Parkett des Neuen Marktes aus Gründen von Anstand und Moral auf diese illegalen Geschäfte verzichten. Die Tatsache, daß sich hierbei auf einfachem Weg sagenhafte Gewinne erzielen lassen, die Behörden kaum einmal wegen Insider-Handels ermitteln und dieser überdies mit wenigen Kniffen leicht zu verschleiern ist, kann viele andere wiederum verlocken, moralischen Fragen in der eigenen Prioritätenliste keinen Spitzenplatz einzuräumen.

---

<sup>3</sup> Regelwerk Neuer Markt, Abschnitt 2, Zulassungsbedingungen für den Neuen Markt, 4.1.11 Angaben über Beteiligungsunternehmen; zum Download unter: [www.deutsche-boerse.com->services->downloads](http://www.deutsche-boerse.com->services->downloads)

Eine weitere, überaus verlockende Möglichkeit der illegalen Geldbeschaffung am Neuen Markt ist die Umgehung des Veräußerungsverbot<sup>4</sup>: Danach dürfen die sogenannten Altaktionäre – das sind alle, die zum Zeitpunkt des Börsenganges Aktien an dem Unternehmen halten – ihre Aktien nicht vor Ablauf einer Frist von sechs Monaten nach dem Börsengang verkaufen. Das Unternehmen selbst ist verpflichtet, solche Vorgänge der Deutschen Börse unverzüglich zu melden, »sofern ihm Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen das Veräußerungsverbot seitens eines Altaktionärs bekannt« werden.

Auf einem der Deutschen Börse zu überreichenden Formblatt (Regelwerk Neuer Markt, Anlage 1) müssen sich Altaktionäre im Falle einer Zuwiderhandlung zudem »zur Zahlung einer Vertragsstrafe zu Gunsten der Deutsche Börse AG in Höhe des Differenzbetrages zwischen Emissionspreis und Veräußerungserlös bzw. des geldwerten Vorteils« verpflichten. Ob eine derartige Vertragsstrafe jemals ausgesprochen wurde, mag die Deutsche Börse »aus Datenschutzgründen« nicht kommentieren. Der Altaktionär gestattet seiner das Aktiendepot führenden Bank weiterhin, der Deutschen Börse auf Verlangen Auskunft über die aktuelle Höhe seines Depots zu geben. Nach Angaben der Deutschen Börse sind solche Auskünfte in der Vergangenheit in mehreren Fällen eingeholt worden.

Die Deutsche Börse weist darauf hin, daß die Aktien der Altaktionäre seit dem 15. September 1999 mit einer anderen Wertpapierkennnummer (WKN) als die Aktien der Neuemission ausgestattet sind. Diese Aktien können dann bei der Abwicklung – also beim Tausch Aktien gegen Geld – nicht übertragen werden. Praktisch geht das schon, wenn die Aktien jenseits des Börsengeschäftes an Investoren weitergegeben werden.

Es gibt allerdings auch einen ganz legalen Weg für Altaktionäre, sich rasch nach Börsengang von ihren Papieren zu trennen und so ordentliche Gewinne einzustecken. Dazu dient Absatz 2 des Veräußerungsverbot<sup>5</sup>: »Auf begründeten Antrag kann die DBAG (Deutsche Börse AG, d. Verf.) den Emittenten von seinen Verpflichtungen nach Absatz 1 befreien.« Nach Auskunft der Deutschen Börse müssen solche Befreiungen vom Verkaufsverbot in den Emissions-

---

4 Ebd. 7.3.9 Veräußerungsverbot

prospekten veröffentlicht werden. Von dieser Möglichkeit hat die Deutsche Börse nach eigenen Angaben rund ein halbes Dutzend Mal Gebrauch gemacht bei Unternehmen, deren Aktien schon vor dem Börsengang im Publikum breit gestreut waren.

Neben dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BaWe) hat auch die Deutsche Börse AG im Jahr 2001 wegen Verstößen gegen das »Regelwerk Neuer Markt« in 27 Fällen ein Bußgeld verhängt. Insgesamt 25 Unternehmen des Neuen Marktes waren betroffen. Das höchste Bußgeld belief sich auf 100.000 Euro. Die Gesamtausbeute an Bußgeldern ist noch weit weniger beeindruckend: Gerade 929.000 Euro wurden für Regelverstöße in einem Zeitraum fällig, in dem der Wert der am Neuen Markt notierten Unternehmen auf ein Achtel seines ehemaligen Höchststandes gefallen ist und rund 300 Milliarden Euro an den Deutschen Börsen auf oft fragwürdige Weise den Besitzer wechselten.

### Marktregeln ausnutzen

Nicht immer sind die auf dem Neuen Markt agierenden Geschäftsmacher für ihre Manipulationen auf einen klaren Bruch der Regeln angewiesen, da diese selbst eine Reihe von Hintertüren offenlassen. Wenn auch die Börse inzwischen Maßnahmen ergriffen hat, diese Hintertüren zu schließen – einen Spaltbreit bleiben sie weiterhin geöffnet.

So waren die am Neuen Markt gelisteten Gesellschaften bis Juli 2002 verpflichtet, den Verkauf oder Kauf eigener Aktien der Deutschen Börse mitzuteilen. Das gleiche galt für Aktiengeschäfte der Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat. Seit dem 1. Juli 2002 gilt eine Meldepflicht für alle börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften: Nach der neuen Regelung in § 15 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) müssen jetzt die Vorstände und deren Angehörige ersten Grades Wertpapiertransaktionen »unverzüglich« melden. Die Meldepflicht für Aktienhandel der Unternehmen entfällt dagegen.

Die Veröffentlichung der Meldepflicht erfolgt im Gegensatz zu früher nicht mehr zentral bei der Deutschen Börse, sondern »durch Bekanntgabe im Internet unter der Adresse des Emittenten für die

Dauer von mindestens einem Monat« oder durch »Abdruck in einem überregionalen Börsenpflichtblatt, wenn die Bekanntgabe im Internet für den Emittenten mit einem unverhältnismäßigem Aufwand verbunden wäre.« – Was ein »unverhältnismäßiger Aufwand« ist, werden demnächst gewiß Gerichte klären müssen. Wer sich heute über Transaktionen informieren will, muss daher täglich die Internetseiten jener Unternehmen aufsuchen, an denen er Anteile hält. Hinweise auf Mitteilungen gemäß § 15 WpHG sind naturgemäß nicht gleich auf der Begrüßungsseite zu finden, sondern wollen gesucht sein.

Auf diese Weise kann der interessierte Anleger den Manipulationen zwar nicht gleichzeitig folgen oder ihnen entgegenwirken. Zumindest aber erhält er so einen Einblick, was der eigentliche Auslöser für bestimmte Bewegungen auf dem Kursbarometer gewesen sein könnte. Leider erfahren Anleger seit dem 1. Juli 2002 nicht mehr, wenn ein Unternehmen eigene Aktien kauft oder verkauft. Betriebswirtschaftlich sind solche Transaktionen wenig sinnvoll – schließlich wird auf diese Weise das von den Aktionären für Investitionen eingeworbene Kapital gebunden und steht für die eigentliche Tätigkeit der AG nicht mehr zur Verfügung. Bis zum 1. Juli 2002 ließ sich noch über die Internetseiten der Deutschen Börse verfolgen, wie heftig eine ganze Reihe von Unternehmen des Neuen Marktes und ihre Vorstände oder Aufsichtsräte in den Handel mit eigenen Aktien involviert sind. Die Informationslage könnte sich etwas bessern, wenn die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ihren Plan umsetzt und eine eigene Datenbank mit derartigen Auskünften einrichtet.

Insgesamt fünfmal hat die Deutsche Börse eine Verletzung der Meldepflicht im Jahr 2001 registriert und Strafen verhängt. Die ließen sich aber gewiss verkraften: Einmal zahlte ein Unternehmen 30.000 Euro, in jeweils einem Fall wurden 2.000 bzw. 3.000 Euro fällig, und zweimal kamen Unternehmen mit Strafen von jeweils 1.000 Euro davon. Gelder, die letztlich auch noch von den jeweiligen Aktionären bezahlt werden müssen.

Die Strategien für Geschäfte auf Grundlage der gesetzlichen Mitteilungspflichten sind einfach. Gleich mehrere Vorgehensweisen bieten sich an: So könnte die AG damit beginnen, größere Mengen eigener Aktien zu kaufen. Hierdurch kommt es zu starkem Nachfrage- druck auf dem Markt, der ein Hochschnellen des Kurses zur Folge

hat. Marktbeobachter, insbesondere Kleinanleger, die im Tagesgeschäft spekulieren, werden auf den Kursanstieg aufmerksam und steigen ebenfalls ein, die Preise steigen erneut. Die Aktie erlebt einen scheinbar unerklärlichen Höhenflug – noch mehr Spekulanten beteiligen sich an dem Geschäft. Jetzt nutzt die AG den von ihr selbst ausgelösten Kursanstieg, um die zu Beginn erworbenen eigenen Aktien auf dem unter Nachfragedruck stehenden Markt zu verkaufen. Ein guter Profit ist ihr nahezu sicher.

Der Ankauf eigener Papiere kann gleichfalls dazu dienen, den Kurs während eines Verkaufs von Aktien seitens eines Altaktionärs zu stabilisieren: Der Altaktionär – z.B. der Bruder, die Schwester oder der Freund eines Vorstandsmitglieds – gibt seine Papiere auf den Markt, während die AG in ähnlicher Menge Aktien vom Markt kauft, um den Kurs auf dem gewünschten Niveau zu halten. Erst später, nachdem die solcherart geschützte Gewinnmitnahme realisiert ist, verkauft die AG langsam ihre während der besagten Transaktion angekauften Papiere. Der dadurch entstehende Kursrutsch geht nun zu Lasten der Kleinanleger: Sie haben das gute Geschäft des Altaktionärs indirekt finanziert.

Umgekehrt könnte der Vorstand der AG absichtlich einen Kursrutsch erwirken, indem er größere Tranchen des Bestandes der AG auf den Markt wirft. Leicht kann er auf diese Weise einen Preisverfall auslösen, der wiederum Kleinanleger zum Verkauf animiert. Ist der Kurs auf ein bestimmtes Niveau gefallen, kauft die AG aus dem zuvor erzielten Verkaufserlös ihre Aktien zurück. Da sie nun für einen günstigeren Kurs einkaufen kann, hat sie ihren Bestand an Wertpapieren auf einfache Weise erhöht, um ihn bei anderer Gelegenheit – etwa eine Weile nach Bekanntgabe eines bedeutenden, kurssteigernden Geschäftsabschlusses – auf dem Neuen Markt zu verkaufen. Erfolgt die dargestellte Gewinnmitnahme nicht durch die AG, ihre Vorstände und Aufsichtsräte selbst, sondern durch Dritte (Freunde und Verwandte), ist der Nachweis eines strafbaren Insider-Geschäfts kaum noch zu führen.

Geleimt sind wiederum jene Investoren, die wie Hasen den scheinbar unerklärlichen Kursschwankungen nachlaufen. Immer in der Hoffnung, einen Spekulationsgewinn zu erzielen, und jedesmal sind ihnen andere schön längst zuvorgekommen.

Auch mit der Kontrolle der Qualität von Unternehmen auf dem Neuen Markt steht es nicht gerade zum besten. »Der Emittent zuzulassender Aktien soll mindestens drei Jahre als Unternehmen bestanden und seine Jahresabschlüsse bzw. seinen Jahresabschluß für die dem Antrag vorangegangenen Geschäftsjahre entsprechend den hierfür geltenden Vorschriften offen gelegt haben.«<sup>5</sup> Der Emittent muß also nicht, er soll. Was aber nicht zwingend vorgeschrieben ist, läßt sich leicht zur Kann-Bestimmung umdeuten. Im Zeichen der Hausse am Neuen Markt und mit einem Feuerwerk von Unternehmensneugründungen ist die Deutsche Börse wohl genau dieser Versuchung erlegen.

Ein weiterer weicher Punkt der Zulassungsbedingungen, den Unternehmen ausnutzen, die möglicherweise nicht nur lautere Absichten verfolgen, liegt in der Veröffentlichungsfrist des Prospektes für eine Neuemission. Dieser »muß mindestens einen Werktag vor der Zulassung der Aktien zum Neuen Markt veröffentlicht werden.«<sup>6</sup> Es sollte jeden Anleger stutzig machen, wenn der Emissionsprospekt erst in letzter Minute vorgelegt wird. Ein Unternehmen, das einen so einschneidenden Schritt wie den Gang an die Börse plant, sollte immer in der Lage sein, dieses für den Anleger so wichtige Instrument für die Kaufentscheidung rechtzeitig vorzulegen.

In der Vergangenheit hat sich kaum ein Investor in ein Unternehmen des Neuen Marktes die Mühe gemacht, den dazugehörigen Emissionsprospekt zu lesen. Das war in der allgemeinen Euphorie möglicherweise ein Fehler, denn in den jeweiligen Dokumenten sind die Risiken des Unternehmens und das Risiko der Anlageentscheidung in der Regel neutral geschildert. Wer die Darstellung solcher Risiken als »unwesentliche Formsache« abtut, begeht sicher einen großen Fehler. Weiter finden sich in dem Emissionsprospekt, wenn auch bisweilen verklausuliert, Informationen über die früheren und augenblicklichen Besitzverhältnisse. Eine darin enthaltene Ankündigung, daß Altaktionäre noch innerhalb der sechsmonatigen Haltefrist aufgrund einer Ausnahmegenehmigung ihre Papiere verkaufen wollen, sollte stets ein Alarmsignal sein: Hier scheinen die ursprüng-

---

<sup>5</sup> Regelwerk Neuer Markt, Abschnitt 2, 3.2 Dauer des Bestehens des Emittenten.

<sup>6</sup> Ebd., 6.3 Frist der Veröffentlichung.

lichen Investoren kein allzu großes Vertrauen in die Zukunft der AG zu besitzen. Warum sonst sollten sie sich von Papieren eines Unternehmens trennen, welches gerade den sogenannten Wachstumsmarkt betritt?

### »Due Diligence« und die Fabeln der Analysten

Mit jeder Emission auf dem Neuen Markt melden sich mehrere Analysten mit ausführlichen Stellungnahmen schriftlich und mündlich zu Wort. Nur äußerst selten wird sich ein Analyst skeptisch oder negativ hinsichtlich des geplanten Börsenganges äußern. Tut er dies doch, geschieht es oft verschlüsselt, und die Sprache der Analysten ist für einen Laien nicht immer auf Anhieb zu verstehen. Es ist darum in jedem Fall sicherer, die entsprechenden Aussagen in Ruhe nachzulesen. Dies ist praktisch immer möglich, denn die Analysen stehen zumeist im Internet als Datei zum Abruf bereit. Alternativ verschicken Banken, bei denen gewöhnlich die Verfasser der besagten Analysen arbeiten, die Unterlagen auch per Post an interessierte Anleger. Die Analysten schreiben für die den Börsengang begleitenden Geldinstitute. Eine unabhängige Meinung vertreten viele damit nicht.

Für den potentiellen Investor wäre das Ergebnis der sogenannten »Due Diligence« ohnehin weitaus interessanter, doch davon erfährt er mit großer Wahrscheinlichkeit nichts. »Due Diligence« läßt sich am besten mit »Plausibilitätsprüfung« übersetzen. Mit den bisweilen märchenhaften Fabeln der Analysten hat sie hinsichtlich Qualität und Anspruch nichts gemein. Fraglich ist, ob Analysten die Due Diligence überhaupt zu Gesicht bekommen, denn diese könnte Schatten auf das Bild werfen, welches der Analyst anlässlich des Börsenganges von einem Unternehmen zeichnet.

Die Due Diligence, versichern Insider, bekommt in der Regel nur ein kleiner Entscheidungskreis innerhalb der Banken zu Gesicht, welche die AG beim Börsengang begleiten, die sogenannten Konsortialbanken. Die Due Diligence beinhaltet eine Prüfung des betroffenen Unternehmens auf Herz und Nieren und erfordert oft einen erheblichen Aufwand. Nur wenige Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Bundesrepublik haben sich auf diese verantwortungsvolle Aufga-

be spezialisiert. Bei einer Due Diligence werden nicht nur Unternehmensgründer samt Vergangenheit und Qualifikation gründlichst unter die Lupe genommen. Geprüft wird auch das gesamte Geschäftskonzept, die Konkurrenzsituation und sowohl die technische als auch die zeitliche Einhaltbarkeit der Pläne.

»Insbesondere in der Biotechnologie sind die naturwissenschaftlichen Grundlagen der Unternehmenskonzepte oft so anspruchsvoll, daß eine aussagefähige Beurteilung die Aufstellung eines gemischten Teams aus Naturwissenschaftlern und Kaufleuten voraussetzt. Stets gilt, daß man die Chancen und Risiken des Unternehmens nicht einschätzen kann, wenn man die branchenspezifischen Rahmenbedingungen nicht kennt«, schreibt der auf Due Diligence spezialisierte Fachmann Wolfgang Russ von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Dr. Ebner, Dr. Stolz und Partner aus Stuttgart (Gastbeitrag in der Financial Times Deutschland, 31. Juli 2000).

Die Due Diligence, das wird schnell ersichtlich, ist aufgrund des mit ihr verbundenen Aufwands eine ausgesprochen teure Angelegenheit. Logisch, daß die Due Diligence nur zu sehen bekommt, wer auch dafür bezahlt hat. Kein seriöser Großinvestor würde darauf verzichten, wenn er plant, Millionen in ein Unternehmen zu stecken. Kleinanleger haben diesen Ein- und Durchblick nicht: Die Banken geben diese Unterlagen auch im nachhinein nicht heraus. Vielleicht könnte sich ja bei näherer Betrachtung zeigen, daß die optimistischen Äußerungen der hauseigenen Analysten nicht mit dem Ergebnis der Due Diligence übereinstimmen. Denn schließlich ist der Börsengang eines Unternehmens für die begleitenden Banken ein sehr attraktives Geschäft. Sie verdienen prozentual am Ausgabepreis mit. Je höher dieser angesetzt ist – und hier wiederum führen die Analysten ein gewichtiges Wort –, desto größer fällt auch der Gewinn der am Börsengang beteiligten Geldinstitute aus.

Die den Börsengang begleitenden Banken verfügen außerdem über den sogenannten »Greenshoe«, bisweilen auch »Mehrzuteilungsoption« genannt. Der Greenshoe ist im Börsenspiel etwas ähnliches wie der Joker im Kartenspiel: Jeder weiß, daß er da ist. Er bleibt trotzdem verborgen und wird unerwartet ausgespielt. Je später dies geschieht, desto größer das Risiko und desto höher der mögliche Gewinn.

Der Greenshoe ist ein Aktienpaket aus dem Besitz der Altaktionäre. Er kommt nicht sofort auf den Markt. Vielmehr hat die begleitende Bank für eine bestimmte, vertraglich vereinbarte Frist die Möglichkeit, den Greenshoe zum Erstausgabepreis der Aktien zu erwerben. Liegt der Erstausgabepreis hoch, muß die Bank für den Greenshoe entsprechend mehr bezahlen. Dieser Nachteil ist jedoch relativ, denn steigt der Kurs der Aktie nach der Erstausgabe weiter an, etwa auf das Doppelte des ursprünglichen Preises, kann die Bank den Greenshoe zum alten Kurs erwerben und beim Verkauf entsprechend verdienen. Ist der Erstausgabepreis andererseits zu hoch angesetzt und entwickelt sich nicht stark nach oben, verliert der Greenshoe an Wert. Sinkt der Handelskurs unter den Erstausgabepreis, ist der Greenshoe wertlos.

Da der Greenshoe gewöhnlich ein viel zu großes Aktienpaket beinhaltet – um die 10 Prozent der bei der Neuemission gegebenen Aktien –, kann die Bank die günstig erworbenen Papiere allerdings nicht schlagartig auf den Markt bringen. Vielmehr agiert sie nun wie ein Großaktionär. Die Bank betreibt Kurspflege, um ihr Paket entweder in einem Stück an einen Großanleger loszuwerden oder um die Aktien in kleinen Mengen bei möglichst stetig steigenden Kursen abzustoßen. Aufgrund der unsicheren Lage – es besteht keine Garantie mehr, daß Emissionen auf dem Neuen Markt sofort steil nach oben ziehen – ist der richtige Einsatz des Greenshoe heute eine verzwickte Angelegenheit. Kleinanleger sollten aber eines wissen: Je größer der mit einer Neuemission verbundene Greenshoe ist, in desto größere Turbulenzen könnte die Aktie nach seiner Ausübung geraten. Für die Analysten der betroffenen Bank ist es also wichtig, den Kurs auch nach der Neuemission zu pflegen und ständig neue Investoren für das Papier zu begeistern.

Wie man effiziente Kurspflege betreibt, hat ein Analyst des Bankhauses »M.M. Warburg & Co« aus Hamburg beispielhaft vorgeführt: M.M. Warburg & Co hat gemeinsam mit der das Konsortium führenden Nord LB und der Umweltbank im Dezember 1998 die Neuemission Plambeck Neue Energien AG (PNE AG) an den Neuen Markt gebracht. Bei Plambeck handelt es sich um einen rechtlich um- und ausgebauten, ehemaligen Fami-

lienbetrieb aus Cuxhaven – ein Mittelständler, der ursprünglich im Baugeschäft tätig war. Mit dem Aufkommen der ersten Windparks verlagerte Plambeck sein Geschäft zunehmend auf deren Projektierung. Für die Fundamente der Windräder und die Türme wird schließlich auch viel Beton verbaut. Plambeck verfügte gleich in mehrfacher Hinsicht über den richtigen Riecher: Die Firma hatte erst wenige Windparks unter die Leute gebracht, als das Unternehmen mit Verve auf den Neuen Markt drängte.

Und hier begann die Rolle des Analysten von Warburg Investment Research. Bereits in der Zusammenfassung der zwanzigseitigen Studie (Neu-emission, Plambeck Neue Energien, Dezember 1998, M.M. Warburg & Co) des Bankhauses zum Börsengang der PNE AG steht Seltsames: »Das Unternehmen spezialisiert sich auf die Erzeugung und Vermarktung von Strom, der aus erneuerbaren Energiequellen stammt.« Das ist falsch. »Es ist absehbar, daß die Windenergie in einigen Jahren Strom zu wettbewerbsfähigen Preisen generieren kann.« Das ist falsch. »Plambeck wird seinen Kunden daher in erster Linie einen Energiemix aus Eigenproduktion und zugekauftem ›sauberen‹ Strom liefern«. Auch falsch: Die PNE AG erzeugt keinen eigenen Strom, da sie über keinerlei Erzeugungsanlagen verfügte und verfügt. Richtig ist lediglich, daß die PNE AG den Einstieg in den Stromhandel versuchte – und damit fulminant scheiterte.

Der Analyst von Warburg Investment Research phantasiert munter weiter: »Da Plambecks Kunden im Radius von 100 km um einen Windpark angesiedelt sein werden, kann das Unternehmen von den niedrigsten Durchleitungsgebühren profitieren.« Das ist falsch: Plambeck ist Projektierer von Windparks. Der in das Netz eingespeiste Strom muß zum festen Einspeisepreis von den großen Versorgern abgenommen werden. Der Erlös aus dem Verkauf gehört den Anlegern in die jeweilige GmbH & Co. KG, der Betreibergesellschaft des jeweiligen Windparks. Die PNE AG kann ihren Kunden keinen Strom verkaufen, der der PNE AG nicht gehört. Windparks wären überdies für die Stromversorgung ungeeignet, da sie nur Strom erzeugen, wenn der Wind entsprechend weht. Stromkunden beanspruchen hingegen eine 24-Stunden-Dauerversorgung.

Als möglichen Mitbewerber für Windkraftprojekte im europäischen Ausland nennt die Analyse ausgerechnet die WRE AG, »die sich zu einem ähnlich größeren Anbieter wie Plambeck – in einem insgesamt noch sehr zersplitterten Markt – entwickeln kann«. Es ist zu hoffen, daß der PNE AG das Schicksal der WRE AG (inzwischen umbenannt in unit energy AG) erspart bleibt. Die hat im Frühjahr 2002 ihr eingesammeltes Kapital bis auf einen Bruchteil verloren. Auch bei der Bewertung des Erstausgabepreises der PNE-Aktie geht der Analyst des Bankhauses recht lässig vor. Zum

Vergleich zieht er vier Unternehmen heran, darunter einen Monteur und Endfertiger von Photovoltaik-Modulen sowie zwei Hersteller von Windrädern. Keine der drei Firmen verfolgt ein Geschäftsmodell, das dem von Plambeck vergleichbar wäre. Bei der vierten zur Kursbewertung herangezogenen Firma handelt es sich um einen international agierenden US-Kraftwerksbetreiber und Gasexplorateur, der sich nebenbei in der Zinkgewinnung engagiert. Auch dieses Unternehmen agiert also weit jenseits der PNE-Geschäftsfelder. Die Einschätzung der Aktie auf einen Wert zwischen damals 42 und 48 DM erfolgte damit offenbar recht willkürlich.

Schließlich orientierte sich der Erstausgabepreis – nicht zuletzt aufgrund der hohen Überzeichnung der Aktie – am oberen Wert und wurde auf 48 DM (24,54 Euro) festgelegt. Am ersten Handelstag der Aktie am Neuen Markt im Dezember 1998 notierte die PNE-Aktie bereits bei 33,75 Euro und entwickelte sich auch in den folgenden Monaten prächtig. Ende August 1998 hatte sich der Preis für eine PNE-Aktie auf 48 Euro nahezu verdoppelt. Im September erschien eine weitere Analyse von M.M. Warburg & Co (Aktie im Blickpunkt, Plambeck Neue Energien, September 1999). Wieder berichtete der zuständige Analyst mit großem Enthusiasmus über das angebliche Erfolgsunternehmen. Die Analyse widmet sich unter anderem erneut dem projektierten Stromhandel der PNE. Das Unternehmen wollte bis Ende 2000 immerhin 450.000 Stromkunden gewinnen. »Wir halten eine jahresdurchschnittliche Anzahl von 281.000 für realistisch«, verkündet der Analyst und erweckt damit den Anschein, er würde die Planzahlen der PNE kritisch hinterfragen. Tatsächlich lagen beide Prognosen sehr weit daneben. Zum Jahresende 2000 hatte die PNE gerade ein paar tausend Stromkunden gewonnen und machte in diesem Geschäftsbereich Verluste in zweistelliger Millionenhöhe.

Diese Verluste wären allerdings noch weitaus höher ausgefallen, wollte man sich auf die Berechnungen der Analyse verlassen. Darin war für PNE eine Gewinnmarge von 0,6 Cent (1,2 Pfennig) je verkaufter Kilowattstunde (kWh) Strom ausgewiesen. Dummerweise hatte der Analyst von M.M. Warburg übersehen, daß beim Durchleiten von Strom eine sogenannte »Konzessionsabgabe« an die Kommunen fällig wird, die – abhängig von der Größe einer Kommune – zwischen 1,3 Cent und mehr als 2,3 Cent je kWh beträgt. Wäre diese (für alle in Deutschland agierenden Stromhändler geltende) Tatsache in die Berechnung einbezogen worden, hätte sich logischerweise ergeben, daß PNE mit jeder verkauften kWh ein beträchtliches Verlustgeschäft getätigt hätte.

Angesichts dieser falschen Berechnungen und Fehleinschätzungen kommt die Analyse des Bankhauses zu dem Ergebnis, daß der »faire

Unternehmenswert« der PNE-Aktie eigentlich »bei 61 Euro« liegen müßte. Um die neu propagierte Zahl zu untermauern, vergleicht der Analyst die PNE AG neben zwei Windkraftanlagenherstellern dieses Mal auch mit den damaligen bundesdeutschen Stromkonzernen BEWAG, HEW und VEW. Der Bewertungsvergleich mit diesen Firmen sei »gerechtfertigt, da diese unter Investmentgesichtspunkten ähnlich zu beurteilen sind«, fabuliert die Analyse munter weiter.

Was mag das Bankhaus M.M. Warburg nur bewogen haben, solchen Blödsinn zu veröffentlichen? War es reine Unfähigkeit des Analysten und seiner Berater, oder hatte die Bank im August 1999 vielleicht noch ein nettes und relativ günstig erworbenes Aktienpaket der PNE AG im eigenen Bestand, das sie nun mit einem ordentlichen Gewinn verkaufen wollte? Doch dies müssen Vermutungen bleiben. Konkrete Fragen danach beantwortet das Bankhaus nicht. M.M. Warburg bestätigt in einer Stellungnahme lediglich: »In dem von Ihnen angefragten Zeitraum (III. und IV. Quartal 1999) haben wir im Rahmen unserer Betreuerstätigkeit Aktien der Plambeck Neue Energien AG gleichermaßen gekauft wie verkauft.« Sicher ist jedenfalls, daß der damals verbreitete Enthusiasmus für das Plambeck-Papier ungerechtfertigt war. Wer damals zugegriffen hat, wird seinen Kauf heute mit großer Sicherheit bereuen.