

Bundesministerium der Justiz
R A 2 – Frau Jansen
Mohrenstraße 37
10117 Berlin
Nur per Mail an RA2@bmj.bund.de

Berlin, 29. Januar 2024

Referentenentwurf eines Zweiten Gesetzes zur Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes (KapMuG)

Ihr Schreiben vom 28. Dezember 2023 mit dem Az. 724007#00001#0005

Sehr geehrte Frau Jansen,
sehr geehrter Herr Dr. Wiekhorst,

die **Verbraucherzentrale für Kapitalanleger e.V. (Vzfk)** vertritt Anleger gegenüber Emittenten und in Gerichtsverfahren. Ein Schwerpunkt liegt im aktienrechtlichen Spruchverfahren, ein Spezialverfahren im kollektiven Rechtsschutz. Dazu haben wir mehrere empirische Studien erstellt, die im Verlag de Gruyter erschienen sind¹. Die Vzfk gehört nicht zum Bundesverband Verbraucherzentralen.

Der nun vorgelegte Entwurf beschränkt sich im Wesentlichen auf einige rechtstechnische Regelungen. Er reflektiert nicht die vielfältigen, auch volkswirtschaftlich relevanten Normfunktionen und -wirkungen. Außerdem zeigt die Verfahrensdauer bei den „Telekom-Klagen“, dass die Verfahren deutlich beschleunigt werden müssen.

Im Aktien- und Kapitalmarktrecht und dem dazu gehörenden Rechtsschutz für Anleger geht es auch um volkswirtschaftliche Belange. Der Rechtsschutz für das Vermögen und damit den Gegenwert der Lebensleistung der Anleger bzw. ihrer Erblasser verfolgt keinen Selbstzweck.

- Verschiedene **volkswirtschaftliche Daten zu den Normwirkungen** umreißen ein Regelungsziel (I.). Das führt auch dazu, dass eine rechtlich besser abgesicherte Altersvorsorge über die Finanzmärkte die Beitrags- und Steuerzahler entlastet.
- Die Dauer der „**Telekom-Klagen**“ zum dritten Börsengang zeigen, dass kürzere Verfahrensdauern zur Justizentlastung und Gewährung von effektivem Rechtsschutz erforderlich sind. Es spricht einiges dafür, auch die Leistungsklage in den kollektiven Rechtsschutz einzubeziehen (II., IV. und V.).
- Der vorliegende Referentenentwurf reflektiert nicht den aktuellen **Diskussionsstand der „Fachwelt“** (III.).
- Dieses Gesetzgebungsverfahren sollte, wie im **Koalitionsvertrag** vorgesehen (III.4.), den kollektiven Rechtsschutz verbessern und nicht reduzieren (IV.).
- Angesichts des strukturellen Informationsgefälles zwischen Emittenten und Anleger sowie der hier bestehenden asymmetrischen Prozesslagen bestehen hier auch **verfassungsrechtliche Vorgaben**. Sie werden hier nur am Rande und im Hinblick auf das **Verbot von überlangen Verfahrensdauern** angesprochen (V.).

¹. Einen Überblick über unsere Daten gibt: <https://www.vzfk.de/empirische-daten/>

Inhalt

I.	Volkswirtschaftliche und demoskopische Daten zu den Normwirkungen	3
1.	Geldvermögen der privaten Haushalte	4
2.	„Große Wirtschaftsunternehmen“ im Vertrauensindex	6
3.	DIW: Auswirkungen „Crash der T-Aktie“ auf das Anlegerverhalten	7
4.	Haushaltsvermögen im internationalen Vergleich	9
5.	Aktienfonds als Baustein der gesetzlichen Rente	11
6.	Wem gehört der DAX?	12
II.	„Telekom-Klagen“	13
III.	Diskussionsstand.....	14
1.	72. Deutscher Juristentag (DJT) in Leipzig, 26. bis 28. September 2018.....	14
2.	Deutscher Bundestag, Öffentliche Anhörung des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz am 9. September 2020	15
3.	Erklärung der Präsidentinnen und Präsidenten der großen Landgerichte in Deutschland, 21. September 2021	15
4.	Koalitionsvertrag 2021 bis 2025 vom 7. Dezember 2021	16
5.	75. Jahrestagung der Präsidentinnen und Präsidenten der Oberlandesgerichte, des Kammergerichts, des Bayerischen Obersten Landesgerichts und der Präsidentin des Bundesgerichtshofs, 15. bis 17. Mai 2023	16
6.	Pressemitteilung Nr. 77 / 2023 des BMJ „Schnellere Musterverfahren bei Anlegerschäden)	17
IV.	Anmerkungen zum Referentenentwurf	17
V.	Ergebnis.....	19

Im Mittelpunkt unserer Überlegungen steht eine Verbesserung des Rechtsschutzes für Aktionäre.

Für weitere Einzelheiten verweist der Autor auf seine Studie „**Kollektiver Rechtsschutz – ein Memorandum der Praxis**“, die im Verlag de Gruyter erschienen ist². Zu dem Buch gehört diese Seite: <https://kollektiverrechtsschutz.de/>

². Für weitere Einzelheiten: <https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/9783110609172/html>

Zu den einzelnen Punkten:

I. Volkswirtschaftliche und demoskopische Daten zu den Normwirkungen

Hierzulande besteht ein ambivalentes Verhältnis zur Aktie: Die Steuerzahler finanzieren die Infrastruktur auch für Wirtschaftsunternehmen. Als Anleger sind sie aber nicht dazu bereit, in Aktien als Sachwert bzw. Unternehmensbeteiligung zu investieren. Dennoch gehören vor allem die großen Aktiengesellschaften zu den beliebtesten Arbeitgebern. Verschiedene Daten schärfen den Blick auf ein solches Investitionsverhalten:

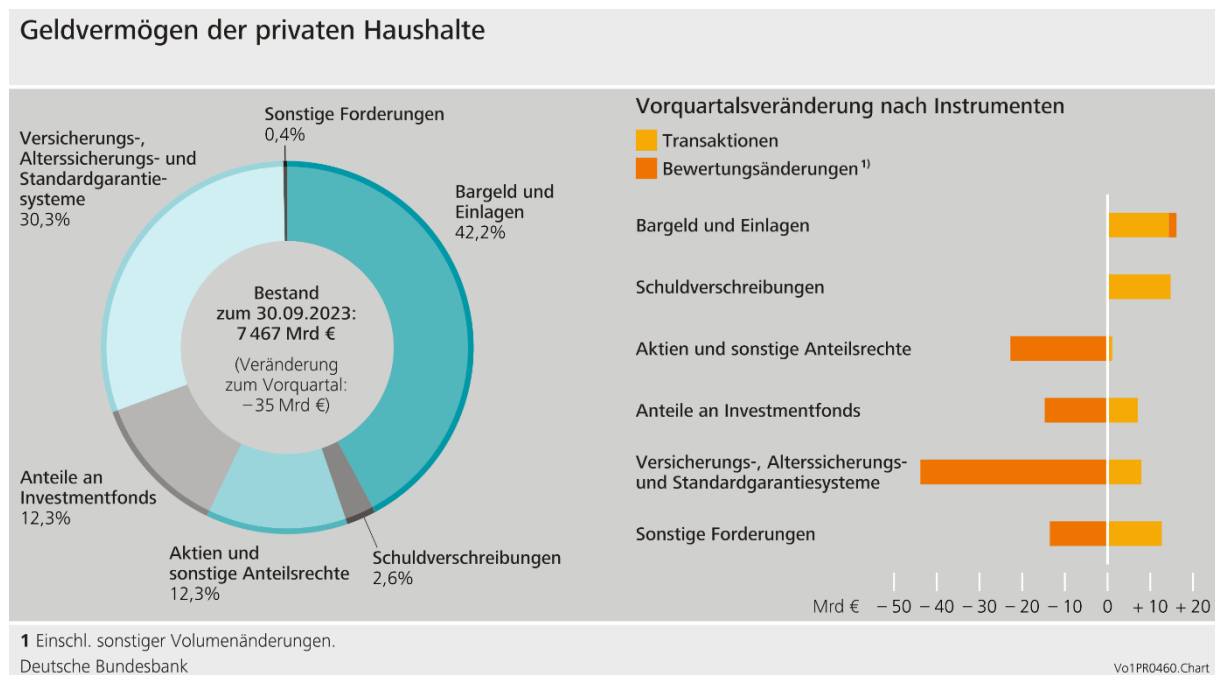
- Die Daten der **Deutschen Bundesbank** zeigen, dass die deutschen Privathaushalte vor allem vermeintlich sichere Anlagen wie Anleihen bevorzugen. Damit partizipieren sie nicht an der Ertragskraft und den Wertsteigerungspotentialen von Sachwerten (1.).
- Wahrscheinlich lässt sich das damit erklären, dass die „**großen Wirtschaftsunternehmen**“ in einem **Vertrauensindex** vom Institut für Demoskopie Allensbach (IfD) seit Jahren meist auf dem letzten Platz liegen. Möglicherweise spielt hier eine Rolle, dass es bei den großen Schadensfällen wie beiden Börsengängen der Deutschen Telekom AG, dem Short-Squeeze bei der Volkswagen AG, „Dieselgate“ oder der Insolvenz von Wirecard kein überzeugender Rechtsschutz bestand (2.).
- Eine Studie des DIW zeigt, wie die Wertverluste nach den Börsengängen der „**Telekom-Aktie**“ das Anlegerverhalten generationsübergreifend geprägt haben (3.).
- Die fehlende Akzeptanz der Aktie hat dazu geführt, dass **die Vermögen der deutschen Privathaushalte** im internationalen Vergleich zurückgegangen sind (4.).
- Erfreulicherweise sieht der **Koalitionsvertrag für die 20. Wahlperiode** vor, der Rentenversicherung einen Kapitalstock zur Anlage an den Kapitalmärkten zuzuführen. Es spricht einiges dafür, dass diese Mittel (auch) in Aktien angelegt werden. Angesichts der Leistungsversprechen lässt sich das aber nur bei einem deutlich verbesserten Rechtsschutz für Anleger verantworten. In einer forsa-Umfrage trifft das auf Akzeptanz (5.).
- Die gegenwärtig noch geringe Akzeptanz von Aktien bei inländischen Anlegern führt dazu, dass die „**DAX-Unternehmen**“ heute mehrheitlich ausländischen Aktionären gehören. Im Durchschnitt leben nur noch etwa 14 Prozent der Aktionäre in Deutschland (6.).

Die Daten zeigen die **Bedeutung eines effektiven Rechtsschutzes** für das Investitionsverhalten von Anlegern: Daher lassen sich die Normfunktion und die Regelungsziele nicht auf rechtstechnische Fragen beschränken. Vielmehr müssen der Schutz der Lebensleistung und des Vermögens einen höheren Stellenwert erhalten. Die „Telekom-Klagen“ zeigen zum Beispiel angesichts der überlangen Verfahrensdauern³ einen lückenhaften Rechtsschutz.

³. BVerfG – Beschluss vom 2. Dezember 2011 – 1 BvR 314/11. Diese Entscheidung wird unter V. noch einmal angesprochen.

1. Geldvermögen der privaten Haushalte

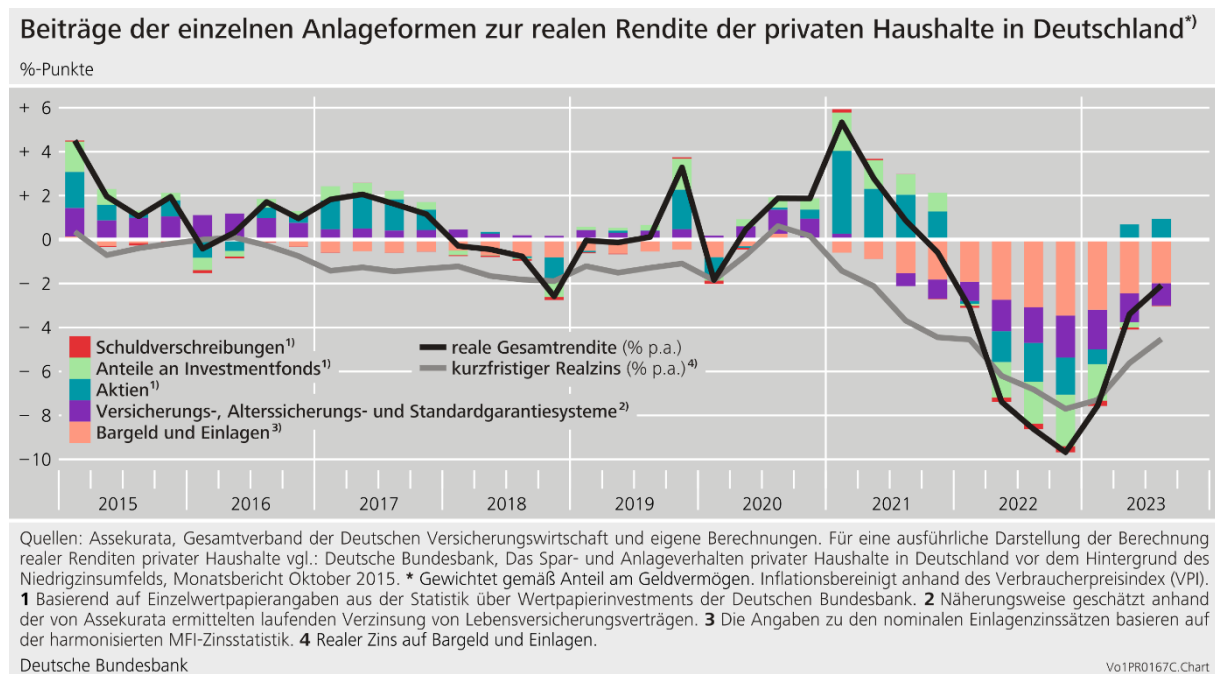
Die Daten der **Deutschen Bundesbank** zum Geldvermögen im dritten Quartal 2023⁴ zeigen, dass sich die privaten Haushalte „arm sparen“. Nur 12,3 Prozent des Vermögens liegt in Aktien und sonstigen Anteilsrechten als Sachwerten.



Diese Daten führen zu der Frage, wie eine **höhere Aktienquote** erreicht werden kann. Dazu zeigt die nachfolgend wiedergegebene Studie des DIW (I.3.), dass die Vermögensschäden nach dem zweiten und dritten Börsengang der Deutsche Telekom AG das Anlegerverhalten generationsübergreifend geprägt haben. Ähnliche Effekte dürften der Short-Squeeze bei der Stammaktie der Volkswagen AG sowie die Insolvenz der Wirecard AG ausgelöst haben. Es spricht einiges dafür, den Rechtrahmen – wie im Koalitionsvertrag vorgesehen (III.4.) und vom Bundesminister für Justiz Dr. Marco Buschmann angekündigt (III.6.) – deutlich zu verbessern.

⁴ . Bezugsquelle: <https://www.bundesbank.de/de/presse/pressemitteilungen/geldvermoegensbildung-und-aussenfinanzierung-in-deutschland-im-dritten-quartal-2023-922024>

Die **Daten zur realen Rendite** zeigen die Ertragskraft der einzelnen Anlageformen. Dabei schneiden die Aktien meist deutlich besser als die anderen Anlageformen ab:



Diese Daten zeigen, dass Aktien im Vergleich zu anderen Anlageformen einen deutlichen Beitrag zum Vermögenswachstum leisten. Daher sprechen erhebliche volkswirtschaftliche Belange dafür, diese Anlageform zu stärken. Dieses Gesetzgebungsverfahren bietet die Chance, den Rechtsschutz für Aktionäre deutlich zu verbessern und damit das Vertrauen in die Aktie zu stärken.

Friedrich Merz spricht sich in einem Essay in „Die Zeit“ für eine **neue Kultur des Sparens** aus. In diesem Beitrag heißt es unter anderem⁵:

Die Zahl der Aktionäre ist in Deutschland im letzten Jahr um rund 200.000 gestiegen, sie liegt jetzt wieder über zehn Millionen. Das ist, für sich genommen, eine gute Nachricht. Damit sind aber immer noch 70 Millionen Menschen in Deutschland ohne Zugang zu den Kapitalerträgen der Unternehmen. Immer noch arbeiten Millionen deutscher Beschäftigter in börsennotierten Aktiengesellschaften, deren Erfolg von Millionen ausländischer Aktionäre vereinnahmt wird. Kaum ein börsennotiertes Unternehmen in Deutschland hat noch mehrheitlich deutsche Aktionäre.

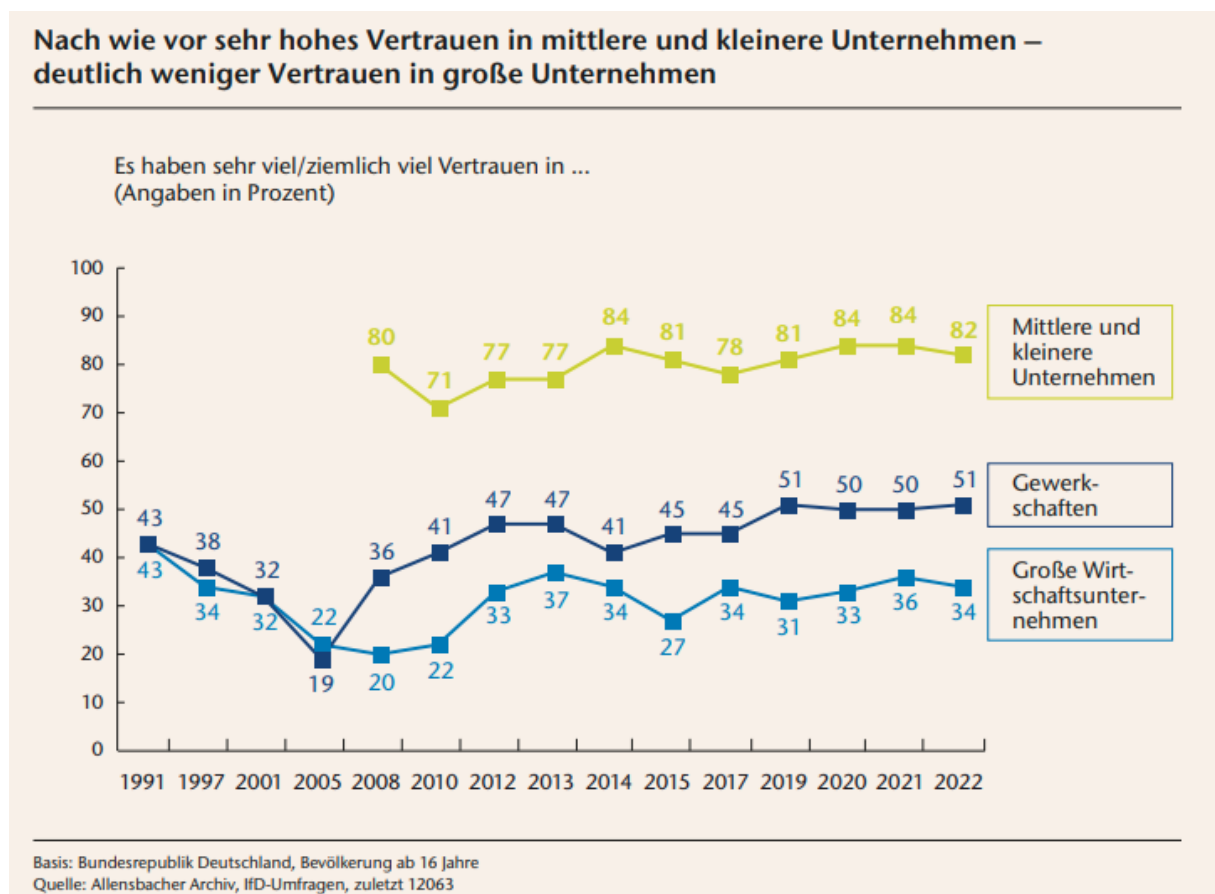
Daran muss sich etwas ändern, aber daran lässt sich nur etwas ändern, wenn in Deutschland eine neue Kultur des Aktiensparens entsteht und sich daraus

⁵ . Veröffentlicht am 11. Juni 2019: <https://www.zeit.de/wirtschaft/2019-04/wirtschaftspolitik-deutschland-wohlstand-soziale-gerechtigkeit-demokratie-kapitalismuskritik/komplettansicht>

eine neue Teilhabe am Erfolg der Marktwirtschaft entwickelt. Ich bin, anders als früher, heute auch der Auffassung, dass der Gesetzgeber eine Verpflichtung zur privaten, kapitalmarktorientierten Vorsorge für das Alter ernsthaft prüfen sollte, in welcher Form auch immer.

2. „Große Wirtschaftsunternehmen“ im Vertrauensindex

Für den Roland Rechtsreport erhebt das **Institut für Demoskopie in Allensbach** seit 1991 das Vertrauen in wesentliche Institutionen. Dazu gehören auch „große Wirtschaftsunternehmen“. Seit Beginn der Erhebungen genießen sie fast immer das geringste Vertrauen⁶:



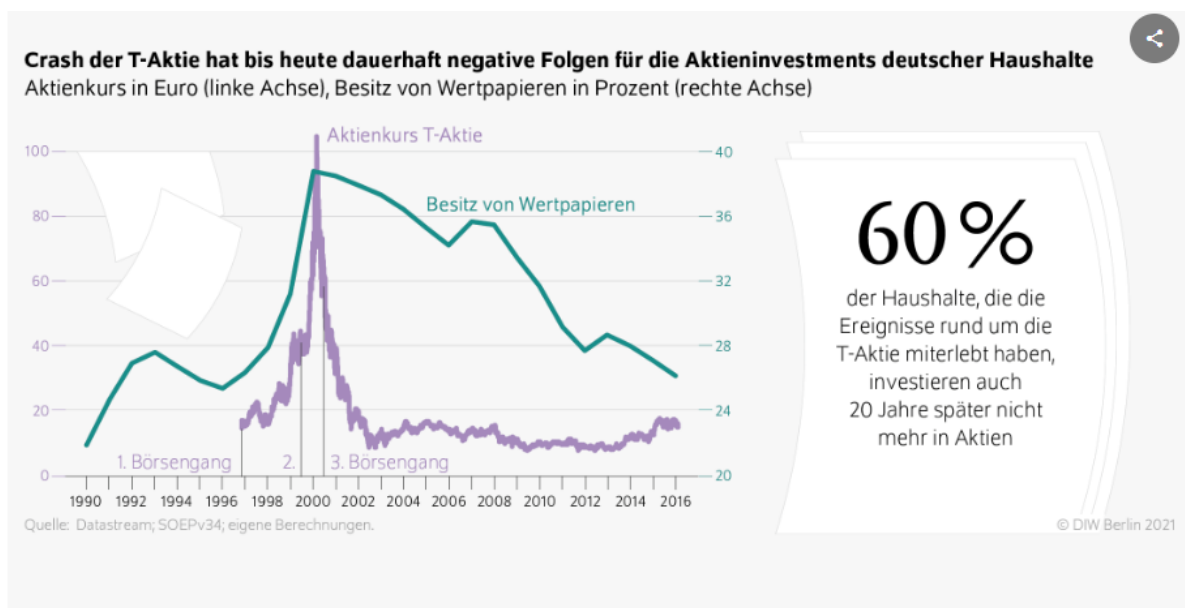
Angesichts dieser Daten überrascht es nicht, dass die Anleger kein Vertrauen in die Aktie haben. Es spricht einiges für die These, dass die Rechtsschutzdefizite für Anleger die Vertrauensbasis belasten. Auf der anderen Seite gehören viele der „großen

⁶ Roland Rechtsreport 2023, Befragungszeitraum Ende Oktober bis Mitte Dezember 2022, Seite 14, zu beziehen über https://www.roland-rechtsschutz.de/media/roland-rechtsschutz/pdf-rr/042-presse-pressemitteilungen/roland-rechtsreport/roland_rechtsreport_2023.pdf

Wirtschaftsunternehmen“ zu den beliebtesten Arbeitgebern⁷. Diese Divergenz zeigt einen gesellschaftlichen Riss, den ein besserer Rechtsschutz möglicherweise beseitigen kann.

3. DIW: Auswirkungen „Crash der T-Aktie“ auf das Anlegerverhalten

Das **Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung e.V. (DIW)** hat vor einigen Jahren die Auswirkungen der „Telekom-Klagen“ sowie die massiven Kurseinbrüche nach den Börsengängen⁸ auf das Anlegerverhalten untersucht⁹.



„Börsencrashes tragen offensichtlich zur Aktienmüdigkeit der Deutschen bei. Da Aktieninvestments aber ein wichtiger Baustein beim Vermögensaufbau und in der Altersvorsorge sind, sollten Anstrengungen in Richtung Anlegerschutz und finanzielle Bildung deutlich verstärkt werden.“ Chi Hyun Kim

⁷. Deutschlands beste Arbeitgeber für Studenten: <https://www.absolventa.de/karriereguide/bewerbung/top-arbeitgeber-deutschland>

⁸ Ausgabepreise: Erster Börsengang im November 1996: 14,57 Euro, Zweiter Börsengang im Juni 1999: 39,50 Euro und dritter Börsengang im Juni 2000: 66,50 Euro, siehe <https://www.telekom.com/de/investor-relations/aktie/boersengaenge>. Die Ausgabepreise des zweiten und dritten Börsengangs sind bis heute nicht mehr erreicht worden. Höchstkurse über 23 Euro wurden erst Anfang 2024 wieder erreicht.

⁹. DIW Wochenbericht 25 / 2021, S. 423 bis 429, zitiert nach https://www.diw.de/de/diw_01.c.820255.de/publikationen/wochenberichte/2021_25_1/der_fall_der_t-aktie_boersencrashes_koennen_dauerhaft_investitionsentscheidungen_von_haushalten_negativ_beeinflussen.html

Die empirischen Daten des DIW haben auch zu der Erkenntnis geführt, dass sich das Anlegerverhalten von Generation zu Generation überträgt. Damit wirken die „Telekom-Traumata“ **generationsübergreifend** fort:

6. Wie groß sind die Chancen, dass sich das Anlageverhalten der Deutschen in Zukunft ändert? Man könnte natürlich sagen, dass es für jede Generation einen neuen Start gibt. Wir haben aber in unserer Studie nicht nur herausgefunden, dass bei Personen, die T-Aktien gehalten haben, die Wahrscheinlichkeit noch geringer ist, am Aktienmarkt zu investieren, als wenn sie nur Zeuge der Ereignisse waren. Wir sehen auch, dass sich dieses Verhalten auf die Kinder derjenigen vererbt, die damals T-Aktien gekauft und gehalten hatten.

In diesem Zusammenhang gehört auch, dass der gegenwärtige Rechtsrahmen in Deutschland keinen effektiven Rechtsschutz gewährt. Das zeigt nicht nur die Dauer der „Telekom-Klagen“. Auch beim **Short-Squeeze bei den Stammaktien der Volkswagen AG** und der **Insolvenz der Wirecard AG** haben sich Lücken im Rechtsrahmen gezeigt: das gilt für die Kontrolle der Emittenten gleichermaßen wie für die gerichtliche Aufarbeitung der eingetretenen Schäden.

Auch diese Erkenntnisse sind ein deutlicher Auftrag an den Gesetzgeber, den Rechtsschutz der Anleger in diesem Gesetzgebungsverfahren zu verbessern. Dazu gehört auch eine deutliche Beschleunigung des Verfahrens.

4. Haushaltsvermögen im internationalen Vergleich

Das mit den Daten der Deutschen Bundesbank dargestellte Anlegerverhalten führt dazu, dass das durchschnittliche **Nettovermögen** in US-Dollar europäischer Erwachsener aus Deutschland unter den Werten vergleichbarer **europäischer Volkswirtschaften** liegt.

Diese Daten ergeben sich aus dem **World-Wealth-Report der Credit Suisse** für 2020¹⁰:

Land	Median-Nettovermögen in \$	Durchschnittliches Nettovermögen in \$	Verhältnis ¹
Luxemburg	259.889	477.306	1,8
Island	231.462	337.787	1,5
Belgien	230.550	351.330	1,5
Dänemark	165.622	376.069	2,3
Schweiz	146.733	673.962	4,6
Niederlande	136.110	377.090	2,8
Frankreich	133.559	299.355	2,2
Großbritannien	131.522	290.274	2,2
Italien	118.885	239.244	2,0
Norwegen	117.789	275.880	2,3
Spanien	105.831	227.112	2,1
Irland	99.030	266.150	2,7
Österreich	91.833	290.384	3,2
Schweden	89.646	336.166	3,8
Malta	84.390	148.934	1,8
Finnland	73.775	167.711	2,3
Deutschland	65.374	268.681	4,1
Slowenien	63.961	120.173	1,9
Portugal	61.306	142.573	2,3
Griechenland	57.595	104.603	1,8
Slowakei	45.853	68.059	1,5

¹⁰ . Quelle der gezeigten Auswertung:
[https://de.wikipedia.org/wiki/Mittleres_Verm%C3%B6gen#Mittleres_Verm%C3%B6gen_\(Median-Nettoverm%C3%B6gen\)_im_Jahr_2020/2021_nach_Berechnungen_der_Deutschen_Bundesbank](https://de.wikipedia.org/wiki/Mittleres_Verm%C3%B6gen#Mittleres_Verm%C3%B6gen_(Median-Nettoverm%C3%B6gen)_im_Jahr_2020/2021_nach_Berechnungen_der_Deutschen_Bundesbank)

In der Auswertung der **Median-Vermögen** ist Deutschland in der aktuellen Studie des **Global Wealth Report**, den seit 2023 die UBS fortführt¹¹, im Jahr 2022 in einem **weltweiten Vergleich** nicht mehr unter den TOP 20¹²:

Rank Mean wealth per adult (USD)				Median wealth per adult (USD)		
2022	Market	2022	Change 2021–22	Market	2022	Change 2021–22
1	Switzerland	685,230	-13,450	Belgium	249,940	-7,860
2	United States	551,350	-27,700	Australia	247,450	-28,630
3	Hong Kong SAR	551,190	-2,170	Hong Kong SAR	202,410	-130
4	Australia	496,820	-57,660	New Zealand	193,060	-30,640
5	Denmark	409,950	-30,390	Denmark	186,040	-10,210
6	New Zealand	388,760	-67,420	Switzerland	167,350	-1,230
7	Norway	385,340	39,440	United Kingdom	151,820	-3,990
8	Singapore	382,960	22,590	Norway	143,890	6,860
9	Canada	369,580	-44,320	Canada	137,630	-15,320
10	Netherlands	358,230	-44,230	France	133,140	-7,080
11	Belgium	352,810	-13,940	Netherlands	112,450	-31,220
12	France	312,230	-12,270	Taiwan	108,250	-3,720
13	United Kingdom	302,780	-15,720	United States	107,740	14,460
14	Sweden	296,800	-69,110	Spain	107,510	170
15	Taiwan	273,790	-18,930	Italy	107,320	-7,100
16	Germany	256,180	-14,360	Japan	103,680	-13,460
17	Ireland	247,080	-11,290	Singapore	99,490	5,790
18	Austria	245,220	-1,480	Korea	92,720	-10,230
19	Israel	235,440	-24,610	Ireland	90,740	-3,650
20	Korea	230,760	-2,130	Qatar	90,260	3,740

Source: James Davies, Rodrigo Lluberias and Anthony Shorrocks, Global Wealth Databook 2023

Diese Zahlen zeigen die wirtschaftlichen Ergebnisse des **gegenwärtigen Anlegerverhaltens**. Für einen umfassenden Vergleich sind aber – über das Haushaltsvermögen hinaus – das Immobilienvermögen und etwaige Anwartschaften auf Renten bzw. Pensionszahlungen zu berücksichtigen.

Hier geht es auch um die **Gleichheitsfrage**: Die deutschen Privathaushalte erzielen beim gegenwärtigen Anlegerverhalten (I.1.) über die Kursentwicklung keine Vermögenszuwächse. Damit nimmt der Abstand zu den großen Vermögen zu, die überwiegend in Sachwerte wie Aktien investieren (können). Die deutschen Anleger erzielen so auch keine Dividenden, die deutlich über den niedrigen Zinsen der letzten Jahre lagen. Damit gehen Erträge der deutschen Volkswirtschaft an ausländische Anleger, die sich mit dem Steueraufkommen nicht an der Kosten der Infrastruktur beteiligt haben.

¹¹. Die Berichte können bezogen werden über <https://www.ubs.com/global/en/family-office-uhnw/reports/global-wealth-report-2023/exploring.html>

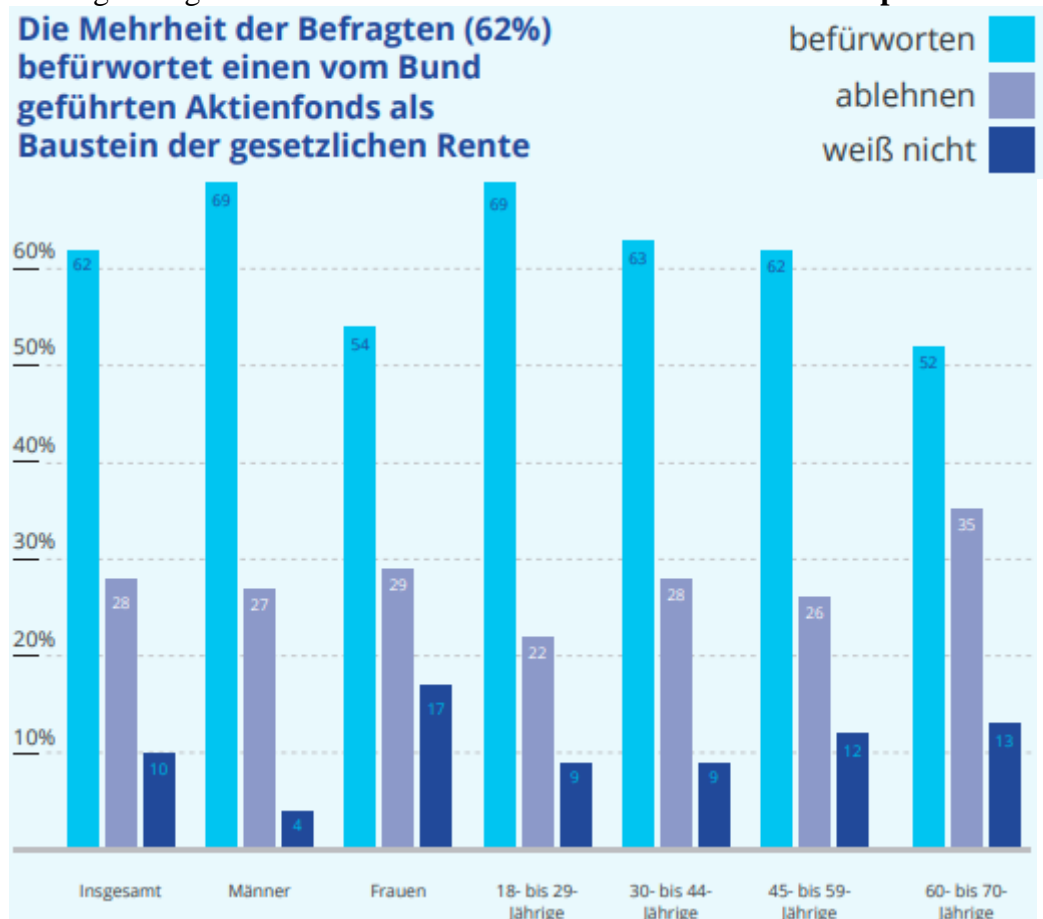
¹². Der Global Wealth Report betrachtet das Immobilien- und das Kapitalvermögen. Für die Jahre nach 2023 ist damit zu rechnen, dass die Vermögen von Erwachsenen in Deutschland im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften unter Umständen deutlich zurückgehen werden.

5. Aktienfonds als Baustein der gesetzlichen Rente

Im **Koalitionsvertrag** für die 20. Wahlperiode steht auf den Seiten 57 f.¹³:

Es wird keine Rentenkürzungen und keine Anhebung des gesetzlichen Renteneintrittsalters geben. Um diese Zusage generationengerecht abzusichern, werden wir zur langfristigen Stabilisierung von Rentenniveau und Rentenbeitragssatz in eine teilweise Kapitaldeckung der gesetzlichen Rentenversicherung einsteigen. Diese teilweise Kapitaldeckung soll als dauerhafter Fonds von einer unabhängigen öffentlich-rechtlichen Stelle professionell verwaltet werden und global anlegen. Dazu werden wir in einem ersten Schritt der Deutschen Rentenversicherung im Jahr 2022 aus Haushaltsmitteln einen Kapitalstock von 10 Milliarden Euro zuführen. Der kapitalgedeckte Teil der gesetzlichen Rente muss für das Kollektiv der Beitragszahler dauerhaft eigentumsgeschützt sein. Wir werden der Deutschen Rentenversicherung auch ermöglichen, ihre Reserven am Kapitalmarkt reguliert anzulegen. Die umlagefinanzierte Rente wollen wir durch die Erwerbsbeteiligung von Frauen und älteren Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern sowie die erwerbsbezogene und qualifizierte Einwanderung stärken.

Umfragen zeigen – trotz der Rechtsschutzdefizite – eine **hohe Akzeptanz**¹⁴:

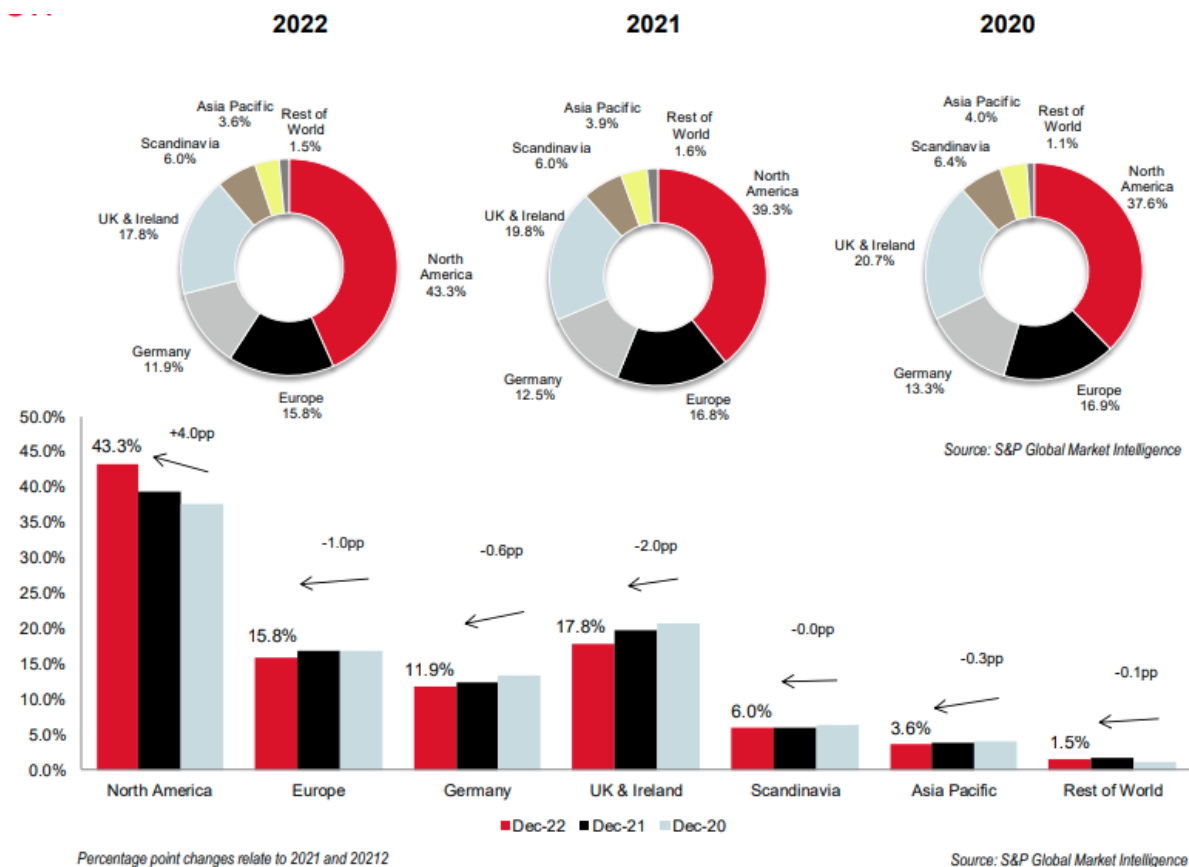


¹³ <https://www.bundesregierung.de/breg-de/service/gesetzesvorhaben/koalitionsvertrag-2021-1990800>
zitiert mit den Seitenzahlen der Fassung von der SPD.

¹⁴ Die Studie der Initiative Minderheitsaktionäre e.V. kann bezogen werden über <https://initiative-minderheitsaktionaeere.org/studie-zur-aktienrente/>

6. Wem gehört der DAX?

Die Daten des **DIRK – Deutscher Investor Relations Verband** zeigen, dass der Anteil von Aktionären aus Deutschland an DAX-Unternehmen seit Jahren rückläufig ist. Er lag für 2022 bei 11,9 Prozent¹⁵.



Auch diese Daten sind alarmierend:

- Die **Dividenden** fließen ins Ausland. Die Ertragspotentiale der großen Unternehmen sichern die Altersvorsorge in Deutschland nicht ab. Das bedeutet keine Entlastung des Beitrags- und Steuerzahlers sowie eine Wohlstandsminderung.
- Diese **Beteiligungsverhältnisse** schaffen auf Hauptversammlungen keine Mehrheitsverhältnisse, die zum Beispiel bei einer **Sitzverlegung** ins Ausland eine Sperrminorität bilden könnten.

Daher ist eine andere Aktienkultur durch einen besseren Rechtsrahmen für Anleger auch aus volkswirtschaftlichen Gründen geboten.

¹⁵ Die Studie kann bezogen werden über <https://www.dirk.org/wp-content/uploads/2023/06/Pressemitteilung-DAX-Studie-2023.pdf>

II. „Telekom-Klagen“

Die Klagen im Zusammenhang mit dem 3. Börsengang bei der Deutschen Telekom AG stellen den **Rechtsschutz für Anleger** auch weiterhin auf den Prüfstand. In den USA wurde dieser Schadensfall wesentlich schneller für die Anleger und günstiger für die Deutsche Telekom AG erledigt:

- In den **USA** hat das Unternehmen die Sammelklagen im Zusammenhang mit dem dritten Börsengang aus dem Jahr 2000 Anfang 2005 vergleichsweise beendet. Dafür mussten über 90 Millionen Euro bzw. 120 Millionen US-Dollar bezahlt werden¹⁶.
- In **Deutschland** haben 17.000 Aktionäre Schadensersatz in der Höhe von rund 80 Millionen Euro eingeklagt¹⁷. Mitte November 2022 wurde darüber berichtet, dass mehr als 60 Prozent der Kläger den vom OLG Frankfurt unterstützten Vergleichsvorschlag angenommen hätten. Das könnte nun rund 160 Millionen Euro kosten¹⁸. Ein früher Vergleich wäre angesichts der Anwalts- und Verfahrenskosten wahrscheinlich auch für die Deutsche Telekom AG bedeutend günstiger gewesen.

Das Landgericht Frankfurt muss somit zeitnah die **Leistungsklagen** der restlichen mehr als 30 Prozent der Aktionäre – möglicherweise etwa 5.000 – abarbeiten. Das führt zu einer weiteren, erheblichen **Justizbelastung**. Dagegen hat sich in den USA¹⁹ gezeigt, wie ein effektiver kollektiver Rechtsschutz funktioniert kann. Nach etwas mehr als vier Jahren konnten die Verfahren vor der ersten Instanz vergleichsweise beendet werden.

Im Vorgriff auf diese, sich schon jetzt abzeichnende Justizbelastung spricht einiges dafür, dass sich dieses Gesetzgebungsverfahren über einen kollektiven Rechtsschutz für **Leistungsklagen** Gedanken machen sollte. Schließlich dürfte auch Wirecard noch zu einer Flut von Einzelklagen führen, die das Landgericht überfordern werden. Entsprechendes gilt für die „Dieselgate-Klagen“.

¹⁶. Quelle: <https://www.spiegel.de/wirtschaft/us-sammelklageverfahren-deutsche-telekom-schliesst-vergleich-a-339134.html> und <https://www.handelsblatt.com/technik/it-internet/telekom-zahlt-in-vergleichsverfahren-120-millionendollar/2469640.html>

¹⁷. Quelle: https://de.wikipedia.org/wiki/T-Aktie#Klagen_zum_dritten_B%C3%B6rsengang

¹⁸. Quelle: <https://www.handelsblatt.com/technik/it-internet/telekom-zahlt-in-vergleichsverfahren-120-millionendollar/2469640.html> und <https://www.telekom.com/de/medien/medieninformationen/detail/deutsche-telekom-treibt-beendigung-der-vergleichsverfahren-zum-dritten-boersengang-voran-1020810>

¹⁹. Nur am Rande sei darauf hingewiesen, dass in China der Schutz von Kleinanlegern einen hohen Stellenwert hat. Dort soll es jetzt einen kollektiven Rechtsschutz geben, der sich am Rechtsrahmen in den USA orientiert. Siehe zum Beispiel: <https://kops.uni-konstanz.de/entities/publication/f0007b8c-7a15-4d14-b472-954debb67a12> und <https://www.globaltimes.cn/page/202401/1305744.shtml#:~:text=%22Financial%20authenticity%20is%20an%20important,of%20the%20CSRC%20enforcement%20bureau%2C>

III. Diskussionsstand

In den letzten Jahren gab es mehrere wesentliche Diskussionsbeiträge, dies sich umfassend mit dem **kollektiven Rechtsschutz** befasst haben. Der vorliegende Gesetzentwurf nutzt die Chance nicht, einzelne Vorschläge aufzugreifen und einem „Praxistest“ zu unterziehen. Es spricht einiges dafür, wenigstens die Beschlüsse des 72. Deutschen Juristentags noch aufzugreifen. Die Aufstellung der wesentlichen Diskussionsbeiträge ist nicht vollständig:

1. 72. Deutscher Juristentag (DJT) in Leipzig, 26. bis 28. September 2018

Die Abteilung Verfahrensrecht hat sich unter dem Thema „**Sammelklagen, Gruppenklagen, Verbandsklagen – Bedarf es neuer Instrumente des kollektiven Rechtsschutzes im Zivilprozess?**“ umfassend mit dem kollektiven Rechtsschutz befasst. Zwei Beschlüsse betreffen die Musterfeststellungsklage²⁰:

C. Musterfeststellungsklage

15. Die Musterfeststellungsklage ist als unzureichend abzulehnen, weil sie die mit Streuschäden einhergehenden Defizite bei der Sanktionierung und Prävention von Rechtsbruch nicht behebt, für eine effektive Bewältigung von Massenschadensereignissen ungenügend ist und die Justiz nicht entlastet. **angenommen 21:19:3**
16. Die Erhebung einer Musterfeststellungsklage sollte die Verjährung sämtlicher Ansprüche hemmen, denen der gleiche Lebenssachverhalt wie den Feststellungszielen der Musterfeststellungsklage zu Grunde liegt, auch wenn diese Ansprüche nicht zur Eintragung in das Klageregister angemeldet werden. **angenommen 19:16:4**

Bei diesen und weiteren Beschlüssen des DJT ging es auch um eine **effektive Justizentlastung**. Der nun vorgelegte Entwurf verkürzt zwar Fristen. Das muss aber nicht zu einer Verfahrensverkürzung führen. Dagegen hätte die Einführung einer Leistungsklage den Justizaufwand wesentlich reduziert. Außerdem fehlen präventive Elemente. Diese Ziele lassen sich mit geringem prozessualen Aufwand erreichen:

- Enden zum Beispiel die **Antragsfrist** und die **Verjährung** erst nach dem rechtskräftigen Abschluss des Verfahrens, entfällt damit die Basis für Ermüdungs- und Verzögerungsstrategien.
- Außerdem spricht alles dafür, die **Leistungsklage** in den Mittelpunkt dieser Verfahrensart zu stellen. Nur so lässt sich die Justiz dauerhaft entlasten. Andernfalls müssen alle Verfahren ein zweites Mal durchgeführt werden.

²⁰ . Zusammenstellung der Beschlussfassungen, Seite 7: https://djt.de/wp-content/uploads/2020/03/181130_djt_internet_72_beschluesse.pdf

2. Deutscher Bundestag, Öffentliche Anhörung des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz am 9. September 2020

Bei einem vorangegangenen Gesetzgebungsverfahren zur Änderung des KapMuG hat der „**Rechtsausschuss**“ des Deutschen Bundestags bei einer öffentlichen Anhörung mehrere Sachverständige befragt²¹. Die bei dieser Gelegenheit abgegebenen Einschätzungen und Vorschläge sowie die zugrundeliegenden Annahmen und Erwartungen hätten im Rahmen dieses Gesetzgebungsverfahrens erneut reflektiert und überprüft werden können.

3. Erklärung der Präsidentinnen und Präsidenten der großen Landgerichte in Deutschland, 21. September 2021

Nach einer gemeinsamen Tagung benennt diese Erklärung mehrere Bereiche mit Handlungsbedarf, um die Gerichte in Deutschland zukunftsfähig zu machen. Zum **kollektiven Rechtsschutz** heißt es in der Erklärung²²:

Umgang und Bewältigung von Massenklagen – Aussetzung von Verfahren

Klagewellen in Massenverfahren haben in den letzten Jahren erheblich zugenommen, etwa in den sog. Abgasfällen, jüngst nach der Insolvenz der Wirecard AG oder generell bei bestimmten Kapitalanlagen. Spezialisierte Anwaltskanzleien und die Digitalisierung des Rechtsmarktes befeuern diese Klagewellen. Der Justiz fehlen geeignete prozessuale Mittel, um dieser Masse an Verfahren Herr zu werden. Die im Jahr 2018 eingeführte Musterfeststellungsklage hat sich als wenig tauglich erwiesen und nicht die vom Gesetzgeber prophezeite Verbreitung gefunden. Es müssen daher zwingend weitere Instrumente geschaffen werden. Die Präsidentinnen und Präsidenten fordern den Gesetzgeber auf, die **Aussetzung von individuellen Klagen einzelner Verbraucher bis zum Abschluss einer Muster- oder Verbandsklage oder bis zu einer höchstrichterlichen Entscheidung** in parallelen Rechtstreitigkeiten zu ermöglichen. Auf diese Weise könnten Ressourcen gebündelt und letzten Endes die Gesamtheit der Klagen schneller erledigt werden.

Der vorliegende Referenten-Entwurf beschränkt sich auf **rechtstechnische Einzelfragen**. Er reflektiert nicht die Erkenntnisse und Vorschläge der Landgerichte als betroffener Praktiker. Er enthält keine neuen „Instrumente“ sondern beschränkt sich auf einzelne „Reparaturen“.

²¹. Die Materialien dieser Anhörung – Gesetzentwurf, Stellungnahmen der Sachverständigen, Wortprotokoll – können bezogen werden über

https://www.bundestag.de/webarchiv/Ausschuesse/ausschuesse19/a06_Recht/anhoerungen/kapmug-704460

²². <https://ordentliche-gerichtsbarkeit.hessen.de/presse/erklaerung-der-praesidentinnen-und-praesidenten-der-grossen-landgerichte-in-deutschland>

4. Koalitionsvertrag 2021 bis 2025 vom 7. Dezember 2021

Aus dem Koalitionsvertrag für die 20. Legislaturperiode²³ ergeben sich mehrere **Vorgaben für dieses Gesetzgebungsverfahren**. Sie gehen deutlich über die nun vorgelegten rein rechtstechnischen Modifizierungen hinaus.

- Der Abschnitt „Justiz“ sieht einen **Ausbau des kollektiven Rechtsschutzes** vor. Danach sollen „bestehende Instrumente“ wie zum Beispiel nach dem KapMuG modernisiert und der Bedarf für weitere geprüft werden (Seite 84):

Wir bauen den kollektiven Rechtsschutz aus. Bestehende Instrumente wie z. B. nach dem Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz modernisieren wir und prüfen den Bedarf für weitere. Die EU-Verbandsklagerichtlinie setzen wir anwenderfreundlich und in Fortentwicklung der Musterfeststellungsklage um und eröffnen auch kleinen Unternehmen diese Klagemöglichkeiten. An den bewährten Anforderungen an klageberechtigte Verbände halten wir fest. Wir ermöglichen englischsprachige Spezialkammern für internationale Handels- und Wirtschaftsstreitigkeiten.

- Die Überlegungen zur **Altersvorsorge** sehen auch einen Ausbau der privaten Altersvorsorge vor (Seite 58, siehe auch oben I.5.).
- Auch der **finanzielle Verbraucherschutz** erhält einen hohen Stellenwert (Seite 89).

Zur Modernisierung des KapMuG bietet es sich immer noch an, über Feststellungsklagen hinaus auch zum Beispiel über eine **typisierende Erledigung von Leistungsklagen** nachzudenken. Spätestens wenn die „Telekom-Klagen“ als Leistungsklagen vor dem Landgericht Frankfurt fortgeführt werden, erfordert eine spürbare Justizentlastung wieder ein legislatives Handeln.

5. 75. Jahrestagung der Präsidentinnen und Präsidenten der Oberlandesgerichte, des Kammergerichts, des Bayerischen Obersten Landesgerichts und der Präsidentin des Bundesgerichtshofs, 15. bis 17. Mai 2023

Im Mittelpunkt der Diskussionen stand auch der Umgang mit zivilprozessualen Massenverfahren. Eine **Arbeitsgruppe „Zivilprozess der Zukunft“** soll dazu und anderen wesentlichen Themen Vorschläge entwickeln und in den notwendigen Reformprozess einbringen²⁴.

Dieser Gesetzentwurf zum KapMuG enthält keine innovativen Ideen, deren Praxistauglichkeit diese Arbeitsgruppe auswerten könnte.

²³ <https://www.bundesregierung.de/breg-de/service/gesetzesvorhaben/koalitionsvertrag-2021-1990800>
zitiert mit den Seitenzahlen der Fassung von der SPD.

²⁴ . Tagungsbericht und Link zum Beschluss: <https://oberlandesgericht-oldenburg.niedersachsen.de/startseite/aktuelles/presseinformationen/abschluss-der-75-jahrestagung-der-prasidentinnen-und-prasidenten-der-oberlandesgerichte-des-kammergerichts-des-bayerischen-obersten-landesgerichts-und-der-prasidentin-des-bundesgerichtshofs-222387.html>

6. Pressemitteilung Nr. 77 / 2023 des BMJ „Schnellere Musterverfahren bei Anlegerschäden)

In dieser Pressemitteilung vom 28. Dezember 2023²⁵ erklärt Bundesjustizminister Dr. Marco Buschmann zum veröffentlichten Referentenentwurf:

„Funktionierende Kapitalmärkte sind auf Transparenz und Vertrauen angewiesen. Dazu gehört es auch, dass Anlegern im Schadensfall wirksame Instrumente zur zügigen Durchsetzung ihrer Ansprüche zur Verfügung stehen. Mit der Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes wollen wir die bestehenden Instrumente weiter verbessern. Anleger sollen künftig schneller zu ihrem Recht kommen und die Verfahren für die Gerichte leichter handhabbar werden. Damit leisten wir einen wichtigen Beitrag für eine starke Anlegerkultur in Deutschland und für einen attraktiven Anlagestandort.“

Der Referentenentwurf untersucht nicht, ob und in welchem Umfang der gegenwärtige Rechtsstand der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zu **überlangen Verfahrensdauern** entspricht. Es gibt jedenfalls eine ganze Reihe von Verfahren, bei denen bis zur Auszahlung des Schadensersatzes deutlich mehr als zehn Jahre vergehen. Bei den „Telekom-Klagen“ könnten bis zur Erledigung der letzten Leistungsklage mehr als dreißig Jahre vergehen.

Daher spricht auch diese Vorgabe dafür, sich zum Beispiel über die Aufnahme der Leistungsklage in das KapMuG Gedanken zu machen. Außerdem könnte eine Verlängerung von Antragsfrist und Verjährung bis zum Abschluss des Verfahrens die Vergleichsbereitschaft fördern.

IV. Anmerkungen zum Referentenentwurf

Der Referentenentwurf trägt wenig dazu bei, den kollektiven Rechtsschutz auszubauen. Genau das verlangt aber der **Koalitionsvertrag** auf Seite 84²⁶.

Das zeigt sich besonders deutlich an diesen wesentlichen Punkten:

1. Die Änderungen beschränken sich im Wesentlichen auf reine **Rechtstechnik**. Häufig beschränken sie den Rechtsrahmen für Anleger.
2. Die Begründung setzt sich ersichtlich nicht mit den hier unter III. genannten **wesentlichen Diskussionsbeiträgen** auseinander. Wenigstens die beiden vom 72. DJT gefassten Beschlüsse hätten reflektiert werden können.

²⁵ https://www.bmj.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/DE/2023/1228_KapMuG_ReformG.html

²⁶ <https://www.bundesregierung.de/breg-de/service/gesetzesvorhaben/koalitionsvertrag-2021-1990800>

zitiert mit den Seitenzahlen der Fassung von der SPD.

3. Eine wesentliche **Justizentlastung** tritt erst dann ein, wenn die **Leistungsklage** in den Anwendungsbereich einbezogen wird.
 - a. Sie kommt in der Gerichtspraxis deutlich häufiger vor als die Feststellungsklage.
 - b. Die „**Telekom-Klagen**“ müssen demnächst vom Landgericht Frankfurt und den Folgeinstanzen als Leistungsklage einzeln verhandelt werden. Angesichts der meist identischen Sachverhalte – Kauf auf der Grundlage von Zeichnungsunterlagen des Emittenten – bieten sich zusammenfassende Typisierungen an. Das gilt auch für die Zeitschiene. Dieser Rechtsstand führt für die Landgerichte zu einem erheblichen und vermeidbaren Mehraufwand.
 - c. Mit den noch anstehenden Leistungsklagen zeichnet sich eine **überlange Verfahrensdauer** von durchaus etwa dreißig Jahren bis zur letztinstanzlichen Entscheidung aller Klagen ab. Das ist nicht verfassungskonform²⁷.
 - d. Die **Tagungen der Gerichtspräsidenten** (LG / OLG) haben mit deutlichen Worten eine Justizentlastung gefordert. Diese Forderung haben auch weitere Gerichtspräsidenten in ihren Jahrespressegesprächen erhoben. Daher hätte bei den Ausführungen zu den Gesetzesfolgen auf den Seiten 26 ff. ausführlich reflektiert werden müssen, warum jetzt die Leistungsklage nicht einbezogen wird.
4. **Rechtsbruch darf sich nicht „rechnen“**. Daher spricht einiges dafür, dass die Antragsfrist bzw. die Verjährung erst dann endet bzw. eintritt, wenn die Klageverfahren rechtskräftig beendet sind. Das dürfte die Vergleichsbereitschaft der Beklagten fördern.
5. Auch an dieser Stelle kann auf die „Telekom-Klagen“ und den **Rechtsstand in den USA** verwiesen werden. Mit den Anwalts- und Gerichtskosten steigen die Kosten für die Beklagten. Ein früher Vergleich wäre für die Deutsche Telekom AG deutlich günstiger gewesen.
6. Erfreulicherweise wird der Anwendungsbereich auf weitere gesetzliche Informationen ausgedehnt. Es spricht aber einiges dafür, die Haftung auf **alle gesetzlichen Regelinformationen** auszudehnen, die typischerweise Investitionen oder Deinvestitionen zugrunde gelegt werden können. Entsprechendes könnte bei börsennotierten Emittenten auch für Informationen auf der Grundlage der **Zulassungsfolgepflichten** gelten.
7. Der anwaltliche Vertreter des bzw. der Musterkläger trägt nicht nur eine erhebliche Verantwortung. Auf ihn kommt auch viel Arbeit zu. Dagegen dürften in den meisten Fällen die Vertreter der Musterbeklagten auf Stundenbasis abrechnen. Der Grundsatz der **Waffengleichheit** sowie die verfassungsrechtlichen Gewährleistungen zum Rechtsstaatsprinzip verlangen eine Anpassung der **Vergütung** für die **Anwälte der**

²⁷. BVerfG – Beschluss vom 2. Dezember 2011 – 1 BvR 314/11. Diese Entscheidung wird unter V. noch einmal angesprochen.

Musterkläger. Möglicherweise bietet es sich an, hier wie bei Sachverständigen für jeden Verfahrensabschnitt eine eigene Pauschalvergütung festzusetzen.

8. Außerdem ist eine **Deckelung der Kostenerstattung** für die **Vertreter der Beklagten** zu deckeln. Bei den „Telekom-Klagen“ lässt das Rechtsanwaltsvergütungsgesetz (RVG) gegenwärtig noch eine Abrechnung von allen 16.000 Klagen einzeln zu. So viel ist für eine **kostendeckende Verfahrensführung** nicht erforderlich.
9. Gerade im Aktien- und Kapitalmarktrecht besteht ein **strukturelles Informationsgefälle** zwischen Anleger und Emittenten. Das führt auch zu **prozessualen Asymmetrien**. Die verfassungsmäßigen Gewährleistungen lassen das nicht zu. Dennoch fehlen im Gesetzentwurf Überlegungen, wie das hier nivelliert werden kann. Dazu hätte zum Beispiel im Hinblick auf das Fristengefüge oder die Darlegungslasten auf die Möglichkeit eines Kennen bzw. Kennenmüssens abgestellt werden können.

V. Ergebnis

Die verfassungsmäßigen Gewährleistungen zum **Aktieneigentum** sowie aus den **Justizgrundrechten** verlangen **effektiven Rechtsschutz**. **Überlange Verfahrensdauern** verletzen diese Gewährleistungen²⁸. Die Klagen nach den „Telekom-Börsengängen“ dauerten bis zum Vergleich in der Musterfeststellungsklage fast zwanzig Jahre. Es ist durchaus denkbar, dass für die nun anstehenden tausende von Leistungsklagen weitere zehn Jahre vergehen. Eine solche Verfahrensdauer ist auch nicht dazu geeignet, die oben unter I. aufgezeigten Vorbehalte von Anlegern gegenüber der Aktie abzubauen.

Daher spricht einiges dafür, sich in diesem Gesetzgebungsverfahren auch noch mal über eine deutliche Verkürzung der Verfahrensdauer nachzudenken. Die Beschlussfassungen des 72. DJT zeigen Wege in ein kürzeres, auf eine vergleichsweise Erledigung gerichtetes Verfahren auf. Zudem spricht einiges dafür, auch **Leistungsklagen** zusammenzufassen. Schließlich sind gerade bei **Massenschäden typisierende Betrachtungen** möglich.

Mit freundlichen Grüßen

RA Dr. Martin Weimann
- Vorstand -

²⁸ . BVerfG – Beschluss vom 2. Dezember 2011 – 1 BvR 314/11: eine Verfahrensdauer von 22 Jahren bis zur erstinstanzlichen Entscheidung ist in einem aktienrechtlichen Spruchverfahren nicht hinnehmbar: https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/2011/12/rk20111202_1bvr031411.html