

06. August 2003

Stellungnahme des vzbv zu den Implementierungsmaßnahmen zur künftigen Prospektrichtlinie und zum CESR-Konsultationspapier zu Derivaten und Emissionsprogrammen

Hintergrund

Zum Text der EU-Prospektrichtlinie liegt seit wenigen Wochen die Zustimmung seitens des EU-Parlaments sowie des Rates vor. Ziel ist die Erleichterung der grenzüberschreitenden Kapitalbeschaffung in Europa durch „Einmalzulassung von Emittenten“. Da das bisherige System der gegenseitigen Anerkennung von ausländischen Wertpapieren - momentan hängt die Zulassung eines Wertpapiers in jedem einzelnen Fall von der gegenseitigen Anerkennung des jeweiligen Mitgliedsstaates ab - kompliziert und aufwändig ist, unterstützt der vzbv diesen Schritt hin zur weiteren Harmonisierung und Schaffung einheitlicher Wettbewerbsbedingungen innerhalb der EU-Finanzmärkte.

Im Rahmen des so genannten Lamfalussy- bzw. Komitologieverfahrens beschäftigt sich CESR mit der anstehenden Implementierung bzw. technischen Umsetzung der Prospekt-Richtlinie. Hierzu hat CESR am 12. Juni 2003 ein Konsultationspapier mit der Bitte um Stellungnahme veröffentlicht. Kernpunkt dabei ist die Vereinheitlichung des Prospekts. Da in diesem Zusammenhang anlegerschutzrelevante Aspekte insbesondere hinsichtlich der Informationstransparenz berührt werden, nimmt der vzbv im Folgenden zu ausgewählten Fragestellungen des Papiers Stellung.

- 1. Reduzierte Informationspflichten im Prospekt/Registrierungsformular bei der Ausgabe von Derivaten**
 - 2. Angabe von Beispielen im Basisprospekt**
 - 3. Basisprospekt und „final terms“**
 - 4. Format und Aufbau des Prospekts**
-

1. Reduzierte Informationspflichten im Prospekt/Registrierungsformular bei der Ausgabe von Derivaten

Zur Frage, ob bei der Ausgabe von Derivaten auf bestimmte Informationen im Prospekt/Registrierungsformular verzichtet werden kann, sind aus Sicht des vzbv insbesondere die Informationen unter Punkt 6.1.1 und 10.2., die in der CESR-Anlage „ANNEXES TO THE TECHNICAL ADVICE“ (June 2003, S. 18 ff) definiert sind, bei der Offenlegung bzw. im Prospekt bezogen auf Derivate besonders relevant. Insbesondere diese Informationen sind wichtig, um den Emittenten und damit auch das einzugehende Risiko besser einschätzen zu können. Im Einzelnen:

6.1.1.

A description of the issuer's principal activities stating the main categories of products sold and/or services performed

6.1.2

an indication of any significant new products and/or activities

6.2

A brief description of the principal markets in which the issuer competes

8.1.

The most significant recent trends in production, sales and inventory, costs and selling price since the end of the last financial year to the date of the registration

10.2.

Potential conflicts of interests between any of the persons referred to in 10.1. duties to the issuing entity and their private interests and or other duties must be clearly stated. In the event that there are no such conflicts, a negative statement to that effect should be made.

12.1

To the extent known to the issuer, state whether the issuer is directly or indirectly owned or controlled and by whom and describe the nature of such control, and describe the measures in place to ensure that such control is abused

12.2

A description of any arrangements, known to the issuer, the operation of which may at a subsequent date result in a change in control of the issuer.

Zu 6.1.1

Die generellen Geschäftsaktivitäten des Emittenten sind aus zweierlei Gründen für den Anleger interessant und daher nicht aus dem Pflichtenkatalog für die Prospektierung zu entlassen: Zum einen, um dem Anleger einen Einblick zu geben, aus welchem Branchenbereich er ein Finanzmarktpunkt auswählen will. Er erhält damit eine bessere Entscheidungsmöglichkeit, ob er Produkte von Unternehmen aus dieser Branche erwerben will. Grundlage dafür ist die Tatsache, dass nicht nur Aktien, sondern diverse Produkte des Finanzmarkts nicht mehr nur von Experten gehandelt werden, sondern nahezu jedermann – insbesondere über Discount-Broker im Internet – die Möglichkeit hat, hoch komplexe Finanzmarktinstrumente zu erwerben. Zum anderen kann über die Angabe genannter Daten auf den Zustand der fraglichen Branche geschlossen werden und daraus auf die Motivation, das Derivat anzubieten.

Zu 10.2

Aus den Verpflichtungen der Beteiligten gegenüber Dritten ergibt sich ein unüberschaubares Gefahrenpotential zur Kursmanipulation. Es ist für einen Außenstehenden fast unmöglich, selbst mit Angabe potentieller Interessenkonflikte, deren Ausmaß abzuschätzen. Absolut unmöglich ist es ohne einen entsprechenden Hinweis. Das Augenmerk muss auf dem „einfachen“ Anleger liegen. Der professionelle Händler oder Anlageberater bedarf aufgrund des vorhandenen Einblicks in den Markt und des Zugangs zu Hintergrundinformationen eines weitaus geringeren Schutzniveaus. Der nicht-professionelle Anleger jedoch benötigt jeden erdenklichen Warnhinweis, um ihm die Möglichkeit zu eröffnen, Rat von professioneller Seite in Anspruch zu nehmen. Der generelle Warnhinweis, dass solche Finanzmarktinstrumente einfach nicht für „normale“ Anleger gedacht seien, ist wie schon oben erwähnt, weder zeitgemäß noch umsetzbar und daher nicht zielführend.

Zu den weiteren, angesprochenen Informationen:

Zu 6.1.2: Neue Produkte oder Geschäftsvorgänge sind dann für den Anleger interessant, wenn sie sich auf die underlyings, von denen das Derivat hinsichtlich seiner Kursentwicklung abhängig ist, auswirken können.

Zu 6.2: Auch hier besteht Informationsbedarf, um festzustellen, ob und in welchem Umfang auf die Basiswerte eingewirkt wird bzw. werden kann.

Zu 8.1: Aus diesen Angaben können wichtige Rückschlüsse auf die Motivation zur Auflage des Derivats und zur Seriosität des Emittenten gezogen werden.

Zu 12.1: Wegen der Gleichartigkeit der drohenden Gefahren gelten hier dieselben Bedenken wie bei den Interessenkonflikten nach 10.2, denn solche resultieren ebenso aus Abhängigkeiten wie aus persönlichen Verpflichtungen. Insbesondere die Darstellung, wie ein Missbrauch vorhandener Einflussmöglichkeiten unterbunden werden soll, kann erheblich zur Glaubwürdigkeit des gesamten Produkts beitragen. Dieser Hinweis dürfte auch aus der Sicht von Anlageberatern/-vermittlern interessant sein, die in der Pflicht stehen, ihre Kunden umfassend über die Risiken des gewählten Produkts zu beraten.

Zu 12.2: Wenn es nach 12.1 ausreichend effektive Mechanismen gibt, erscheint diese Information nur dann erforderlich, wenn der Übernehmer anderen Einfluss auf die Basiswerte als der bisherige Emittent hat. Dies sollte sich allerdings nur bei auf lange Zeit ausgerichteten Derivaten (z.B. term-swaps) auswirken.

2. Angabe von Beispielen im Basisprospekt

a) Zur Funktionsweise des Produkts und zur Kalkulation des Gewinns

Wir gehen davon aus, dass anhand eines konkreten Beispiels oder sogar mehrerer konkreter Beispiele noch klarer und verständlicher erklärt werden kann, wie ein Produkt funktioniert und wie der Gewinn (investor's return) kalkuliert wird. Eine Erklärung anhand abstrakter Erläuterungen (Schaubilder, Prognosen etc.) kann dies in den meisten Fällen nicht leisten.

Der Nachteil eines konkreten Beispiels ist, dass diese nicht jeden Einzelfall abdecken können und es so auch zu Missverständnissen kommen kann. Dem Verbraucher könnte unter Zugrundelegung bestimmter, (zu) positiver Ausgangsdaten ein Gewinn vorgespiegelt werden, der auf der Basis realer Ausgangsdaten nie zu verwirklichen wäre. Im Übrigen dürfte der normale Anleger selbst mit sehr guten Beispielen noch vor Verständnisprobleme gestellt werden.

Daher ist vor allem die im Konsultationspapier vorgeschlagene Festlegung einer bestimmten Darlegung der Beispiele unseres Erachtens zwingend erforderlich.

b) Zur gesetzlichen Festlegung von Beispielen

Wenn die Möglichkeit der Darstellung von Beispielen in den Prospekten eröffnet wird, so ist dies gesetzlich zu regeln. Zum einen, damit in allen Prospekten Beispiele zu finden sind und in diesem Bereich keine Unterschiede entstehen, die es dem Anleger erschweren oder unmöglich machen, mehrere Produkte miteinander zu vergleichen. Zum anderen muss die Ausgestaltung der Beispiele, sowohl Umfang, Inhalt als auch notwendige zusätzliche Erläuterungen betreffend, ebenfalls im Sinne der Vergleichbarkeit vorgegeben werden. Sollte es den Prospektstellern allein überlassen werden, in welcher Art und Weise und mit welchem Inhalt die Beispiele in die Prospekte aufgenommen werden, würde man kein dem Anlegerschutz dienendes Informationstool schaffen, sondern dem Emittenten Raum bieten, im Prospekt durch scheinbar schlüssige Beispiele von Risiken abzulenken.

c) Zur Art der Darbietung der Beispiele

Zur Verhinderung irreführender Werbung sollten klare Anforderungen an die Gestaltung von Beispielen gestellt werden, die keine Möglichkeit bieten sollten, durch scheinbar einfache Rechenbeispiele von bestehenden Risiken abzulenken. Auch sind Beispiele nie isoliert zu sehen, sondern immer im Kontext weiterer erforderlicher Informationen zur Bewertung des Produkts, Unternehmens und Risikos.

d) Zur Informationserteilung bei Derivaten durch Beispiele

Bei Derivaten handelt es sich um Finanzmarktinstrumente von hoher Komplexität. Der sie nutzende Anleger verfügt bereits über so viel Erfahrung und einen so hohen Informationsstand, dass keine weiteren Informationen nötig sind oder ein Durchdringen der Materie ohne Beispiele schlicht nicht möglich ist.

3. Basisprospekt und „final terms“

a) Zu den allgemeinen abstrakten Regeln hinsichtlich der „final terms“

CESR stellt im Konsultationspapier zur Diskussion, welche Angaben bereits im Basisprospekt enthalten sein müssen und welche Angaben erst im Nachtrag („final terms“) bekannt gegeben werden können. CESR argumentiert, dass das Instrument des Basisprospektes eine hohe Flexibilität am Markt garantiert und dass deshalb nur mit einer *abstrakten generellen Regel* festgelegt werden soll, welche Angaben innerhalb der „final terms“ erteilt werden können, und welche Angaben zwingend im Basisprospekt enthalten sein müssen. Diese allgemeine abstrakte Regel besagt sinngemäß, dass das Basisprospekt alle geforderten Informationen enthalten soll, außer jene Informationen, die erst zum Zeitpunkt der individuellen Emission bestimmt werden können und zum Zeitpunkt der Basisprospekterstellung noch nicht bekannt sind. Daraus leiten sich entsprechend die Informationen der „final terms“ ab.

Vor diesem Hintergrund passt eine abstrakte Regel hier durchaus. Allerdings wäre es überlegenswert, die Informationen, die im Basisprospekt erscheinen müssen, in einer Definition durch eine nicht abschließende Aufzählung von Beispielen zu versehen. Für den Basisprospekt ist eine größtmögliche Vollständigkeit zu fordern, so dass die Verschiebung von Informationen in die „final terms“ sehr restaktiv gehandhabt werden sollte. Außerdem muss es bei der Formulierung „and/und“ in Punkt a) bleiben. Es könnte sonst behauptet werden, dass diverse der (aus Sicht der Emittenten) unerwünschten Informationen noch nicht verfügbar seien. Da die Informationen des Basisprospekts in den allermeisten Fällen für die Kaufentscheidung ausschlaggebend sein werden, ist hier größtmögliche Vollständigkeit erforderlich.

b) Zur Sprachregelung/Übersetzung der „final terms“

Zur Frage der Erfordernis zur Übersetzung der „final terms“ vertritt der vzbv die Auffassung, dass Sprachkenntnisse - und seien es auch nur "gebräuchliche englische Begriffe" - nicht vorausgesetzt werden sollten, wenn es um Verbraucher geht. Um Missverständnisse zu vermeiden, sollten demnach auch die „final terms“ übersetzt werden. Die Zusammenfassung hat für den Verbraucher den Zweck, die essentiellen Merkmale und Risiken, die mit dem Emittenten/Wertpapier verbunden sind, abzubilden. Gemäß der Richtlinie sind die „final terms“ Bestandteil der Zusammenfassung und damit nach Auffassung des vzbv wie die Zusammenfassung zu übersetzen.

Es muss auf die Bedürfnisse des „einfachen“ Anlegers abgestellt werden. Eine Aufklärung kann nur wirksam erfolgen, wenn der potentielle Anleger die Informationen komplett verstehen kann. Dass ein Großteil der Informationen ohnehin in englischer Fachterminologie dargelegt wird, spricht gerade nicht dafür, gleich alles im Englischen zu belassen, sondern dafür, soviel Information wie möglich so

veständlich wie möglich darzubieten. Die Messlatte kann nicht der professionelle, in Fachterminologie bewanderte Experte sein, da dieser eben gerade kein so grosses Informationsbedürfnis hat.

Auch wenn die „final terms“ erst direkt vor der Emission zur Verfügung stehen, müssen sie noch Information transportieren, sonst wären sie sinnlos.

c) Zur Form der Präsentation der „final terms“

Unseres Erachtens müssen unter Berücksichtigung des Ziels „Schneller Überblick für den Anleger“ die Informationen des Basisprospektes und die „final terms“ zusammengefasst veröffentlicht werden. Gerade vor dem Hintergrund, dass die „final terms“ erst sehr kurzfristig veröffentlicht werden, ist es im Interesse der Anleger, alle Informationen auf einen Blick vor sich zu haben. Sollten die final terms auch getrennt veröffentlicht werden dürfen, könnte sich die Situation ergeben, dass viele Anleger den Basisprospekt nicht mehr greifbar haben und die Informationen der „final terms“ nicht im Zusammenhang bewerten können. Es ist nicht davon auszugehen, dass ein Anleger sich den Basisprospekt noch mal besorgt, wenn er ihn nicht mehr zur Hand hat.

In diesem Sinne unterstützt der vzbv die 2. Option die im Konsultationspapier hinsichtlich der Veröffentlichung der „final terms“. Unseres Erachtens müssen die „final terms“ zwingend zusammen mit dem Basisprospekt veröffentlicht werden. Damit lehnen wir es ab, dass dem Emittenten hier ein Entscheidungsspielraum gestattet wird, der zulassen würde, dass die „final terms“ auch separat, d.h. losgelöst vom Basisprospekt veröffentlicht werden könnten. [vgl. Konsultationspapier/June 2003 (S. 27), FORMAT OF THE PROSPECTUS, Extract from the mandate],

Dabei gehen wir allerdings über den Vorschlag gemäß der 2. Option hinaus: Um zu verhindern, dass die „final terms“ im Basisprospekt untergehen, muss sichergestellt sein, dass auf die neuen Informationen deutlich hingewiesen wird. Dazu sollte der Gesamtprospekt auf dem Deckblatt einen Hinweis enthalten, ob und wo der Anleger die „final terms“ enthält. Damit wäre auch all jenen gedient, die sich nicht noch einmal mit dem Basisprospekt beschäftigen wollen. Diese könnten direkt zu den „final terms“ übergehen. Soweit praktikabel, wäre es wünschenswert, wenn sich die „final terms“ immer an derselben Stelle in einem Prospekt (z.B. immer letztes Blatt) befinden würden und die Seite vom Rest des Prospekts farblich abgehoben wäre.

4. Format und Aufbau des Prospekts

Im Konsultationspapier werden zur Frage an den Aufbau des Prospektes unterschiedliche Vorschläge/Auffassungen diskutiert. Aus Sicht des vzbv kann dabei nur die vorgeschlagene Option 1 [vgl. Konsultationspapier/June 2003 (S. 27-28), FORMAT OF THE PROSPECTUS, zur Frage 172] in Frage kommen. Diese besagt,

dass Emittenten bei der Gestaltung ihrer Prospekte eine klare Anordnung der Offenlegungsanforderungen innerhalb der verschiedenen Verzeichnisse (Registrierungsformular, Wertpapierbeschreibung, Zusammenfassung) erfüllen müssen. Eine klare Anordnung meint hier eine festgelegte Reihenfolge, in der die erforderlichen Informationen erteilt werden müssen. So soll sichergestellt werden, dass alle Prospekte des Europäischen Marktes vollständig und leicht vergleichbar sind.

Durch einen einheitlichen Aufbau des Prospektes sind für den Anleger damit unterschiedliche Produkte leichter vergleichbar. Gleichzeitig würde dadurch ebenfalls die Prüfungspraxis der Aufsicht erleichtert und unterstützt. Dies liegt auch im Interesse des Anlegers. Denn gerade wenn der Emittent sich bewusst ist, dass die Überprüfung seines Prospektes aufgrund einer vorgegebenen Reihenfolge der Informationen für die Aufsicht leicht ist und Unregelmäßigkeiten mit hoher Wahrscheinlichkeit

aufgedeckt werden, profitiert der Anleger davon. So werden Versuche seitens des Emittenten, unliebsame Daten oder Zusammenhänge zu verschleiern oder wegzulassen, im Vorfeld unterbunden. Dies führt dazu, dass die Emittenten möglichst korrekte Prospekte vorlegen.

Berlin, den 06.08.2003

Verbraucherzentrale Bundesverband
Fachbereich Finanzdienstleistungen
Markgrafenvstr. 66, 10969 Berlin
Tel.: 030/25800-303, (Fax: -318)

Bei Rückfragen: Manfred Westphal, Tel.: 030 – 25 800 – 303, Fax: – 318