



Foto: iStockphoto

# Dokumentenflut für Anleger und Berater

Ab 1. Juli gelten neue Vorschriften für Aufbau und Inhalt von Wertpapierprospekten. Die Dokumentationspflicht wird komplexer und aufwendiger. Für Anleger führt dies eher zu weniger Transparenz und Verständlichkeit. Für Berater und Emittenten steigt derweil das Haftungsrisiko

von Elton Mikulic, Rechtsanwalt bei Otto Mittag Fontane

Wertpapierprospekte sind ein unerlässliches Hilfsmittel, um die Informationspflichten in der Anlageberatung zu erfüllen. Im besten Fall bieten sie ein verständliches und vollständiges Bild von den Risiken, die mit dem Wertpapier und dem Emittenten verbunden sind, und bilden eine solide Basis für ein Anlageberatungsgespräch. Den rechtlichen Rahmen für Aufbau und Inhalt von Wertpapierprospekten gibt das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) vor, das die Vorgaben der Europäischen Prospekttrichtlinie umsetzt. Da am 31. Dezember 2010 eine neue Richtlinie (2010/73/EU) in Kraft trat, überarbeitete der deutsche Gesetzgeber auch das WpPG. Die neue Fassung wird am 1. Juli 2012 in Kraft treten. Die Stärkung des Anlegerschutzes und eine Vereinheitlichung der Verwaltungspraxis innerhalb der Europäischen Union sind erklärte Ziele der Neuerungen. In der Anlageberatung sind Grundkenntnisse hinsichtlich Inhalt und Form der zukünftigen Formate Voraussetzung für den professionellen Umgang mit Wertpapierprospekten, zumal damit auch Haftungsfragen verbunden sein können. Insbesondere der große deutsche Markt für verbriefte Derivate (Zertifikate, Optionscheine und Strukturierte Anleihen) weist bezüglich der Prospekte Besonderheiten auf, die ein genaueres Hinsehen erfordern.

## Formate bei derivativen Wertpapieren

Auf dem deutschen Markt hat sich bei derivativen Wertpapieren der Basisprospekt als gängiges Format etabliert. Dieser ent-

hält alle für eine bestimmte Produktgattung notwendigen allgemeinen Angaben. Eine Beschreibung des Emittenten ist in einem gesonderten Dokument enthalten, dem Registrierungsformular. Diese Informationen



Elton Mikulic,  
Otto Mittag Fontane, Frankfurt am Main

werden noch in einer Zusammenfassung gebündelt, die Bestandteil des Basisprospekts ist. Die eigentlichen Produktangaben (Auszahlungsprofil, Preis etc.) werden in sogenannten Endgültigen Angebotsbedingungen veröffentlicht, die erst bei Emission erstellt und bei der BaFin hinterlegt werden. Somit müssen für eine gründliche Analyse eines Wertpapiers drei Dokumente gelesen und zueinander in Bezug gesetzt werden: Basisprospekt, Registrierungsformular und Endgültige Angebotsbedingungen. Zusätzlich müssen Änderungen oder neue Angaben zu Emittent und Wertpapieren berück-

sichtigt werden, die während der Laufzeit in Nachträgen veröffentlicht werden. Das bedeutet bereits in der jetzigen Rechtslage einen nicht zu unterschätzenden Aufwand für Berater, wenn sie Kunden über die Risiken eines Produkts aufklären wollen. Etwas abgemildert wird dieser Aufwand dadurch, dass viele Emittenten sogenannte konsolidierte Endgültige Angebotsbedingungen erstellen, in denen alle wichtigen Angaben aus Basisprospekt und Registrierungsformular nebst den bis dahin veröffentlichten Nachträgen zusammengefasst werden.

## Ein viertes Dokument wird eingeführt

Hatten die Emittenten bisher einen gewissen Spielraum hinsichtlich Inhalt und Form der Endgültigen Angebotsbedingungen, ist dies nach neuer Rechtslage nicht mehr der Fall. Sämtliche Prospektangaben werden zukünftig in drei Kategorien unterteilt (Cat A, B und C). Endgültige Angebotsbedingungen dürfen nur noch Angaben (Cat B und C) enthalten, die erst zum Zeitpunkt der Emission festgelegt werden können, beziehungsweise welche die Auswahl zwischen verschiedenen Optionen betreffen, die im Basisprospekt angelegt sind. Die zusammenhängende Wiedergabe von Informationen, die bereits im Basisprospekt und im Registrierungsformular enthalten sind, ist nicht mehr möglich. Endgültige Angebotsbedingungen werden also keine aus sich selbst heraus verständlichen Dokumente mehr sein. Die Angaben sind stets nur im Sinne eines Baukastensystems in der Zu-

sammenschau mit dem Basisprospekt zu verstehen. Dieser missliche Umstand soll abgemildert werden durch die Einführung einer aktualisierten Zusammenfassung je Emission, die wiederum auf der Zusammenfassung des Basisprospekts beruht und alle Schlüsselinformationen zu Emittent und Wertpapier neben den spezifischen aktuellen Angaben zur Emission enthalten soll. Diese aktualisierte Zusammenfassung wird im Baukastensystem „Wertpapierprospekt“ somit ein viertes Dokument darstellen, das bei der Bewertung in Betracht zu ziehen ist.

### Ausweitung der Aktualisierungspflicht

Basisprospekt und Registrierungsformular haben bisher eine Gültigkeitsdauer von einem Jahr, soweit sie durch Nachträge aktuell gehalten werden. Will der Emittent nach Ablauf dieses Zeitraums neue Wertpapiere emittieren, muss er der BaFin einen neuen Basisprospekt bzw. ein neues Registrierungsformular zur Billigung vorlegen. Die Endgültigen Angebotsbedingungen hingegen waren nicht befristet. Wenn also ein Wertpapier über mehrere Jahre öffentlich angeboten wurde, war es notwendig, sich neben den Ausgangsdokumenten (Basisprospekt, Registrierungsformular und Endgültige Angebotsbedingungen) über eventuelle Nachträge zu informieren. Künftig haben auch Endgültige Angebotsbedingungen eine maximale Gültigkeit von einem Jahr. Danach werden Emittenten neue Endgültige Angebotsbedingungen für ein Wertpapier veröffentlichen müssen, falls sie es weiter öffentlich anbieten wollen. Die Aktualisierungspflicht mittels Nachträgen bleibt aber weiter bestehen und wird auch auf das Registrierungsformular ausgedehnt. Anleger und Finanzintermediäre müssen daher in Zukunft nicht nur die Menge und die gegenseitige Abhängigkeit der Dokumente

bewältigen, sondern stets auch darauf achten, dass sie keine veralteten Endgültigen Angebotsbedingungen zur Hand nehmen.

### Basisprospekte werden individueller

Einen Beitrag zu mehr Transparenz und Übersichtlichkeit bei Wertpapierprospekten wird das neue Prospektrecht wohl auf Umwegen leisten: Viele Banken emittieren bisher auf Grundlage sehr umfangreicher Basisprospekte, die eine Vielzahl unterschiedlicher Produkttypen umfassen. Dazu werden die Angaben, die nicht von der Produktart abhängig sind, allgemein gehalten und um spezifische produkttypische Angaben ergänzt. In Zukunft wird dies wohl aufgrund der strengeren Vorgaben zu Aufbau und Inhalt der Wertpapierangaben schwieriger werden. Daher ist wohl eine höhere Anzahl von Basisprospekten zu erwarten, die aber nur einzelne und ähnliche Produkttypen umfassen, und somit kürzer und übersichtlicher ausfallen könnten.

### Europäisierung der Aufsicht

Konnte die BaFin in ihrer Funktion als deutsche Prospektaufsicht in Anbetracht der besonderen Gegebenheiten des deutschen Marktes für derivative Wertpapiere vielfach mit Augenmaß und Verständigkeit agieren, wird dies in Zukunft wesentlich schwieriger sein. Die neue Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) soll zukünftig die Arbeit der nationalen Aufsichtsbehörden überwachen und durch verbindliche „Technische Standards“ auch komplexe Detailfragen zu Prospektinhalten auf europäischer Ebene vereinheitlichen. Dass dies vermehrt auch zu unsinnigen und irreführenden Angaben in Prospekten führen wird, die für Anleger keinen Informationsmehrwert darstellen, ist leider abzusehen. Im Fachjargon der EU-Bürokraten

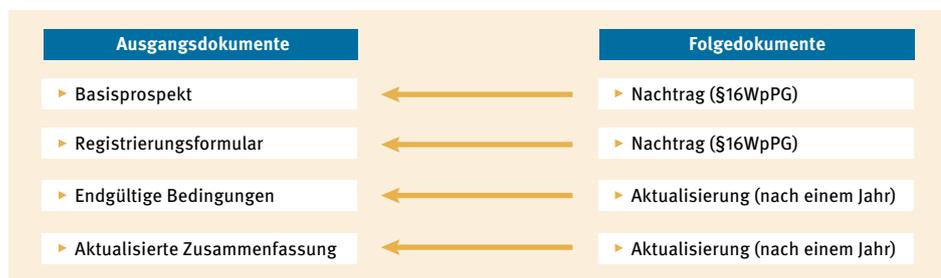
nennt sich das: „Sicherstellung der kohärenten Anwendung des EU-Rechts seitens der nationalen Aufsichtsbehörden“.

### Fazit: Allein der Regulierung wegen

Trotz gegenteiliger Beteuerungen haben der europäische und der deutsche Gesetzgeber Anlegern und Finanzintermediären mit den Neuerungen im Prospektrecht einen Bärendienst erwiesen. Anstatt sich aus realistischer Anlegerperspektive heraus zu überlegen, welche Angaben wirklich für die Bewertung eines Wertpapiers essenziell sind, und wie diese übersichtlich in einem oder doch möglichst wenigen Dokumenten zusammengetragen werden können, hat man aus einer eingeschränkten Aufsichtsperspektive heraus versucht, den Spielraum für Emittenten bei der Gestaltung eines Prospekts maximal einzuengen. Herausgekommen ist ein komplexes System von mehreren Ausgangsdokumenten und einer Reihe von Aktualisierungspflichten, die das Haftungsrisiko von Emittenten und Finanzintermediären erhöhen, ohne zugleich für mehr Transparenz und Verständlichkeit zu sorgen. Auch eine fehlende Abstimmung mit bereits bestehenden Dokumentationspflichten auf nationaler Ebene (Produktinformationsblatt) und weiteren Initiativen auf EU-Ebene (Komplexe Anlageprodukte für Kleinanleger – PRIPIs) ist zu bemängeln. Zusätzlich wird auch der Emissionsprozess für die Emittenten verteuert, die die höheren Kosten wohl über größere Margen bei der Preisstellung an den Anleger weitergeben werden. Alles in allem ist das neue Prospektrecht wohl ein Musterbeispiel für Regulierung allein der Regulierung wegen.

\* Dies ist ein externer Beitrag. Der Inhalt gibt nicht zwingend Meinung und Einschätzung der Redaktion wieder.

## Wertpapierprospekt (Rechtslage ab 1.7.2012)



Neben den drei bisherigen Pflicht-Dokumenten müssen Emittenten für ihre Produkte ab Juli noch aktualisierte Zusammenfassungen zur Verfügung stellen. Die Nachtragspflicht wird auf das Registrierungsformular ausgeweitet und auch Endgültige Bedingungen müssen neuerdings jährlich aktualisiert werden