

**Was taugt der Wertpapierprospekt für die
Anlegerinformation?
Rahmenbedingungen für Anlegerinformation
und Anlegerschutz beim Wertpapiererwerb**

Praxis in der Schweiz

Dr. iur. René Bösch, LL.M.

22. Juni 2012

Ausgangslage: Prospektpflicht und Prospekthaftung 1|4

- Die Schweiz ist nicht Mitglied der EU oder des EWR → Prospekttrichtlinie findet keine Anwendung
- Primärmarktrecht der Schweiz ist nur rudimentär ausgestaltet:
 - keine Registrierungspflicht für Emission von Wertpapieren
 - keine Prospektprüfung oder –zulassungspflicht → einzig Prüfung bei Notierung von Wertschriften an der SIX Swiss Exchange
- Lediglich zivilrechtliche Regelung der Prospektpflicht:
 - bei öffentlichem Angebot von Aktien (Art. 652a Schweizerisches Obligationenrecht ["OR"])
 - bei öffentlichem Angebot von Anleihen (Art. 1156 OR) – verweist betr. Prospektinhalt auf Art. 652a OR

Ausgangslage: Prospektpflicht und Prospekthaftung 2|4

Rudimentäre Prospekterfordernisse: Art. 652a OR

¹ Werden neue Aktien öffentlich zur Zeichnung angeboten, so gibt die Gesellschaft in einem Emissionsprospekt Aufschluss über:

1. den Inhalt der bestehenden Eintragung im Handelsregister, mit Ausnahme der Angaben über die zur Vertretung befugten Personen;
2. die bisherige Höhe und Zusammensetzung des Aktienkapitals unter Angabe von Anzahl, Nennwert und Art der Aktien sowie der Vorrechte einzelner Kategorien von Aktien;
3. Bestimmungen der Statuten über eine genehmigte oder eine bedingte Kapitalerhöhung;
4. die Anzahl der Genussscheine und den Inhalt der damit verbundenen Rechte;

...

Ausgangslage: Prospektpflicht und Prospekthaftung 3|4

5. die letzte Jahresrechnung und Konzernrechnung mit dem Revisionsbericht und, wenn der Bilanzstichtag mehr als sechs Monate zurückliegt, über die Zwischenabschlüsse;
6. die in den letzten fünf Jahren oder seit der Gründung ausgerichteten Dividenden;
7. den Beschluss über die Ausgabe neuer Aktien.

² Öffentlich ist jede Einladung zur Zeichnung, die sich nicht an einen begrenzten Kreis von Personen richtet.

³ Bei Gesellschaften, die über keine Revisionsstelle verfügen, muss der Verwaltungsrat durch einen zugelassenen Revisor einen Revisionsbericht erstellen lassen und über das Ergebnis der Revision im Emissionsprospekt Aufschluss geben.

Ausgangslage: Prospektpflicht und Prospekthaftung 4|4

Prospekthaftung: Art. 752 OR

Sind bei der Gründung einer Gesellschaft oder bei der Ausgabe von Aktien, Obligationen oder anderen Titeln in Emissionsprospekten oder ähnlichen Mitteilungen unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben gemacht oder verbreitet worden, so haftet jeder, der absichtlich oder fahrlässig dabei mitgewirkt hat, den Erwerbern der Titel für den dadurch verursachten Schaden.

Das Problem

- Die Prospekthaftungsnorm von Art. 752 OR spricht von:
 - "den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende[n] Angaben" bzw.
 - "irreführenden Angaben"
- Test "gesetzliche Anforderungen" ist relativ einfach zu erfüllen → "Rule Check", "Tick the Box"
- Aber was ist "irreführend"?
 - Verschweigen oder Unterdrücken von wesentlichen Tatsachen oder Umständen, welche die gemachten Aussagen in einem anderen Licht erscheinen lassen
 - keine klare, genügend substantiierte Risikoaufklärung
 - unklare, unverständliche Aussagen (?)
 - unklarer Standard, keine klare Anleitung

Die Auswirkungen in der Praxis

- Prospekte sind mittlerweile sehr umfangreich – bei Angeboten von Aktien oder aktienbezogenen Instrumenten oft mehrere 100 Seiten
 - Kapitalerhöhung UBS 2008: 925 Seiten
 - IPO DKSH 2012: 270 Seiten
 - IPO Glencore 2011 (kein Offering in der Schweiz, aber CH Gesellschaft): 1637 Seiten
- Risikofaktoren nun auch in Prospekten von Emittenten von Anleihen, die Investment Grade sind
- Wildwucher in der Offenlegung in verschiedenen Bereichen, z.B.:
 - Risikofaktoren → hinreichend konkret (z.B. "Change in Law")?
 - Beschreibung von Geschäftsstrategien mit möglichen Risiken – was ist ein reales Risiko?
 - Rechtsverfahren → Frage nach der Wesentlichkeit

Macht das noch Sinn? Fragen

- An wen richtet sich der Prospekt, für wen ist der Prospekt geschrieben?
 - Endanleger?
 - wenn ja: wer ist der Endanleger?
 - durchschnittlich gebildeter Anleger?
 - professioneller Anleger?
 - "Mann von der Strasse"?
 - Finanzintermediär (Bank, Wertschriftenhaus, Analyst, etc.)?
- Wenn der Prospekt nur noch an den Finanzintermediär gerichtet ist:
 - sollen Retail-Investoren von der Zeichnung von Wertpapieren ausgeschlossen werden?
 - soll das Modell "Execution Only" verboten werden?
 - dürfen gewisse Wertpapiere nicht mehr an nicht-qualifizierte Anleger angeboten werden?

Thesen 1|2

1. In der gegenwärtigen Form sind Prospekte nicht mehr geeignet, einen durchschnittlichen Anleger vernünftig und klar zu informieren
 - vernünftige, allgemein verständliche Zusammenfassungen müssen erstellt werden
 - Prospekte müssen einfacher abgefasst werden – einfache, nicht von technischen Begriffen geprägte Sprache
 - zu umfangreich, zu detailliert
 - Darstellung zu technisch

2. Incorporation by Reference führt zu Wildwuchs betr. Prospektinhalt
 - ursprünglich zur Effizienzsteigerung und Reduktion des Volumens eines Prospektes gedacht
 - heute exzessive Inkorporation aller möglicher Dokumente → Verlust der Übersichtlichkeit
 - Prospekte degenerieren zu "Inhaltsverzeichnissen" bzw. "Schlagwortverzeichnissen"

Thesen 2|2

3. Risikofaktoren in der heutigen Form sind ungenügend, unverständlich und zu wenig konkret
 - oft werden Risiken gar nicht offengelegt, da sie nicht verstanden werden → vermehrt wieder individuelle Risikoanalyse statt "Copy & Paste" der Risikofaktoren aus der letzten Transaktion
 - allgemeine, generische Risikofaktoren nützen nichts bzw. täuschen eine Schein-Offenlegung vor (z.B. "Change in Law")
 - Risiken sollten in der Reihenfolge ihrer Wichtigkeit aufgelistet werden (so z.B. in Kanada) → zwingt zur wirklichen Auseinandersetzung mit den Risiken
 - Wortmässige Beschränkung der Risikoaufklärung → zwingt zur Disziplin

4. Prospekte sind nicht mehr für Investoren geschrieben, sondern mit dem einzigen Zweck der Haftungsbeschränkung -minimierung des Emittenten und der Berater

⇒ **Fazit: Rückbesinnung tut not, weniger wäre mehr!**

Homburger

Danke für Ihre Aufmerksamkeit.

Dr. iur. René Bösch, LL.M.
rene.boesch@homburger.ch
T +41 43 222 10 00

Homburger AG
Prime Tower
Hardstrasse 201 | CH-8005 Zürich
Postfach 314 | CH-8037 Zürich

www.homburger.ch