



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

CLEARY
GOTTLIEB

Was taugt der Wertpapierprospekt für die Anlegerinformation? Praxis in den U.S.A.

Ward A. Greenberg

Frankfurt am Main, 22. Juni 2012

© 2012 Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP. All rights reserved.

Throughout this presentation, "Cleary Gottlieb" and the "firm" refer to Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP and its affiliated entities in certain jurisdictions, and the term "offices" includes offices of those affiliated entities.

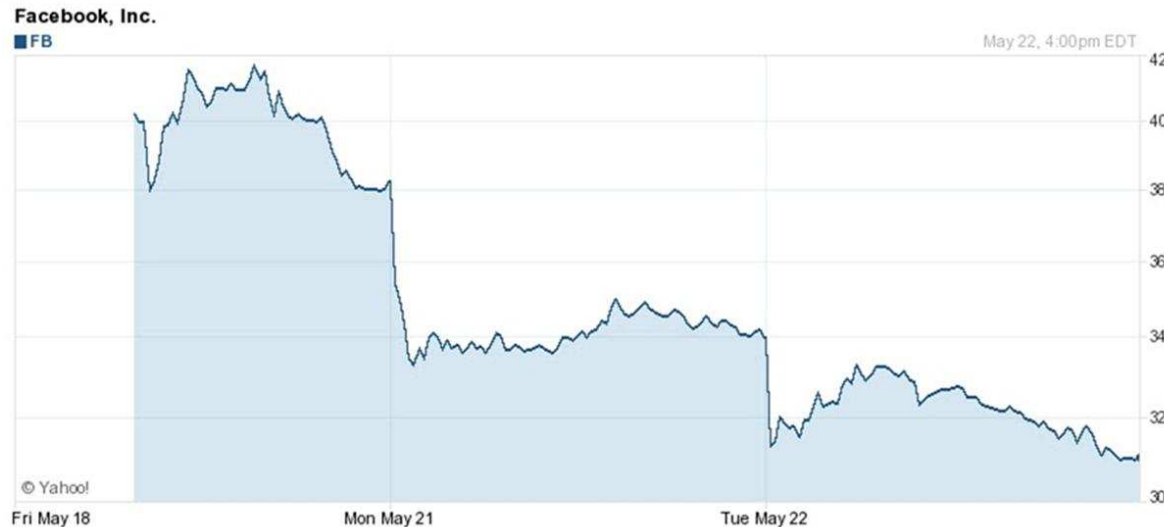
Funktion des Prospekts nach dem US-Recht

- Rechtlich gesehen: Prospekt als Hauptinformationsquelle für ein Wertpapierangebot
- Haftung für irreführende Aussagen im Prospekt, wobei der Prospekt durch vollständige und nicht irreführende Aussagen dieser Haftung vorbeugen kann
- Der Prospekt ist gesetzlich ein allumfassendes Haftungs- und Marketingdokument
- Wesentliche Aussagen in anderen Dokumenten oder bei Veranstaltungen, z. B. bei Präsentationen für Research-Analysten und Roadshows, müssen sich im Prospekt wiederfinden
- Die SEC ist dafür verantwortlich, die Offenlegungsvorschriften für die öffentlichen Emittenten stetig zu prüfen und zu aktualisieren
- Die Auslegungen der SEC werden in der Praxis auch außerhalb ihres Zuständigkeitsbereiches angewandt



Offenlegung als Grundstein des Anlegerschutzes

- Prospekthaftung setzt voraus, dass das Dokument eine irreführende Aussage einer wesentlichen Tatsache enthält bzw. wesentliche Tatsachen weglässt
- Da erst im Nachhinein betrachtet wird, ob eine Weglassung wesentlich war, besteht eine Tendenz zu umfangreicher Offenlegung
- Vor allem im Zuge von Wirtschaftskrisen, wenn Anleger Vermögen verloren haben, werden häufig neue Erfordernisse zur Offenlegung durch den Gesetzgeber bzw. die *Securities and Exchange Commission* angeordnet
 - Insbesondere dann, wenn behauptet werden kann, dass eine Anlageentscheidung auf Grundlage von umfassenderen Informationen anders gefallen wäre



Offenlegung als Grundstein des Anlegerschutzes

SEC Commissioner Louis Aguilar
Rede im Februar 2012



Beispiel für neue Prospektanforderungen
als Reaktion auf eine Finanzkrise:
Rundschreiben der SEC an
Finanzinstitute mit der Aufforderung zu
umfassenderer Offenlegung der
Exposures im Rahmen der europäischen
Schuldenkrise

“In serving as an investor advocate, it is the responsibility of the Commission to promulgate rules to make sure that investors are armed with the appropriate information they need during each step of their investment decision – whether it is to buy, sell, or hold their securities, or to vote their securities. When it is clear that investors are in the dark and not receiving adequate disclosures, the Commission should act, and act swiftly, to ensure that investors have the information they require.”

SEC Commissioner Daniel Gallagher
Rede im Dezember 2011



“Another key aspect of the Commission’s regulatory mission is the core mandate to require clear and timely disclosure by the market participants it oversees. When these disclosure obligations are not met, there is the very real threat of swift and stern enforcement. Thus, issuers can offer securities to investors so long as proper and timely disclosure is made, and investors may take whatever risks they choose.”

Initiativen zur Fokussierung der Offenlegung auf die „wichtigsten“ Informationen

- Aufgrund der zunehmenden Länge von Prospekten, hat die SEC versucht, in einigen Bereichen eine Reduzierung des Umfangs der Prospekte zu forcieren
- 1. Beispiel: „*Plain English*“-Initiative der SEC (1998)
 - Vereinfachte, leichter lesbare Offenlegung auf dem Deckblatt, in der Prospektzusammenfassung und in den Risikofaktoren
 - Erste Person („Wir“, „Sie“)
 - Passiv vermeiden
 - Listen durch Einfügen von Absätzen und Aufzählungszeichen vereinfachen
 - Verwirrende Abkürzungen vermeiden
 - *Plain English* hat nicht unbedingt dazu geführt, dass Prospekte kürzer werden

Fazit: Fast 15 Jahre nach dem Inkrafttreten dieser Initiative ist der Text in Prospekten zwar etwas verständlicher geworden, aber dafür hat der Prospektumfang zugelegt

Initiativen zur Fokussierung der Offenlegung auf die „wichtigsten“ Informationen

■ 2. Beispiel: Fondsprospekte

- Annahme, dass die Anleger dieser Fonds weniger Finanzmarktwissen besitzen
- Im Vordergrund der Investitionsentscheidung steht für Anleger die Vergleichbarkeit der angebotenen Fonds (ca. 8.000 offene Fonds, die aufgrund regulatorischer Vorgaben eine vergleichbare rechtliche Struktur aufweisen)
- Fokus: Ziele und Strategien der Fonds, die damit verbundenen Risiken und Kosten sowie ihre Performance
- Diese Informationen sind nun alle in einer Zusammenfassung mit standardisiertem Inhalt zu präsentieren
- Die übrigen detaillierten Angaben befinden sich nach wie vor im „gesetzlichen Prospekt“, der auf der Webseite des Fonds abrufbar ist

Fazit: Die Dokumente, die Anleger für ihre Anlageentscheidung tatsächlich lesen, sind recht einfach – aber die Haftung richtet sich nach wie vor nach dem umfangreichen Prospekt

■ 3. Beispiel: Interaktive Daten

- Initiative der SEC, Daten in Prospekten (v. a. im Finanzteil) durch Metadaten eines Klassifikationsschemas zuzuordnen, die es Anlegern ermöglicht, Daten von Dokumenten unterschiedlicher Emittenten ohne zeitaufwendiges Suchen abzurufen und zu vergleichen
- Auch hier wird die Offenlegung nicht kürzer – auch wenn sich wichtige Einzelinformationen im großen Berg von Offenlegungen leichter auffinden lassen

Initiativen zur Fokussierung der Offenlegung auf die „wichtigsten“ Informationen

- 4. Beispiel: 917 Dodd-Frank Act 2010
 - Die SEC ist verpflichtet, das Finanzmarktwissen der Anleger im Retailmarkt zu prüfen sowie das Timing, den Inhalt und den Aufbau der Offenlegungen

SEC Commissioner Troy Paredes
Rede im Februar 2011



“The bottom-line risk with information overload is that investors will have so much information available to them that they will sometimes be unable to distinguish what is important from what is not. Too frequently, investors do not bother carefully studying the information that is available and get overwhelmed or distracted, misplacing their focus on less important matters. In short, the sheer amount of information can frustrate its effective use.”

Initiativen zur Fokussierung der Offenlegung auf die „wichtigsten“ Informationen

- Der Umfang der Offenlegung wird wegen neuer Pflichtangaben stets größer
 - „CD&A“ – Vergütungsbericht mit sehr detaillierten Angaben über Vergütung von Organmitgliedern und Management
 - Initiativen – wie „Say on Pay“ – mit dem Ziel, die langen und schwer verständlichen Details zur Vergütung zu vereinfachen
 - Offenlegung zu den im Zusammenhang mit der Schuldenkrise bestehenden Exposures
 - Detaillierte und quantifizierte Offenlegung zu Marktrisiken aus Derivaten und sonstigen komplexen Finanzinstrumenten
 - Darstellung der außerbilanziellen Exposures

Fazit: Neue Themen tauchen ständig auf und neue Offenlegung dazu wird gefordert; veraltete Anforderungen an die Offenlegung werden eher selten abgeschafft



The screenshot shows the U.S. Securities and Exchange Commission website. The header includes the SEC logo and the text "U.S. Securities and Exchange Commission". Below the header, the page is titled "CF Disclosure Guidance: Topic No. 4" and "European Sovereign Debt Exposures". The date is listed as "Date: January 6, 2012". A red box highlights the summary text: "Summary: This guidance provides the Division of Corporation Finance's views regarding disclosure relating to registrants' exposures to certain European countries." A red line points from this box to a larger red box on the right side of the page, which contains a more detailed summary: "Summary: This guidance provides the Division of Corporation Finance's views regarding disclosure relating to registrants' exposures to certain European countries."

Mögliche Verbesserungsansätze

- Bündelung der „Schlüsselinformation“ (*key information*) in einer Prospektzusammenfassung
 - Bei Fondsprospekten bereits praktiziert
 - Bisher keine Auswirkung auf Haftungsgrundlagen und Haftungsrisiko
 - Übertragung dieses Konzepts auf alle Wertpapierangebote

- Abgrenzung der Haftung bei unterlassenen Angaben, deren Unterlassung die verbleibenden Aussagen nicht irreführend verstehen lassen
 - Solch eine Abgrenzung ist im Einzelfall schwierig
 - Wenn die Abgrenzung durch Gerichtsentscheidungen folgen, schließt sich eine durchgehende und konsequente Auslegung praktisch aus

- Trennung zwischen dem echten Retailmarkt (Privatanleger) und Anlegern mit einem höheren Grad an Finanzmarktwissen
 - Offenlegung auf den Zielanlegerkreis angepasst
 - Ausschließlich einfache Produkte für den Retailmarkt; komplexe Produkte Institutionen vorbehalten
 - Wer aber entscheidet, welche Anleger welcher Kategorie angehören?
 - Stärkerer modularer Aufbau von Prospekten: In der Praxis lesen Investoren den Prospekt eher auszugsweise und nicht vollständig
 - In ihrer Warn-Aussage verstärkte aber vereinfachte/verkürzte Risikofaktoren



NEW YORK
WASHINGTON
PARIS
BRUSSELS
LONDON
MOSCOW
FRANKFURT
COLOGNE
ROME
MILAN
HONG KONG
BEIJING
BUENOS AIRES
SÃO PAULO

CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP

www.clearygottlieb.com