

**PUBLIZITÄTSVORSCHRIFTEN BEI
STRUKTURIERTEN PRODUKTEN**

BACHELORARBEIT

IN

BANKING / FINANCIAL SERVICES

AM

**INSTITUT FÜR SCHWEIZERISCHES BANKWESEN
DER UNIVERSITÄT ZÜRICH**

BEI

PROF. DR. HANS GEIGER

VERFASSEN: GEORGINE ROESLE

ABGABEDATUM: 5. OKTOBER 2007

EXECUTIVE SUMMARY

I. PROBLEMSTELLUNG

Der schweizerische Markt für strukturierte Produkte hat in den letzten Jahren einen tiefgreifenden Wandel erfahren: Noch vor 30 Jahren waren strukturierte Produkte nur qualifizierten Investoren¹ zugänglich und wurden ohne öffentliches Angebot platziert.² Heute werden strukturierte Produkte öffentlich angeboten und sind damit für jedermann zugänglich. Zudem hat die Anzahl kotierter Produkte in den letzten Jahren markant zugenommen.

Als Folge dieser Entwicklung wuchs die Notwendigkeit angemessener Regulierungen für den Handel mit strukturierten Produkten. Dies einerseits, weil es auf dem Markt an Transparenz mangelte, da es keine spezifischen Vorschriften zur Information der Anleger gab und die Vertreiber unterschiedlich informierten. Andererseits wurde der Ruf nach geregelter Information laut, weil die Komplexität und die Vielfalt der strukturierten Produkte derart zunahm, dass das Anlegerpublikum bei volatilen Kursen massive Verluste erlitt, wodurch es stark verunsichert wurde.

II. ZIELSETZUNG

Die Regulierung der strukturierten Produkte hat in den vergangenen Monaten verschiedene Änderungen erfahren. Sowohl auf Gesetzes- als auch auf Selbstregulierungsebene sind neue Vorschriften in Kraft getreten (Kollektivanlagengesetz (KAG), Richtlinien über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten), welche sicherstellen sollen, dass den Investoren sämtliche relevanten Informationen zur Verfügung gestellt werden.

Die vorliegende Arbeit untersucht die geltenden Publizitätsvorschriften bei strukturierten Produkten von der Platzierung bis zum Ende der Laufzeit des Produkts. In diesem Rahmen wird geprüft, ob die gegenwärtigen Publizitätsvorschriften eine angemessene Transparenz gewährleisten. Mögliche Lücken sollen aufgezeigt werden und praxisorientierte Lösungsansätze vorgetragen werden.

III. METHODIK

In jüngster Zeit nahmen die Publikationen zur Informationsregulierung bei strukturierten Produkten deutlich zu. Da jedoch die Regulierungen ständigen Änderungen unterworfen sind, stützt sich die vorliegende Arbeit nicht nur auf Literatur und Materialien, sondern auch auf Interviews, welche die Meinungen von kompetenten Auskunftspersonen aus der Praxis widerspiegeln.

¹ Unter einem qualifizierten Investor versteht sich eine vermögende Privatperson, die im Zeitpunkt des Erwerbs einer Finanzanlage über mindestens CHF 2 Mio. verfügt und dies gegenüber einem der Aufsichtsbehörde unterstellten Finanzintermediär oder einem unabhängigen Vermögensverwalter schriftlich bestätigt, (vgl. Art. 6 KKV). Ebenso gelten im vorliegenden Fall die Gesamtheit aller Finanzintermediäre zu den qualifizierten Investoren.

² Vgl. FEHR 2006, S. 65.

IV. AUFBAU DER ARBEIT

Im Anschluss an die Einleitung werden die Begriffe der Publizitätsvorschrift und des strukturierten Produktes definiert. Ebenso wird die Kategorisierung der strukturierten Produkte in der Schweiz erklärt.

Im zweiten Kapitel werden die Publizitätsvorschriften im Allgemeinen beleuchtet. Dabei werden Sinn und Zweck der Publizitätsvorschriften aufgezeigt, die aktuellen Rechtsgrundlagen im Zusammenhang mit dem strukturierten Produkt dargestellt und die Rollen der beteiligten Akteure geklärt.

Kapitel drei befasst sich mit der Erörterung der Publizitätsvorschriften beim strukturierten Produkt von der Platzierung bis zum Ende seiner Laufzeit. Dazu gehört die Erstellung des vereinfachten Prospekts beim öffentlichen Angebot auf dem Primärmarkt sowie, je nach Voraussetzungen, die Erstellung des Kotierungsprospekts und gegebenenfalls des Kotierungsinserats im Hinblick auf die Kotierung. Ebenso werden die Vorschriften zur Aufrechterhaltung der Kotierung, der Ad hoc-Publizität, berücksichtigt. Das Kapitel schliesst mit einer Beurteilung der aktuellen Publizitätsvorschriften bei strukturierten Produkten.

Im vierten Kapitel wird eine Bewertung der Information des Anlegers durch den Emittenten vorgenommen. Dabei werden Term Sheets verschiedener Emittenten analysiert und die darin ausgewiesenen Informationen anhand eines Kriterienkataloges bewertet. Die Kriterien umfassen die für einen fundierten Anlageentscheid in einen ausgewählten Produkttyp notwendigen Informationen. Die Resultate werden dargestellt, interpretiert und Bemerkungen zur gegenwärtigen Information angebracht.

Die vorliegende Arbeit schliesst mit einer Würdigung und einer persönlichen Beurteilung der geltenden Publizitätsvorschriften bei strukturierten Produkten sowie einem Ausblick auf mögliche Entwicklungstendenzen.

V. RESULTATE UND ALLGEMEINE BEURTEILUNG

Durch die rasante Entwicklung des Marktes für strukturierte Produkte wurde der Ruf nach Publizitätsvorschriften laut. In jüngster Vergangenheit haben sich viele Neuerungen bezüglich der Offenlegung von Informationen durchgesetzt. Mit dem Erlass des KAG und der darin geregelten Prospektpflicht für strukturierte Produkte bei öffentlichem Angebot,³ mit dem Erlass der Richtlinien zur Information der Anlegerinnen und Anleger der Schweizerischen Bankiervereinigung und der Kategorisierung der strukturierten Produkte durch den Schweizerischen Verband für Strukturierte Produkte wurden wesentliche Verbesserungen in der Publizität bei strukturierten Produkten erreicht und den Bedürfnissen der Marktteilnehmer entsprochen.

Dennoch scheint es in den heutigen Regularien Unklarheiten und verbesserungsfähige Bestimmungen zu geben. Einerseits besteht für das strukturierte Produkt keine Legaldefinition,

³ Vgl. Art. 5 KAG.

weshalb der Geltungsbereich von Art. 5 KAG unklar ist. Andererseits wurden die Voraussetzungen, wann eine öffentliche Werbung bzw. ein öffentliches Angebot vorliegt, über die Zeit hinweg verschieden definiert. Weiter ist die Haftungsgrundlage unklar, falls ein nachweisbarer Schaden eingetreten ist, ein schuldhaftes widerrechtliches Handeln vorliegt und wenn zwischen Schaden und widerrechtlich schuldhaftem Verhalten ein adäquater Kausalzusammenhang besteht.⁴ Die Meldepflicht im Zusammenhang mit strukturierten Produkten ist nicht explizit geregelt, sofern das strukturierte Produkt zum Bezug gewisser Beteiligungsrechte führen mag. Dasselbe gilt für die Meldepflicht infolge gewisser Kapitalmassnahmen beim Basiswert eines strukturierten Produkts, welche einen Einfluss auf den Wert des strukturierten Produktes haben mag.

Auf dem Schweizer Markt für strukturierte Produkte wird viel der Selbstregulierung überlassen. Dadurch wird eine praxisnahe Regulierung sowie ein flexibler und innovativer Markt ermöglicht. Diese Ausgangslage ist für den Derivatemarkt, der stets neuen Herausforderungen ausgesetzt ist, günstig.

Die Bewertung der Information der Emittenten wurde aufgrund einer Analyse diverser Term Sheets kotierter Produkte verschiedener Emittenten durchgeführt. Dabei wurde festgestellt, dass der Inhalt der Term Sheets nicht nur unterschiedlich, sondern bei gewissen Emittenten auch jenem des vereinfachten Prospekts sehr ähnlich ist. Die kotierten strukturierten Produkte werden heute über das provisorische Zulassungsverfahren kotiert, wobei der Kotierungsprospekt dem Investor erst spätestens zwei Monate nach der provisorischen Zulassung zur Verfügung steht. Damit stellt sich die Frage, ob die Emittenten den Inhalt des Term Sheets nicht gemäss den Vorschriften zur Erstellung eines vereinfachten Prospekts aufstellen sollen, damit der Investor bereits zum Zeitpunkt des Kaufentscheides über angemessene Informationen verfügt.

Die Komplexität der strukturierten Produkte, aber auch der erweiterte Kreis von Investoren, welche strukturierte Produkte kaufen, rechtfertigen, dass eine Transparenz besteht, welche einen fairen Markt gewährleistet und dem Investor all jene Informationen vermittelt, die ihm einen fundierten Anlageentscheid ermöglichen. Dazu braucht es Publizitätsvorschriften. Die Entwicklungen des Marktes werden immer wieder neue Publizitätsbedürfnisse wecken. Es liegt im Interesse der Emittenten, der Aufsichtsbehörden, der Selbstregulierungsorganisationen sowie sämtlicher Marktteilnehmer, dass den berechtigten Publizitätsbedürfnissen der Investoren Rechnung getragen wird. Eine offene und umfassende Publizität dient nicht nur dem Investor, sondern schützt auch den Emittenten vor künftigen Auseinandersetzungen.

⁴ Vgl. CAMENZIND 1989, S. 86f.; HASENBÖHLER 2007, S. 219.