



**„Deutschland vor der Wahl:  
für Vielfalt und Wahlfreiheit“**

**Dr. Hartmut Knüppel**  
Geschäftsführender Vorstand des DDV

Deutscher Derivate Tag  
4. September 2017, Frankfurt am Main

Sehr geehrte Damen und Herren,

zum diesjährigen Deutschen Derivate Tag heiÙe ich Sie im Namen von Vorstand und Geschäftsführung sehr herzlich willkommen.

Es ist schön, dass Sie alle unserer Einladung gefolgt sind. Wir freuen uns über die zahlreichen Gäste aus Politik und Wirtschaft, von den Aufsichtsbehörden, Verbänden und Medien. Ich begrüÙe natürlich auch die Kollegen aus unseren Mitgliedsinstituten und die Mitglieder unseres Wissenschaftlichen Beirats.

Ein herzliches Willkommen den Referenten, die ganz wesentlich zum Gelingen des heutigen Tages beitragen. Ein besonderer Gruß allen Gästen aus unseren ausländischen Partnerverbänden. Hier möchte ich insbesondere Heike Arbter, die Präsidentin unseres europäischen Dachverbands EUSIPA und Vorsitzende des österreichischen Branchenverbands willkommen heißen.

Der diesjährige Deutsche Derivate Tag steht stark im Zeichen der bevorstehenden Bundestagswahl. Das erkennen Sie insbesondere an den Themen, die wir Ihnen heute Nachmittag mit hochkarätigen Referenten präsentieren werden. Daneben sollen aber auch grundsätzliche Überlegungen und zentrale Zukunftsfragen nicht zu kurz kommen.

Ich möchte bei meinem heutigen Einführungsreferat zwei Themenschwerpunkte aufgreifen. Zum einen will ich kurz das Phänomen der Komplexität in seinen Ausprägungen in Gesellschaft, Finanzwirtschaft und Regulierung beleuchten, und zum anderen erwarten Sie von mir zu Recht einige Ausführungen zur bevorstehenden Bundestagswahl.

Also starten wir mit dem Thema Komplexität.

„Ich blicke da nicht mehr durch, das ist mir alles viel zu kompliziert“ – dieser StoÙseufzer ist allenthalben zu hören. Ja es stimmt, unsere Welt ist komplexer und vieles ist komplizierter geworden. Und wer glaubt, diese Entwicklung lieÙe sich aufhalten, ist ein politischer Träumer. Die Globalisierung und die Digitalisierung werden unsere Wirtschaft und unsere Gesellschaft tiefgreifend und immer schneller verändern, und die Flut von Informationen wird weiter zunehmen. Gleichzeitig wächst bei den meisten Menschen der Wunsch nach weniger Komplexität, nach Einfachheit, nach Übersichtlichkeit. Ein sehr verständlicher Wunsch: Die Menschen suchen nach Orientierung. Hier sind Politik, Wirtschaft und Wissenschaft gleichermaßen gefordert. Ja, und sie geben auch schon eine ganze Reihe von Antworten, viele davon sind aus meiner Sicht auch richtig und zielführend, manche aber schlicht falsch und irreführend.

Ich will mit Blick auf die Komplexität drei Bereiche beleuchten: die Gesellschaft, die Finanzwirtschaft mit ihren Finanzprodukten und schließlich die Regulierung.

Dabei gilt es vor allem, zwei Fragen zu klären: 1. Welche Komplexität ist unabwendbar, welche überflüssig? 2. Wie kann man bei den Sachverhalten, bei denen Komplexität notwendig und sinnvoll ist, Orientierung vermitteln, damit sich der Einzelne besser zurechtfindet und damit der Fortschritt nicht als Behinderung, sondern als Bereicherung erlebt wird.

### **Komplexität und Gesellschaft**

Die wachsende Komplexität einer Gesellschaft ist mit Blick auf die Geschichte nicht nur ein Phänomen der Moderne. Was aber neu ist, ist die wachsende Geschwindigkeit, mit der sich die Komplexität erhöht. Konservative, Sozialisten und Liberale geben ganz unterschiedliche Antworten, wie man damit umgehen soll. Die einen sehen mehr Gefahren, die anderen mehr Chancen. Die einen wollen möglichst wenig ändern, die anderen akzeptieren die Veränderung und konzentrieren sich auf die Nutzung der Vorteile. Die einen sehen vor allem den Staat in der Verantwortung, die gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Änderungsprozesse so weit wie möglich zu steuern. Die anderen wollen das Individuum befähigen, das Leben selbst in die Hand zu nehmen und Zukunftschancen zu nutzen.

Doch wie soll sich der Einzelne in dieser komplexen Welt zurechtfinden? Die Schlüssel dafür heißen Bildung und Aufklärung. Nur eine umfassende frühkindliche, schulische und berufliche bzw. akademische Bildung kann in einer marktwirtschaftlichen Ordnung ein hohes Maß an Chancengleichheit sicherstellen. Chancengleichheit bedeutet dabei nicht Ergebnisgleichheit, denn wie im Sport führt auch in der Wirtschaft jeder Wettbewerb zu einer Ungleichheit der Ergebnisse und das ist für das Wachstum und die Dynamik einer marktwirtschaftlichen Ordnung auch unabdingbar.

Bei der Aufklärung kommen die Medien ins Spiel. Sie haben eine zentrale, häufig gering geschätzte Rolle, die für den Bestand unserer demokratischen Ordnung aber unentbehrlich ist. Die Journalisten, die Informationen filtern und bewerten, geben damit Orientierung und machen die komplizierte Welt für den Einzelnen etwas übersichtlicher. Starke Meinungen sind in diesem Zusammenhang völlig in Ordnung, solange auch zwischen den verschiedenen politischen Meinungen ein fairer Wettbewerb besteht.

### **Komplexität und Finanzwirtschaft**

Ohne um den heißen Brei herumzureden: Ja, nahezu alle Finanzprodukte und auch die meisten Zertifikate sind komplex. Das haben sie im Übrigen gemeinsam mit vielen Produkten und Dienstleistungen, die wir ganz selbstverständlich im Alltag nutzen. Das ultraschnelle Smartphone, die energieeffiziente Waschmaschine, der HD-Fernseher mit gestochen scharfen Bildern oder die Fahrplan-App der Deutschen Bahn. Diese Form der Komplexität nehmen wir kaum wahr und hinterfragen sie nicht, weil wir wissen, dass sie unser Leben einfacher und schöner macht. Gilt das auch für Finanzprodukte? In der Regel nicht. Zwei Beispiele: Es gibt kaum etwas Komplexeres als eine Kapitallebensversicherung. Und selbst Bausparverträge, die jeder genau zu kennen glaubt, sind letztlich Zinsswaps kombiniert mit

mathematisch höchst kompliziert zu bewertenden Zinsoptionen. Dennoch können diese Anlagen sinnvoll sein. Um erfolgreich in Zertifikate zu investieren, braucht man keine schwarze Magie. Zertifikate sind viel leichter zu verstehen, als vielfach angenommen. Doch auch hier muss ein Anleger ein wenig Zeit aufwenden, um sich mit diesem Finanzprodukt vertraut zu machen. Dabei lassen der DDV und seine Mitgliedsbanken den Anleger nicht alleine, sie geben eine Menge Orientierungshilfen und stellen allen Interessierten umfassende Informationen zur Verfügung.

Wie sieht es jetzt mit der Komplexität von Zertifikaten aus? Zertifikate bestehen häufig aus zwei und manchmal aus mehr Komponenten. Hier dient eine höhere Komplexität fast immer dazu, die Risiken für den Anleger zu verringern. So benötigt man zusätzliche Komponenten, um den 100%igen Kapitalschutz von Kapitalschutz-Zertifikaten sicherzustellen. Das ist zwar komplex, führt aber zu einem Höchstmaß an Sicherheit. Denn der Anleger erhält am Ende der Laufzeit mindestens den Nennwert des eingesetzten Kapitals zurück. Während bei Finanzprodukten Komplexität häufig heftig kritisiert wird, stellt sie beim Auto niemand in Frage. Natürlich ist ein BMW mit acht Airbags und einem Dutzend Assistenzsystemen um ein vielfaches komplexer als ein Trabi. Doch hier wird die erhöhte Komplexität als Vorteil wahrgenommen, und nahezu jeder zieht einen BMW der alten DDR-Rennpappe vor.

Viele glauben, dass mit zunehmender Komplexität eines Finanzprodukts seine Transparenz sinke. Das stimmt zumindest für Zertifikate so nicht. Denn Zertifikate sind unabhängig von ihrer Komplexität sehr transparent. Der Anleger kennt stets den aktuellen Wert seines Zertifikats, die Vertriebskosten sowie den Basiswert, der dem Zertifikat zugrunde liegt. Zudem kann er das Zertifikat börsentäglich jederzeit problemlos wieder verkaufen. Er kann im Produktinformationsblatt nachlesen, an welche Bedingungen die Rendite geknüpft ist. Und auch die Risiken werden bei den Zertifikaten klar benannt. Es gibt für jedes Zertifikat entsprechende Kennzahlen.

Ob ein bestimmtes Finanzprodukt als komplex empfunden wird oder nicht, ist im Übrigen völlig subjektiv. Zwei Anleger können ein identisches Produkt ganz unterschiedlich beurteilen. Wer Anleger wirksam schützen will, sollte ein Finanzprodukt deshalb auch nicht nach seiner Komplexität bewerten. Entscheidend sind seine Verständlichkeit und Transparenz, und das ist auch objektiv überprüfbar. Hier haben sich in der Wissenschaft sechs Bewertungskriterien herauskristallisiert: Verlustrisiko, Bonitätsrisiko, Veräußerbarkeit, Managementkosten, Renditepotential und Vertriebskosten. Mit fundierten Informationen zu diesen Kriterien, am besten in Form von Kennzahlen, kann der Privatanleger alle Finanzprodukte schnell und zuverlässig beurteilen und vergleichen.

### **Komplexität und Regulierung**

Und wie steht es um die Komplexität bei der Regulierung? Ich denke, die Analogie zum Straßenverkehr, wie wir ihn jeden Tag erleben, passt hier ganz gut. Straßenverkehr ist ohne Verkehrsregeln und ohne Verkehrsschilder schlecht vorstellbar. Regeln brauchen wir auch in

Wirtschaft und Gesellschaft. Doch wie im Verkehr kann der Gesetzgeber oder die Verwaltung auch hier des Guten zu viel tun. Keine Frage: Leitplanken sind notwendig und sinnvoll. Aber wenn es überall nur noch Einbahnstraßen, Geschwindigkeitsbegrenzungen, Halteverbote und Stoppschilder gibt, kommt der Verkehr zum Erliegen. Auch in der Finanzwirtschaft besteht inzwischen die Gefahr, dass Produkte und ganze Klassen von Finanzinstrumenten totreguliert werden. Im Ergebnis werden Anlegern nur noch absolut sichere Produkte mit 0 Prozent Rendite angeboten.

Die Komplexität der Regulierung der Finanzwirtschaft und der Finanzprodukte hat auf nationaler und europäischer Ebene inzwischen einen Umfang und einen Detaillierungsgrad erreicht, der das Gegenteil von dem bewirkt, was im Sinne der Finanzstabilität und des Anlegerschutzes von der Politik einmal intendiert war. Wenn insbesondere die europäischen Aufsichtsbehörden das Korsett der Regulierung immer enger schnüren, ist am Anfang die Finanzbranche die Leidtragende, am Ende schadet diese Art von Regulierung aber allen. Sie schadet den Anlegern, die Vermögen aufbauen und für das Alter vorsorgen wollen, und sie schadet der gesamten Gesellschaft, die mit ihrem Sozialsystem bei fehlender Altersvorsorge einspringen muss.

Die Komplexität bei der Regulierung ist keine Notwendigkeit, sondern in weiten Teilen selbstverschuldet. Wir brauchen nicht mehr Regulierung, sondern bessere Regulierung. Wir brauchen nicht mehr Komplexität, sondern weniger. Unter dem Motto „Weniger ist mehr“ sollten die politisch Verantwortlichen und die Aufseher in der nächsten Zeit eine Diät einlegen. Soll die Finanzwirtschaft keinen Infarkt und keinen Regulierungskollaps erleiden, ist Abspecken angesagt.

Damit bin ich auch schon mitten drin in meinem zweiten Themenschwerpunkt, der Bundestagswahl. Dabei will ich hier nicht einen umfangreichen Katalog von politischen Forderungen aufstellen, sondern ein paar Aspekte herausgreifen, die für uns als politischer Interessenverband und für die Privatanleger in Deutschland gleichermaßen von Bedeutung sind.

Wahlen sind ja immer politische Weichenstellungen. Dies gilt in besonderer Weise für die Bundestagswahl am 24. September. Ihr Ergebnis wird auch darüber entscheiden, ob die Wertpapierkultur in Deutschland ein politisches Stiefkind bleibt und ob der Anlegerschutz künftig mehr freiheitliche oder mehr paternalistische Züge trägt.

Für die Anleger, die Vermögen aufbauen und für das Alter privat vorsorgen wollen, sieht es nicht sonderlich gut aus. Es formiert sich in allen Bundestagsparteien eine breite Front zur Abschaffung der Abgeltungsteuer und die Anhänger der Einführung einer Finanztransaktionssteuer sind Argumenten gegen diese „Finanzmarktschädigungssteuer“ kaum zugänglich. Beide steuerliche Vorhaben, also die Abschaffung der Abgeltungsteuer und die Einführung der Finanztransaktionssteuer, haben eine hohe politische Symbolkraft, da sie

vorgeblich ein Stück soziale Gerechtigkeit schaffen. In Wirklichkeit verfehlen sie ihre Ziele und sind gleichzeitig weitere Sargnägel für die Wertpapierkultur in Deutschland.

Glücklicherweise scheint zumindest die Finanztransaktionssteuer im Gespinnst der endlosen Verhandlungen mit widerstreitenden Interessen in Brüssel einen langsamen Tod zu sterben. Das Totenglöckchen ist jedenfalls immer lauter vernehmbar. Die Beerdigung wurde aber auf die Zeit nach der Bundestagswahl verschoben.

Mit dem Anlegerschutz sieht es derzeit nicht viel besser aus. Auch hier besteht die Gefahr, dass die politischen Weichen falsch gestellt werden. Im Deutschen Bundestag gibt es immer mehr Abgeordnete, die einem paternalistischen Anlegerschutz und der Bevormundung auch bestens informierter Investoren das Wort reden. Was fehlt sind Stimmen, die sich für die Vielfalt von Wertpapieren und für die Wahlfreiheit des Privatanlegers stark machen. Hier sehen wir Handlungsbedarf

Alle wichtigen politischen Entscheider in Deutschland sind sich einig in dem Ziel, den Wohlstand der Bürger zu sichern und zu mehren. Sie wollen den gesetzlichen Rahmen so ausgestalten, dass die Bürger Vermögen aufbauen und insbesondere für ihr Alter selbst vorsorgen. Dies geht bei der Nullzins-Politik der Europäischen Zentralbank aber nur, wenn die Bürger in nennenswertem Umfang in Wertpapiere investieren. Doch schon hier gibt es die ersten politischen Irrlichter. Unter dem Motto „Bloß kein Risiko eingehen!“ warnen selbsternannte Finanzexperten vor dem Kauf von Aktien oder Zertifikaten und raten den Anlegern, in schlecht verzinsten Staatspapieren zu investieren, da diese ja so sicher seien. Nachdem die Inflation wieder Fahrt aufgenommen hat, heißt das nichts anderes als Vermögensvernichtung. So werden diejenigen, die absolute Sicherheit propagieren, selbst zum größten Sicherheitsrisiko für Privatanleger. Kluge Politiker und Anlegerschützer hingegen wissen, dass nur Wertpapiere mit überschaubaren Risiken mittel- und langfristige gute Chancen bieten, Vermögen aufzubauen und fürs Alter vorzusorgen.

Dabei sind die Voraussetzungen für eine erfolgversprechende Wertpapierkultur ausgezeichnet. Nirgendwo in Europa ist die Vielfalt der Wertpapiere so groß wie in Deutschland. Die Anleger können aus einem riesigen Produktuniversum an Aktien, Anleihen, Fonds oder Zertifikaten auswählen. Gleichzeitig gibt es eine ganze Reihe von praxiserprobten Bewertungsinstrumenten und Orientierungshilfen, die den Anleger sicher durch die Produktlandschaft zu einem für ihn geeigneten Wertpapier führen.

Anstatt aber die Rahmenbedingungen so zu gestalten, dass dem Anleger der Zugang zu diesen Wertpapieren erleichtert wird, ist häufig das Gegenteil der Fall. Was ist der Grund dafür? Ganz einfach: Vielen dieser gut gemeinten Maßnahmen liegt ein paternalistisches Menschenbild zugrunde und nicht eines, das für eine freiheitliche Gesellschaft kenn-

zeichnend ist. In einer marktwirtschaftlichen Ordnung entscheiden mündige Verbraucher im Sinne der Konsumentensouveränität eigenständig darüber, welche Produkte sie kaufen.

Dieses Zutrauen in die Menschen haben viele Anlegerschützer und Politiker nicht. Sie halten den Anleger vielfach für unmündig oder unfähig, sinnvolle Entscheidungen zu treffen und nutzen den gesamten regulatorischen Instrumentenkasten, um den Anleger vor Fehlinvestitionen zu schützen. Ihr Leitbild ist der hilfsbedürftige und unselbstständige Verbraucher, der weder fähig noch bereit ist, sein Geld vernünftig anzulegen und der deshalb vor der bösen Finanzbranche geschützt werden muss. Sie fühlen sich moralisch überlegen, da ihr Handeln auf das vermeintliche Wohl der Anleger ausgerichtet ist und sie fühlen sich geistig überlegen, da sie ja besser als der Anleger selbst wissen, was gut für ihn ist.

Anlegerschutz hat in Deutschland und Europa einen hohen Stellenwert. Über die Frage, wie man Anleger wirksam schützen kann, gibt es jedoch gegensätzliche Ansichten. Während sich die einen für Produkttransparenz stark machen, setzen andere auf Produktverbote und nehmen in Kauf, dass sie damit die Wahlfreiheit der Anleger einschränken und marktwirtschaftliche Grundprinzipien aushebeln.

Nun sind liberale Marktwirtschaftler, die sich am Leitbild des mündigen Verbrauchers orientieren, nicht blauäugig. Sie wissen, dass dieses Leitbild an eine wichtige Voraussetzung geknüpft ist, nämlich an die Produkttransparenz und die Produktaufklärung. Denn hier gilt der allgemeine Grundsatz: Jeder Anleger sollte nur das Wertpapier kaufen, dessen wesentliche Eigenschaften er auch wirklich kennt. Dafür aber muss das Produkt transparent sein. Sich ausreichend zu informieren, ist eine Holschuld des Anlegers, das Wertpapier transparent und verständlich zu beschreiben, ist hingegen eine Bringschuld des Emittenten und des Wertpapierverkäufers.

Transparenz ist damit der Königsweg des Anlegerschutzes. Alle Regulierungsmaßnahmen der nationalen und europäischen Gesetzgeber und der entsprechenden Aufsichtsbehörden sollten sich also darauf konzentrieren, die Verständlichkeit und die Transparenz der Wertpapiere sicherzustellen. Leider geht die Entwicklung in einigen europäischen Ländern in eine ganz andere Richtung. An Stelle der Produkttransparenz tritt vielfach das Produktverbot. Die europäische Aufsichtsbehörde ESMA wird im Rahmen von MiFID II ermächtigt, Produktverbote auszusprechen und auch die deutsche Aufsicht verfügt inzwischen über dieses scharfe Schwert, das nach eigenem Bekunden nicht ungenutzt in der Ecke stehen und verrostet soll. Doch während in Deutschland die Bundesanstalt für Dienstleistungsaufsicht mit diesem Instrument letztlich recht umsichtig umgeht, nimmt die Verhängung von Produktverboten in Ländern wie den Niederlanden oder Belgien inzwischen richtig Fahrt auf.

Was können ein Verband wie der DDV und seine Mitglieder in dieser Situation tun? Die beste Alternative ist sicherlich, im Rahmen der Selbstregulierung deutlich zu machen, wie vernünftige Spielregeln aussehen können, die den Anleger wirklich schützen und ihn nicht in seiner Wahlfreiheit beschränken. Transparenz ist dabei das A und O. Für die deutsche

Zertifikatebranche besteht hier kaum mehr Handlungsbedarf, denn in Sachen Transparenz haben die Zertifikate-Emittenten ihre Hausaufgaben gemacht und inzwischen wichtige Branchenstandards gesetzt: die Produktklassifizierung in Form der Derivate-Liga, die Festlegung der einheitlichen Fachbegriffe, die Muster-Produktinformationsblätter für alle Zertifikatetypen, aussagekräftige Risikokennzahlen für nahezu alle Zertifikate, die Zertifikate-Tests, um dem Anleger die Auswahl eines Zertifikats zu erleichtern, die Zertifikate-Indizes, mit denen sich die Branche dem Leistungsvergleich mit anderen Finanzprodukten stellt, und schließlich der Fairness Kodex, der für die Zertifikateemittenten ein Höchstmaß an Produkt- und Kostentransparenz festschreibt.

Im Ringen um die Frage, wie man wirksamen Anlegerschutz gestalten soll, haben sich der Deutsche Derivate Verband und seine Mitglieder klar positioniert: Produktverbote sind ein Irrweg. Sie schränken die Produktvielfalt und die Wahlfreiheit der Anleger unnötig ein. Produkttransparenz hingegen ist Anlegerschutz, der dem Anleger auch wirklich nützt.

Meine Damen und Herren, ich möchte jetzt überleiten zu unserem Gastredner Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen. Er wird unseren Blick auf einige ganz große Herausforderungen lenken, vor denen Deutschland heute steht. Sein Vortragstitel lautet „Demographie, Alterssicherung und Kapitalbildung: Was kommt nach der Wahl?“ Herr Raffelhüschen ist Professor für Finanzwissenschaft und Direktor des Forschungszentrums Generationenverträge an der Universität Freiburg. Er dürfte den meisten von Ihnen aus Funk und Fernsehen bekannt sein, und auch ich denke gerne an viele persönliche Begegnungen in Berlin, wo er im Meer des sozialdemokratischen Mainstreams stets die Fahne der Marktwirtschaft und der wirtschaftlichen Vernunft hochhält. Sie dürfen sich jetzt auf eine ebenso informative wie unterhaltende Stunde freuen.

Lieber Herr Prof. Raffelhüschen, vielen Dank, dass Sie heute zu uns gekommen sind. Wir freuen uns auf Ihre Rede, Sie haben das Wort.