

Deutscher Derivate Verband · Pariser Platz 3 · 10117 Berlin

Bayerisches Staatsministerium der Justiz und  
für Verbraucherschutz  
Referat D 6 - Rechtsfragen des  
Verbraucherschutzes  
Herrn Ministerialrat Matthias Roder  
80097 München

Per E-Mail: [matthias.roder@stmjv.bayern.de](mailto:matthias.roder@stmjv.bayern.de)

28. Februar 2013

### **Stellungnahme zum Entwurf eines Berichts über den Schutz von Verbrauchern vor ungeeigneten Finanzprodukten**

Sehr geehrter Herr Roder,  
sehr geehrte Damen und Herren,

wir danken Ihnen für die Gelegenheit zur Stellungnahme zum Entwurf eines *Berichts über den Schutz von Verbrauchern vor ungeeigneten Finanzprodukten* - Stand 19.02.2013 ("Berichtsentwurf"). Aufgrund der knapp bemessenen Frist möchten wir uns auf einige zentrale Kritikpunkte beschränken.

#### **Allgemein**

Der Berichtsentwurf weist aus unserer Sicht grundlegende methodische Mängel auf. So werden die Umstände und Annahmen, welche den dort getroffenen Feststellungen zugrundeliegen, vielfach nicht begründet. Viele dieser Umstände und Annahmen werden jedoch der Wirklichkeit nicht gerecht oder bedürften zumindest einer Differenzierung.

Dies gilt auch für die Frage, welche Produkte für einen durchschnittlichen Anleger per se unverständlich sind; hier gibt der Berichtsentwurf mit der Nennung einzelner Produktarten letztlich nur eine sachlich nicht weiter begründete Meinungsäußerung wieder. Die entscheidende Frage aber, ob die Gefahr einer Schädigung der Anleger besteht und ob Anleger in der Vergangenheit, ungeachtet der Vertriebsvorgaben von MiFID und WpHG, mit dem Erwerb bestimmter Produkte tatsächlich geschädigt worden sind, wird in dem Berichtsentwurf nicht einmal angesprochen.

#### **Differenzierung nach Vertriebswegen und Kundengruppen**

Der Berichtsentwurf differenziert nicht zwischen Produkten, die im Rahmen einer Anlageberatung aktiv verkauft werden, und Produkten, die

Deutscher Derivate Verband e.V.

Geschäftsstelle Berlin  
Pariser Platz 3  
10117 Berlin

Telefon +49 (30) 4000 475 - 0  
Telefax +49 (30) 4000 475 - 66

Geschäftsstelle Frankfurt  
Feldbergstraße 38  
60323 Frankfurt a.M.

Telefon +49 (69) 244 33 03 - 60  
Telefax +49 (69) 244 33 03 - 99

[info@derivateverband.de](mailto:info@derivateverband.de)  
[www.derivateverband.de](http://www.derivateverband.de)

#### Vorstand

Stefan Armbruster  
Dr. Hartmut Knüppel  
Jan Krüger  
Klaus Oppermann  
Grégoire Toublanc

#### Geschäftsführung

Dr. Hartmut Knüppel  
Lars Brandau  
Christian Vollmuth

#### Bankverbindung

HypoVereinsbank  
Konto 605 846 670  
BLZ 50 32 01 91

der sachkundige Kunde ohne eine solche Beratung selbständig erwirbt (sog. "Selbstentscheider-Produkte").

Diese beiden Produktkategorien werden im Vertrieb klar unterschieden. Gemeinhin als besonders risikoreich empfundene Produkte – wie gehebelte Optionsscheine – werden fast ausnahmslos nicht im Beratungsgeschäft der Banken vertrieben, sondern bei bestehender Nachfrage für informierte Selbstentscheider vorgehalten und an diese beratungsfrei veräußert. Es gibt keinen vernünftigen Grund, dass Banken ihren gut informierten Kunden, die derartige Produkte aktiv nachfragen, selbige vorenthalten müssten. So betrifft etwa das belgische "Moratorium" auch nur den aktiven Vertrieb, nicht dagegen den Erwerb durch Selbstentscheider.

In diesem Zusammenhang fällt auf, dass der Berichtsentwurf nicht zwischen den – empirisch sehr gut unterscheidbaren – Kategorien von Privatkunden unterscheidet. Sog. (*Ultra*) *High Net Worth Individuals*, die zum Teil eigene spezialisierte Berater beschäftigen, nach denselben Grundsätzen behandeln zu wollen wie "Kleinstanleger" ist ganz offensichtlich nicht sachgerecht. Vor diesem Hintergrund ist sinnvollerweise auch innerhalb des Beratungsgeschäfts zu differenzieren. Genau das leistet das geltende Recht mit sehr differenzierten Regelungen zur Erfordernis einer Geeignetheits- bzw. Angemessenheitsprüfung im Beratungsgeschäft einerseits und im beratungsfreien Geschäft andererseits.

### **Fehlende Auseinandersetzung mit der Tatsachen- und Rechtslage**

Der Berichtsentwurf führt auf Seite 7, Absatz 2 zwar aus, dass die nähere Eingrenzung von ungeeigneten Produkten und eine eventuelle Differenzierung nach Anlegergruppen Teil der untersuchten Lösungsansätze sei. Diese Differenzierung nimmt der Berichtsentwurf dann aber gerade nicht vor. Nur eine detaillierte Analyse der Realität sowie des geltenden Rechtsrahmens würde aber die Identifizierung etwaiger struktureller Anlegerschutzdefizite ermöglichen.

Insgesamt vermissen wir eine vollständige Auseinandersetzung mit den beim Vertrieb strukturierter Produkte tatsächlich auftretenden Sachverhalts- und Rechtsfragen und die Identifizierung echter Rechtsschutzlücken.

So ist nach Sichtung der einschlägigen Rechtsprechung offensichtlich, dass die Mehrzahl der Streitfälle nicht die (übermäßige) Komplexität betrifft. Die ganz überwiegende Zahl der Streitfälle betrifft vielmehr die angeblich unzureichende Aufklärung über das Insolvenzrisiko des Emittenten, und damit eine Frage, die sich für alle Arten von Wertpapieren – einschließlich normaler Schuldverschreibungen wie Unternehmensanleihen, klassischen Bankanleihen und selbst Staatsanleihen (Argentinien, Griechenland) – in derselben Weise stellt.

Im Übrigen kann aus der Komplexität bzw. aus der Zahl der Strukturmerkmale nicht auf die Gefährlichkeit, das Ausmaß des Risikos bzw. die Geeignetheit eines Produkts geschlossen werden. In vielen Fällen dienen zusätzliche Strukturmerkmale wie z.B. Barrieren gerade der Risikominderung (etwa bei sog. Kapitalschutzprodukten). Ebenso wie ein Autofahrer nur die Bedienung des Fahrzeugs nicht jedoch die Funktionsweise von Motor und Getriebe kennen muss, muss der Anlageinteressent nur wissen, wie ein Produkt sich in einem verändernden Marktumfeld entwickeln kann. Das entsprechende Auszahlungsprofil lässt sich in der Regel sehr einfach graphisch darstellen. Ob dieses Auszahlungsprofil auf zwei, fünf oder zehn Optionskomponenten beruht und wie diese Optionskomponenten mathematisch erfasst werden können, ist dagegen aus Anlegersicht ohne Belang. Die Vorstellung, dass eine bestimmte Zahl von Optionskomponenten die Ungeeignetheit eines Produkts begründen könnte, ist abwegig.

### **Spiel- / Wett-Einwand**

Im Zusammenhang mit dem sog. Spiel- / Wett-Einwand (etwa auf S. 19 des Berichtsentwurfs) ist zunächst einmal hervorzuheben, dass strukturierte Produkte kein Nullsummenspiel sind, bei dem der Emittent bzw. die Bank am Verlust des Kunden verdient. Der Emittent "wettet" nicht gegen den Kunden, sondern verschafft dem Kunden lediglich die Möglichkeit, auf eine bestimmte Marktentwicklung zu setzen. Der Emittent verhält sich neutral, indem er Auszahlungsverpflichtungen aus dem Wertpapier durch entsprechende Gegengeschäfte am Markt absichert. Der Emittent verdient lediglich – vereinfacht ausgedrückt – an der Marge zwischen dem "Großhandelspreis" der von ihm eingekauften Derivate, mit denen er seine Verpflichtungen gegenüber seinen Kunden absichert, und dem "Einzelhandelspreis", zu dem er seinen Kunden die in den strukturierten Wertpapieren eingebetteten Derivate anbietet. Sowohl Emittent als auch vertreibende Bank sind darüber hinaus sogar explizit daran interessiert, dass der Anleger mit den von ihm gekauften Produkten zufrieden ist und eine angemessene Rendite erzielt, um ihn als Kunden zu halten und weitere Geschäfte mit ihm zu tätigen. Dies gilt gleichermaßen für Beratungskunden wie auch für Selbstentscheider.

Im Übrigen fehlt es bei strukturierten Wertpapieren an einem echten Zufallselement, und sie sind damit auch keine Spiele bzw. Wetten im Rechtssinne des § 762 BGB. Allein der etwaig spekulative Charakter eines Kaufvertrages, bei dem Leistung und Gegenleistung eindeutig vereinbart werden, macht den Vertrag nicht zu einer Wette. § 37e WpHG ist insoweit lediglich eine der Rechtssicherheit dienende deklaratorische Vorschrift.

## **Diskriminierungsaspekt**

Darüber hinaus müssten sich Vertriebsverbote für bestimmte Produktarten auch an anderen im Markt verfügbaren Produkten messen lassen. So weisen zahlreiche Aktien (z. B. „Penny-Stocks“ von insolvent gewordenen oder bekanntermaßen kurz vor der Insolvenz stehenden Gesellschaften) ein Risikomaß auf, welches dasjenige der allermeisten strukturierten Produkte weit übersteigt. Warum sollte der Vertrieb eines strukturierten Wertpapiers, das seinen Erwerber am Kursanstieg einer Aktie partizipieren lässt und ihn gleichzeitig gegen das Risiko des Kursverfalls zumindest teilweise absichert, wegen der hierfür notwendigen derivativen Elemente verboten sein, während der Vertrieb der Aktie selbst ohne weiteres zulässig wäre, obwohl der Anleger mit dem Aktienerwerb dem vollen Kursrisiko ausgesetzt ist.

## **Finanzmathematische Renditeerwartung**

Wir halten die vorgeschlagene Ermittlung von „finanzmathematischen Renditeerwartungen“ (wie auf S. 31 des Berichtsentwurfs beschrieben) zur Überprüfung der Eignung von Finanzprodukten für Anleger für völlig ungeeignet. Es ist schlicht nicht möglich, künftige Renditen verlässlich zu prognostizieren. Aus diesem Grund lassen sich auch die erwähnten Renditewahrscheinlichkeiten nicht verlässlich bestimmen, da diese in hohem Maße von den angenommenen erwarteten Renditen abhängen. Ein einfaches Beispiel dazu: Ein Produkt zahlt in einem Jahr mit einer Wahrscheinlichkeit von 50 % die Rendite der Siemens-Aktie und mit einer Wahrscheinlichkeit von 50% nichts. Bei Annahme einer jährlichen Rendite der Siemens-Aktie von 2 % zahlt dieses Produkt im Erwartungswert entsprechend 1 %, bei Annahme einer Siemens-Rendite von 5 % bereits 2,5 %. Beide Schätzungen zur Renditeerwartungen der Siemens-Aktie können fundiert sein, welche Renditeerwartung näher an der Realität liegt, wird sich aber erst ex post zeigen.

Grundsätzlich sinnvoll ist in diesem Zusammenhang die Illustration von Auszahlungsszenarien, um dem Anleger ein Gefühl für das Auszahlungsprofil eines Finanzproduktes zu geben. Die Auszahlungsszenarien können mit sogenannten risikoneutralen Wahrscheinlichkeiten hinterlegt werden, die aber auf bestimmten Annahmen basieren und explizit keine „realen“ Wahrscheinlichkeiten darstellen.

## **Hohe Risikoeinstufung nach "Value at Risk"-Bewertung und anderen Verfahren**

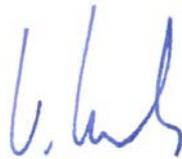
Wir unterstützen die Risikoeinstufung von Finanzprodukten anhand von standardisierten Verfahren bzw. Kennzahlen. Standardisierte, wiedererkennbare und zugleich sachgerechte Kennzahlen ermöglichen den Anlegern den Produktvergleich und verbessern das Produktverständnis. Eine unabhängige und übergreifende Risikoklassifizierung

wurde von der Zertifikatebranche bereits im Jahre 2005 ins Leben gerufen. Dabei hat sich gezeigt, dass der von der EDG AG entwickelte Value at Risk-Ansatz eine adäquate Beurteilung sowohl des Gesamtrisikos als auch der Teilrisiken von Finanzprodukten erlaubt. Zur Beurteilung der Verfahren zur Risikobewertung verweisen wir auf die Ergebnisse der beigefügten Studie.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Hartmut Knüppel  
Geschäftsführender Vorstand



Christian Vollmuth  
Geschäftsführer

**Anlagen**