

Lutz Johanning, Sigrid Müller, Dirk Schiereck

Abschlussbericht zur Überprüfung der Einhaltung des Derivate Kodex

Juni 2011

Wissenschaftlicher Beirat für den Derivate Kodex des DDV

Prof. Dr. Lutz Johanning

WHU - Otto Beisheim School of Management
Lehrstuhl für empirische Kapitalmarktforschung
Burgplatz 2
56179 Vallendar
Tel.: +49 261 6509 720
Lutz.Johanning@whu.edu

Prof. Dr. Sigrid Müller

Institut für Finanzierung Humboldt Universität
Spandauer Str. 1
10178 Berlin
Tel. +49 30 20935781
smueller@wiwi.hu-berlin.de

Prof. Dr. Dirk Schiereck (Vorsitzender)

Fachgebiet für BWL: Unternehmensfinanzierung
Hochschulstraße 1
64289 Darmstadt
Tel. +49 6151 16 4489
schiereck@bwl.tu-darmstadt.de

Zusammenfassung

Der wissenschaftliche Beirat zur Überprüfung der Einhaltung des Derivate Kodex hat im April 2010 erstmals die Einhaltung des Kodex bei den Mitgliedsemittenten des Deutschen Derivate Verbands (DDV) überprüft. Die Emittenten wurden im Juni 2010 über die Ergebnisse informiert und erhielten die Möglichkeit, etwaige Defizite abzustellen. Im September und Oktober 2010 folgte eine zweite Überprüfung, die Ergebnisse wurden Ende Januar / Anfang Februar 2011 den Emittenten mitgeteilt. In der ersten Runde der Überprüfung der Einhaltung des Derivate Kodex wurde unter Berücksichtigung der nicht bewertbaren Antworten eine Erfüllungsquote von 90,5 % erreicht. Im Vergleich dazu ergibt sich nach Verbesserungen in der zweiten Überprüfung eine Erfüllungsquote von 98,3 %. Nicht-Erfüllungen sind insbesondere bei der Offenlegung der Marktvolumina (Kriterium 22) zu beobachten.

Die Überprüfungen wurden nachhaltig von allen Emittenten und dem DDV unterstützt. Die in der ersten Überprüfung festgestellten Defizite wurden vielfach unmittelbar adressiert und behoben, so dass die Ergebnisse in der zweiten Überprüfung nahezu keine Defizite mehr aufweisen. Somit können wir feststellen, dass die Überprüfung des Derivate Kodex zu einer erheblichen Verbesserung der Transparenz geführt hat, die nachhaltig dem Anlegerschutz dient.

Wir empfehlen, den Derivate Kodex kontinuierlich weiterzuentwickeln und an neue Kapitalmarktverhältnisse und regulatorische Anforderungen anzupassen.

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	2
1 Einleitung.....	3
2 Methodik zur Bewertung der Einhaltung des Kodex.....	3
3 Ergebnisse der Überprüfungen	6
4 Abschließende Beurteilung	10

1 Einleitung

Der Derivate Kodex¹ ist eine freiwillige Selbstverpflichtung, die die Emittenten von Zertifikaten als Mitglieder des Deutschen Derivate Verbands (DDV) eingegangen sind. Er fordert die Einhaltung von Standards bei Emission, Strukturierung, Vertrieb und Marketing derivativer Wertpapiere und dient somit dem Anlegerschutz. Der Kodex formuliert auf Grundlage der gesetzlichen Bestimmungen Leitlinien für einen verantwortungsvollen Umgang mit dem Kapital und Vertrauen des Anlegers. Er gilt für derivative Wertpapiere, die privaten Anlegern öffentlich angeboten werden. Die sechs Abschnitte des Kodex widmen sich folgenden Punkten: Präambel, Emittent, Basiswert, Produkt, Preis, Handel und Einhaltung. Im letzten Kapitel „Einhaltung“ heißt es: „Die Einhaltung des Kodex wird regelmäßig überprüft.“

Der Deutsche Derivate Verband hat zur Überprüfung der Einhaltung des Derivate Kodex durch die Emittenten einen wissenschaftlichen Beirat einberufen. Der Beirat hat sich in seiner ersten Sitzung am 18.1.2009 konstituiert und ist mit Prof. Dr. Dirk Schiereck (Vorsitzender), Prof. Dr. Sigrid Müller und Prof. Dr. Lutz Johanning besetzt. Zentrale Aufgabe des Beirats ist es, einen Prozess zur Überprüfung der Einhaltung des Derivate Kodex aufzusetzen und die Überprüfung zu überwachen. Ferner sollen die Beiräte den Emittenten als Diskussionspartner für die Überprüfungsergebnisse zur Verfügung stehen. Der Beirat hat zunächst eine Methodik zur Überprüfung des Kodex erarbeitet, diese Erhebungsmethode mit den Emittenten konsultiert, im April 2010 eine erste Überprüfung vorgenommen und die Ergebnisse im Juni 2010 mit den einzelnen Emittenten besprochen. Die zweite Überprüfung wurde im September und Oktober 2010 vorgenommen. Die Ergebnisse wurden den Emittenten auf der Mitgliederversammlung im Frühjahr 2011 präsentiert.

In diesem Abschlussbericht werden die Methodik (Kapitel 2) und die Ergebnisse der Überprüfung (Kapitel 3) zusammengefasst.

2 Methodik zur Bewertung der Einhaltung des Kodex

Der deutsche Markt für Retailderivate ist durch eine große Vielfalt und eine hohe Zahl an Produkten geprägt. Im Jahr 2010 wurde die Größe von 500.000 Wertpapieren überschritten. Während der ersten (zweiten) Überprüfung waren 17 (18) Emittenten Mitglied im DDV. Alle Emittenten emittieren mit unterschiedlichen Schwerpunkten regelmäßig eine große Zahl von Zertifikaten. Das entwickelte Untersuchungsdesign ist in Bezug auf die Erhebungsmethodik repräsentativ, da die Probanden die Produkte zufällig auswählen sollten und diese Zufallsauswahl über die verzeichneten ISINs überprüft werden konnte. Aufgrund der großen Produktzahl war es aber nicht möglich, eine in Bezug auf die Produktzahl repräsentative Strichprobe zu erheben. Das entwickelte Untersuchungs-

¹ Der Kodex ist unter <http://www.derivateverband.de/DEU/Politik/DerivateKodex> verfügbar.

design ermöglicht somit eine hinreichend genaue Überprüfung der Einhaltung des Derivate Kodex mit vertretbarem Aufwand.

Vorgehen bei der ersten Überprüfung im April 2010

1. Die Bewertung zur Einhaltung des Derivate Kodex in der ersten Überprüfung erfolgte auf Basis von Urteilen verschiedener Gruppen von Evaluierern. Evaluierer waren die drei Mitglieder des wissenschaftlichen Beirats selbst, sieben Doktoranden der drei Professoren sowie 27 Studenten, die nicht in Verbindung mit den Lehrstühlen der Beiratsmitglieder stehen, aber Expertise bzw. ihren Studienschwerpunkt im Bereich Finanzierung und Kapitalmarkt haben. Doktoranden und Studenten sind stellvertretend für die Gruppe der gut vorgebildeten Privatanleger besonders geeignet, Evaluierungen vorzunehmen. Der Beirat holte zudem bei bestimmten Kriterien unabhängige Drittmeinungen erfahrener Kapitalmarktexperten ein.
2. Aus dem Kodex-Text wurden zunächst die relevanten Kriterien abgeleitet, die Grundlage der Evaluation sein sollten. Sie sind in Tabelle 1 wiedergegeben. Vor Durchführung der Überprüfung wurde der Kriterienkatalog an die Mitglieder versandt.
3. Um eine einheitliche Beurteilung der Kriterien zu gewährleisten, wurde ein umfangreiches Überprüfungsprotokoll („Drehbuch“) erstellt, in dem konkrete Handlungsanweisungen für die Evaluierer zur Beantwortung der einzelnen Fragen vorgegeben wurden. So sollten die Evaluierer beispielsweise die Produktseiten der Emittenten öffnen, bestimmte Produkttypen eines Emittenten suchen, dazu die Prospekte und Termsheets öffnen und entsprechende Informationen beispielsweise zu Ratings und Basiswertzusammensetzung finden. Auch wurden die Evaluierer aufgefordert, Telefonanfragen zu stellen. Im Drehbuch war die Begründung für die Bewertung und – wenn gefordert – die ISIN des vom Evaluierer untersuchten Produkts anzugeben.
4. Jedes Kriterium wurde unabhängig durch drei Evaluierer bewertet. Bei voneinander abweichenden Beurteilungen kam es zu einer abschließenden Bewertung durch die Mitglieder des wissenschaftlichen Beirats. Die Kriterien 10, 14, 19-24 eigneten sich nicht für eine Beurteilung durch die Evaluierergruppen der Doktoranden und Studenten. Diese Kriterien wurden vom Beirat unter Einholung von Expertenmeinungen bewertet. Als Experten wurden unabhängige Vermögensverwalter, Mitarbeiter von Börsen und weitere Zertifikatespezialisten herangezogen.
5. Bei der Einhaltung der Kodex-Anforderungen wurde die grundsätzliche Einhaltung bewertet. Jeder Evaluierer bewertete mindestens vier Emittenten, wodurch eine relative Bewertung erfolgen konnte.

Vorgehen bei der zweiten Überprüfung im September und Oktober 2010

Zwischen der ersten und zweiten Überprüfung lag ein Zeitraum von drei Monaten. Dies ermöglichte es den Emittenten, z.B. ihre Internetauftritte zu verbessern und etwaige Defizite zu beheben. Die zweite Überprüfung der Einhaltung des Derivate Kodex erfolgte im September und Oktober 2010. Im Vergleich zur ersten Überprüfung wurden einige Modifikationen der Methodik vorgenommen:

1. Im Unterschied zur ersten Überprüfung haben als Evaluierer nur die drei Beiratsmitglieder sowie sechs Doktoranden der Lehrstühle agiert, da die zweite Evaluierungsrunde insbesondere darauf abzielte, Verbesserungen und Überarbeitungen der Emittenten zu berücksichtigen.
2. In der zweiten Überprüfung wurden nur Zertifikate berücksichtigt, die nach dem 1. Januar 2009 emittiert wurden. Bei der ersten Überprüfung bildeten noch alle Zertifikate der Emittenten die Grundgesamtheit der Untersuchung. Ein Grund für diese Einschränkung war die Einführung der MiFID im November 2007, in der die Offenlegung der Vertriebsprovisionen gesetzlich vorgeschrieben wurde.
3. Bei der Überprüfung der Angabe des Emittentenratings (Frage 2) wurde auf die Wiedergabe an zentraler Stelle abgestellt. Angaben der Emittentenratings im Prospekt wurden in der zweiten Runde als nicht mehr bewertungsrelevant eingestuft. Einige Emittenten geben ihre Bonitätsratings in den Prospekten an, andere verzichten darauf. Da das Rating nur zum Zeitpunkt der Emission angegeben werden kann, der Prospekt bei Änderungen aber nicht aktualisiert werden darf, ist es nicht sinnvoll, die Emittenten auf eine Ratingangabe im Prospekt zu verpflichten. Die Frage 21 zur Vereinheitlichung der Mistraderegeln wurde zurückgestellt. Die Vereinheitlichung von Mistraderegeln - wie im Derivate-Kodex gefordert - kann mit dem AGB-Recht in Konflikt stehen. Wir empfehlen dem DDV, diesen Sachverhalt genauer zu prüfen und ggf. den Kodex entsprechend anzupassen. In der ersten Überprüfungsrunde wurde Frage 24 zu den Vorkehrungen bei Interessenskonflikten zunächst ebenfalls zurückgestellt. In der zweiten Untersuchungsrunde wurden die Emittenten gebeten, eine Erklärung zur Frage (Frage 23) abzugeben, welche organisatorischen Maßnahmen zur Handhabung von Interessenkonflikten getroffen wurden.

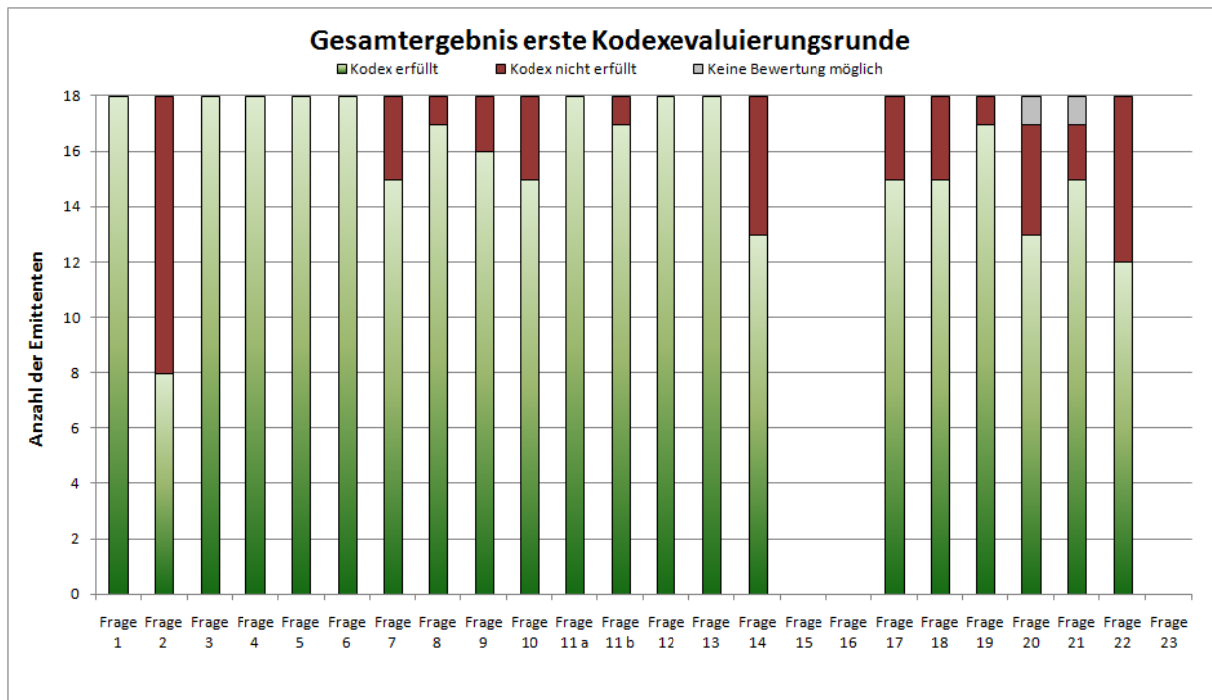
Den Tabellen 1 und 2 im Anhang können die für die Bewertung relevanten Kriterien für die erste und zweite Evaluierungsrunde entnommen werden.

3 Ergebnisse der Überprüfungen

In der ersten Überprüfung wurden Zertifikate der 17 Emittenten BNP Paribas, Citigroup, Commerzbank, Deutsche Bank, DZ Bank, Goldman Sachs, HSBC Trinkaus, HypoVereinsbank, J.P. Morgan, LBBW, Sal. Oppenheim, RBS, Société Générale, UBS, Vontobel, West LB, WGZ Bank untersucht. In der zweiten Runde wurde die Untersuchung um Zertifikate des neuen DDV Mitglieds Barclays erweitert. Zudem wurden anstelle der Zertifikate von Sal. Oppenheim die Zertifikate von Macquarie in die Überprüfung einbezogen. Bei der DZ BANK wurden in der ersten Überprüfung die Internetseiten Akzent-Invest.de und eniteo.de analysiert. Um die Vergleichbarkeit der ersten und zweiten Evaluierungsrunde zu gewährleisten, fließen die Ergebnisse der zweiten Evaluierungsrunde von Barclays auch für die erste Runde mit ein. Jeder Emittent wurde in der ersten Runde von mindestens vier Evaluierern bewertet. In der zweiten Runde wurden neue Produkte zusätzlich von zwei Evaluierern pro Emittent bewertet. Fast alle Emittenten haben im Zeitraum der Überprüfung weitreichende Änderungen an ihren Homepages und den zur Verfügung gestellten Informationen vorgenommen. Vereinzelt haben die Emittenten ihren Internetauftritt komplett neu gestaltet, wobei die in der ersten Überprüfung festgestellten Defizite unmittelbar adressiert wurden.

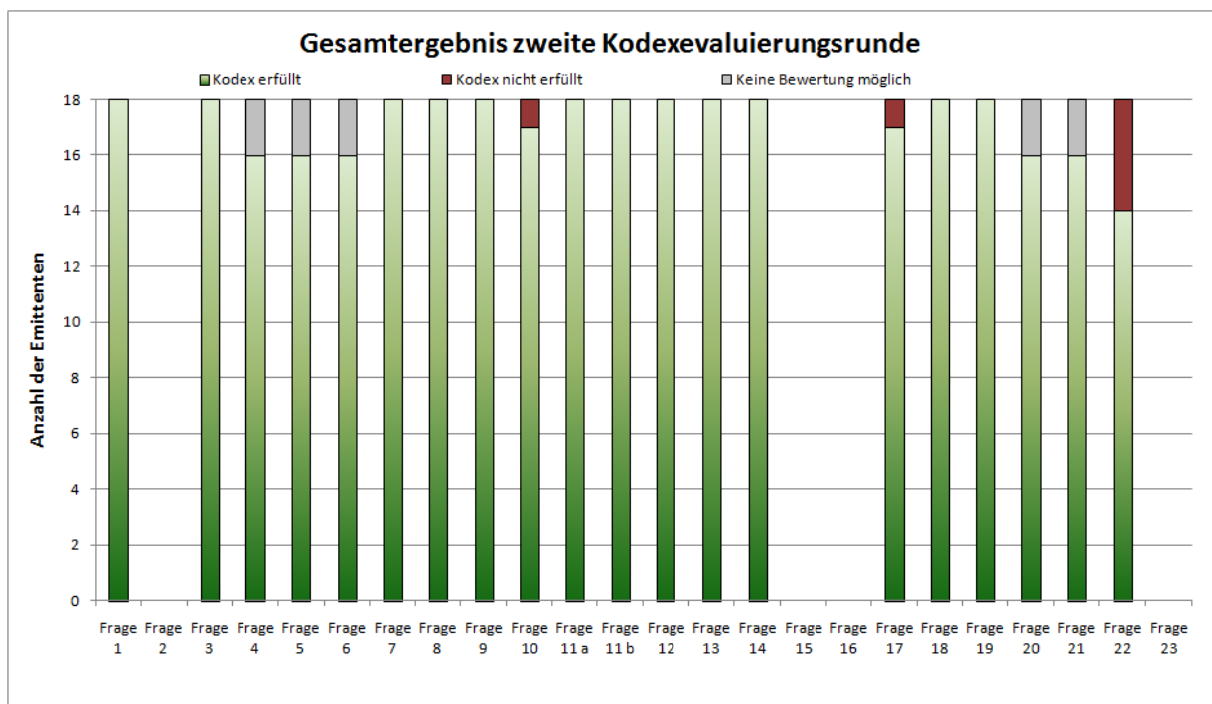
Nachfolgend werden die wichtigsten Ergebnisse für den Gesamtmarkt präsentiert. Die aggregierten Ergebnisse für die erste und zweite Überprüfung sind den Abbildungen 1 und 2 zu entnehmen. Eine Kommentierung der einzelnen Fragen nach Abschluss der zweiten Überprüfung findet sich in Tabelle 3 im Anhang. Für jede der insgesamt 24 Fragen wird zwischen „Erfüllung“, „Nicht-Erfüllung“ oder „Keine Bewertung möglich“ unterschieden. In der ersten Runde konnte bei den Fragen 20 und 21 und in der zweiten Runde bei den Fragen 4-6 sowie 20 und 21 keine Bewertungen vorgenommen werden. Für die Fragen 20 und 21 konnten aufgrund von fehlenden Beobachtungen keine Expertenmeinungen zur Bewertung herangezogen werden, da noch keine Erfahrungen mit den betreffenden Emittenten gesammelt wurden. Bei den Fragen 4-6 konnten keine Produkte mit Emissionsdatum nach Januar 2009 bei den betreffenden Emittenten gefunden werden. In der zweiten Überprüfung wurde die Frage 2 (Angabe Rating im Prospekt) aufgrund der oben beschriebenen, unterschiedlichen Handhabung bei den Emittenten und rechtlichen Unklarheiten nicht mehr als bewertungsrelevant eingestuft.

Abbildung 1: Ergebnisse der ersten Überprüfung



Zum Zweck der Vergleichbarkeit werden die Ergebnisse der ersten Überprüfung zu den Kriterien der zweiten Überprüfung ausgewertet. Frage 2 wurde in der zweiten Runde nicht bewertet, Frage 21 (alt) wurde bereits in der ersten Runde nicht bewertet.

Abbildung 2: Ergebnisse der zweiten Überprüfung



In der ersten Runde wurden von insgesamt 378 Bewertungen (21 Fragen für 18 Emittenten)² 332 als erfüllt, 44 als nicht erfüllt und 2 als nicht bewertbar eingestuft. Dies ergibt eine Erfüllungsquote von insgesamt 88,3 %, wenn man die nicht bewertbaren Antworten von der Gesamtzahl der Antworten abzieht. Das Kriterium 14 (Produktbezeichnung nach der Derivate Liga) wurde von fünf und das Kriterium 22 (Offenlegung der Marktvolumina) von sechs Emittenten nicht erfüllt. Aus oben genannten Gründen wurde das Kriterium 2 in der zweiten Runde nicht als bewertungsrelevant betrachtet. Eliminiert man das Kriterium 2 aus der Auswertung, so ergibt sich eine Erfüllungsquote in der ersten Überprüfung von 90,5 %.

In der zweiten Runde wurden 344 von 360 Bewertungen (20 Fragen für 18 Emittenten) als erfüllt gewertet, 10 als nicht bewertbar und 6 als nicht erfüllt. Unter Berücksichtigung der nicht bewertbaren Antworten ergibt dies eine Erfüllungsquote von 98,3 %. Nicht-Erfüllungen sind insbesondere bei der Offenlegung der Marktvolumina (Kriterium 22) zu beobachten.

Die Fragen 1 (Ratingangabe im Internet) und 3 (Beschreibung Rating) wurden bei beiden Überprüfungen durchgehend als erfüllt angesehen. Als Best Practices wurde gewertet, wenn die Ratings auf der Startseite der Homepage angegeben werden. Dies ist bei sechs Emittenten der Fall. Acht Emittenten erklären den Aussagegehalt der Ratings und geben ein Ratingdatum an (Frage 3).

Die Fragen 4 bis 6 adressieren die Transparenz bezüglich selbst geschaffener Basiswerte. Frage 4 behandelt die aktuelle Zusammensetzung selbstgeschaffener Basiswerte. Frage 5 fordert die Evaluierer auf, Telefonanfragen zu stellen, wenn die Zusammensetzung des Basiswerts unklar bleibt. Frage 6 erfordert eine Bewertung der Transparenz des Basiswerts. In der ersten Überprüfung wurden bei allen Emittenten diese Kriterien als erfüllt angesehen, in der zweiten Runde konnte bei zwei Emittenten keine Beurteilung vorgenommen werden, da diese bis Oktober 2010 keine Produkte mit Emission nach Januar 2009 auf selbst kreierte Basiswerte angeboten hatten. Als Best Practice wurde eine Bank bewertet, bei der die aktuelle Zusammensetzung der Basiswerte direkt auf der Homepage / Produktunterseite angegeben ist. Neben der Kurshistorie des Basiswerts finden sich dort auch ausführliche Erklärungen des Basiswerts in kurzen und anlegerfreundlichen Produktunterlagen. In den Überprüfungen wurde bei vielen Emittenten die Basiswertzusammensetzung, insbesondere bei der Telefonanfrage, eindeutig beschrieben.

Die Fragen 7 bis 9 behandeln die Verständlichkeit von Szenariorechnungen, die Darstellung der Chancen und Risiken in einem angemessenen Verhältnis und die Offenlegung der Annahmen für Modellrechnungen. In der ersten Runde wurde bei drei Emittenten Frage 7, bei einem Emittenten Frage 8 und bei zwei Emittenten Frage 9 als nicht erfüllt bewertet. Bei Produkten ohne produktspezifische Flyer werden Szenariorechnungen auf Ebene der Produktgruppe in Broschüren und anderen Werbematerialien angegeben. Vereinzelt sind bei der Evaluierung Produktgruppen untersucht worden, bei denen weder produktspezifische Flyer noch Gruppenbroschüren zu finden waren. Als Best Practice wurden die Darstellungen von sechs Emittenten eingeschätzt, die ausführliche, pro-

² Die Ergebnisse von Barclays werden in der zweiten Runde aus Vergleichbarkeitsgründen in die erste Auswertung aufgenommen.

duktspezifische Beschreibungen der Szenarien, Chancen und Risiken und der Modellannahmen in einem „kurzen“ Marketingdokument darstellen. In der zweiten Überprüfung wurden diese Fragen für alle einbezogenen Emittenten als erfüllt bewertet. Aufgrund regulatorischer Anforderungen zur Erstellung eines Produktinformationsblatts müssen ab dem 1. Juli 2011 für alle Produkte nach § 5a WpHG die Aussichten für die Kapitalrückzahlung und Erträge unter verschiedenen Marktbedingungen angegeben werden. In den neuen ZKA-konformen Produktinformationsblättern des DDV wird diese Anforderung unter Ziffer 5 „Chancen und beispielhafte Szenariobetrachtungen“ abgedeckt.

Die Frage 10 behandelt die Teilnahme an der DDV-Risikoklassifizierung und der Offenlegung dieser Kennzahlen auf der Internetseite des Emittenten. In der ersten Runde nahmen drei Emittenten nicht an der Risikoklassifizierung teil. In der zweiten Runde hat nur noch ein Emittent dieses Kriterium nicht erfüllt.

Die Fragen 11 a und b sowie 12 adressieren die Auffindbarkeit von Wertpapierprospekt, Termsheets und sonstigen Marketingunterlagen wie Broschüren, Bücher und Schulungsunterlagen. Diese Kriterien wurden auch als erfüllt angesehen, wenn die Qualität der Marketingunterlagen für die verschiedenen Produktgruppen heterogen war. Standard-Produkte wie Dax-Discount-Zertifikate können problemlos in Flyern etc. dargestellt werden. Die Beschreibung von komplexeren Produkten wie beispielsweise Multi-Express-Strukturen kann hingegen häufig verbessert werden.

Bei Frage 13 wird nach der Verständlichkeit einer Beschreibung der Funktionsweise eines Produktes (Auszahlungs- und Preisverhalten) während einer Telefonanfrage gefragt. Insgesamt wurde dieses Kriterium als erfüllt angesehen. Die Frage 14 adressiert die Umsetzung der Gattungsbezeichnungen des DDV zur Produktklassifizierung (Einführung der Derivate Liga im Mai 2009). In der ersten Runde wurde noch bei fünf Emittenten eine Nicht-Erfüllung dieses Kriteriums festgestellt. Diese Emittenten haben vor der zweiten Überprüfung die Produktbezeichnungen der Derivate Liga übernommen, oder dargelegt, dass die Produktbezeichnungen schon vor Einführung der Derivate Liga eingeführt wurden. Somit ist nunmehr eine vollständige Erfüllung festzustellen.

Die Fragen 15 bis 17 behandeln die Art der Offenlegung von Vertriebsprovisionen, welche nach MiFID gefordert wird. Um diese Fragen eindeutig zu beantworten, wurden in der zweiten Überprüfungsrunde nur Produkte untersucht, die nach dem 1. Januar 2009 emittiert wurden und somit unter die MiFID-Regularien fallen. Bis auf einen Emittenten konnte festgestellt werden, dass die Vertriebsprovisionen je nach Vertriebsansatz (einstufig oder zweistufig) offen gelegt werden. So wurde bei einem Emittenten bei einer Telefonanfrage die genaue Höhe der Vertriebsprovision nicht genannt.

Die Fragen 18 bis 21 der zweiten Runde behandeln Handelszeiten, die Veröffentlichung von Geld- und Briefkursen, den außerbörslichen Handel sowie der Aufrechterhaltung des Handels bei Marktstörungen. Die Frage 21 der ersten Überprüfungsrunde wurde aus oben genannten Gründen in der zweiten Runde gestrichen. Bei den Angaben der Handelszeiten konnte eine deutliche Verbesserung festgestellt werden. Als Best Practice wurden die Darstellungen von sechs Emittenten genannt, die auf der Produktunterseite die Handelszeiten (je nach Kontrahent bzw. Handelspartner unterschiedlich) angeben. Bei der ersten Überprüfung hatte ein Emittent Probleme mit der Veröffentli-

chung von Geld- und Briefkursen. Dieses Problem wurde vor der zweiten Überprüfung behoben. Einschränkung ist anzumerken, dass es Produkte gibt, für die nur ein aktueller Geldkurs zu finden ist. Diese Emissionen gelten als ausverkauft, es werden also keine weiteren Zertifikate mehr platziert. Die Konditionen für den außerbörslichen Handel wurden von Experten als gut bezeichnet. Eine Unterscheidung zu den Konditionen zum börslichen Handel konnte für diese Orders nicht festgestellt werden. Allerdings wurden bei einigen Emittenten unterschiedliche Konditionen bei größeren Volumina von den Experten genannt.

Die Frage 22 adressiert die Offenlegung von börslichen Daten für derivative Wertpapiere zu Handel und Marktvolumina. Alle 18 Emittenten legen ihre Daten zum börslichen Handel (Börsenumsätze) offen. Derzeit beteiligen sich 14 von 18 Emittenten an der Erhebung der Marktvolumina und Marktanteile³. Im Vergleich zur ersten Überprüfung hat sich die Erfüllungsquote leicht verbessert.

Frage 23 wurde in einem separaten Fragenblock vom wissenschaftlichen Beirat bewertet. Einige Emittenten stellten ihre Conflict of Interest Policy zur Verfügung. Der wissenschaftliche Beirat entschied, die Frage 23 nicht als bewertungsrelevant für den Erfüllungsgrad des Kodexes aufzunehmen, da die Handhabung von Interessenskonflikten ausreichend regulatorisch z.B. über die MaComp reguliert und entsprechend von Wirtschaftsprüfern überprüft wird. Der Beirat kann darüber hinaus keinen Beitrag zur Überprüfung der Einhaltung leisten.

Insgesamt konnte von der ersten zur zweiten Überprüfung eine deutliche Verbesserung der Einhaltung des Derivate Kodex bei den Emittenten festgestellt werden.

4 Abschließende Beurteilung

Für die Überprüfung der Einhaltung des Derivate Kodex musste zunächst ein tragfähiges Untersuchungsdesign für den Zertifikatemarkt, einem heterogenen und großen Markt, entwickelt werden. In der ersten Runde wurde unter Berücksichtigung der nicht bewertbaren Antworten eine Erfüllungsquote von 90,5 % erreicht. Im Vergleich dazu ergibt sich nach Verbesserungen in der zweiten Überprüfung eine Erfüllungsquote von 98,3 %. Nicht-Erfüllungen sind insbesondere bei der Offenlegung der Marktvolumina (Kriterium 22) zu beobachten.

Die Überprüfungen wurden nachhaltig von allen Emittenten und dem DDV unterstützt. Die in der ersten Überprüfung festgestellten Defizite wurden vielfach unmittelbar adressiert und behoben, so dass die Ergebnisse in der zweiten Überprüfung nahezu keine Defizite mehr aufwiesen. Selbst nach der zweiten Überprüfung wurden verbliebene Defizite sofort aufgegriffen und - obwohl nicht gefordert - teilweise unmittelbar behoben. Somit können wir abschließend feststellen, dass die

³ 13 Emittenten liefern sämtliche Daten. Ein Emittent liefert alle Daten zu den Hebelprodukten und hat die Übermittlung der übrigen Daten für II/2011 verbindlich zugesagt.

Überprüfung des Derivate Kodex zu einer erheblichen Verbesserung der Transparenz geführt hat, die dem Anlegerschutz dient.

Wir empfehlen, den Derivate Kodex kontinuierlich weiterzuentwickeln und an neue Kapitalmarktverhältnisse und regulatorische Anforderungen anzupassen. Mit dem neu entwickelten und zweifach getesteten Untersuchungsdesign liegt nunmehr eine Methode vor, die aus unserer Sicht zur regelmäßigen Überprüfung des Derivate Kodex geeignet ist. Bei der Weiterentwicklung des Derivate Kodex sollte die Überprüfbarkeit neuer Kodexelemente stets berücksichtigt werden.

Anhang: Kriterien der ersten und zweiten Überprüfung

Tabelle 1: Kriterien der ersten Überprüfung

Kapitel des Kodex	Text des Kodex	Kriterium / Frage
1	Die jeweils aktuellen in einem Wertpapierprospekt enthaltenen Informationen zu einem Emittenten sowie vorhandene Ratings und deren Anpassung werden in geeigneter und verständlicher Form an einer zentralen Stelle im Internet zur Verfügung gestellt.	<p>1. Sind Bonitätsinformationen bzw. Bonitäts-Ratings (S&P, Moody's, Fitch) an einer zentralen Stelle der Emittentenseite zu finden?</p> <p>2. Sind Bonitätsinformationen bzw. Bonitäts-Ratings (S&P, Moody's, Fitch) im Wertpapierprospekt zu finden?</p> <p>3. Sind diese in geeigneter und verständlicher Form angegeben?</p>
2	Werden Basiswerte für die Emission eines derivativen Wertpapiers selbst geschaffen (Baskets, Indizes etc.), so sind diese sowie ihre Zusammensetzung stets zeitnah und so transparent wie möglich im Internet oder auf Nachfrage darzustellen.	<p>4. Ist die <u>aktuelle</u> Zusammensetzung und Gewichtung des Basiswertes bei der jeweiligen Produktbeschreibung, im Termsheet Produktinformationsblatt bzw. einem anderen Dokument oder wird ein Hinweis angegeben, wo die Zusammensetzung im Internet zu finden ist?</p> <p>5. Geht aus der Beschreibung / Telefonanfrage die genaue Berechnungsmethodik des Basiswertes hervor?</p> <p>6. Ist die Beschreibung aus Ihrer Sicht so transparent wie möglich?</p>
3	Chancen und Risiken werden hierbei für unterschiedliche Szenarien in einem angemessenen Verhältnis zueinander dargestellt, ohne irreführende Renditeerwartungen zu wecken. Die Angaben zu den Rendite- und Risikopotenzialen sowie Modellrechnungen werden transparent dargestellt und sollen die Vergleichbarkeit mit anderen Produkten erhöhen. Bei Modellrechnungen werden die wesentlichen Annahmen offengelegt.	<p>7. Wird die mögliche Preisentwicklung des Produktes verständlich anhand verschiedener Szenariorechnungen beschrieben?</p> <p>8. Werden die Chancen und Risiken in einem angemessenen Verhältnis zueinander dargestellt?</p> <p>9. Für die Angemessenheit ist es z.B. wichtig, dass etwaige Annahmen offengelegt werden. Finden Sie Angaben bzw. Annahmen zu den Modellrechnungen?</p>
3	Die Unterzeichner arbeiten mit vom Deutschen Derivate Verband benannten ausgewählten, unabhängigen wissenschaftlichen Institutionen zusammen, um eine Berechnung des Value at Risk und damit eine unabhängige Risikoeinstufung für ihre derivativen Wertpapiere zu ermöglichen. Damit tragen die Unterzeichner dazu bei, die einzelnen Risikokomponenten (zum Beispiel Preisrisiko des Basiswertes, Volatilitätsrisiko, Bonitätsrisiko) für den privaten Anleger transparent zu machen.	<p>10. Werden die Risikoklasse und der VaR der Produkte offen gelegt?</p>
3	Im Sinne einer Gleichbehandlung der privaten Anleger machen die Unterzeichner Wertpapierprospekte und Broschüren beziehungsweise sonstige Marketingmaterialien kostenlos und an einer leicht auffindbaren Stelle im Internet zugänglich.	<p>11. Finden Sie für das gewählte Produkt a) den Wertpapierprospekt und b) das Termsheet sowie sonstige Marketingunterlagen (Broschüren, Bücher, Schulungsunterlagen)?</p> <p>12. Sind diese Unterlagen leicht zugänglich?</p>
3	Die Unterzeichner beantworten Anfragen zur Funktionsweise Ihrer derivativen Wertpapiere und fördern so den Dialog mit den privaten Anlegern.	<p>13. Wird die Funktionsweise (Auszahlungs- und Preisverhalten) bei der Telefonanfrage verständlich dargestellt?</p>
3	Emittieren sie erstmals für sie neue Arten von derivativen Wertpapieren, übernehmen die Unterzeichner bereits am Markt etablierte Gattungsbezeichnungen.	<p>14. Werden die Gattungsbezeichnungen des DDV zur Produktklassifizierung (Derivate Liga) umgesetzt?</p> <p>Wenn nein, dann a) aufgrund der historischen Verwendung einer anderen Gattungsbezeichnung b) wurde die neue Gattungsbezeichnung nach Einführung der DDV Produktklassifizierung (Derivate Liga) verwendet?</p>

Kapitel des Kodex	Text des Kodex	Kriterium / Frage
4	<p>Die Unterzeichner werden in ihren Verkaufsinformationen darauf hinweisen, dass der Preis der Produkte auf den jeweiligen Preisfindungsmodellen der Unterzeichner basiert und einen für den Anleger nicht erkennbaren Aufschlag auf den rein mathematischen Wert aus diesen Modellen enthalten kann, dessen Höhe im Ermessen der Unterzeichner liegt und der im Zeitverlauf den für die Wertpapiere gestellten Kurs mindert. In diesem Aufschlag können auch Provisionen enthalten sein, die an Dritte im Zusammenhang mit Leistungen bei einer Platzierung von derivativen Wertpapieren gezahlt werden. Die Unterzeichner des Kodex unterstützen eine Transparenz dieser Provisionen für den Anleger. Sobald Klarheit über die rechtlichen Anforderungen nach der deutschen Umsetzung der MiFID besteht, werden diese unverzüglich in den Derivate Kodex einfließen.</p>	<p>Nach der MiFID existieren zwei Offenlegungsmöglichkeiten über Vertriebsprovisionen / Vertriebsvergütungen:</p> <p>a. Zweistufiges Transparenzmodell: Offenlegung in umfassender, zutreffender und verständlicher Weise, i.d.R: als Fließtext. Einzelheiten zu den Vertriebsvergütungen teilt die Bank dem Kunden auf Nachfrage mit. Diese Offenlegung kann in einer Vielzahl von Dokumenten (Prospekt, AGB, separate Information) erfolgen.</p> <p>b. Einstufiges Transparenzmodell: Die einzelnen Vertriebsvergütungen werden für das jeweilige Wertpapier explizit benannt.</p> <p>Hinweis: Die Offenlegung der Vertriebsvergütung ist nach der MiFID eine Vertriebsstellenpflicht. Die konkrete Vergütungshöhe wird von der Vertriebsstelle festgelegt.</p> <p>15. Welche Art von Offenlegung finden Sie vor?</p> <p>16. Finden Sie im zweistufigen Transparenzmodell einen expliziten Hinweis, dass die Bank Einzelheiten zu den Vertriebsvergütungen auf Nachfrage mitteilt?</p> <p>17. Erhalten Sie bei einer Telefonanfrage eine Angabe über die genaue Höhe der Vertriebsvergütung?</p>
5	<p>Die Unterzeichner werden den Handel für ihre Wertpapiere im Sekundärmarkt selbst durchführen oder einen Dritten mit dem Market Making beauftragen. Sie werden im Voraus veröffentlichen, zu welchen Zeiten der Handel möglich ist. Damit stellen sie einen liquiden Markt zur Verfügung und ermöglichen so, dass der Anleger das jeweilige Wertpapier unter gewöhnlichen Marktbedingungen handeln kann, sofern der Wertpapierprospekt für das einzelne Wertpapier nicht ausdrücklich etwas anderes vorsieht.</p>	<p>18. Finden Sie auf der Homepage des Emittenten, im Termsheet oder im Prospekt konkrete Angaben zu den Handelszeiten?</p>
5	<p>Die Unterzeichner werden im Internet indikative, aktuelle Geld- und Briefkurse veröffentlichen und gegebenenfalls offenlegen, bis zu welchen Volumina sie Preise stellen. Änderungen und Einschränkungen werden die Unterzeichner unverzüglich veröffentlichen.</p>	<p>19. Werden indikative, aktuelle Geld- und Briefkurse veröffentlicht?</p>
5	<p>Die Unterzeichner stellen sicher, dass während der börslichen Handelszeiten für ein Wertpapier vergleichbare Konditionen auch im außerbörslichen Handel gelten.</p>	<p>20. Gelten vergleichbare Preiskonditionen im außerbörslichen Handel wie im börslichen Handel?</p>
5	<p>Sie werden bestrebt sein, die Mistraderegelungen zu vereinheitlichen.</p>	<p>21. Gibt es eine Vereinheitlichung der Mistraderegelungen?</p>
5	<p>Bei Marktstörungen oder außergewöhnlichen Umständen können die Unterzeichner den Handel in ihren derivativen Wertpapieren einstellen. Sie werden sich aber bemühen, den Handel zum frühestmöglichen Zeitpunkt wieder aufzunehmen und gegebenenfalls einen Telefonhandel einzurichten.</p>	<p>22. Wie hat die Bank bei Marktstörungen den Handel aufrecht erhalten bzw. hat die Bank den Handel nach einer Marktstörung wieder frühestmöglich aufgenommen?</p>
5	<p>Die Unterzeichner unterstützen die Wertpapierbörsen bei der Offenlegung von börslichen Daten für derivative Wertpapiere zu Handel und Marktvolumina.</p>	<p>23. Haben die Emittenten bei der Offenlegung von börslichen Daten für derivative Wertpapiere zu Handel und Marktvolumina unterstützt?</p>
6	<p>Die gesetzlichen Rahmenbedingungen bilden die Grundlage für die interne Organisation des Geschäfts mit derivativen Wertpapieren. Für die Handhabung von Interessenkonflikten, zum Beispiel im Market Making, ergreifen die Unterzeichner geeignete organisatorische Maßnahmen.</p>	<p>24. Welche organisatorischen Maßnahmen gibt es zur Handhabung von Interessenskonflikten?</p>

Tabelle 2: Kriterien der zweiten Überprüfung

Kapitel des Kodex	Text des Kodex	Kriterium / Frage
1	Die jeweils aktuellen in einem Wertpapierprospekt enthaltenen Informationen zu einem Emittenten sowie vorhandene Ratings und deren Anpassung werden in geeigneter und verständlicher Form an einer zentralen Stelle im Internet zur Verfügung gestellt.	<p>1. Sind Bonitätsinformationen bzw. Bonitäts-Ratings (S&P, Moody's, Fitch) an einer zentralen Stelle der Emittentenseite zu finden?</p> <p>2. Sind Bonitätsinformationen bzw. Bonitäts-Ratings (S&P, Moody's, Fitch) im Wertpapierprospekt zu finden?</p> <p>3. Sind diese in geeigneter und verständlicher Form angegeben?</p>
2	Werden Basiswerte für die Emission eines derivativen Wertpapiers selbst geschaffen (Baskets, Indizes etc.), so sind diese sowie ihre Zusammensetzung stets zeitnah und so transparent wie möglich im Internet oder auf Nachfrage darzustellen.	<p>4. Ist die <u>aktuelle</u> Zusammensetzung und Gewichtung des Basiswertes bei der jeweiligen Produktbeschreibung, im Termsheet Produktinformationsblatt bzw. einem anderen Dokument oder wird ein Hinweis angegeben, wo die Zusammensetzung im Internet zu finden ist?</p> <p>5. Geht aus der Beschreibung / Telefonanfrage die genaue Berechnungsmethodik des Basiswertes hervor?</p> <p>6. Ist die Beschreibung aus Ihrer Sicht so transparent wie möglich?</p>
3	Chancen und Risiken werden hierbei für unterschiedliche Szenarien in einem angemessenen Verhältnis zueinander dargestellt, ohne irreführende Renditeerwartungen zu wecken. Die Angaben zu den Rendite- und Risikopotenzialen sowie Modellrechnungen werden transparent dargestellt und sollen die Vergleichbarkeit mit anderen Produkten erhöhen. Bei Modellrechnungen werden die wesentlichen Annahmen offengelegt.	<p>7. Wird die mögliche Preisentwicklung des Produktes verständlich anhand verschiedener Szenariorechnungen beschrieben?</p> <p>8. Werden die Chancen und Risiken in einem angemessenen Verhältnis zueinander dargestellt?</p> <p>9. Für die Angemessenheit ist es z.B. wichtig, dass etwaige Annahmen offengelegt werden. Finden Sie Angaben bzw. Annahmen zu den Modellrechnungen?</p>
3	Die Unterzeichner arbeiten mit vom Deutschen Derivate Verband benannten ausgewählten, unabhängigen wissenschaftlichen Institutionen zusammen, um eine Berechnung des Value at Risk und damit eine unabhängige Risikoeinstufung für ihre derivativen Wertpapiere zu ermöglichen. Damit tragen die Unterzeichner dazu bei, die einzelnen Risikokomponenten (zum Beispiel Preisrisiko des Basiswertes, Volatilitätsrisiko, Bonitätsrisiko) für den privaten Anleger transparent zu machen.	<p>10. Werden die Risikoklasse und der VaR der Produkte offen gelegt?</p>
3	Im Sinne einer Gleichbehandlung der privaten Anleger machen die Unterzeichner Wertpapierprospekte und Broschüren beziehungsweise sonstige Marketingmaterialien kostenlos und an einer leicht auffindbaren Stelle im Internet zugänglich.	<p>11. Finden Sie für das gewählte Produkt</p> <p>a) den Wertpapierprospekt und</p> <p>b) das Termsheet sowie sonstige Marketingunterlagen (Broschüren, Bücher, Schulungsunterlagen)?</p> <p>12. Sind diese Unterlagen leicht zugänglich?</p>
3	Die Unterzeichner beantworten Anfragen zur Funktionsweise Ihrer derivativen Wertpapiere und fördern so den Dialog mit den privaten Anlegern.	<p>13. Wird die Funktionsweise (Auszahlungs- und Preisverhalten) bei der Telefonanfrage verständlich dargestellt?</p>
3	Emittieren sie erstmals für sie neue Arten von derivativen Wertpapieren, übernehmen die Unterzeichner bereits am Markt etablierte Gattungsbezeichnungen.	<p>14. Werden die Gattungsbezeichnungen des DDV zur Produktklassifizierung (Derivate Liga) umgesetzt?</p> <p>Wenn nein, dann</p> <p>a) aufgrund der historischen Verwendung einer anderen Gattungsbezeichnung</p> <p>b) wurde die neue Gattungsbezeichnung nach Einführung der DDV Produktklassifizierung (Derivate Liga) verwendet?</p>

Kapitel des Kodex	Text des Kodex	Kriterium / Frage
4	Die Unterzeichner werden in ihren Verkaufsinformationen darauf hinweisen, dass der Preis der Produkte auf den jeweiligen Preisfindungsmodellen der Unterzeichner basiert und einen für den Anleger nicht erkennbaren Aufschlag auf den rein mathematischen Wert aus diesen Modellen enthalten kann, dessen Höhe im Ermessen der Unterzeichner liegt und der im Zeitverlauf den für die Wertpapiere gestellten Kurs mindert. In diesem Aufschlag können auch Provisionen enthalten sein, die an Dritte im Zusammenhang mit Leistungen bei einer Platzierung von derivativen Wertpapieren gezahlt werden. Die Unterzeichner des Kodex unterstützen eine Transparenz dieser Provisionen für den Anleger. Sobald Klarheit über die rechtlichen Anforderungen nach der deutschen Umsetzung der MiFID besteht, werden diese unverzüglich in den Derivate Kodex einfließen.	Nach der MiFID existieren zwei Offenlegungsmöglichkeiten über Vertriebsprovisionen / Vertriebsvergütungen: a. Zweistufiges Transparenzmodell: Offenlegung in umfassender, zutreffender und verständlicher Weise, i.d.R. als Fließtext. Einzelheiten zu den Vertriebsvergütungen teilt die Bank dem Kunden auf Nachfrage mit. Diese Offenlegung kann in einer Vielzahl von Dokumenten (Prospekt, AGB, separate Information) erfolgen. b. Einstufiges Transparenzmodell: Die einzelnen Vertriebsvergütungen werden für das jeweilige Wertpapier explizit benannt. Hinweis: Die Offenlegung der Vertriebsvergütung ist nach der MiFID eine Vertriebsstellenpflicht. Die konkrete Vergütungshöhe wird von der Vertriebsstelle festgelegt. 15. Welche Art von Offenlegung finden Sie vor? 16. Finden Sie im zweistufigen Transparenzmodell einen expliziten Hinweis, dass die Bank Einzelheiten zu den Vertriebsvergütungen auf Nachfrage mitteilt? 17. Erhalten Sie bei einer Telefonanfrage eine Angabe über die genaue Höhe der Vertriebsvergütung?
5	Die Unterzeichner werden den Handel für ihre Wertpapiere im Sekundärmarkt selbst durchführen oder einen Dritten mit dem Market Making beauftragen. Sie werden im Voraus veröffentlichen, zu welchen Zeiten der Handel möglich ist. Damit stellen sie einen liquiden Markt zur Verfügung und ermöglichen so, dass der Anleger das jeweilige Wertpapier unter gewöhnlichen Marktbedingungen handeln kann, sofern der Wertpapierprospekt für das einzelne Wertpapier nicht ausdrücklich etwas anderes vorsieht.	18. Finden Sie auf der Homepage des Emittenten, im Termsheet oder im Prospekt konkrete Angaben zu den Handelszeiten?
5	Die Unterzeichner werden im Internet indikative, aktuelle Geld- und Briefkurse veröffentlichen und gegebenenfalls offenlegen, bis zu welchen Volumina sie Preise stellen . Änderungen und Einschränkungen werden die Unterzeichner unverzüglich veröffentlichen.	19. Werden indikative, aktuelle Geld- und Briefkurse veröffentlicht?
5	Die Unterzeichner stellen sicher, dass während der börslichen Handelszeiten für ein Wertpapier vergleichbare Konditionen auch im außerbörslichen Handel gelten .	20. Gelten vergleichbare Preiskonditionen im außerbörslichen Handel wie im börslichen Handel?
5	Bei Marktstörungen oder außergewöhnlichen Umständen können die Unterzeichner den Handel in ihren derivativen Wertpapieren einstellen. Sie werden sich aber bemühen, den Handel zum frühestmöglichen Zeitpunkt wieder aufzunehmen und gegebenenfalls einen Telefonhandel einrichten .	21. Wie hat die Bank bei Marktstörungen den Handel aufrecht erhalten bzw. hat die Bank den Handel nach einer Marktstörung wieder frühestmöglich aufgenommen?
5	Die Unterzeichner unterstützen die Wertpapierbörsen bei der Offenlegung von börslichen Daten für derivative Wertpapiere zu Handel und Marktvolumina .	22. Haben die Emittenten bei der Offenlegung von börslichen Daten für derivative Wertpapiere zu Handel und Marktvolumina unterstützt?
6	Die gesetzlichen Rahmenbedingungen bilden die Grundlage für die interne Organisation des Geschäfts mit derivativen Wertpapieren. Für die Handhabung von Interessenkonflikten, zum Beispiel im Market Making, ergreifen die Unterzeichner geeignete organisatorische Maßnahmen .	23. Welche organisatorischen Maßnahmen gibt es zur Handhabung von Interessenskonflikten?

Tabelle 3: Aggregierte Ergebnisse zu den einzelnen Kriterien nach der zweiten Überprüfung

Frage	Stichwort	Aggregierte Ergebnisse
Frage 1	Rating-Internet	Die überwiegende Zahl der Emittenten platzieren das Emittenten-Rating sehr prominent auf der Startseite oder aber die Informationen sind einfach und schnell zugänglich. Nur wenige Emittenten verweisen bei den Rating-Informationen auf die Homepage der Muttergesellschaft oder Gruppe.
Frage 2	Rating-Prospekt	Einige Emittenten geben die bei Erstellung des Prospekts gültigen Emittenten-Ratings in den Wertpapierprospekten an, andere verweisen darauf, dass Änderungen des Ratings im Prospekt nicht rückwirkend angegeben werden können. Aus diesem Grund wurde die Frage für die finale Bewertung des Erfüllungsgrades des Derivate Kodex nicht herangezogen.
Frage 3	Rating-Form	Die Darstellung der Bonitäts-Ratings ist über die verschiedenen Emittenten sehr heterogen. Vereinzelt werden die Ratings ohne weitreichende Erklärung auf der Homepage präsentiert. Andere Emittenten hingegen beschreiben die Rating-Ergebnisse und verweisen auf die Ratingagenturen als weitere Informationsquelle. Sehr ausführliche Informationen (bspw. Peergroup-Vergleich mit anderen Emittenten) stellen nur wenige Emittenten zur Verfügung.
Frage 4	Basiswert Zusammensetzung	Die Mehrzahl der Emittenten greift auf eine Lösung zurück, in der die Stückelung der Basiswerte im Termsheet (oder anderen kurzen Informationsquellen) oder im Internet selbst dargestellt wird. Vereinzelt geben die Emittenten auch (tages-)aktuelle Kursinformationen zu den Basiswertbestandteilen. Somit müssten sich potenzielle Investoren die Gewichtungen im Basket selbst errechnen. Nur vereinzelt wird die aktuelle Gewichtung der Basiswertbestandteile direkt auf der Homepage angegeben. Telefonanfragen konnten letzte, offene Fragen klären.
Frage 5	Basiswert Berechnung	Der Ausweis der Berechnung der Basiswerte - sofern notwendig - erfolgt zumeist ausführlich im Wertpapierprospekt. Voraussetzung für das Verständnis der Berechnungen sind grundlegende Kenntnisse der mathematischen Formelsprache. Telefonanfragen konnten ungeschlossene Berechnungen klären.
Frage 6	Basiswert Transparenz	Die Probanden hatten keine weitreichenden Verständnisprobleme bei der Darstellung der Basiswerte.
Frage 7	Szenario-rechnungen	Die Qualität und Ausgestaltung der Szenariorechnungen ist sowohl über die Emittenten als auch über die Produktgruppen hinweg unterschiedlich. Zertifikate mit produktspezifischem Flyer und anderen Marketingmaterialien haben zumeist produktbezogene und visuell aufbereitete Szenariorechnungen. Teilweise werden diese Lösungen sogar von „Near-Time“ Szenarien auf der Internetseite unterstützt. Bei Produkten ohne produktspezifische Flyer werden Szenariorechnungen auf Ebene der Produktgruppe in Broschüren und anderen Informationsmaterialien angegeben. Vereinzelt sind bei der Evaluierung Produktgruppen untersucht worden, bei denen weder produktspezifische Flyer noch Gruppenbroschüren zu finden waren. Als letzte Informationsquelle dienten bei einzelnen Produkten die Prospekte.
Frage 8	Chancen / Risiken	Ähnlich wie bei Frage 7 differenziert sich die Qualität der zur Verfügung gestellten Informationen zu Chancen und Risiken je nach Emittent und Produktgruppe. Vor allem jüngere Emissionen erfüllen dieses Kriterium sehr gut.
Frage 9	Modell-rechnungen	Die Probanden haben über alle Emittenten hinweg die Annahmen zu den Modellrechnungen als ausreichend angesehen.
Frage 10	Risiko-klasse	Von den 18 untersuchten Emittenten nehmen 17 an der Risikoklassifizierung des Deutschen Derivate Verbands teil. Die überwiegende Mehrheit der Teilnehmer stellt die Informationen auch auf ihrer Internetseiten zur Verfügung.
Frage 11 a	Wertpapier-prospekt	Die Probanden konnten bei allen untersuchten Produkten die Wertpapierprospekte finden. Einige Probanden konnten den richtigen Prospekt erst nach längerer Suche finden, wenn diese nicht auf der Produktunterseite zur Verfügung gestellt wurden.
Frage 11 b	Term-sheet	Für die überwiegende Mehrheit der Produkte stehen umfassende Termsheets und weitere / andere Marketingmaterialien zum Download zur Verfügung. Die Qualität der Informationen ist für unterschiedliche Emittenten und Produktgruppen heterogen.
Frage 12	Zugang zu Unterlagen	Nur sehr selten gaben die Probanden an, dass der Zugang zu den Unterlagen verbessert werden könne.

Frage 13	Funktionsweise des Produkts	Die Probanden beschrieben die Hotline-Services der Emittenten bei der Erklärung der Funktionsweise eines Produktes als kompetent und freundlich. Bei weitergehenden Fragen wurden die Probanden an einen Mitarbeiter aus der Strukturierung verwiesen.
Frage 14	Produktklassifizierung	Die Produktbezeichnungen der meisten Emittenten orientieren sich an der Derivate Liga des DDV. Bei Abweichungen zu der Derivate Liga konnte festgestellt werden, dass die Produktbezeichnungen auch schon zuvor verwendet wurden. Einige Emittenten haben im Untersuchungszeitraum die Produktbezeichnungen der Derivate Liga übernommen.
Frage 15	Art der Offenlegung	Die Probanden konnten beide nach der MiFID zulässigen Offenlegungsmöglichkeiten bei den Emittenten vorfinden. Auch innerhalb der Produktpalette eines Emittenten gibt es unterschiedliche Offenlegungsverfahren.
Frage 16	Hinweis auf Vergütungen	Bei den allermeisten Emittenten ist im zweistufigen Transparenzmodell der Hinweis auf die Auskunftsstelle der Vertriebsvergütung ausreichend prominent, wenn auch in längeren Textblöcken vorzufinden.
Frage 17	Auskunft zu Vergütungen	Während einer Telefonanfrage konnte mit einer Ausnahme die genaue Höhe der Vertriebsvergütung festgestellt werden.
Frage 18	Handelszeiten	Mehrheitlich stellen die Emittenten Handelsinformationen an einer zentralen Stelle im Internet zur Verfügung. Hierbei orientieren sich die Handelszeiten in den allermeisten Fällen an den Vorgaben der Basiswertmärkte. Überdurchschnittlich schneiden die Emittenten ab, die Handelszeiten auf den Produktunterseiten veröffentlichen.
Frage 19	Geld- und Briefkurse	Bei allen Emittenten konnten indikative, aktuelle Geld- und Briefkurse für die Zertifikate während der Handelszeiten ermittelt werden. Für einige Emissionen werden jedoch teilweise nur Geldkurse gestellt.
Frage 20	Börslicher vs. OTC-Handel	Werden typische Ordergrößen für Privatanleger analysiert, weichen die börslichen und OTC-Konditionen, nach Meinung der Experten, nicht signifikant voneinander ab. Im institutionellen Geschäft sind laut Experten unterschiedliche Konditionengestaltungen bei größeren Volumina im Handel mit einzelnen Emittenten vorzufinden. Bei zwei Emittenten war aufgrund von fehlenden Beobachtungen keine Bewertung möglich.
Frage 21(alte)	Mistraderegeln	Frage 21 wurde zurückgestellt (siehe oben).
Frage 21 (neu)	Marktstörungen	Experten bewerten den Umgang mit Marktstörungen bei den allermeisten Emittenten als ausreichend. Vereinzelt kam es jedoch zu anhaltenden Handelsstörungen oder verspäteten Wiederaufnahmen. Bei zwei Emittenten konnte aufgrund von fehlenden Beobachtungen keine Bewertung vorgenommen werden.
Frage 22 (neu)	Offenlegung börslicher Daten	Alle 18 Emittenten legen ihre Daten zum börslichen Handel ihrer derivativen Wertpapiere (Börsenumsätze) offen. Aktuell beteiligen sich 14 von 18 Emittenten an der Erhebung der Marktvolumina und Marktanteile. Im Vergleich zur ersten Überprüfung hat sich die Erfüllungsquote leicht verbessert.
Frage 23 (neu)	Interessenskonflikte	Frage 23 wurde in einem separaten Fragenblock vom wissenschaftlichen Beirat bewertet. Einige Emittenten stellten ihre Conflict of Interest Policy zur Verfügung. Der wissenschaftliche Beirat entschied, dass Frage 23 nicht bewertungsrelevant für den Erfüllungsgrad des Kodex ist. Die Handhabung von Interessenskonflikten wird umfassend reguliert und von Wirtschaftsprüfern überprüft.