

Deutscher Derivate Verband · Pariser Platz 3 · 10117 Berlin

Per E-Mail

Bundesministerium der Finanzen
Bundesministerium der Justiz und für
Verbraucherschutz

2. September 2014

Stellungnahme des Deutschen Derivate Verbandes (DDV) zum Referentenentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes

GZ VII B 5 - WK 6100/14/10001 :004
DOK 2014/0402976

Sehr geehrter Herr Rödding,
sehr geehrter Herr Dr. Woodtli,

Der Deutsche Derivate Verband (DDV) als Branchenvertretung der 17 führenden Emittenten derivativer Wertpapiere in Deutschland setzt sich für faire regulatorische Rahmenbedingungen für strukturierte Produkte in Deutschland und in Europa ein. Dabei hat sich der DDV zum Ziel gesetzt, die Verständlichkeit und Transparenz der Produkte sowie den Schutz der Anleger zu verbessern.

I. Grundsätzliche Anmerkungen

Vor diesem Hintergrund begrüßt der DDV grundsätzlich das Vorhaben der Bundesregierung, den Anlegerschutz in Bezug auf risikobehaftete Vermögensanlagen des sogenannten „Grauen Kapitalmarkts“ zu verstärken. Jedoch nimmt der Entwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes in den für die Zertifikatebranche insbesondere relevanten Bestimmungen der §§ 4b, 33 Abs. 3b - d WpHG-E Teile der europäischen Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) und der Verordnung (EU) 600/2014 (MiFIR) vorweg, obwohl diese erst Ende 2016 vollständig umzusetzen sind. Dabei weicht der Entwurf in der vorliegenden Fassung auch teilweise vom Wortlaut der relevanten Bestimmungen des MiFID II/ MiFIR-Pakets ab. Abgesehen von der Wortlautabweichung ist dieser Ansatz insoweit äußerst problematisch, als die relevanten Bestimmungen der MiFID II und MiFIR ihrerseits in ganz starkem Maße noch der Ausfüllung durch Ausführungsbestimmungen bedürfen und die hierfür erforderliche Klärung auf EU – Ebene gerade erst begonnen hat und endgültige Ergebnisse erst in der zweiten Jahreshälfte 2015 zu erwarten

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
www.derivateverband.de

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

Geschäftsführung
Dr. Hartmut Knüppel
Lars Brandau
Christian Vollmuth

sind. Darüber hinaus würde der insoweit vom MiFID II/MiFIR-Paket ganz bewusst vorgesehene zeitliche Vorlauf für die Anpassung der Geschäftsorganisation auf null reduziert.

Gerade auch vor dem Hintergrund der zivilrechtlichen Haftungsfolgen ist hier mindestens eine angemessene Übergangsregelung zu § 33 WpHG-E erforderlich, die den Marktteilnehmern einen ausreichenden zeitlichen Vorlauf für die Anpassung ihrer Geschäftsorganisation (insbesondere der IT-Systeme) gewährt. Im Extremfall könnte eine Inkraftsetzung der Vorschriften ohne Übergangsvorschrift dazu führen, dass ganze Produktkategorien nicht mehr angeboten werden können, weil die erforderliche Anpassung der Geschäftsorganisation (insbesondere der IT-Systeme) nicht rechtzeitig erfolgen kann, was zumindest unter Verhältnismäßigkeitsgesichtspunkten zu einem nicht zu rechtfertigenden Eingriff in die Berufsfreiheit der Emittenten (Art. 12 Abs. 1 GG) und die Wahlfreiheit der Anleger (Art. 2 Abs. 1 GG) führen würde. Erforderlich ist bei realistischer Betrachtung eine **Übergangsfrist bis mindestens zum 1. September 2015**.

Daneben sind im Hinblick auf den mit der Umsetzung verbundenen erheblichen Kostenaufwand sowie - vor dem Hintergrund der weniger als zwei Jahre später anstehenden Umsetzung der europäischen Vorgaben - das Risiko eines „doppelten Umsetzungsaufwands“ gewisse Klarstellungen zumindest in der Gesetzesbegründung **unbedingt erforderlich**.

Vorgegeben werden müsste dabei insbesondere, dass bei der praktischen Umsetzung soweit wie möglich auf sich bereits konkret abzeichnende Ausführungsbestimmungen zu den europäischen Vorgaben Rücksicht zu nehmen ist, um die betroffenen Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht der Gefahr einer kostspieligen doppelten Umsetzung auszusetzen. Klargestellt werden müsste darüber hinaus auch ein Vorrang für die aus Sicht der Unternehmen mildere Umsetzungsalternative, falls zum Zeitpunkt der Umsetzung der vorgezogenen deutschen Regeln Zweifel über die Umsetzung der europäischen Regeln verbleiben. Ferner müsste in den Änderungsvorschriften zum Wertpapierprospektgesetz die Übergangsregelung zur Aufhebung des § 9 Abs. 2 Satz 2 WpPG in § 36 Abs. 1a WpPG-E insoweit großzügiger gefasst werden, als ansonsten eine Vielzahl gebilligter Basisprospekte sehr kurzfristig nicht mehr für neue Ziehungen verwendet werden könnte und umgehend erneuert werden müsste, so dass die durch die Übergangsregelung bezweckte Erleichterung im Ergebnis nicht eintreten würde.

II. Artikel 3 Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes

1. Produktintervention, Nr. 2 (§ 4b WpHG-E)

a. Gleichlauf mit MiFIR-Verordnung

Der DDV regt an, in § 4b Abs. 2 Nr. 2 WpHG-E nach dem Semikolon ein „und“ zu ergänzen, um klarzustellen, dass die in § 4b Abs. 2 genannten Voraussetzungen kumulativ vorliegen müssen. Dies ist umso wichtiger, als die in Abs. 2 Nr. 1 a genannten „Bedenken“ unter zwingenden Verhältnismäßigkeitsgesichtspunkten derartige Eingriffe in die Berufsfreiheit der Anbieter (Art. 12 Abs. 1 GG) und die Wahlfreiheit der Verbraucher (Art. 2 Abs. 1 GG) jedenfalls nicht rechtfertigen können, sondern richtigerweise auch insoweit eine „Gefahr“ vorliegen muss. Zudem sollte Abs. 2 Nr. 2 WpHG-E an Art. 42 Abs. 2b MiFIR und § 4b Abs. 3 WpHG an Art. 42 Abs. 3 und 4 MiFIR angeglichen werden. Die Regelung eines zeitlichen Vorlaufs für das Wirksamwerden des Verbots in Anlehnung an Art. 42 Abs. 3 und 4 MiFIR – Inkrafttreten des Verbots bzw. der Beschränkung einen Monat nach der Bekanntmachung, in Ausnahmefällen (bei Vorliegen einer Gefahr, der ansonsten nicht rechtzeitig gewehrt werden könnte) nach Ablauf von 24 Stunden – ermöglicht es den betroffenen Instituten überhaupt erst, die erforderlichen organisatorischen Maßnahmen zu treffen. In diesem Zusammenhang sollten auch – etwa in Anlehnung an § 37f WpHG – Rechtsbehelfe geregelt werden, zumal es sich um eine höchst grundrechtssensitive Materie handelt.

Obschon aus dem Kontext des § 4b WpHG-E deutlich wird, dass das „Verbot“ in Abs. 1 Nr. 1 sich ebenso wie die „Beschränkung“ nicht auf die in den Buchstaben a und b genannten Finanzprodukte als solche, sondern auf ihre Vermarktung, ihren Vertrieb oder Verkauf bezieht, sollte dies – insbesondere auch im Hinblick auf die höchst unterschiedlichen Rechtsfolgen – in der Gesetzesbegründung klargestellt werden.

b. Folgen einer Produktintervention

Darüber hinaus wäre eine Klarstellung wünschenswert im Hinblick auf die Folgen für den Anleger bei einem Verkaufs- oder Vertriebsverbot nach Emission. Insbesondere darf ein solches Verbot nicht dazu führen, dass es einem Anleger zivilrechtlich verwehrt ist, sein bereits erworbenes Finanzinstrument z.B. auf dem Sekundärmarkt zu veräußern. Derart weitreichende zivilrechtliche Folgen können ganz sicher nicht im Interesse des Gesetzgebers liegen.

Hinsichtlich einer bloßen Verkauf- oder Vertriebsbeschränkung sollte sichergestellt werden, dass diese den Marktteilnehmern klar und eindeutig kommuniziert wird und aus sich heraus verständlich ist.

2. Product Governance-Pflichten, Nr. 3 (§ 33b bis d WpHG-E)

a. Klarstellung

Die in der Gesetzesbegründung im Kontext des § 4b WpHG-E stehende Aussage, dass „*nachfolgende zur MiFIR erlassene Durchführungsrechtsakte der Europäischen Union zum Produktinterventionsrecht [...] zu einem späteren Zeitpunkt im Wege der Auslegung zur Anwendung der Regelung beitragen*“ können (Gesetzesbegründung Seite 40 oben) sollte auch im Kontext des § 33 WpHG-E wiederholt werden.

b. Beschränkung der Pflichten auf den Primärmarkt

Der DDV regt die Klarstellung an, dass die Pflichten nach § 33b - d WpHG-E ausschließlich auf den Primärmarkt Anwendung finden sollten. Eine Ausweitung der Pflichten auf den Sekundärmarkt und damit letztlich die Einbeziehung des Handels an allen Börsen und Handelsplattformen, würde den Abschluss einer unübersehbaren Anzahl von Vertriebsvereinbarungen nach sich ziehen, was die Kostenbelastung für die Emittenten signifikant erhöhen würde. Diese Kosten müssten schlussendlich an die Anleger weitergegeben werden. Zudem würde ein solches Vorhaben schon an seiner praktischen Umsetzung scheitern. Zum einen gibt es im Sekundärmarkthandel keine aktiven Vertriebsbeziehungen zwischen Emittenten und Finanzintermediären, die zum Handel an einer Börse oder Handelsplattform zugelassen sind. Zum anderen würde die Anwendung einzelner Product Governance-Pflichten wie zur Zielmarktfestlegung ins Leere laufen, da ein an einer Börse gelistetes Wertpapier nicht i.S.d. § 33b WpHG-E „*an den Kunden vertrieben wird*“. Vielmehr führen Banken und Wertpapierfirmen Kauf- und Verkaufsaufträge an einer Börse oder Handelsplattform im Auftrag ihrer Kunden aus und vertreiben gerade nicht für einen Emittenten dessen Wertpapiere.

c. Zielmarktbestimmung auf generischer Basis

Der DDV weist vorsorglich darauf hin, dass die Bestimmung des Zielmarktes nur auf theoretischer und damit generischer Basis durch das konzipierende Wertpapierdienstleistungsunternehmen erfolgen kann, da es mangels direkten Kundenkontakts nicht über spezifische Informationen hinsichtlich der Endinvestoren verfügt. Die Unternehmen können daher den potentiellen Zielmarkt nur insoweit identifizieren, als sie bestimmte Gruppen von Anlegern sowie deren Bedürfnisse, Eigenschaften und Ziele auf theoretischer Basis betrachten.

Ein aus unserer Sicht sinnvolles Kriterium für eine generische Bestimmung des Zielmarkts wäre, die mit dem Produkt verbundene Markterwartung verbindlich anzugeben, die erforderlich ist, damit sich das Produkt profitabel entwickelt. Dadurch könnte sich ein Anleger vergewissern, ob ein Produkt seinen Bedürfnissen und Anlagezielen gerecht wird. Am Beispiel einer Aktienanleihe könnte die Markterwartung wie folgt formuliert werden: „Die Aktienanleihe richtet sich an Anleger, die davon ausgehen, dass der Kurs der zugrundeliegenden Aktie am Laufzeitende mindestens dem Basispreis von EUR X entspricht.“

Ein weiterer Ansatz wäre die Angabe des „value at risk“ (VaR) des entsprechenden Finanzinstruments, welcher das Verlustrisiko des Produkts durch statistische Analysen (z.B. Simulationen) bestimmt. Dabei werden alle relevanten Marktparameter (z.B. Preis des Basiswerts, implizite Volatilität) mit in die Bewertung einbezogen. In diesem Zusammenhang möchten wir ausdrücklich darauf hinweisen, dass auch die PRIIPs-Verordnung die Verpflichtung zur Angabe eines Zielmarkts sowie eines sogenannten „summary risk indicators“ enthält. Es wird z.B. auch diskutiert, ob der VaR als summary risk indicator im Sinne der PRIIPs-Verordnung verwendet werden kann. Daher regt der DDV dringend ein harmonisiertes Vorgehen bei den verschiedenen Angabepflichtigen für die Emittenten an.

d. internes Freigabeverfahren nur für Produktstrukturen

Es sollte zudem unbedingt klargestellt werden, dass den Anforderungen der Formulierung *„jedes einzelnen Finanzinstruments und jeder wesentlichen Änderungen bestehender Finanzinstrumente“* bei massenhaft emittierten Standardprodukten dadurch genügt wird, dass die ihnen jeweils zugrundeliegende Struktur und Klasse von Basiswerten einem solchen Verfahren unterworfen wird. Im Hinblick auf standardisierte Zertifikatestrukturen (Bonus, Discount etc., vgl. die Derivate Liga des DDV, abrufbar unter <http://www.deutscherderivateverband.de/MediaLibrary/Document/Derivate-Liga.pdf>) ist es nämlich im Hinblick auf die Zielmarktdefinition nicht sinnvoll, jede Anwendung auf einen einzelnen Basiswert zum Gegenstand eines Neu-Produkt-Prozesses zu machen, da der Zielmarkt nicht davon abhängt, welche spezifische Aktie in die standardisierte Struktur „verpackt“ wird.

e. Keine Verpflichtung des Emittenten zu Maßnahmen, sofern seine Produkte von Anlegern außerhalb des potentiellen Zielmarkts erworben werden

Rein vorsorglich weist der DDV darauf hin, dass ein Emittent nicht verpflichtet sein sollte, angemessene Maßnahmen zu ergreifen, sofern seine Produkte von Anlegern außerhalb des potentiellen Zielmarkts erworben werden. Der Umstand, dass ein Anleger ein Produkt außerhalb des Zielmarkts erwirbt, bedeutet nicht, dass das Produkt seinen Interessen zuwiderläuft. Ebenso wenig bedeutet es, dass das konzipierende Wertpapierdienstleistungsunternehmen seiner Verantwortung nicht nachgekommen ist, denn es hat regelmäßig keine Kenntnis von der Person und den Motiven des Anlegers. Es sollte für einen Anleger auch weiterhin möglich bleiben, Produkte zu erwerben, die z.B. nicht seiner Markterwartung entsprechen, die aber gleichsam der Portfoliozusammensetzung oder als Risikoabsicherung dienen.

f. weitere erforderliche Klarstellungen

Der Wortlaut des § 33 Abs. 3c und 3d WpHG-E enthält eine Vielzahl von – sachlich nicht begründbaren – kleineren Abweichungen vom Wortlaut des Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 4 MiFID II. Diese sollten aus Gründen der Rechtsklarheit beseitigt werden.

Zu § 33 Abs. 3b WpHG-E sollte in der Gesetzesbegründung klargestellt werden, dass zum bloß passiven Abverkauf an Selbstentscheider konzipierte Produkte nicht „zum Vertrieb“ im Sinne des § 33 Abs. 3b WpHG-E bestimmt sind.

Zum Zielmarkt sollte in der Gesetzesbegründung zudem festgehalten werden, dass seine Festlegung im Verhältnis zur Geeignetheitsprüfung nach § 31 Abs. 4 WpHG ein *minus* darstellt und diese daher nicht ersetzen kann.

In § 33 Abs. 3c Satz 2 WpHG-E gibt das Wort „*fortlaufend*“ – im Kontrast zu dem in Satz 1 verwendeten Wort „*regelmäßig*“ – zumindest Anlass zu Missverständnissen, da einerseits „*fortlaufend*“ mehr verlangt als „*regelmäßig*“, andererseits jedoch aus „*insbesondere*“ (sowie aus dem Willen zur Umsetzung des Art. 16 Abs. 3 Unterabs. 4 der Richtlinie 2014/65/EU) folgt, dass eine solche Intensivierung der Verpflichtung in zeitlicher Hinsicht gerade nicht gewollt sein kann. Satz 2 sollte daher anstatt mit „*Insbesondere ist fortlaufend zu beurteilen*“ besser mit „*Insbesondere ist dabei zu beurteilen*“ eingeleitet werden.

In der Gesetzesbegründung sollte weiter klargestellt werden, dass die geforderte Beurteilung nur innerhalb der sich aus dem jeweiligen

Tätigkeitskreis von Produzenten und Distributoren ergebenden Erkenntnismöglichkeiten stattfinden kann. Auch bedarf es zumindest in der Umsetzung konkreter Vorgaben, wie das konzipierende und das vertreibende Unternehmen hierbei zusammenwirken sollen und was bei einem erkannten „Fehllaufen“ eines Produkts zu unternehmen wäre.

Zu § 33 Abs. 3d WpHG-E sollte in der Gesetzesbegründung klargestellt werden, dass diese Verpflichtung nur für die sachgerechte Beurteilung der Produkte erforderliche und beim Konzipienten vorhandene Informationen betrifft. Insoweit sollte in der Begründung ebenfalls klargestellt werden, dass die Verpflichtung auch durch die Bereitstellung ohnehin vorhandener Dokumente erfüllt werden kann, wenn diese die genannten Voraussetzungen erfüllen. Stellt ein Unternehmen seinen Vertriebspartnern z. B. PIBs zur Verfügung, sollten keine weiteren Informationen zu den Finanzinstrumenten erforderlich sein (die Angabe des Zielmarkts wäre nach den Vorgaben des Gesetzes zukünftig ja in den PIBs enthalten).

Es sollten auch nur solche Informationen zur Verfügung gestellt werden müssen, die zum Verständnis der Funktionsweise und der allgemeinen Risiken des Finanzinstruments sowie der sich hieraus ergebenden Zielmarktbestimmung erforderlich sind, da die eigentliche Beurteilung von Geeignetheit und Angemessenheit Aufgabe des vertreibenden Unternehmens ist und bleiben muss.

III. Artikel 4 Änderung des Wertpapierprospektgesetzes

Übergangsregelung, Nr. 7 (§ 36 Abs. 1a WpPG)

Die Übergangsregelung zur Aufhebung des § 9 Abs. 2 Satz 2 WpPG in § 36 Abs. 1a WpPG-E sollte insoweit großzügiger gefasst werden, als ansonsten eine Vielzahl gebilligter Basisprospekte sehr kurzfristig nicht mehr für neue Ziehungen verwendet werden könnte und umgehend erneuert werden müsste. Die durch die Übergangsvorschrift bezweckte Erleichterung würde damit im Ergebnis nicht eintreten; zudem wäre vor und nach dem Inkrafttreten des Gesetzes mit einem Ansturm auf die BaFin durch Emittenten zu rechnen, die ihre Basisprospekte bereits vor Ablauf der Jahresfrist neu billigen lassen müssten, um die praktische Beschränkung der Gültigkeit neuer Endgültiger Bedingungen auf eine kurze Restgültigkeitsdauer des vorherigen Basisprospekts zu verhindern. Vor diesem Hintergrund sollte geregelt werden, dass § 9 Abs. 2 Satz 2 WpPG a. F. auf alle im Zeitpunkt des Inkrafttretens seiner Aufhebung bereits gebilligten Basisprospekte weiterhin Anwendung findet.

IV. Artikel 6 Änderung des Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung

§ 5a Abs. 1 S. 2 Nr. 3 a WpDVerOV-E.:

Die durch § 5a Abs. 1 S. 2 Nr. 3 a WpDVerOV-E vorgesehene zusätzliche Angabe des Zielmarktes in den Produktinformationsblättern (PIBs) würde dazu führen, dass die Zertifikateemittenten ihre PIBs für einen einzelnen Aspekt noch vor der Umsetzung der PRIIPs-Verordnung kurzfristig erneut überarbeiten müssten. Dies ist vor allem unzumutbar vor dem Hintergrund, dass die Emittenten gerade erst Ende 2013 sämtliche PIBs überarbeitet haben, um die Anforderungen des BaFin-Rundschreibens 4 / 2013 (WA) umzusetzen. Eine erneute Anpassung stellt eine nicht zu bewältigende Anforderung dar (so müsste z.B. allein eine größere Bank zwischen 5.000 und 7.000 PIBs überarbeiten).

Darüber hinaus besteht zurzeit noch gänzlich Unklarheit, wie sich die entsprechenden Regelungen der PRIIPs-Verordnung zur Rechtslage bezüglich der PIBs verhalten werden. Art. 8 para. 3 b) iii) der PRIIPs-Verordnung sieht künftig in den Key Information Documents eine „Beschreibung des Verbrauchertyps, an den das PRIIP vermarktet werden soll, insbesondere was die Fähigkeit, Anlageverluste zu verkraften, und den Anlagehorizont betrifft“ vor.

Daher regt der DDV an, zumindest die Umsetzung der PRIIPs-Verordnung insgesamt abzuwarten, insbesondere die Klärung der Details der Definition des Zielmarktes mit Blick auf PRIIPs und MiFID II. Es muss unbedingt vermieden werden, dass die Emittenten kurzfristig erneut sämtliche PIBs zu überarbeiten haben.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Hartmut Knüppel
Geschäftsführender Vorstand



Christian Vollmuth
Geschäftsführer