

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Dr. Armin W ö l k  
Leiters des Referats WA 36  
Lurgiallee 12  
60439 Frankfurt a.M.

24. September 2009

**Stellungnahme im Rahmen der Konsultation 11/2009  
WA 36 – Wo 2002-2008/0001**

Sehr geehrter Herr Dr. Wölk,

Der Deutsche Derivate Verband ist die Branchenvertretung der Emittenten derivativer Wertpapiere in Deutschland. Ziele des DDV sind die Förderung des Marktes für Zertifikate, Aktienanleihen und Optionsscheine und die Erhöhung der Akzeptanz dieser Produkte in Deutschland, zudem der Schutz der Anleger sowie die Verbesserung der Verständlichkeit und Transparenz der Produkte.

Der DDV begrüßt die Absicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, die Vorschriften des WpHG zu Informationen an Kunden durch ein Auslegungsschreiben zu konkretisieren. In Anbetracht der in der Praxis umfangreich bereitgestellten Informationen zu Zertifikaten und Optionsscheinen, auch auf Webseiten, ist Klarheit über das Verständnis dieser Bestimmungen für die jeweiligen Ersteller der Informationen - die Emittenten dieser Produkte oder die vertreibenden Banken - von großer Wichtigkeit.

Aus Sicht des DDV, der vor der Veröffentlichung des Entwurfs noch keine Gelegenheit zu einem Meinungsaustausch über die genannten Vorschriften hatte, enthält der Entwurf an einigen Stellen aber noch Aussagen, bei denen der DDV von einem anderen Verständnis der Bestimmungen ausgeht; auf diese werden wir nachfolgend im Einzelnen eingehen.

**(1) Anwendungsbereich / Pflichtenumfang (Ziffer 1.1 des Auslegungsschreibens)**

1. Kundenzeitschriften

Im Zusammenhang mit dem Gebot der Erkennbarkeit von werblichen Informationen enthält der Entwurf folgende Ausführungen:

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

knueppel@derivateverband.de  
www.derivateverband.de

Vorstand

Stefan Armbruster  
Dr. Hartmut Knüppel  
Jan Krüger  
Klaus Oppermann  
Rupertus Rothenhäuser

Geschäftsführung  
Dr. Hartmut Knüppel  
Lars Brandau

Bankverbindung  
HypoVereinsbank  
Konto 605 846 670  
BLZ 50 32 01 91

„Eine Pflicht zur ausdrücklichen Kennzeichnung ergibt sich aus dem Gesetz nur dann, wenn der werbliche Charakter der Information ansonsten nicht eindeutig erkennbar ist. Die Erkennbarkeit kann sich aus Art und Form der Darstellung der Information oder aus ihrem Inhalt ergeben. Reine Imagewerbung ist von den Vorschriften nicht erfasst.

Beispiele für werbliche und daher kennzeichnungspflichtige Informationen sind:

Ihrem Anschein nach objektive, von sachlichen Erwägungen getragene Beiträge in Kundenzeitschriften eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens. Dies gilt insbesondere für solche Beiträge, die einen Überblick über die am Markt erhältlichen Finanzinstrumente und deren Vor- und Nachteile gewähren sollen.“

Wir begrüßen die Aussage in dem Entwurf, dass eine Pflicht zur Kennzeichnung nur dann besteht, wenn der werbliche Charakter der Information ansonsten nicht eindeutig erkennbar ist. Die BaFin weist zu Recht weiterhin darauf hin, dass sich die Erkennbarkeit aus Art und Form der Darstellung der Information oder aus ihrem Inhalt ergeben kann. Bei den hierfür gewählten Beispielen gehen die Ausführungen zu Beiträgen in sog. Kundenzeitschriften über diese Anforderungen aber hinaus. In vielen Zeitschriften, die von Emittenten von Zertifikaten und Optionsscheinen herausgegeben werden, befinden sich einzelne objektive, von sachlichen Erwägungen getragene Beiträge. Für den Bezieher dieser Zeitschriften kann jedoch keinerlei Zweifel daran bestehen, dass der Inhalt dieser Zeitschriften insgesamt dem Absatz von Produkten des jeweiligen Emittenten dient. Der werbliche Charakter aller Artikel in solchen Zeitschriften, in denen Wertpapiere dieses Emittenten behandelt werden, ist daher immer eindeutig erkennbar.

Wir regen daher eine Streichung dieses Beispiels an. Zumindest aber sollte es dahingehend konkretisiert werden, dass eine Kennzeichnungspflicht nur für solche Artikel besteht, deren werblicher Charakter sich nicht bereits aus dem Gesamteindruck der jeweiligen Zeitschrift ergibt.

## 2. Abgrenzung zwischen bedingt und unbedingt kennzeichnungspflichtigen Informationen

Im Hinblick auf Informationen im Sinne des § 31 Abs. 2 Satz 4 WpHG stellt der Entwurf fest, dass bei solchen Informationen eine Kennzeichnung als Werbemitteilung zwingend erforderlich ist und die Regelungen des § 34b WpHG und der Finanzanalyseverordnung hier den Regelungen des § 31 Abs. 2 WpHG und von § 4 WpDVerOV vorgehen.

„Von den bedingt kennzeichnungspflichtigen Informationen sind diejenigen Informationen zu unterscheiden, die gemäß § 31 Abs. 2 Satz 4 WpHG generell als Werbemitteilung zu kennzeichnen sind. Diese Informationen unterliegen der Kennzeichnungspflicht, obwohl es sich um Informationen handelt, die keinen unmittelbaren werblichen Charakter haben, sondern als Finanzanalyse gerade eine objektive und unabhängige Empfehlung darstellen. Es handelt [sich] um eine besondere Form von Finanzanalysen, auf die die Vorschriften des § 34b WpHG sowie der Finanzanalyseverordnung (FinAnV) anwendbar sind. Bei diesen Vorschriften handelt es sich um ein in sich abgeschlossenes Regelwerk, welches den Regelungen des § 31 Abs. 2 WpHG sowie § 4 WpDVerOV vorgeht.“

Letztlich machen diese Ausführungen deutlich, dass es - nicht nur nach dem Gesetz, sondern tatsächlich auch in der Anwendungspraxis - eine Überlappung zwischen Werbemitteilungen und Finanzanalysen geben kann. Vor diesem Hintergrund sollten die o. g. Formulierungen nochmals überarbeitet werden, um zwischen den beiden in § 31 Abs. 2 Satz 4 Nr. 1 und Nr. 2 WpHG genannten Tatbeständen deutlich zu unterscheiden und klarzustellen, dass § 34b WpHG sowie die Finanzanalyseverordnung gerade nicht in allen Fällen eingreifen.

## **(2) Geltung der Anforderungen für reines Emittentenmaterial (Ziffer 2 des Auslegungsschreibens)**

Besondere Bedeutung kommt den Aussagen des Entwurfs zur Frage der Anwendbarkeit der §§ 31 Abs. 2 Sa. 1 WpHG und 4 Abs. 1 WpDVerOV auf von den Emittenten selbst erstellte Informationen zu.

„Da das Gesetz allein darauf abstellt, dass die Informationen dem Kunden von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen zugänglich gemacht wird, kommt es nicht darauf an, ob die Information ursprünglich von dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen stammt. Daher fallen auch solche Informationen in den Anwendungsbereich der Vorschriften, die dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen zunächst von einem Dritten zur Verfügung gestellt und Kunden daraufhin seitens des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zugänglich gemacht werden.“

### **Beispiel:** Vertriebsmaterialien einer Kapitalanlagegesellschaft

Sofern es sich bei dem Dritten selbst um ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen handelt, finden die Vorschriften des § 31 Abs. 2 WpHG sowie des § 4 WpDVerOV auf das Drittunternehmen unabhängig davon Anwendung, ob es seinen Kunden die Informationen unmittelbar zugänglich macht oder - beispielsweise als Emittent - anderen Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu Vertriebszwecken zur Verfügung stellt“.

Diese Aussagen lassen dabei zunächst auf das Verständnis schließen, dass auch Material, das von Emittenten erstellt wurde und nur auf von Emittenten

betriebenen Webseiten zugänglich gemacht wird - also nicht Wertpapierdienstleistungsunternehmen für deren Verwendung im Rahmen des Vertriebs zur Verfügung gestellt wird - den Anforderungen des § 31 Abs. 2 WpHG und § 4 WpDVerOV unterfällt.

Unserer Auffassung nach würde ein solches Verständnis der Vorschriften über den gesetzlich bestimmten Anwendungsbereich der Pflichten nach den § 31 ff. WpHG hinausgehen und wäre damit auch mit europäischem Recht als Grundlage dieser Pflichten (Art. 19 der MiFID und Art. 27 der MiFID - Durchführungsrichtlinie) nicht zu vereinbaren. Schon aus dem Wortlaut von Art. 19 Abs. 1 MiFID ergibt sich, dass die in den nachfolgenden Absätzen geregelten Pflichten, darunter die in Abs. 2 geregelten Anforderungen an Informationen, auf denen Art. 27 der Durchführungsrichtlinie sowie § 31 Abs. 2 WpHG und § 4 WpDVerOV beruhen, "bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen" gelten; dasselbe ergibt sich aus der deutschen Grundnorm des § 31 Abs. 1 WpHG. Von Emittenten selbst erstellte und zugänglich gemachte Informationen werden jedoch nicht im Zusammenhang mit der Erbringung einer Wertpapierdienstleistung verwendet. Die Informationen dienen den Emittenten oftmals zur Förderung des Absatzes der von ihnen emittierten Wertpapiere, zielen also darauf ab, möglichst viele Anleger zu deren Erwerb zu motivieren. Diese Absatzförderung durch den Emittenten stellt zwar in vielen Fällen ein öffentliches Angebot nach Prospektrecht dar und löst damit eine Prospektpflicht aus; es handelt sich dabei aber nicht um eine Wertpapierdienstleistung nach WpHG und MiFID, genauso wenig wie bei der Emission der Wertpapiere als solcher.

Hiervon zu unterscheiden ist die konkrete Durchführung des Erwerbs der jeweiligen Wertpapiere über dasjenige Wertpapierdienstleistungsunternehmen, bei dem der Kunde sein Wertpapierdepot unterhält oder von dem er beraten wird; dieser Erwerbsvorgang stellt praktisch so gut wie immer eine Wertpapierdienstleistung dar. Emittent und Vertriebsbank eines Wertpapiers können dabei zwar zusammenfallen, aus Sicht des Emittenten kommt es hierauf bei der Erstellung von Informationsmaterial aber in keiner Weise an: Im Hinblick auf das hier oftmals verfolgte Ziel der Absatzförderung ist es für den Emittenten völlig unerheblich, ob das Wertpapier über die eigene oder eine fremde Bank erworben wird.

### **(3) Verknüpfung mit anderen Informationsseiten (Ziffer 2 des Auslegungsschreibens)**

Aus demselben Grund halten wir darüber hinaus auch die nachfolgend wiedergegebene weitere Aussage in dem Entwurf für unzutreffend (S. 4) oben:

„Soweit es sich bei der Drittquelle ebenfalls um ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen aus dem EWR handelt, erfolgt keine Zurechnung, da das Drittunternehmen dann selbst zur Einhaltung der Werbungsvorschriften verpflichtet ist; hierauf darf sich das Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das eine Verknüpfung zu der Drittseite herstellt, verlassen.“

Diese Auffassung würde zudem zu einer Durchbrechung des Grundsatzes führen, dass die Wohlverhaltenspflichten stets auf die konkreten Kunden des jeweiligen Wertpapierdienstleistungsunternehmens zu beziehen und dabei im Lichte der jeweiligen Kunden auszulegen sind. Das Drittunternehmen ist zur Übernahme der konkreten Pflichten des „verknüpfenden“ Unternehmens, in dessen Rahmen seine Materialien weitergereicht werden, faktisch gar nicht in der Lage. Zu welchen Folgen ein solcher Ansatz führen könnte, zeigt der Fall, dass die Informationen auf der Webseite desjenigen Instituts, auf die verwiesen wird, nur an professionelle Kunden gerichtet sind - etwa an Vertriebsbanken -, während diejenigen der verknüpfenden Bank sich an Privatanleger richten. Dasselbe kann aber auch gelten, wenn das erste Unternehmen sich als "Direct Broker" nur an Selbstentscheider, das zweite aber an Anlageberatungskunden richtet. - Auch diese Auffassung wäre im übrigen nicht mit europäischem Recht zu vereinbaren, da die Pflichten nach der MiFID nur im Verhältnis zu den jeweiligen unmittelbaren Kunden des jeweiligen Instituts eingreifen.

Der dem Entwurf zugrundeliegende Ansatz würde speziell für Emittentematerial zudem zu einer nur schwer zu begründenden Ungleichbehandlung von Emittenten mit und ohne eigenes Vertriebssystem führen. Es wäre nicht gerechtfertigt, nur aufgrund des Vorhandenseins einer eigenen Vertriebsstruktur (und dazu ungeachtet dessen, ob das fragliche Produkt überhaupt im Eigenvertrieb abgesetzt wird) die emittierende Stelle mit Verantwortungen zu belegen, welchen reine Emissionshäuser entgehen. Auch wäre die Geltung der in Frage stehenden Anforderungen durch eine rechtliche Auslagerung der Emissionseinheiten leicht zu umgehen.

Die vorstehend beschriebene Auffassung führt für die Anleger auch nicht etwa zu einer Schutzlücke. In der zuletzt beschriebenen Konstellation liegt es damit an jedem Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das fremderstellte Informationen einsetzt, sich von der Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben selbst zu überzeugen. Für den eingangs behandelten Fall reinen Emittentematerials gilt dagegen, neben den allgemeinen Lauterbarkeitsvorschriften etwa des UWG, insbesondere § 15 WpPG.

#### **(4) Ausreichende und verständliche Darstellung (Ziffer 3.1 des Auslegungsschreibens)**

##### 1. „Garantie-Zertifikat“

Der Entwurf differenziert hier zunächst zwischen einem "Garantie-Zertifikat" und einem Zertifikat mit der Produktbezeichnung "100% Kapitalschutz".

„Beispiel: Produktbezeichnungen wie „Garantie-Zertifikat“ o.ä. sowie Hinweise wie beispielsweise „100% Kapitalschutz“ o.ä. ist ohne weitere Erläuterung nicht hinreichend klar zu entnehmen, von wem die Garantie stammt (Emittent, konzernverbundenes Unternehmen oder Dritter) bzw. woraus sich der Kapitalschutz ergibt. Im Interesse der Eindeutigkeit der Information ist daher bei Garantieaussagen grundsätzlich ein klarstellender Hinweis auf die Person des Garantiegebers erforderlich (etwa: „ 100% Kapitalgarantie der X-Bank“) bzw. bei Hinweisen auf einen Kapitalschutz eine ergänzende Klarstellung, woraus sich der Kapitalschutz ergibt.“

Sofern ein Produkt als "Garantie-Zertifikat" bezeichnet wird, soll also ein klarstellender Hinweis auf die Person des Garantiegebers erforderlich sein.

In der gängigen Marktpraxis ist die Produktbezeichnung "Garantie-Zertifikat" jedoch fest etabliert, wobei hierunter verstanden wird, dass der eingesetzte Betrag in jedem Fall, sozusagen "garantiert", von der Emittentin zurückgezahlt wird. Lediglich Emittenten, die Zertifikate über ein Emissionsvehikel emittieren, sichern ggf. die Emission durch eine Garantie eines Dritten ab, in der Regel einer Konzerngesellschaft. Schon dieses Beispiel zeigt, dass der Begriff "Garantie-Zertifikat" im Allgemeinen gerade nicht in seiner juristischen Ausprägung verstanden wird. Hinzu kommen Produktkategorisierungen, die das Marktverständnis nachhaltig reflektieren. Dort werden Garantie-Zertifikate in einem Atemzug mit Index-, Bonus-, Discount-, Express-, Sprint- und Outperformance-Zertifikaten genannt.

Die BaFin sollte das allgemeine Marktverständnis, das sich über Jahre verfestigt und etabliert hat, im Rahmen des Auslegungsschreibens berücksichtigen und daher klarstellen, dass die Möglichkeit zur Verwendung der Produktbezeichnung „Garantie-Zertifikat“ in den Fällen einer festen Rückzahlung unberührt bleibt, diese Bezeichnung also nicht nur bei Vorliegen einer echten Garantie im juristischen Sinn zulässig ist.

Über diese Frage der Produktbezeichnung hinaus ist der zitierten Stelle des Entwurfs darüber hinaus auch eine Pflicht zur Klarstellung über die Art von Garantie und Kapitalschutz zu entnehmen. Für Produktanzeigen in Zeitungen und Zeitschriften gestattet der zur Verfügung stehende Raum aber oftmals nicht die Aufnahme entsprechender Hinweise in die Anzeige selbst. Eine Pflicht zur Klarstellung am selben Ort nur auf Grund der Verwendung der

jeweiligen Produktbezeichnung wäre damit unverhältnismäßig. Für Anzeigen sollte in dem Auslegungsschreiben daher ausdrücklich die Möglichkeit vorgesehen werden, auf andere Dokumente bzw. im Internet veröffentlichte Informationen zu verweisen.

## 2. „Bonität“

Im Zusammenhang mit dem Gebot der Verständlichkeit für den durchschnittlichen Angehörigen der angesprochenen Kundengruppe geht der Entwurf ferner auf die Verwendung des Begriffs „Bonität“ ein.

„Beispiel: Während für eine in Finanzfragen vorgebildete Kundengruppe bei der Werbung für ein Zertifikat der Hinweis auf das „Bonitätsrisiko der X-Bank“ hinreichend verständlich ist, kann bei einer an die Allgemeinheit der Privatkunden gerichteten Werbung eine weniger fachsprachliche Ausdrucksweise angezeigt sein (z. B.: „Risiko des Geldverlusts wegen Zahlungsverzugs oder Zahlungsunfähigkeit der X-Bank“).

Nach unserem Verständnis kann aus der Gegenüberstellung der beiden in dem Beispiel genannten Kundengruppen im Rückschluss abgeleitet werden, dass bei den Kunden, die mit Informationen zu Zertifikaten angesprochen werden, von einer gewissen Vorbildung von Finanzfragen ausgegangen und der Begriff „Bonität“ daher verwendet werden kann. Diese Einschätzung halten wir für zutreffend. Informationen zu Zertifikaten richten sich in jedem Fall praktisch nur an solche Kunden, die zumindest ein rudimentäres Grundverständnis der Finanzwelt haben, zu dem das Verständnis des Begriffs „Bonität“ ganz sicher dazugehört. Da das Beispiel aber auch anders verstanden werden kann, regen wir dessen Streichung an.

### **(5) Aktualisierungspflichten (Ziffer 3.2 des Auslegungsschreibens)**

Die oben unter (2) und (3) dargestellten Aussagen zur Geltung der §§ 31 Abs. 2 WpHG, 4 WpDVerOV für Emittentenmaterial hätten insbesondere im Bereich der Aktualisierungspflichten, so wie sie in dem Entwurf verstanden werden, gravierende praktische Auswirkungen.

„Die genannten Prinzipien der Redlichkeit und Nichtirreführung können es im Einzelfall jedoch erforderlich machen, auch Materialien, bei denen die Zeitspanne zwischen Redaktions- und Verbreitungszeitpunkt im Normalfall ausreichend wäre, entweder nicht weiter zu verbreiten oder zu aktualisieren, wenn sich seit Redaktionsschluss kurzzeitig erhebliche Veränderungen ergeben haben. In jedem Fall sollte das Erstellungsdatum der Informationen hervorgehoben und deutlich erkennbar sein.“



Auf den Produktseiten der Emittenten im Internet findet sich vielfach noch Material, das vor Inkrafttreten der §§ 31 ff. WpHG in ihrer jetzigen Fassung erstellt wurde. Allein die Durchsicht aller dort noch verfügbaren Informationen auf die Einhaltung der nach dem Schreiben bestehenden Aktualisierungspflichten hin wäre für den Emittenten angesichts der Fülle des Materials kurzfristig nicht zu bewältigen. Bei einem Festhalten an den erwähnten Aussagen zur Erfassung auch von Emittentenmaterial müsste den Emittenten daher zumindest eine nicht zu knapp zu bemessende Übergangsfrist eingeräumt werden.

Auch nach Ablauf einer solchen Übergangsfrist wäre eine regelmäßige Überprüfung der oft in die Tausende gehenden Informationsdokumente jedes Emittenten praktisch kaum durchführbar. Den Emittenten müsste daher gestattet werden, eine Aktualisierung von Angaben auch auf den Webseiten selbst vorzunehmen, wenn hierauf deutlich hingewiesen wird.

Unserer Ansicht nach geht aber schon das in dem Entwurf zum Ausdruck kommende grundsätzliche Verständnis der Aktualisierungspflichten über die gesetzlichen Vorgaben hinaus. Der Entwurf weist zutreffend darauf hin, dass sich Anforderungen insoweit nur aus dem allgemeinen Prinzip der Redlichkeit sowie dem Verbot der Irreführung herleiten lassen; um eine Verpflichtung zur Bereitstellung von Informationen geht es hier ja gerade nicht. Den genannten allgemeinen Grundsätzen wäre aber bereits durch einen deutlich gestalteten Hinweis auf den Erstellungszeitpunkt der jeweiligen Dokumente, gegebenenfalls verbunden mit einem Hinweis auf die Möglichkeit des Vorliegens aktuellerer Informationen, Rechnung getragen, sofern der Erstellungszeitpunkt nicht bereits aus den Umständen eindeutig erkennbar ist (wie etwa bei Zeitungsanzeigen).

#### **(6) Darstellung von Vorteilen und Risiken (Ziffer 3.3 des Auslegungsschreibens)**

Die BaFin verlangt unter Ziffer 3.3 des Entwurfs unter anderem,

„....Umfang und Genauigkeit von Vorteils- und Nachteilsdarstellung müssen in ausgewogenem Verhältnis zueinander stehen. Je mehr und je umfassender also Vorteile hervorgehoben werden, umso mehr und umfassender ist auch auf eventuelle Nachteile einzugehen.“

Wir würden es begrüßen, wenn die BaFin diese Diktion in dem Auslegungsschreiben einheitlich verwenden würde. Das im Weiteren angeführte Beispiel müsste dann wie folgt lauten:



„Beispiel: In einer Werbung für eine bestimmte Zertifikate-Art (etwa Hebelzertifikate), in der deren Vorteile (z.B. überproportionale Gewinnmöglichkeiten gegenüber dem Basiswert) hervorgehoben werden, müsste in ausgewogener Weise auch auf Nachteile (z.B. überproportionale Verlustrisiken gegenüber dem Basiswert) hingewiesen werden.“

Entsprechend wäre der Wortlaut des Auslegungsschreibens noch an zwei weiteren Stellen anzupassen: In Ziffer 3.3 Abs. 2 letzter Satz und auf Seite 9 erster Absatz wären jeweils „Risiken“ durch „Nachteile“ zu ersetzen.

Darüber hinaus sollten die eingangs zitierten Vorgaben aus faktischen Gründen dann eine einschränkende Auslegung erfahren, wenn nach dem Charakter des jeweiligen Informationsmaterial eine technische Grenze für die Aufnahme weiterer Erläuterungen in den Text besteht, etwa bei kurzen Annoncen und Online-Werbebanner. Besteht eine Werbeinformation beispielsweise nur aus einem (chancenbetonenden) Slogan, würde eine Verpflichtung zur Aufnahme von Erläuterungen zu den Risiken in die Information selbst eine solche Werbemaßnahme in vielen Fällen praktisch unmöglich machen. Daher sollte in derartigen Konstellationen nur ein Verweis auf Informationen mit dem erforderlichen Inhalt verlangt werden, je nach Art der Werbung entweder (bei Werbung im Internet) in Form eines Links oder (bei Zeitungsanzeigen) eines sprachlichen Hinweises auf die Fundstelle für solche Informationen.

### **(7) Vergangenheitsbezogene Angaben (Ziffer 3.4.1.1 des Auslegungsschreibens)**

#### 1. Geld- oder Briefkurs

Zur Grundlage für die Wertentwicklung enthält der Entwurf folgende Ausführungen:

„Bei Finanzinstrumenten, bei denen eine Differenz zwischen Geld- und Briefkurs besteht, ist dieser Unterschied bei der Berechnung der Wertentwicklung zu berücksichtigen, indem zum Einstandszeitpunkt der Briefkurs, zum Verkaufszeitpunkt der Geldkurs angesetzt wird (wobei in allen Fällen auf denselben Feststellungszeitpunkt, also beispielsweise Tagesschlusskurse, abzustellen ist.“

Eine solche Anforderung hätte praktisch in vielen Fällen erhebliche Friktionen in der Darstellung der Wertentwicklung zur Folge, die zu einer Irreführung der Kunden führen würden. Die Wertentwicklung über den Betrachtungszeitraum hinweg wird oftmals in Form eines fortlaufenden Graphs dargestellt, in den etwa die jeweiligen Tagesschlusskurse eingehen. In diesen Fällen wäre aber schon unklar, für welche Werte noch der Briefkurs und für welche schon der

Geldkurs anzusetzen ist. Eine Verwendung des Briefkurses nur auf den ersten Tag würde zu einem für den Anleger nicht erkennbaren Sprung in der Darstellung der Wertentwicklung zwischen dem ersten und dem zweiten Wert führen. Vergleichbare Probleme ergeben sich aber auch bei der Angabe nur der Wertentwicklung in den einzelnen Zwölfmonatszeiträumen – wäre hier der Briefkurs nur für den Beginn des gesamten Betrachtungszeitraums anzusetzen oder für jede einzelne Zwölfmonatsperiode? Im ersten Fall würde die Angabe etwa für die zweite Zwölfmonatsperiode nicht mehr den tatsächlichen Ertrag des Anlegers widerspiegeln, im zweiten könnte der Anleger aus den Angaben keine Rückschlüsse für die Wertentwicklung während des gesamten Betrachtungszeitraums mehr entnehmen.

Wir schlagen daher eine Streichung dieser Angabe vor; allenfalls könnte eine Kenntlichmachung der verwendeten Berechnungsgrundlage verlangt werden.

## 2. Betrachtungszeitraum

Im letzten Absatz der Erläuterungen in diesem Abschnitt (S. 10 f.) findet sich die Aussage, Wertentwicklungsangaben müssten immer die tatsächliche Wertentwicklung eines Zwölfmonatszeitraums wiedergeben; unzulässig seien Wertentwicklungsangaben über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg und grundsätzlich auch annualisierte Durchschnittswerte.

„Die Wertentwicklungsangaben müssen immer die tatsächliche Wertentwicklung eines Zwölfmonatszeitraums wiedergeben. Ungeeignet sind daher kumulierte, den gesamten Betrachtungszeitraum betreffende Wertentwicklungsangaben (z.B. „500% in 10 Jahren“), da diese keinen Rückschluss auf die Volatilität und das Risiko der Anlage erlauben. Aus demselben Grund in der Regel ungeeignet sind annualisierte Durchschnittswerte. Annualisierte Angaben können ausnahmsweise geeignet sein, wenn die tatsächliche Wertentwicklung über den gesamten Betrachtungszeitraum nahezu gleichbleibend war.“

Diese Vorgaben werden unserer Meinung nach von den maßgebenden Vorschriften nicht gedeckt. § 4 Abs. 4 WpDVerOV, ebenso wie Art. 27 Abs. 4 b) der Durchführungsrichtlinie zur MiFID, verlangen nur, dass der Betrachtungszeitraum, wenn sich dieser zulässigerweise auf weniger oder mehr als fünf Jahre erstreckt, aus vollständigen Zwölfmonatszeiträumen bestehen muss. Eine Aussage, wonach die Angaben zur Wertentwicklung innerhalb eines danach zulässigen Betrachtungszeitraums immer in einzelne Zwölfmonatszeiträume herunter zu brechen sind, findet sich dort gerade nicht. Eine solche Anforderung kann methodisch auch nicht in das Gebot der Geeignetheit der Angaben hineingelesen werden, da angesichts der

detaillierten Anforderungen an Aussagen zur früheren Wertentwicklung in den genannten Vorschriften davon ausgegangen werden muss, dass der Gesetzgeber weitere allgemeine Anforderungen im Zusammenhang mit dem Betrachtungszeitraum gerade nicht aufstellen wollte.

Die in dem Entwurf an dieser Stelle postulierten Verbote erscheinen aber auch sachlich nicht gerechtfertigt. Für den Anleger ist z. B. die Angabe der durchschnittlichen jährlichen Wertentwicklung regelmäßig auch dann von großer praktischer Relevanz, wenn die Wertentwicklung nicht über den gesamten Betrachtungszeitraum gleichmäßig verlaufen ist, da schon ein Vergleich der Performance verschiedener Produkte praktisch nur auf Basis annualisierter Werte möglich ist. - Allenfalls wäre hier daran zu denken, zusätzlich zur Angabe annualisierter Durchschnittswerte oder der Performance über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg auch eine Angabe der Wertentwicklung in den einzelnen Zwölfmonatszeiträumen zu verlangen.

#### **(8) Unterjährige Angaben (Ziffern 3.4.1.4 und 3.4.1.5 des Auslegungsschreibens)**

Im Hinblick auf vergangenheitsbezogene Angaben geht der Entwurf von einem grundsätzlichen Verbot unterjähriger Angaben aus.

„In Fällen, in denen die Wertentwicklung nur über einen Zeitraum von weniger als zwölf Monaten dargestellt werden könnte (etwa weil ein Finanzinstrument erst vor weniger als zwölf Monaten in den Handel gebracht wurde), dürfen gemäß § 4 Abs. 4 Nr. 1 WpDVerOV grundsätzlich keine Wertentwicklungsangaben gemacht werden. [...] Unter Berücksichtigung von Sinn und Zweck der Regelung und berechtigter Informationsbedürfnisse der Kunden erscheint jedoch bei nicht-werblichen, wertungsfreien Informationen (etwa in Kursdatenbanken) eine Ausnahme vom Verbot unterjähriger Wertentwicklungsangaben zulässig.“

Eine Ausnahme vom Verbot unterjähriger Angaben ist unserer Meinung nach aber in solchen Fällen erforderlich, in denen die Laufzeit eines Produkts weniger als zwölf Monate beträgt. Die Gefahr einer Irreführung der Anleger, der die gesetzlichen Vorgaben an die Betrachtungszeiträume entgegenwirken sollen, besteht in diesen Fällen nämlich gerade nicht, wenn die Wertentwicklung während der gesamten - unterjährigen - Laufzeit angegeben wird.

Aus der in Ziffer 3.4.1.5 des Auslegungsschreibens enthaltenen Ausnahme vom Verbot der unterjähriger Wertentwicklungsangaben bei nicht-werblichen, wertungsfreien Informationen kann darüber hinaus geschlossen werden, dass auch die Abbildung von Kursentwicklungen von Wertpapieren auf der jeweiligen Produktseite eines Wertpapiers von der Ausnahme umfasst ist. Eine

entsprechende Klarstellung wäre hilfreich. Weiterhin wäre es hilfreich, wenn klargestellt würde, dass bei bestimmten Darstellungsformen, z.B. bei Flyern im Internet, die Angabe des Monats der Erstellung ausreichend ist.

### **(9) Auswirkung von Provisionen, Gebühren und sonstigen Entgelten (Ziffer 3.4.1.7 des Auslegungsschreibens)**

Die hier postulierten Anforderungen an Aufwendungen, die "dritterseits" entstehen, halten wir für überzogen und nicht praktikabel.

„Bei Aufwendungen, die dritterseits entstehen (z.B. Maklercourtage), kann unter Angabe des ausgewählten Anbieters auf die günstigsten am Markt angebotenen Preise abgestellt werden. Bei finanziellen Aufwendungen, deren Höhe vom jeweils begünstigten Wertpapierdienstleistungsunternehmen abhängt (z.B. Ausgabeaufschläge, Ordergebühren, Depotgebühren), kann auf die Preise des informierenden Unternehmens oder eines etwaigen preisgünstigeren Anbieters abgestellt werden, wobei dieser namentlich zu nennen ist. Provisionen, Gebühren und andere Entgelte, deren konkrete Höhe von der Anlagesumme abhängt (beispielsweise Depotgebühren), können dabei wie folgt ausgewiesen werden:

Sofern die Informationen in elektronischer Form (z.B. im Internet oder auf elektronischen Datenträgern) zur Verfügung gestellt werden, kann den Kunden mittels eines Rendite-Rechners die Möglichkeit gegeben werden, sich die Wertentwicklung unter Berücksichtigung der Provisionen, Gebühren und anderen Entgelte durch Angabe der beabsichtigten Anlagesumme für einen individuell-konkreten Fall darstellen zu lassen, Sofern es sich um Informationen in gedruckter oder anderer „statischer“ Form (wie etwa pdf-Dokumente) handelt, kann die Auswirkung der Provisionen, Gebühren und anderen Entgelte exemplarisch angegeben werden, indem unterstellt wird, dass eine Summe in Höhe eines Viertels des durchschnittlichen Bestands in Euro bei dem informierenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen (wahlweise: im Bundesdurchschnitt) geführten Depots angelegt wird. Daneben kann auf die Möglichkeit hingewiesen werden, sich die Auswirkungen der in einem konkret-individuellen Fall entstehenden Provisionen, Gebühren und anderen Entgelte durch Nutzung eines Rendite-Rechners auf den Internetseiten des Wertpapierdienstleistungsunternehmens ausweisen zu lassen.“

Eine rechtssichere Ermittlung der nach diesen Aussagen konkret anzusetzenden Beträge erscheint ausgeschlossen. Schon ein Abstellen auf die eigenen Gebühren des jeweiligen Wertpapierdienstleistungsunternehmens führt angesichts von teilweise mehreren zur Wahl stehenden Gebührenmodellen sowie des Umstands, dass gar nicht alle nach dem Entwurf verpflichteten Unternehmen diese Leistungen selbst anbieten, nicht zu eindeutigen Ergebnissen. Noch viel mehr gilt dies für die Ermittlung von Fremdgebühren, etwa diejenigen des kostengünstigsten Anbieters, oder den

durchschnittlichen Wertpapierbestand "im Bundesdurchschnitt". Durch den harten Wettbewerb zwischen Brokern wie auch zwischen den verschiedenen Börsen, innerhalb Deutschlands wie auch international, verändern sich die Entgeltmodelle der Börsen wie auch die Ordergebühren der Broker fortlaufend. Ein „günstigster Anbieter“ ist in der Regel gar nicht ermittelbar, da die verschiedenen Gebührenstrukturen je nach Volumen eines Wertpapierauftrags (Ordergröße) zu unterschiedlichen Ergebnissen führen. Die Bereitstellung von Renditerechnern, die derartige Umstände und Veränderungen berücksichtigen könnten, erscheint schlicht undurchführbar. Eine derartige Anforderung kann unseres Erachtens keinesfalls aus den gesetzlichen Vorgaben abgeleitet werden.

Wir halten es demgegenüber schon für äußerst fraglich, ob die Angabe drittseitiger Kosten überhaupt von den gesetzlichen Anforderungen umfasst ist. Dagegen spricht aus unserer Sicht der Umstand, dass die hier zugrundeliegende Gefahr einer Irreführung der Anleger bei auf dritter Seite anfallenden Kosten gar nicht besteht, da solche Kosten für alle in Betracht kommenden Produkte in gleicher Weise anfallen und vom Anleger daher immer schon vorausgesetzt werden müssen.

Folgt man dieser Auffassung nicht, so halten wir die Vorgabe konkreter anzusetzender Werte durch die BaFin für den einzig praktikablen Weg. Zusätzlich könnte der in dem Entwurf erwähnte Renditerechner auch von der BaFin bereitgestellt werden, so dass der damit verbundene Aufwand nur einmal anfiel; hierauf könnte in den Informationen zur Wertentwicklung dann hingewiesen werden.

#### **(10) Übereinstimmung von Werbung und Produktinformationen (Ziffer 5 des Auslegungsschreibens)**

Zur Übereinstimmung von Werbung und Produktinformationen heißt es in dem Entwurf:

„Informationen in Werbeaussagen dürfen denjenigen Informationen nicht widersprechen, die das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Kunden im Zuge der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen zur Verfügung stellt (vgl. § 4 Abs. 9 WpDVerOV). Hieraus ergibt sich insbesondere, dass Angaben in Verkaufsprospekten oder sonstigen Informationsmaterialien im Einklang mit den Angaben stehen müssen, die im Rahmen der Werbung gemacht werden.“

Der letztgenannte Satz ist aus unserer Sicht missverständlich, da er auch so verstanden werden könnte, dass Werbeaussagen den gleichen Wortlaut aufweisen müssen wie dem Kunden zur Verfügung gestellte Informationen,

während die zugrundeliegende Bestimmung der WpDVerOV nur eine inhaltliche Divergenz ausschließen will. Aus unserer Sicht ist die gesetzliche Vorgabe selbst hier schon klar genug und bedarf keiner weiteren Erläuterung; wir schlagen daher eine Streichung dieser Ausführungen vor.

Wir wären Ihnen dankbar, wenn Sie unsere Anmerkungen berücksichtigen würden und stehen Ihnen für weitere Erläuterungen gerne auch in einem persönlichen Gespräch zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Hartmut Knüppel  
Geschäftsführender Vorstand



Dr. Nikolaus Dominik Neundörfer  
Vorsitzender des Ausschusses Regulierung