

## **Antrag**

**der Abgeordneten Dr. Gerhard Schick, Christine Scheel, Bärbel Höhn, Ulrike Höfken, Markus Kurth, Anna Lührmann, Irmingard Schewe-Gerigk, Silke Stokar von Neuforn, Wolfgang Wieland, Margareta Wolf (Frankfurt) und der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN**

### **Schutz der Anlegerinnen und Anleger bei Zertifikaten stärken**

Der Bundestag wolle beschließen:

I. Der Deutsche Bundestag stellt fest:

Der Markt für Zertifikate wächst rasant. Zum einen nimmt die Produktpalette stetig zu; Schätzungen zufolge sind es mittlerweile über 80 000 unterschiedliche Produkte (Handelsblatt vom 12. April 2007). Zum anderen wächst auch das Marktvolumen beträchtlich. Es lag Ende 2006 bei investierten 110 Mrd. Euro (Deutsche Bank Research vom 15. Februar 2007). Mehrheitlich fließen Gelder von Privatanlegerinnen und -anlegern in Zertifikate. Institutionelle Investoren bilden am Markt die Minderheit.

Zertifikate sind dabei grundsätzlich als neue Anlageklasse zu begrüßen. Sie erweitern das Spektrum der Anlegerinnen und Anleger bei der privaten Vorsorge. Aufgrund ihrer Eigenschaft als strukturiertes Finanzprodukt können Zertifikate maßgeschneiderte Anlagestrategien bieten, die den individuellen Risiko-Chance-Profilen der Privatanleger passgenau entsprechen. Mit Zertifikaten ist es sogar auch möglich, bei stagnierenden oder fallenden Kursen Rendite zu erwirtschaften. Insbesondere Garantiezertifikate, bei denen zumindest eine Teilrückzahlung des anfangs investierten Kapitals garantiert wird, erfreuen sich bei den durch Börsencrashes verunsicherten Kleinanlegern großer Beliebtheit.

Vor dem Hintergrund des wachsenden Marktes und der Tatsache, dass die Investoren überwiegend Privatanleger sind, muss aber eine angemessene Transparenz und Fairness bei der Emission, dem Vertrieb und dem Handel mit Zertifikaten gewährleistet werden. Dies ist gegenwärtig nicht der Fall. Gerade wegen des wachsenden Bedarfs an privater Vorsorge brauchen Anlegerinnen und Anleger ein Höchstmaß an Transparenz, um die für sie geeigneten Produkte finden zu können und nicht unwissentlich auf Rendite zu verzichten. Anders als es die Bundesregierung in ihrer Antwort auf die Kleine Anfrage der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN (Bundestagsdrucksache 16/2740) darstellt, ist es daher dringend notwendig, die Regeln am Zertifikatemarkt zu verbessern.

Der am 1. Januar 2007 vom Derivate Forum e. V. vorgestellte Verhaltenskodex für Emittenten von Zertifikaten ist ein Schritt in die richtige Richtung. Die Selbstregulierung erfasst größtenteils die Schwachstellen des Marktes, bleibt aber auch in weiten Teilen hinreichend vage und schwer verständlich. Der Kodex kann deshalb keinen Ersatz für verbindliche Regelungen durch den

Gesetzgeber darstellen, um den Zertifikatemarkt langfristig als alternative Anlagemöglichkeit für die Bürgerinnen und Bürger zu erschließen.

Die Umsetzung der europäischen Finanzmarktrichtlinie (sog. MiFID) bringt Transparenzvorschriften mit sich, die auch auf Zertifikate Anwendung finden. In der MiFID fanden aber bedingt durch die Tatsache, dass der Markt für Anlegerzertifikate ausschließlich in Deutschland derartig stark gewachsen ist, die speziellen Probleme des Zertifikatemarktes keine Berücksichtigung. Allenfalls zufällig, so etwa bei der künftigen Offenlegung von Provisionen, erfassen die Regelungen der MiFID auch die besondere Intransparenz von Zertifikaten.

II. Der Deutsche Bundestag fordert die Bundesregierung auf, folgende Punkte gesetzlich zu regeln:

1. Bei der Emission von Zertifikaten hat der Emittent einen vereinfachten Prospekt zu erstellen. Dieser Prospekt muss rechtlich verbindlich sein. Es sollte klare Vorgaben zum Aufbau des Prospektes geben, die unabhängig vom Anbieter einzuhalten sind. Auch die Aussagen in Werbeprospekten sollen verbindlich sein.
2. Das den meisten Zertifikaten innewohnende Problem der Kostenintransparenz muss gegenüber den Anlegerinnen und Anlegern offengelegt werden. Sowohl in den Verkaufsprospekten und Verkaufsunterlagen als auch in Werbeanzeigen müssen potentielle Anleger vor möglicherweise unsichtbaren Preisaufschlägen, die zu verringerten Renditeaussichten führen, gewarnt werden.
3. Die Produktvergleichbarkeit für Anlegerinnen und Anleger muss erleichtert werden. Deshalb ist die Vorgabe einer Klassifizierung zu empfehlen, in welche die Anbieterinnen und Anbieter die von ihnen emittierten Zertifikate einordnen müssen. Diese Klassifizierung ist gemeinsam mit den Emittenten zu erarbeiten.
4. Um das Bonitätsrisiko von Emittenten für Anlegerinnen und Anleger zu begrenzen, müssen Mindestanforderungen, beispielsweise hinsichtlich des haftenden Eigenkapitals oder der Einstufung durch renommierte Ratingagenturen, definiert werden. Anbietern mit geringer Bonität sollte die Möglichkeit des öffentlichen Angebots von Zertifikaten untersagt werden.
5. Es ist sicherzustellen, dass ein Investment in Zertifikate nicht das Umgehen von Anlegerschutzmechanismen ermöglicht. Deshalb dürfen bei Basiswerten, deren direkter Vertrieb Einschränkungen zum Schutze der Anlegerinnen und Anleger unterliegt, diese Einschränkungen über ein abgeleitetes Zertifikat nicht umgangen werden.
6. Der Handel mit Zertifikaten muss transparenter gestaltet werden. Es sollte ebenso wie bei den Aktien eine umfassende Vor- und Nachhandelstransparenz sowohl an organisierten Märkten, also den Börsen, als auch bei außerbörslichen Handelsplattformen, wie z. B. Handelsplätzen für Kunden innerhalb einer Bank, gesetzlich verankert werden.
7. Der Handel mit Zertifikaten muss den Anlegerinnen und Anlegern zu den vereinbarten Handelszeiten stets möglich sein. Hierzu ist eine kontinuierliche Quotierungspflicht der Anbieter die Voraussetzung. Eine Entbindung von dieser Pflicht sollte nur in außergewöhnlichen Situationen wie z. B. bei Börsencrashes möglich sein, wenn ein faires Market Making schlicht nicht durchführbar ist. Werden Quotes für Kauf- oder Verkaufsaufträge unter Hinweis auf technische Komplikationen mit zeitlicher Verzögerung gestellt, sind den Anlegerinnen und Anlegern dadurch entstandene Schäden zu ersetzen.

8. Die Regelungen für die Behandlung von fehlerhaften Handelsgeschäften mit Zertifikaten, z. B. weil Preise nicht marktgerecht festgestellt wurden, sogenannte Mistrade-Regelungen, an Handelsplätzen für Zertifikate sind an internationale Standards anzupassen. Insbesondere die Einführung einer klaren Definition eines Mistrades – eines fehlerhaften Handelsgeschäfts – ist unabdingbar. Existierende Ermessensspielräume zugunsten der Marktbetreiber müssen hier konkreten und objektiv nachvollziehbaren Schwellenwerten weichen.

Berlin, den 9. Mai 2007

**Renate Künast, Fritz Kuhn und Fraktion**

### **Begründung**

1. Der europäische wie der deutsche Gesetzgeber gehen in der Kapitalmarktgesetzgebung vom Leitbild mündiger Anlegerinnen und Anleger aus. Voraussetzung für mündige Entscheidungen ist eine geeignete Informationsbasis für die Bürgerinnen und Bürger. Bislang werden die Anlegerinnen und Anleger im Bereich der Zertifikate in zwei Varianten informiert, die jeweils unsachgemäß sind: Entweder durch stark vereinfachte Werbeprospekte, sogenannte Termsheets der Emittenten, in denen die wichtigsten Produktmerkmale zusammengefasst sind und welche ausdrücklich nach entsprechenden Angaben der Emittenten nicht rechtsverbindlich sind. Oder es handelt sich um sogenannte Basisprospekte, welche Anlegerinnen und Anleger durch ihren Umfang und ihre Komplexität vor einer inhaltlichen Auseinandersetzung mit dem Produkt abschrecken. Es ist daher dringend notwendig, die verbindliche Bereitstellung eines vereinfachten Verkaufsprospekts einzuführen. Zwar gibt es einen vereinfachten Verkaufsprospekt bereits beim Vertrieb von Investmentfonds. Allerdings ist auch hier die Verbindlichkeit noch zu sehr eingeschränkt. In diesem Zusammenhang müssten eventuell auch die Kostenvorschriften der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) für die Prüfung von Prospekten sowie die Vorgaben für den vereinfachten Verkaufsprospekt geändert werden, wenn diese einen falschen Anreiz darstellen. Bisher ist es für viele Anbieterinnen und Anbieter vorteilhaft, sich für einen umfassenden Basisprospekt zu entscheiden, weil dies erheblich günstiger ist als die Erstellung von Einzelprospekten für jedes Produkt. Bei Investmentfonds ist dies auch bei den vereinfachten Verkaufsprospekten zu beobachten.
2. Eines der grundlegenden Probleme im Zertifikatemarkt ist die monopolistische Preisbildung durch die Emittenten: Die Preise von Zertifikaten ergeben sich nicht wie bei anderen Finanztiteln, wie z. B. Aktien, durch Angebot und Nachfrage aller Marktteilnehmer. Vielmehr setzt die jeweilige Emissionsbank alleine in ihrer Funktion als monopolistischer Market Maker nicht nur den Ausgabepreis, sondern auch die Sekundärmarktpreise während der Restlaufzeit laufend fest. Da die meisten Zertifikate sich bezüglich ihrer Funktionsweise beziehungsweise Ausstattungsmerkmale unterscheiden, ist den Anlegerinnen und Anlegern ein Preisvergleich zwischen verschiedenen Anbietern normalerweise nicht möglich. Dies wird von den Zertifikateanbietern in der Regel dazu genutzt, in die Preise ihrer Produkte für den Normalanleger unsichtbare, oft gravierende Preisaufschläge einzubauen, welche während der Restlaufzeit reduziert werden. Dieses Problem besteht auch beim Handel über die Wertpapierbörsen. Die originäre Funktion einer Börse, allen Marktteilnehmern einen fairen Preis zu gewährleisten, wird durch die Besonderhei-

ten beim Zertifikatehandel (monopolistisches Market Making, keine Leerverkaufsmöglichkeiten) außer Kraft gesetzt. Die Fairness des Preises hängt alleine von der Fairness des Anbieters ab. Daher müssen die Anlegerinnen und Anleger über diese grundsätzliche Gefährdung beim Zertifikateinvestment ausdrücklich informiert werden.

3. Ein weiteres Mittel zur Annäherung an faire Preisbildung ist bei Finanzprodukten normalerweise der Wettbewerb der Emittenten am Markt. Dieser wird im Bereich der Zertifikate allerdings dadurch eingeschränkt, dass Anlegerinnen und Anleger nur begrenzte Möglichkeiten haben, verschiedene Zertifikate mit ähnlichem Bezugspunkt in preislicher Hinsicht zu vergleichen. Der Grad der Komplexität bestimmt die Vergleichbarkeit und damit die Intensität des Wettbewerbs. Manche Produkte sind so ausdifferenziert, dass sie nur von einzelnen Emittenten angeboten werden. Eine eindeutige Klassifizierung wäre hier ein erster Schritt in Richtung Produkttransparenz und würde gegebenenfalls auch das Namenswirrwarr etwas lichten. Diese gesetzliche Vorgabe eines Klassifizierungsschemas wird auch nicht durch den vom Deutschen Derivate Institut e. V. entwickelten Value-at-Risk-Indikator obsolet. Denn dieser ist nur ein möglicher Indikator, der ausschließlich die Wahrscheinlichkeit eines genau definierten Verlustes in einem genau abgegrenzten Zeitraum darstellt und in dieser Hinsicht Zertifikate vergleichbar macht. Chancen und Risiken von Produkten – auch von Zertifikaten – sowie die Angemessenheit eines Preises, also ein fairer Preis, lassen sich auf sehr unterschiedlichen Wegen ermitteln.
4. Das Bonitätsrisiko von Emittenten wird teilweise verharmlost. Es sind grundsätzlich wenige namhafte Emittenten am Markt, bei denen Liquiditätsengpässe oder gar Insolvenzrisiken relativ gering sind. Gegenwärtig sprechen jedoch mehrere Entwicklungen dafür, dass Mindeststandards z. B. bezüglich des haftenden Eigenkapitals zum Schutze der Anlegerinnen und Anleger unabdinglich sind. Denn zum einen werben die Anbieter zunehmend für Zertifikatesparpläne, welche entsprechend auf Zeiträume von fünf bis zehn Jahren und länger ausgelegt sind. Bei einer solch langen Laufzeit spielen Aspekte der Bonität eine viel wesentlichere Rolle als bei kurzen Engagements. Zum Zweiten veranlasst der anhaltende Boom des Zertifikatemarktes auch kleinere Anbieter, aktiv zu werden. Anbieter aus dem Bereich von geschlossenen Fonds, deren Markt erschöpft scheint, drängen neuerdings auf den Zertifikatemarkt. Diese Anbieter weisen keine relevante Haftungsmasse auf. Zum Dritten gliedern große Anbieter das Geschäft teilweise auf Tochterunternehmen aus, die nur mit dem Mindestkapital ausgestattet sind. Diesen Entwicklungen auf Anbieterseite muss der Gesetzgeber durch Mindestanforderungen an die Kapitalausstattung beziehungsweise die Bonität der Emissionsgesellschaften oder deren Garantiegeber begegnen. Immerhin droht Anlegerinnen und Anlegern bei Insolvenz der Emittenten grundsätzlich anders als bei Investmentfonds der Totalverlust ihres angelegten Geldes.
5. Einen genannten Vorteil von Zertifikaten stellt die Möglichkeit dar, an professionellen Strategien der Emittenten zu partizipieren und von den Trends an anderen Märkten zu profitieren, zu denen einzelne Privatanlegerinnen und -anleger sonst keinen Zugang hätten. Jedoch beteiligen sich Privatanleger damit nicht nur an den Chancen, sondern auch an den Risiken dieser Märkte und Strategien. Gesetzliche Regelungen für bestimmte Finanzanlagen, die korrespondierend auch von Zertifikaten abgebildet werden können, müssen dann auch für diese gelten. Beispielhaft können hier Single-Hedgefonds genannt werden. Der Gesetzgeber hat bei diesen Einschränkungen für Privatanleger festgelegt. So dürfen Single-Hedgefonds nicht öffentlich an Privatanleger vertrieben werden. Folglich muss diese Beschränkung dann aber auch für Zertifikate, die eine Eins-zu-Eins-Abbildung von Single-Hedgefonds darstellen, gesetzlich verankert werden. Ebenso müssen ent-

sprechende Pflichten für Dach-Hedgefonds auch für Zertifikate gelten, die in einen Index ausgewählter Hedgefonds investieren. Ansonsten wird ein effektiver Schutz der Anlegerinnen und Anleger ausgehebelt.

6. Neben dem Aktienhandel muss auch der Handel mit Zertifikaten transparenter werden. Es ist nicht nachvollziehbar, dass die Anforderungen der kürzlich umgesetzten Finanzmarktrichtlinie MiFID bezüglich der Vor- und Nachhandelstransparenz sich ausschließlich auf Aktien beziehen. Gerade bei der Nachhandelstransparenz von außerbörslichen Systemen gibt es keinen Grund, Zertifikate auszuschließen, da diese im Gegensatz zu Aktien zu einem geschätzten Anteil von 70 Prozent außerbörslich gehandelt werden. Aktien hingegen werden meist nur zu einem unbedeutenden Teil über außerbörsliche Systeme abgewickelt. Deshalb macht die Nachhandelstransparenz für außerbörsliche Systeme insbesondere nur für Zertifikate Sinn, da nur durch Veröffentlichung der außerbörslichen Geschäfte von Anlegerinnen und Anlegern die Umsatzsituation bei einem Zertifikat eingeschätzt werden kann.
7. Die technischen Infrastrukturen für den Handel von Zertifikaten sind dem investierten Volumen und der sich daraus ergebenden steigenden Frequenz von Handelsaufträgen nicht gewachsen. Insbesondere zu Zeiten turbulenter Marktentwicklungen hängen Aufträge zum Verkauf von Zertifikaten teils stundenlang in der Warteschleife. Die ständige Veräußerbarkeit von Zertifikaten ist aber notwendig, um den Anlegerinnen und Anlegern eine ausreichende Flexibilität zu gewährleisten. Zudem können die finanziellen Einbußen für die Anlegerinnen und Anleger drastisch sein. Die Institute hingegen, die sich nicht in der Lage sehen, die Preise bei zu vielen Anfragen in Sekundenschnelle zu berechnen, setzen den Handel einfach aus. Ihnen drohen dadurch außer einem Imageverlust keinerlei Konsequenzen. Zwar sehen Börsensegmente wie die EUWAX in Stuttgart, als größter Handelsplatz für Zertifikate, eine Quotierungspflicht für Emittenten vor. Diese kann jedoch durch einen Wechsel in ein anderes Segment, z. B. zum normalen Freiverkehr, umgangen werden. Aus diesen Gründen bedarf es einer Quotierungspflicht sowie der Verpflichtung, eine dafür angemessene Infrastruktur bereitzustellen und bei Versäumnissen die Schäden der Anlegerinnen und Anleger zu ersetzen.
8. Die derzeitigen Mistrade-Regelungen der Handelsplätze, also Regelungen für den Umgang mit fehlerhaften Handelsgeschäften, weisen Spielräume für willkürliches Verhalten auf. So enthalten beispielsweise die Regeln im Marktsegment für Zertifikate und Optionsscheine an der Frankfurter Börse mit Namen Smart Trading keine objektiven Schwellenwerte, ab denen ein Geschäftsabschluss als Mistrade zu qualifizieren ist. Diese Entscheidung obliegt vielmehr einem Gutachterausschuss, dessen Mitglieder selbst Mitarbeiter der Zertifikateanbieter sind. Wird ein Geschäftsabschluss als Mistrade definiert, so darf eine Rückabwicklung erfolgen. Aufgrund des Umstandes, dass nahezu alle Mistrade-Anträge seitens der Emittenten gestellt und diese ausschließlich zustimmend beschieden werden, leistet das der Annahme Vorschub, dass je nach Belieben der Emittenten Stornierungen erfolgen können. Das führt zu Rechtsunsicherheit bei den Anlegerinnen und Anlegern und kann daher auch nicht im Interesse der Branche sein. Es bedarf hier dringend einer Anpassung an internationale Standards. Dass in diesem Punkt Handlungsbedarf besteht, belegt zudem die Stellungnahme des Bundesrates zum Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (Bundratsdrucksache 833/06 (Beschluss)), in welcher eine Gebühr für Mistrade-Anträge gefordert wird. Diese auferlegten Kosten könnten als Anreiz dafür dienen, die technischen Mängel nachhaltig zu beseitigen, welche den hauptsächlichen Grund für die Mistrade-Anträge darstellen. Allerdings darf dies nicht zu Lasten der Privatanleger gehen, wenn diese erkennen, dass ein Handelsgeschäft fehlerhaft gelaufen ist und eine Korrektur verlangen.

Seitens der Verbände der Zertifikateemittenten wird einhellig vor einer Überregulierung gewarnt. Deutschland sei momentan Marktführer und Innovationsmotor. Man gefährde diese Stellung, wenn man der Branche die Flexibilität nehme. Auch heißt es, dass die gegenwärtige Regulierung durch die Kapitalmarktgesetze – insbesondere Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapierprospektgesetz und EG-Prospektverordnung – den Anlegerschutz in vollem Maße gewährleiste und insoweit ein Gleichlauf zu anderen Finanzprodukten bestehe. Schließlich bringe auch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz weitere Transparenzvorschriften für den Bereich der Zertifikate. Die noch verbleibenden Lücken würden durch Selbstregulierungsbemühungen der Branche geschlossen. Seit 1. Januar 2007 existiert aus diesem Grund der so genannte Derivate-Kodex.

Zwar ist die Aufführung der einschlägigen Gesetzestexte zutreffend. Allein vermögen diese nicht die Intransparenz und Schutzlücken des Zertifikatemarktes zu beheben. Zertifikate weisen im Gegensatz zu anderen Finanzprodukten gewisse Eigenarten auf, denen die bestehenden Gesetze nicht gerecht werden. So unterliegen Zertifikate beispielsweise keinem ausreichenden Wettbewerb. Die Märkte, an denen sie gehandelt werden, sind intransparent und die Preise werden nicht nach Angebot und Nachfrage ermittelt. All diese Probleme waren nicht auffällig, solange Zertifikate hinter Aktien und Investmentfonds lediglich eine kleine Nische der Vermögensanlage besetzten und vor allem einfach nachvollziehbar konstruiert waren wie z. B. Zertifikate, welche den Verlauf von gängigen Marktindizes wie z. B. dem Deutschen Aktienindex DAX der 30 größten an der Frankfurter Börse gelisteten Kapitalgesellschaften Deutschlands nachvollziehen und von großen Banken emittiert werden.

Auch der am 1. Januar 2007 vom Derivate Forum e. V. vorgestellte Verhaltenskodex bleibt bei einer Benennung der Probleme stehen. Es sind keine konkreten Lösungen seitens der Branche erkennbar. Eine effektive Sanktionierung bei Verstoß gegen den Kodex gibt es ebenfalls nicht. Schließlich bindet der Kodex auch nur neun der Zertifikateemittenten am Markt und kann daher nicht Grundlage eines wirksamen Schutzes der Anlegerinnen und Anleger sein.

Vielmehr sind verbindliche und einfach nachvollziehbare Regelungen durch den Gesetzgeber notwendig, um den Zertifikatemarkt langfristig als alternative Anlagemöglichkeit für die Bürgerinnen und Bürger zu erschließen. Verstärkte Transparenzvorgaben sind dabei auch im Interesse der Emittenten, Handelsplätze und des Vertriebs, wenn sie einen Vertrauenseinbruch vermeiden wollen, wie ihn etwa einst der sog. Neue Markt erleiden musste.



