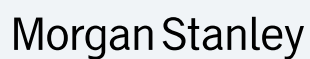
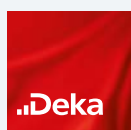


Jahres bericht 2024

Mitglieder



Bundesverband für strukturierte Wertpapiere

JAHRESBERICHT 2024



Von links nach rechts: Stephan Frerker, Markus Bärenfänger, Christian Vollmuth, Peter Bösenberg und Anton Hötzl

Vorwort des Vorstands

Das Jahr 2024 wird Anlegern als exzellentes Börsenjahr in Erinnerung bleiben – allen (geo-)politischen Krisen und wirtschaftlichen Herausforderungen zum Trotz markierten die wichtigsten Aktienindizes weltweit neue Höchststände. Auch in unserer Verbandsarbeit konnten wir Erfolge erzielen. Exemplarisch dafür stehen die Einführung unserer neuen BSW-Produktklassifizierung, unser Engagement für finanzielle Bildung und das positive Feedback zu unserem BSW-Forum.

Im Sommer 2024 haben wir unsere neue BSW-Produktklassifizierung vorgelegt. Neben einer stichwortartigen Erläuterung der Funktionsweise sowie Chancen und Risiken unserer zwölf wichtigsten

Produktgattungen haben wir auch deren Positionierungen im Kontext von Sicherheitsorientierung und Renditeerwartung grafisch verständlich dargestellt. Die neue BSW-Produktklassifizierung ist ein zentrales Element unserer Produktkommunikation und wird auch von unseren Mitgliedern und Fördermitgliedern eingesetzt. Somit sorgen wir für eine konsistente Wissensvermittlung über die Mehrwerte, die unsere Produkte schaffen können.

Stichwort Wissen: Auch im Jahr 2024 haben wir uns aktiv an der nationalen Finanzbildungsinitiative von Finanz- und Bildungsministerium beteiligt. Zudem haben wir zum 17. Mal in Folge den BSW-Preis für Wirtschaftsjournalismus vergeben. Qualitativ hoch-

“ Mit dem Ende der Ampelkoalition ist das Ziel einer effizienten und eigenverantwortlichen privaten Altersvorsorge leider erst einmal vertagt. Angesichts der demografischen Herausforderungen wird diese Frage aber auch die neue Regierung beschäftigen müssen.

wertige und kritische journalistische Arbeit ist wichtig. Denn nur wer wirtschaftliche und politische Zusammenhänge versteht und die Kapitalmärkte und ihre Anlageinstrumente kennt, kann die richtigen Anlageentscheidungen treffen, um seine finanziellen Ziele zu erreichen und um Vermögen entweder aufzubauen, zu erhalten oder abzusichern. Journalisten und Medienschaffende tragen damit entscheidend zur finanziellen Bildung bei – eine wichtige Voraussetzung für eine starke Wertpapierkultur.

Mehr Wertpapierkultur wagen – unter diesem Motto luden wir im September zu unserem BSW-Forum nach Frankfurt ein. Gemeinsam mit Vertretern aus Politik, Wissenschaft, Regulatorik, Journalismus und Banken sowie weiteren Experten diskutierten wir, mit welchen Strategien die Akzeptanz von Kapitalmärkten als Lösungsanbieter gestärkt werden kann und eine entsprechende Wertpapierkultur durch breite Schichten der Bevölkerung getragen wird. Dies konnten etwa die skandinavischen Länder bereits erfolgreich umsetzen.

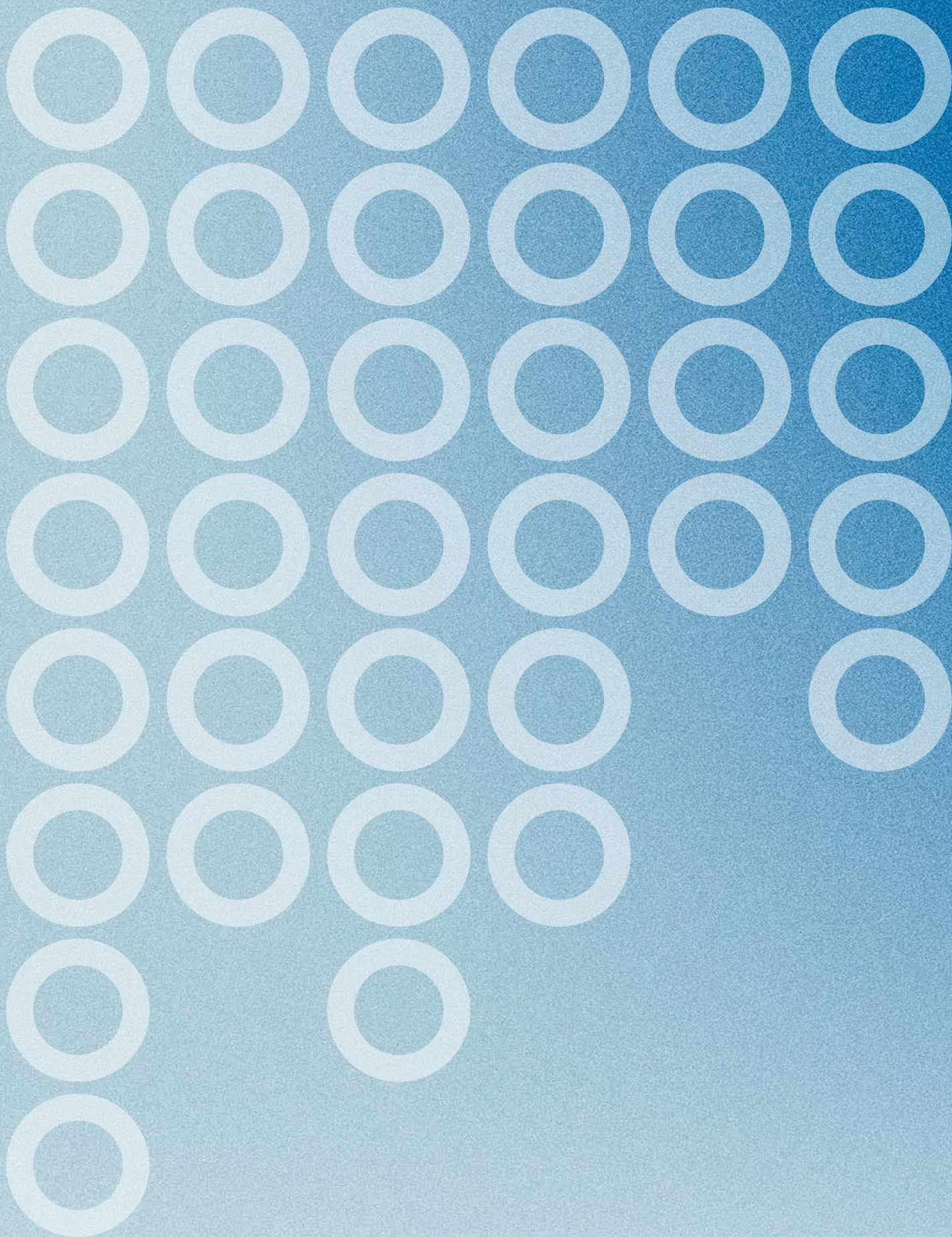
Ein erster Schritt dazu wäre sicherlich der Vorschlag des Finanzministeriums für eine Reform der privaten

Altersvorsorge gewesen, der ein privates Altersvorsorgedepot und entsprechende staatliche Zulagen vorsah. Dass hier lediglich Anleihen der öffentlichen Hand und Aktien sowie Aktienfonds Eingang finden sollten, war für uns Anlass zu intensiven Gesprächen mit den politischen Entscheidungsträgern. Schließlich können strukturierte Wertpapiere gerade für Anleger mit mittlerem Risikoappetit oder auch in der Auszahlphase durch ihre größtenteils risikoreduzierenden Eigenschaften erhebliche Mehrwerte schaffen und Vermögen stabilisieren.

Mit dem Ende der Ampelkoalition ist das Ziel einer effizienten und eigenverantwortlichen privaten Altersvorsorge leider erst einmal vertagt. Angesichts der demografischen Herausforderungen wird diese Frage aber auch die neue Regierung beschäftigen müssen. Unser Verband wird den neuen Mandats-trägern im Bundestag wie auch den anderen Stakeholdern in Ministerien und Verbänden ein konstruktiver Ansprechpartner bei diesem Thema – wie auch natürlich bei allen anderen Wertpapierthemen – sein.

Vielen Dank für Ihr Interesse an unserer Verbandsarbeit, die wir Ihnen anhand von ausgewählten Beispielen in diesem Jahresbericht vorstellen. Wir freuen uns auf den Dialog mit Ihnen.

*Der Vorstand des Bundesverbands
für strukturierte Wertpapiere*



Inhalt

04	Vorwort des Vorstands
08	Interview mit Christian Vollmuth
12	Bericht aus Berlin
16	Retail Investment Strategy
20	Kryptowertpapiere 2024
22	Sustainable Finance
24	Der EU Listing Act und die Reform „light“ der Prospektverordnung
26	Riester 2.0 – hoffentlich nur „on hold“!
30	Die neue BSW-Produktklassifizierung
32	BSW-Forum 2024
36	BSW-Preis für Wirtschaftsjournalismus
38	Studie Discount-Zertifikate
40	Der Markt für strukturierte Wertpapiere in Deutschland
44	Vorstand
45	Wissenschaftlicher Beirat
46	Ausschüsse
48	Team
50	Impressum

Vertrauen in unsere Produkte festigen und Wertpapierkultur stärken

**Interview mit Christian Vollmuth,
geschäftsführender Vorstand des BSW**

Herr Vollmuth, welche Projekte haben den Bundesverband für strukturierte Wertpapiere im Jahr 2024 schwerpunktmäßig beschäftigt?

Unser stabiles Marktvolumen von über 100 Mrd. Euro zeigt, dass bereits viele Anleger von den Mehrwerten unserer strukturierten Wertpapiere überzeugt sind. Dennoch arbeiten wir kontinuierlich daran, die Funktionsweise, Chancen und Risiken unserer Anlage- und Hebelprodukte noch besser zu kommunizieren und strukturierte Wertpapiere einem größeren Adressatenkreis zugänglich zu machen. Höchste Transparenz über unseren Markt herzustellen, ist unser Anspruch und unabdingbar, um das Vertrauen in unsere Wertpapiere weiter zu festigen, das Niveau der finanziellen Bildung in Deutschland zu erhöhen und somit die Wertpapierkultur zu stärken.

Neben einer Vielzahl regelmäßiger Gespräche mit Journalisten, Politikern und der Aufsicht, unserer Mitarbeit an der Initiative für finanzielle Bildung von Finanz- und Bildungsministerium, der Verleihung des BSW-Preises für Wirtschaftsjournalismus (übrigens im Jahr 2025 zum 18. Mal), der Studie Discount-Zertifikate (im 5. Jahr) und unserer Jahresveranstaltung BSW-Forum mit hochkarätigen Gästen aus Politik, Wissenschaft, Aufsicht, Journalismus und natürlich der Finanzbranche möchte ich exemplarisch unsere neue BSW-Produktklassifizierung erwähnen, die wir im Sommer 2024 vorgelegt haben. Sie umfasst die zwölf wichtigsten Produktgattungen strukturierter Wertpapiere. Damit haben wir auf Änderungen des Marktumfelds reagiert, etwa das seit der Zinswende stark gewachsene Interesse an Fest- und Stufenzinsanleihen. Als einfach verständliche und transparent gestaltete Bausteine für die Vermögensanlage für alle Anlegerinnen und Anleger mit einem hohen

Sicherheitsbedürfnis erhalten diese Anlagelösungen nun eine separate Darstellung innerhalb der umfangreichen Produktpalette – und damit auch in unseren Statistiken.

Die neue BSW-Produktklassifizierung umfasst neben der intuitiv erfassbaren grafischen Darstellung des Zusammenhangs von Chancen und Risiken auch deren stichpunktartige Beschreibung sowie eine Erklärung der Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten der wichtigsten Produkte aus Anlegerperspektive. Der damit verbundene Austausch mit Politik, Aufsicht und interessierter Öffentlichkeit war konstruktiv und intensiv.

»Die neue BSW-Produktklassifizierung veranschaulicht Chancen und Risiken grafisch, beschreibt sie stichpunktartig und erklärt Funktionsweise sowie Einsatzmöglichkeiten.«



»Langfristige Anlagestrategien müssen sich an Marktentwicklungen und Lebensphasen anpassen.«

*Christian Vollmuth,
geschäftsführender Vorstand des BSW*

Wir haben mit der neuen BSW-Produktklassifizierung ein wichtiges Instrument für unsere Produktkommunikation geschaffen und tragen dazu bei, dass Anleger als Selbstentscheider oder im Rahmen einer Anlageberatung eine passende Anlageentscheidung treffen können – sei es für Vermögensaufbau, Vermögenserhalt oder die private Altersvorsorge.

Stichwort private Altersvorsorge: Das Ende der Ampelkoalition hat eine Reform verhindert. Wie stand der BSW zum Referentenentwurf?

Wir haben das Reformvorhaben der letzten Regierung zur steuerlich geförderten privaten Altersvorsorge grundsätzlich begrüßt: Vom Sparen zum Anlegen – der Weg zu einer besseren (privaten) Altersvorsorge führt zweifellos über die Kapitalmärkte. Die vorgeschlagene barrierefreie, einfache und effiziente Einrichtung eines Altersvorsorgedepots wäre eine gute Chance gewesen. Man hätte nicht nur der absehbaren Rentenlücke und Altersarmut begegnen, sondern auch breite Teile der Bevölkerung für die Möglichkeiten der Kapitalmärkte begeistern, die Wertpapierkultur in

Deutschland nachhaltig stärken und das Niveau der finanziellen Bildung deutlich erhöhen können. Dass das funktioniert, zeigt das seit mehr als zehn Jahren in Schweden etablierte Modell mit völliger Wahlfreiheit der Anlageinstrumente eindrucksvoll.

Wir setzen ebenfalls auf weitgehende Wahlfreiheit bei der Auswahl der Anlageinstrumente für die private Altersvorsorge. Warum ist das wichtig? Jedes Leben ist geprägt durch individuelle finanzielle Ausstattung, Ziele, Restriktionen und Risikobereitschaft. Anleihen und Aktien können in Form des Direktinvestments oder via Fonds/ETFs vieles leisten – aber nicht alles: Sie bieten Anlegern entweder feste Zinserträge oder aber Wertsteigerungspotenzial bei Kursanstiegen (neben möglichen Dividenden). Sie sind aber nicht für alle Lebens- oder Marktphasen geeignet. Wer zum Beispiel auch in seitwärts tendierenden Märkten Erträge oberhalb der Inflationsrate erzielen möchte, kann das weder allein mit Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand noch mit Aktien und Fonds erreichen.

Historisch betrachtet lohnen sich Aktienanlagen zwar langfristig, allerdings können Marktschwächen insbesondere dann schmerzhaft sein, wenn sie in die (individuelle) Auszahlphase fallen oder diese unmittelbar bevorsteht. Gerade im Hinblick auf eine nahende Auszahlungsphase werden Vermögenserhalt und -absicherung wichtiger als Wachstumschancen mit den verbundenen Risiken während des Vermögensaufbaus. Wir haben dies in unserer Stellungnahme zum Referentenentwurf dargelegt und die Aufnahme unserer strukturierten Wertpapiere auf die Positivliste der potenziell wählbaren Wertpapiere für das Vorsorgedepot gefordert.

Die Demografie erfordert dringendes Handeln bei der privaten Altersvorsorge, daher sollte auch die neue Regierung nicht allzu lange mit der Reform warten. Wie lautet Ihre Empfehlung an die verantwortlichen Politiker und Mandatsträger?

Ich hoffe, dass die neue Regierung Handlungsstärke beweist und die Wichtigkeit einer Reform der privaten Altersvorsorge schnell wiedererkennt. Wir vertreten die Position: Gerade bei langfristigen Anlagezielen wie der privaten Altersvorsorge muss die Anlagestrategie sowohl auf Marktentwicklungen als auch den Lauf des Lebens anpassbar sein. Strukturierte Wertpapiere können hier für Flexibilität sorgen und Mehrwerte bieten. Ihre spezifischen Auszahlungsprofile machen strukturierte Wertpapiere einzigartig: Ihre Stärken liegen insbesondere in der Erzielung von Renditen in Seitwärtstrends, der Risikoreduktion oder der Absicherung. Auch Anleger, die vollständigen Kapitalschutz wünschen, können diesen erhalten.

Wir empfehlen eine Beschränkung der Auswahl auf Anlageprodukte, die entweder 100 Prozent Kapitalschutz bieten, aktienähnliche Risiken beinhalten oder die Risiken einer Direktanlage reduzieren können – das alles bieten unsere Anlageprodukte. Alle Produktkategorien der Hebelprodukte schließen wir aus. Zur Unterscheidung und zur Risikomessung kann auf eine bereits durch EU-Gesetzgebung etablierte Methode zurückgegriffen werden: die SRI-Risikoindikatoren nach der PRIIPs-Regulierung können als Entscheidungsparameter dienen, welche Finanzprodukte für die private Altersvorsorge infrage

kommen. Der in allen Informationsblättern für die Anleger vorgegebene Summary Risk Indicator (SRI) mit seiner siebenstufigen Skala (1 = niedriges Risiko, 7 = höchstes Risiko) basiert auf dem finanzmathematischen und etablierten Value-at-Risk-Ansatz und bezieht neben den Marktrisiken auch die Bonität eines Emittenten ein. Der SRI ist zwar nur bei sog. verpackten Produkten vorgeschrieben, kann aber auch analog für alle anderen Instrumente wie Aktien und Plain-Vanilla-Anleihen errechnet werden. Somit kann das Emittenten- oder Kreditrisiko berücksichtigt werden, das bei allen Anleihen und Schuldverschreibungen, und damit auch bei Staatsanleihen, besteht.

Vor dem Hintergrund der Risiken hielten wir die vom Finanzministerium beabsichtigte Beschränkung des Auswahluniversums auf Finanzprodukte mit einer Risikostufe von maximal 5 für sinnvoll. Als Faustregel und zur Einordnung: Aktien rangieren im Durchschnitt in den Klassen 5 bis 6 (selten 4), Aktien und Aktienfonds/-ETFs sind zumeist zwischen 4 und 5 eingeordnet. Volumengewichtet weisen die strukturierten Anlageprodukte der BSW-Emittenten ein deutlich geringeres Risiko auf. Jeder sollte also selbst entscheiden dürfen, mit welcher Ausrichtung die eigene Altersvorsorge hinsichtlich Renditeerwartung und Risiko gestaltet wird. Vieles spricht also dafür, dass strukturierte Wertpapiere zur Ergänzung und zum Feintuning des Portfolios im Rahmen der individuell gestaltbaren privaten Altersvorsorge nutzbar sein sollten.

Was plant der BSW für das Jahr 2025?

Wie erwähnt, stehen Transparenz und Kommunikation dauerhaft auf unserer Agenda. An unseren bewährten Publikationen und Veranstaltungen werden wir auch 2025 festhalten, zusätzlich werden wir einige wissenschaftliche Studien vorlegen. Auch unsere quartalsweise erscheinenden Statistiken zum Marktvolumen werden wir um die Dimension des Risikos erweitern. Die Diskussionen mit politischen Entscheidungsträgern und Journalisten im Rahmen der Reform der privaten Altersvorsorge haben gezeigt, dass die größtenteils risikodämpfende Wirkung unserer Anlageprodukte noch nicht jedem bekannt ist. Viele assoziieren alle strukturierten

Wertpapiere generell noch immer mit den Risiken von Hebelprodukten, obwohl diese beim Marktvolumen einen deutlich geringeren Anteil haben. Speziell für die politische Community entwickeln wir zudem gerade ein neues Format, um effizienter zu kommunizieren und unsere Kompetenz für Vermögensaufbau, -erhalt und -absicherung einzubringen – beispielsweise bei einem neuen Entwurf für die Reform der privaten Altersvorsorge.

Auch das Thema Nachhaltigkeit bewegt uns weiterhin: Im Februar 2025 haben wir den überarbeiteten BSW-Nachhaltigkeits-Kodex vorgelegt – er soll als Marktstandard Emittenten bei der Begebung strukturierter Wertpapiere mit Nachhaltigkeitsmerkmalen unterstützen. Ferner bleibt der kontinuierliche Austausch mit unseren europäischen Partnerverbänden und mit dem europäischen Dachverband EUSIPA wichtig, um die Interessen unserer Emittenten und Anleger auf europäischer Ebene zu vertreten. Hier stehen die Kapitalmarktunion, die nun „Savings and Investments Union“ heißt, sowie eine harmonisierte Regulierung im Fokus. Wir befürworten dies klar, erachten aber eine Neukalibrierung der europäischen Rechtssetzung als erforderlich.

Derzeit beschließen auf Level 1 Parlament und Rat die grundlegenden Verordnungen und Richtlinien. Darauf aufbauend erlässt die EU-Kommission auf Basis von Vorschlägen der europäischen Aufsichtsbehörden (sog. ESAs) wie der ESMA sog. delegierte Rechtsakte, mit denen die Level-1-Vorgaben präzisiert werden. Besteht weiterer Bedarf für eine harmonisierte Auslegung, wird diese von den ESAs wahrgenommen. Dies ist an sich eine sinnvolle Aufteilung. Aber wie so oft sind Theorie und Praxis nicht im Einklang. Wir sehen in den letzten Monaten, dass auf Level 3 von den Aufsichtsbehörden Entscheidungen getroffen werden, die teilweise erhebliche Auswirkungen auf bestehende Marktstrukturen und den Wettbewerb haben. Das darf nicht sein. Derartige Eingriffe müssen in der EU von Parlament und Rat getroffen werden.

Das beste Beispiel dafür ist die derzeitige Diskussion zur beabsichtigten Value-for-Money-Regulierung unter der Retail-Investment-Strategie. Alle auf dem Tisch liegenden Vorschläge zu Level-1-Vorgaben, sei es zur Peer Group Comparison, sei es zu Benchmarks, sind so abstrakt formuliert, dass nicht erkennbar ist, was künftig in Produktzulassungsprozessen zu beachten wäre. Hier darf es nicht sein, dass am Ende die Aufsichtsbehörden freie Hand bei der Ausgestaltung haben und wir uns dann plötzlich in einer Preisregulierung wiederfinden.

“

**»Die neue Regierung
muss die Wichtigkeit der
Reform der Altersvorsorge
schnell erkennen.«**

Christian Vollmuth, geschäftsführender Vorstand des BSW

Bericht aus Berlin

Eine filmreife Tragödie

Berlin ist wegen der Anzahl der Drehtage die deutsche Filmhauptstadt. Das Scheitern der Ampelkoalition im Spätherbst 2024 hätte wahrscheinlich noch zum Erhalt dieses Status beitragen können. Einige Interviews und Szenen hatten jedenfalls das Potenzial einer filmreifen Tragödie. Die Ampelkoalition, deren Start zunächst scheinbar unter anderem mit dem Selfie von Annalena Baerbock, Robert Habeck, Christian Lindner und Volker Wissing Ende 2021 harmonisch war, zerbrach im November 2024 vorzeitig und führte zu den Neuwahlen im Februar 2025. Beweggründe und Motive sind hinlänglich dargestellt und diskutiert worden. Auch war der Start der Koalition mit dem völkerrechtswidrigen Angriff Russlands auf die Ukraine und den damit verbundenen geopolitischen Verschiebungen im Sicherheits- oder Energiebereich sicherlich außergewöhnlich und verschob schon beim Start die Schwerpunkte der Arbeit einer Koalition, von der sich viele Bürger einen Aufbruch erhofft hatten. Hier soll keine vergleichende Einordnung mit vorhergegangenen Bundesregierungen stattfinden. Festzuhalten ist aber, dass mit dem dann doch ein wenig überraschenden Ende – auch wenn es im Nachhinein alle „Experten“ lange vorher gewusst haben – einige wichtige Reformprojekte „auf der Strecke“ geblieben sind, die die Bundesregierung im letzten Jahr ihrer Regierungszeit noch angehen wollte.

Wachstumsinitiative – endlich mal wieder ein Bekenntnis zum Finanzplatz

So hatte sie erst im Sommer 2024 noch ein Maßnahmenpaket, die sogenannte Wachstumsinitiative, beschlossen, für die ab Herbst erste Gesetzentwürfe vorgelegt worden waren. Mit den Maßnahmen sollten Impulse für mehr wirtschaftliche Dynamik gesetzt werden, das langfristige Wachstumspotenzial

der Volkswirtschaft substanziell erhöht und so der Wirtschaftsstandort und seine Wettbewerbsfähigkeit nachhaltig gestärkt werden. Auch Maßnahmen zur Stärkung des Banken- und Finanzmarkts waren vorgesehen. Damit nahm die Bundespolitik nach längerer Zeit erstmals wieder Themen zur Förderung des Finanzstandorts in den Blick. Neben der Reform der privaten Altersvorsorge beinhaltete die Wachstumsinitiative unter anderem folgende, für Banken und BSW-Mitglieder relevante, Vorhaben, die in Teilen auch auf EU-Ebene hätten vorangetrieben werden müssen:

- Aufhebung des Betriebsausgabenabzugsverbots bei der Bankenabgabe
- Revitalisierung des Verbriefungsmarkts
- Entbürokratisierung der Finanzmarktregulierung
- Verbesserung der Konvergenz und Effizienz der Aufsicht über Kapitalmärkte in der gesamten EU
- Harmonisierung der relevanten Aspekte des Insolvenz-, Vertrags- und Steuerrechts
- Erhöhung der Attraktivität des Kapitalmarkts für Retail-Kunden
- Möglichkeit englischsprachiger Prospekte nebst Zusammenfassung zum erleichterten EU-weiten Vertrieb
- Verkürzung des Prospektbilligungsverfahrens auf sechs bis acht Wochen

Für zahlreiche der auf nationaler Ebene regelbaren Punkte hatte das Finanzministerium sodann in einem zweiten Zukunftsfinanzierungsgesetz entsprechende Regelungen vorgeschlagen. Aber auch dieses Gesetz teilte das Schicksal der Reform der privaten Altersvorsorge und wurde nicht mehr ver-

Die Zeiten, in denen die EU der »Frontrunner« in Sachen Regulierung war und sich daran erfreut hat, dass andere, nichteuropäische Jurisdiktionen den EU-Regularien folgen, sind auf Grund der geopolitischen Verschiebungen passé.

abschiedet. Da zahlreiche Punkte durchaus zu begrüßen waren, ist zu hoffen, dass der Entwurf durch die neue Bundesregierung recht schnell wieder aufgegriffen wird, sobald diese im Amt ist.

Beschränkung der Verlustverrechnung noch aufgehoben

Im Zuge des Jahressteuergesetzes 2024 hat der Bundestag aber noch die Beschränkung der Verlustverrechnung bei Termingeschäften aufgehoben. Verluste aus Termingeschäften, insbesondere bei Contracts for Difference (CFDs), konnten seit 2020 nur mit Gewinnen aus solchen Geschäften selbst verrechnet werden. Der Verlustabzug war zudem auf 20.000 Euro pro Jahr begrenzt.

Strukturierte Wertpapiere und Optionsscheine waren aufgrund einer Auslegung des Bundesfinanzministeriums nicht betroffen. Dennoch war die rein nationale Regelung nicht nur eine Beeinträchtigung der Attraktivität des Finanzplatzes, sondern auch mit erheblichen Unsicherheiten verbunden. So hatten sich verschiedene Finanzgerichte in den letzten Jahren mit dem Thema befasst; der Bundesfinanzhof hatte sogar entschieden, dass die Beschränkung nicht mit dem Gleichheitssatz des Art. 3 Abs. 1 GG vereinbar sei.

Bevor es dann aber zum Bundesverfassungsgericht nach Karlsruhe ging, hat der Gesetzgeber die Regelung begrüßenswerterweise ebenso aufgehoben wie das Verbot der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Aufwendungen aus globalverwahrten, börsenfähigen Inhaberschuldverschreibungen an „Steuer-oasen“. Der BSW und andere kreditwirtschaftliche Verbände hatten sich dafür eingesetzt.

Hintergrund war, dass bei solchen Inhaberschuldverschreibungen und damit auch strukturierten Wertpapieren die Emittenten ihre Gläubiger typischerweise nicht kennen und daher nicht wissen, ob diese ihren Sitz in Ländern und Gebieten haben, die nach der entsprechenden EU-Liste nicht für Steuerzwecke kooperieren. Damit wären sämtliche Zinsen aus der betroffenen Emission nicht steuerlich abzugsfähig gewesen. Dies hätte die Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland als Emissionsstandort beeinträchtigt.

Wettbewerbsfähigkeit national und international stärken

Zurück zum Maßnahmenkatalog: Bestandteil waren auch zahlreiche Projekte, die auf europäischer Ebene hätten vorangetrieben werden müssen. Da gerade im Finanzbereich die meisten Regelungen europäischer Provenienz sind, haben wir es sehr begrüßt, dass die deutsche Politik ihre Anstrengungen hier verstärken möchte.

Sie hatte sich hier in der Vergangenheit bei Wertpapierthemen wie Payment for Order Flow oder dem drohenden Zuwendungsverbot im beratungsfreien Geschäft (Retail Investment Strategy) schon im Sinne des deutschen Markts eingesetzt, auch wenn die Haltungen der einzelnen Koalitionsfraktionen manchmal divergierten. Ein einheitliches Auftreten hätte hier sicherlich noch größeren Erfolg gehabt, und es wäre daher wünschenswert, dass die neue Bundesregierung entsprechend den Wahlprogrammen einiger Parteien den Aspekt der internationalen Wettbewerbsfähigkeit in den Blick nimmt, wenn es um neue Regulierung geht.

Die Zeiten, in denen die EU der „Frontrunner“ in Sachen Regulierung war und sich einer gewissen Zuversicht erfreut hat, dass andere, nicht-europäische Jurisdiktionen den EU-Regularien folgen, sind aufgrund der geopolitischen Verschiebungen passé. Das Stichwort der internationalen Harmonisierung der Regelwerke hat man lange nicht mehr gehört. Der Draghi-Report zur Wettbewerbsfähigkeit dürfte hier ein letzter Beleg dafür gewesen sein, wie es um die internationale Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Kapitalmärkte und deren Attraktivität auch für Privatanleger bestellt ist.

Daher ist das Ansinnen der EU-Kommission zu begrüßen, das sie mit ihrem neuen Vorstoß für eine Spar- und Investmentunion nun in den Fokus nimmt. Mutige Schritte sind erforderlich und nicht innovationshemmende Ansätze, wie sie beispielsweise mit der Retail Investment Strategy nach wie vor diskutiert werden. Auch Überlegungen für ein EU-einheitliches Investmentprodukt, wie es immer mal wieder von EU-Institutionen einschließlich der ESMA ins Spiel gebracht wird, sollten zugunsten von marktwirtschaftlichen Ansätzen aufgegeben werden.

Das Paneuropäische Private Pensionsprodukt (PEPP), ein EU-harmonisiertes Produkt der privaten Altersvorsorge und seit 2022 auf dem Markt, belegt eindrücklich, wohin solche Überlegungen eines derart detailliert geregelten Produkts mit Kostendeckelungen führen: Drei Jahre gibt es dieses Produkt nun. Angeboten wird es von einem einzigen Anbieter in der gesamten EU. Das sollte zu denken geben.

Finanzbildung muss auf der Agenda bleiben

Vielleicht liegt eine der Ursachen für die bisherige Diskussion oft auch an der (nicht ausreichend) vorhandenen Finanzbildung. Begrüßen würden wir es daher, wenn die neue Bundesregierung die Anstrengungen fortführen würde, die in den vergangenen zwei Jahren zur Stärkung der finanziellen Bildung unternommen wurden.

Ende September 2024 hatte die OECD noch ein Maßnahmenpaket vorgeschlagen, das ergänzt werden sollte durch eine Teilnahme breiter Schichten der Bevölkerung am Finanz- und Kapitalmarkt, Unterstützung bei der Haushaltsplanung, Handreichungen zur Verhinderung von Überschuldung und zum verantwortungsvollen Umgang mit Krediten sowie eine Stärkung der digitalen Finanzkompetenz.

Die OECD hatte Empfehlungen zur Grundlage, die Banken und Versicherungen, Verbraucherschützer, Verbände wie auch der BSW, Schuldnerberatungen, Lehrkräfte und Schülervertreter sowie die Politik auf Bundes- und Landesebene in enger Abstimmung abgegeben hatten. Verschiedene Konferenzen in den letzten Monaten haben gute Resonanz gefunden und viele Akteure zusammengebracht, die zuvor nicht so eng verzahnt und im Gespräch waren. Dies zeigt den inzwischen weitgehenden Konsens aller Stakeholder bei dem Thema.

Hierauf kann und sollte eine neue Bundesregierung aufsetzen. Denn alle Bemühungen um mehr Wertpapierkultur, private Altersvorsorge und Vermögensbildung sollten so früh wie möglich anfangen, damit anders als heute die Bürger und auch viele Politiker, die Kapitalmarkt und Börse immer noch als Spielcasino bezeichnen, möglichst früh Erfahrungen machen und Kenntnisse erwerben, welche Chancen der Kapitalmarkt bietet, aber auch welche Risiken.

Mehr Wertpapierkultur auf die Agenda

Insgesamt bleibt daher zu hoffen, dass die neue Bundesregierung Kapitalmärkte und den Finanzstandort als Chance sieht für die Finanzierung der anstehenden Transformation der Wirtschaft, die Altersvorsorge in allen Säulen und für die Vermögensbildung der Bürger.

“

**Wir würden es begrüßen, wenn
die neue Bundesregierung die
Anstrengungen fortführen würde,
die in den vergangenen zwei Jahren
zur Stärkung der finanziellen
Bildung unternommen wurden.**

Bundesverband für strukturierte Wertpapiere

Retail Investment Strategy

Oder: Die unendliche Geschichte

Was bisher geschah

Die Kleinanlegerstrategie der Europäischen Kommission (EU-Kommission) – die Retail Investment Strategy (RIS) – stand auch 2024 prioritär auf der BSW-Agenda. Der entsprechende Gesetzentwurf war am 24. Mai 2023 von der EU-Kommission vorgelegt worden. Die RIS sieht mittels einer sog. Omnibus-Richtlinie (u. a. betreffend die MiFID II und IDD) sowie einer Richtlinie betreffend die PRIIPs-Verordnung (PRIIPs-VO) umfassende Anpassungen an den bestehenden regulatorischen Anforderungen vor.

Seither haben sich – neben den zahlreichen Finanzmarktakteuren – sowohl der zuständige Wirtschaftsausschuss des EU-Parlaments (ECON) als auch die Mitgliedstaaten im Europäischen Rat (Rat) intensiv mit dem umfangreichen Dossier befasst und es kontrovers diskutiert. Der ECON hatte im März 2024 über den Entwurf der Berichterstatterin des ECON sowie über 1.000 Änderungsanträge abgestimmt. Entgegen der üblichen Verfahrensweise hat das EU-Parlament diesen Bericht jedoch nicht mehr vor seinen Neuwahlen im Juni 2024 in einer 1. Lesung verabschiedet, sondern der Berichterstatterin nur das Mandat erteilt, in Trilogverhandlungen mit Rat und EU-Kommission einzutreten. Der Rat konnte sich unter der belgischen Ratspräsidentschaft nach zahlreichen Sitzungen im Sommer 2024 auf die sog. Allgemeine Ausrichtung einigen, wodurch der Rat zum Eintritt in die Trilogverhandlungen ermächtigt wurde.

Bei der aktuellen Ratspräsidentschaft steht die RIS hingegen nicht an oberster Stelle der Agenda und mit einem Ende der Trilogverhandlungen wird so schnell nicht gerechnet. Es kann sogar sein, dass noch einmal neue Vorschläge zu einzelnen Themenbereichen auf den Tisch kommen, da derzeit in Brüssel

Bürokratiebelastungen – neue wie bestehende – kritisch beäugt werden. Künftige Regulierungen sollen weniger komplex sein und am besten eher Bürokratie abgebaut als neue aufgebaut werden. Bemerkenswert ist insofern, dass die EU-Kommission bereits eine neue Konsultation mit ähnlicher Stoßrichtung wie die der RIS gestartet hat: Die neue Finanzmarktkommissarin Maria Luís Albuquerque soll das früher als Kapitalmarktunion, nun als Spar- und Investitions-Union (Savings and Investments Union, SIU), bezeichnete Projekt zum Erfolg bringen. Danach sollen die Sparvermögen der europäischen Anleger von den Sparkonten an die Kapitalmärkte geleitet werden, um die Transformation der europäischen Wirtschaft zu finanzieren. Es ist nicht auszuschließen, dass hier noch neue Ideen zutage treten werden. Momentan ist daher nur eines sicher: Sollte man sich einigen, wird es eine Übergangsfrist geben, welche nach Vorschlag der EU-Kommission 18 Monate nach der Veröffentlichung im Amtsblatt, nach ECON eine dynamische Frist von 18 Monaten nach Veröffentlichung der delegierten Rechtsakte und nach Vorschlag des Rates 24 Monate nach Inkrafttreten der jeweiligen Verordnungen betragen soll. Damit werden die Rechtsakte frühestens 2027 in Kraft treten.





Konkrete Inhalte der RIS

Die RIS sieht Änderungen insbesondere in folgenden Bereichen vor:

01 Zuwendungsverbot

Schon seit über 20 Jahren sind im Wertpapiergeschäft Zuwendungen nur unter bestimmten Bedingungen zulässig. So ist neben der Vermeidung von Interessenkonflikten, der entsprechenden Transparenz und der Information des Kunden erforderlich, dass die Qualität der Wertpapierdienstleistungen verbessert wird. Auch wenn es bisher zu keinen bemerkenswerten Missständen gekommen ist, sollte nach dem Willen der EU-Kommission künftig ein vollständiges Zuwendungsverbot für das beratungsfreie Geschäft gelten. In den Verhandlungen hatten sich sowohl der ECON als auch der Rat aber gegen dieses vollständige Verbot im beratungsfreien Geschäft ausgesprochen: Die Berichterstatterin des ECON hatte sich mit der vollständigen Streichung der Neuregelung des Zuwendungsverbots durchgesetzt; andere hatten hingegen eine Ausweitung des vollständigen Verbots sogar auf die Anlageberatung befürwortet. Auch der Rat war lange unentschieden. Letztlich haben sich aber fast alle Mitgliedstaaten wie auch das deutsche Finanzministerium gegen das vollständige Verbot von Zuwendungen ausgesprochen. Daher ist es nun wahrscheinlich, dass es kein vollständiges Zuwendungsverbot im beratungsfreien Wertpapiergeschäft geben wird. Weiterhin

wird es vermutlich zulässig sein, sowohl bei der Anlageberatung als auch im beratungsfreien Geschäft Zuwendungen zu gewähren bzw. zu vereinnahmen. Wahrscheinlich ist es aber auch, dass das Zuwendungsregime weiter verschärft werden wird. Fest steht, dass es derzeit nicht vorhersehbar ist, wie ein neues Zuwendungsregime konkret ausgestaltet sein wird.

Der BSW begleitet die Trilogverhandlungen wie auch das Thema Zuwendungen kritisch. Dies geschieht sowohl national über das Finanzministerium und die Aufsicht als auch auf europäischer Ebene durch eigene Initiativen sowie zusammen mit dem EU-Dachverband EUSIPA. Der BSW setzt sich hierbei für ein weiterhin praktikables Zuwendungsregime ein, das es ermöglicht, Anlegern sowohl die Anlageberatung als auch das beratungsfreie Geschäft anbieten zu können.

02

Product Governance – Value for Money

Mit dem „Value-for-Money-Konzept“ präsentierte die EU-Kommission in ihrem RIS-Vorschlag einen neuen Pricing-Prozess für das Product-Governance-Rahmenwerk von Emittenten und Vertriebsstellen. Hintergrund ist die Annahme der EU-Kommission, dass es Versicherungen und Wertpapiere gebe, die dem Privatkunden, wenn überhaupt, nur ein schlechtes Preis-Leistungs-Verhältnis böten. Der Vorschlag eines neuen, in die MiFID II zu integrierenden, Regulierungsansatzes soll sich daher vor allem auf alle Kosten und Entgelte eines jeden Finanzinstruments einschließlich der Vertriebskosten konzentrieren, aber auch Performance-Aspekte berücksichtigen. Erfasst werden sollen sog. verpackte Anlageprodukte nach der PRIIPs-VO und damit auch die meisten strukturierten Wertpapiere. ECON und Rat haben in ihren Entschlüssen sowohl vom Ansatz als auch von den Inhalten her teilweise erheblich abweichende Vorschläge unterbreitet, auch wenn alle Vorschläge kaum Details beinhalten und oft noch sehr generisch formuliert sind.

So sah der Vorschlag der EU-Kommission Kosten- und Performance-Benchmarks vor, die die ESMA EU-weit für alle verpackten Produkte und deren Vertrieb einheitlich entwickeln und regelmäßig veröffentlichen soll. Bei Abweichungen von diesen Benchmarks sollen die Verpflichteten überprüfen, ob die übersteigenden Kosten und Entgelte gerechtfertigt und verhältnismäßig sind. Sollte dies nicht der Fall sein, dürfe kein Vertrieb stattfinden.

Der BSW begleitet die Trilogverhandlungen und setzt sich hierbei für ein weiterhin praktikables Zuwendungsregime ein, das es ermöglicht, Anlegern sowohl die Anlageberatung als auch das beratungsfreie Geschäft anbieten zu können.

Der ECON hingegen verfolgt den Vorschlag, auf Basis der einzelnen Mitgliedsstaaten einen sog. „Peer Group Comparison“ einzuführen, wonach die Kosten, Entgelte und Performance des jeweiligen Instruments an anderen Finanzinstrumenten mit vergleichbaren Charakteristiken gemessen werden sollen. Diese „Peer Groups“ soll der Produzent selbst definieren können. Der Rat fasste die Vorschläge von EU-Kommission und ECON zusammen und schlug vor, dass die Produzenten ein von der nationalen Aufsicht überwacht „Peer Grouping“ im Produktzulassungsprozess durchführen. Die Mitgliedstaaten sollen aber den Finanzdienstleistungsunternehmen mit Sitz in ihrem eigenen Land zusätzlich erlauben können, dass sie alternativ auch EU-Benchmarks für die Value-for-Money-Prüfung (VfM) nutzen können, die die ESMA EU-weit zur Verfügung stellen soll. Der Rat hatte zusätzlich vorgeschlagen, für Derivate Erleichterungen vorzusehen, wobei bisher unklar ist, ob hier auch eine Erstreckung auf Hebelprodukte intendiert ist.

Ob überhaupt und welcher Ansatz für das VfM-Konzept sich durchsetzen wird, hängt u.a. von den Trilogverhandlungen ab. Der BSW setzt sich weiterhin im Hinblick auf die Verhandlungen bei den nationalen Protagonisten für eine sinnvolle Ausgestaltung bereits auf Richtlinienenebene ein, um den Auslegungs- und Ausgestaltungsspielraum der ESMA zu präzisieren. Entsprechendes geschieht auf EU-Ebene über den europäischen Dachverband EUSIPA. Gleichzeitig befasst sich der BSW in einer internen Arbeitsgruppe mit Möglichkeiten, wie ein Peer-Group-Prozess und ein Verfahren mit EU-Benchmarks in der Praxis konkret ausgestaltet werden könnte.

04

PRIIPs

Auch das PRIIPs-Regime steht durch die im Rahmen der RIS vorgeschlagenen Änderungen an der PRIIPs-VO erneut auf dem Prüfstand.

In ihrem Verordnungsentwurf zu PRIIPs hatte die EU-Kommission einige positive Änderungen vorgeschlagen, wie zum Beispiel den Vorrang der elektronischen Bereitstellung der Key Information Documents (KIDs) im Gleichlauf mit der MiFID II, weitere Verbesserungsvorschläge wären jedoch wünschenswert gewesen. Die Vorschläge der EU-Kommission sind wenig konkret und viele Details werden auf Level-2-Ebene verlagert. Technisch anspruchsvoll wird die Umsetzung u.a. der geforderten Modifikationen des KIDs wie die Einführung eines Dashboards, welches als zusammenfassende Übersicht zu Beginn des KIDs die wichtigsten Informationen des KIDs wiedergeben soll sowie das Layering von Informationen, also eine mehrschichtige Darstellung und die Anpassung des Formats zur besseren Lesbarkeit (u.a. auf Smartphones). Die Beibehaltung der Seitenbegrenzung von drei DIN-A4-Seiten könnte sich vor dem Hintergrund der geforderten Aufnahme zusätzlicher Nachhaltigkeitsangaben ebenso schwierig gestalten. Grundsätzlich kritisch zu hinterfragen ist der Vorschlag einer Personalisierung der Informationsdarstellung im KID. Dies hatte der BSW u.a. national über das Bundesministerium der Finanzen platziert.

Der BSW wird sich weiterhin in die Diskussion über die RIS einbringen, aber auch die eingangs angesprochene neue Konsultation begleiten. Teilweise werden unter dem Label der SIU unter anderem Ideen wie die eines in allen Mitgliedstaaten gleichen, einfachen (oft zu Unrecht als risikoarm angesehenen) europäischen Anlageprodukts diskutiert, für das es zudem steuerliche Anreize geben soll. Hier setzt sich der BSW dafür ein, dass derartige Eingriffe in die freie Marktwirtschaft mittels eines Produkts der öffentlichen Hand unterbleiben sollten. Es bleibt festzuhalten: 2024 hätte man den 20. Geburtstag der ersten, 2004 in Kraft getretenen, MiFID feiern können. Es wäre schön, wenn die EU-Kommission dies zum Anlass nimmt, eine ehrliche Bestandsaufnahme durchzuführen, was erreicht wurde und wo Bürokratie nicht eher Privatanleger daran hindert, am Kapitalmarkt aktiv zu werden. Noch eine weitere Regulierungsschleife wird wahrscheinlich nicht zum Erfolg führen.

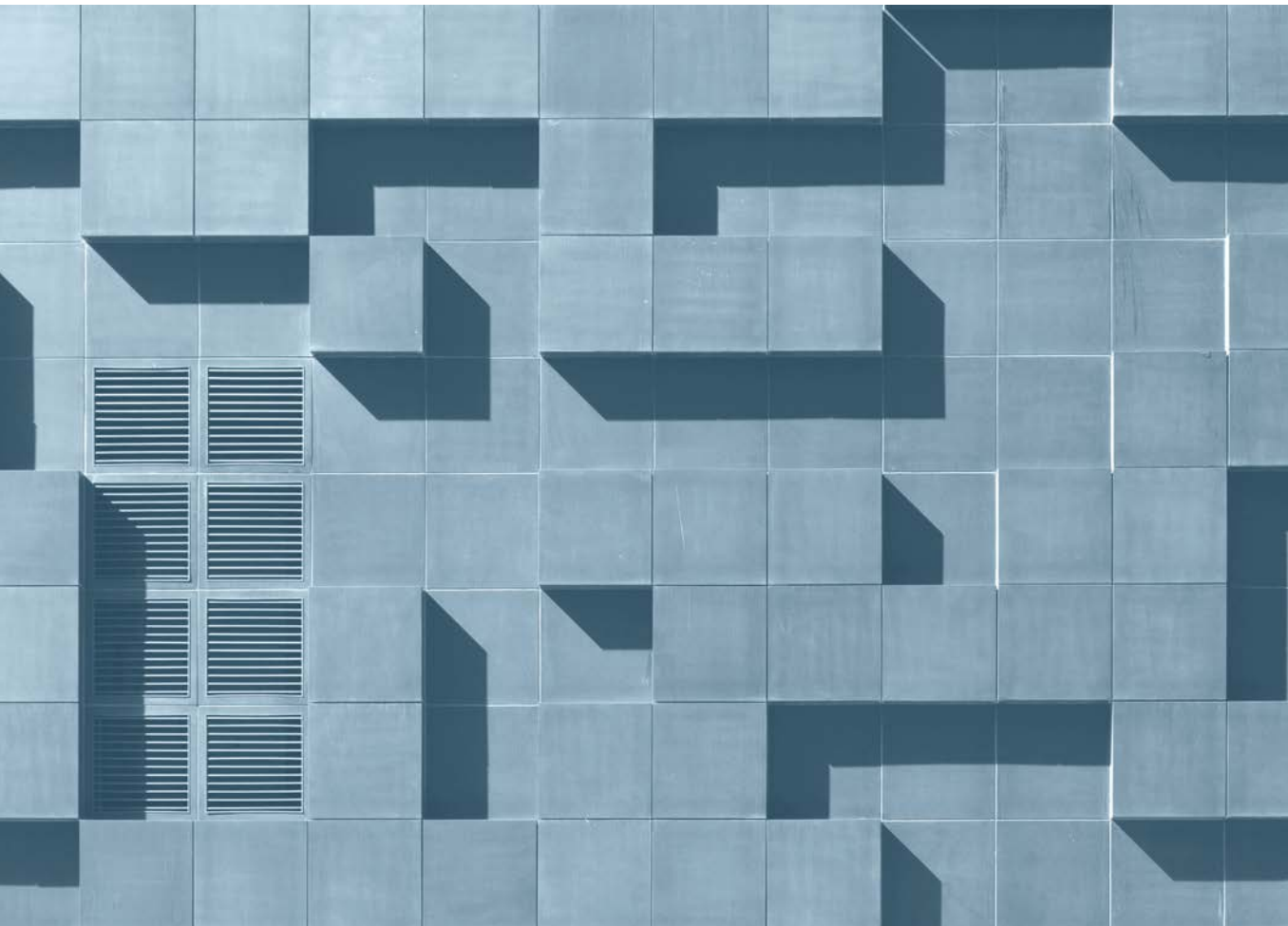
2024 hätte man den 20. Geburtstag der ersten, 2004 in Kraft getretenen, MiFID feiern können. Das wäre Anlass für eine ehrliche Bestandsaufnahme des bereits Erreichten.

03

Geeignetheits- und Angemessenheitsprüfung

Ein weiterer Vorschlag der EU-Kommission bezüglich der RIS betraf die Geeignetheits- und Angemessenheitsprüfung. So wurde für unabhängige Berater, die Beratung zu gut diversifizierten, nicht-komplexen und kosteneffizienten Produkten anbieten, die Einführung eines vereinfachten „Suitability-light Regime“ vorgeschlagen. Dieses soll die bereits bestehende Geeignetheitsprüfung ergänzen und dabei ein zusätzliches Kriterium zur Portfoliodiversifizierung berücksichtigen. Bei der Angemessenheitsprüfung soll hinzukommen, dass Aspekte wie Verlusttragfähigkeit und Risikotoleranz des Anlegers stärker berücksichtigt werden. Zudem sollen die Pflichten bei der Beratung von komplexen Produkten erweitert und der Zeitpunkt der Durchführung des Angemessenheitstests konkretisiert werden.

Die vorgeschlagenen Anpassungen der Geeignetheits- und Angemessenheitsprüfung im Rahmen der RIS werden von verschiedenen Seiten kritisch betrachtet. Die Intention der Reform ist zwar der Schutz der Anleger, doch die vorgeschlagenen Maßnahmen könnten den Zugang zu Investitionen erschweren, zu einem Rückzug aus der Beratung führen und Produktvielfalt verringern. Kritiker fordern daher eine ausgewogene Lösung, die sowohl den Anlegerschutz als auch die Wettbewerbsfähigkeit des europäischen Kapitalmarkts im internationalen Vergleich berücksichtigt. Auch der BSW folgt der Ansicht, dass eine Erweiterung der Kriterien über den bestehenden Rechtsrahmen hinaus nicht nötig ist und vertritt dies in seinen Positionierungen.



Kryptowertpapiere 2024

Fortschritte und offene Baustellen in der digitalen Transformation

Im Jahresbericht 2022 hatten wir über die Digitalisierung des Kapitalmarkts informiert. Seitdem hat sich in Deutschland und in Europa einiges getan:

Am 29. Juni 2024 ist die EU-Verordnung 2023/1114 über Märkte für Kryptowerte (MiCAR) in Kraft getreten. Diese Verordnung schafft einen umfassenden Rechtsrahmen für Primär- und Sekundärmärkte von Kryptowerten und zielt darauf ab, die Einführung transformativer Technologien im Finanzsektor zu fördern. Die MiCAR ist seit dem 30. Dezember 2024 unmittelbar geltendes Unionsrecht.

In Deutschland wurde das elektronische Wertpapiergesetz (eWpG) erweitert, um auch die Emission von Namensaktien in elektronischer Form zu ermöglichen.

Dies erleichtert die Tokenisierung traditioneller Vermögenswerte als Kryptowertpapiere und unterstützt die Digitalisierung des Kapitalmarkts.

Die DLT-Pilotregulierung (Distributed Ledger Technology Pilot Regime) der Europäischen Union, die am 23. März 2023 in Kraft trat und seit dem 23. März 2024 vollständig anwendbar ist, ermöglicht experimentelle Marktplattformen auf Basis der Distributed-Ledger-Technologie. Ziel ist es, innovative Anwendungen wie Kryptowertpapiere in einem kontrollierten regulatorischen Rahmen zu testen, ohne die Integrität oder Stabilität der Finanzmärkte zu gefährden.

Konkret erlaubt die Regelung Unternehmen, bestimmte Ausnahmen von EU-Finanzmarktvorschriften zu

Mit der fortschreitenden Regulierung und den praktischen Anwendungen wird erwartet, dass Kryptowertpapiere in den kommenden Jahren weiter an Bedeutung gewinnen.

beantragen, um den Handel, die Abwicklung und die Verwahrung von Wertpapieren über Blockchain-Technologien zu testen. Sie richtet sich primär an Betreiber von Handels- und Abwicklungssystemen.

In Deutschland wurde das eWpG nochmals ergänzt und dadurch in Einklang mit der DLT-Pilotregulierung gebracht. Das Gesetz ermöglicht nunmehr den Einsatz einer Blockchain-Technologie für die Registrierung von Kryptowertpapieren, was die technische Umsetzung der DLT-Pilotregulierung fördert. In verschiedenen DLT-Pilotprojekten wurden Plattformen eingeführt, auf denen Kryptowertpapiere gehandelt werden können. Diese Projekte konzentrieren sich vorrangig darauf, die Effizienz des Handels und der Abwicklung zu verbessern.

So emittierte die KfW im August 2024 eine digitale Anleihe in Form eines Kryptowertpapiers nach dem eWpG und wickelte den Transfer des Zentralbankgeldes erstmals auf Basis von Blockchain-Technologie ab. Diese Anleihe hatte ein Volumen von 50 Millionen Euro, einen fixen Kupon von 3,46 Prozent p.a. und eine Laufzeit bis zum 28. November 2024.

Im August 2024 emittierte die Berlin Hyp den ersten blockchain-basierten Pfandbrief. Das Kryptowertpapier hat ein Nominalvolumen von 100 Millionen Euro und eine Laufzeit von drei Jahren.

Zum Jahresende 2024 waren in der bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gemäß § 20 Absatz 3 eWpG geführten Liste 155 Kryptowertpapieremissionen verzeichnet.

Diese Entwicklungen unterstreichen die zunehmende Akzeptanz und Integration von Kryptowertpapieren in den Finanzmarkt. Mit der fortschreitenden Regulierung und den praktischen Anwendungen wird erwartet, dass Kryptowertpapiere in den kommenden Jahren weiter an Bedeutung gewinnen.

Trotz der Fortschritte bestehen noch Herausforderungen. So bleibt die Interoperabilität zwischen DLT-Systemen und traditionellen Finanzinfrastrukturen ein Problem. Denn unterschiedliche technische Standards und Protokolle erschweren die nahtlose Integration und den Datenaustausch zwischen den Systemen.

Obwohl die DLT-Pilotregulierung und MiCAR einen Rahmen bieten, bestehen teilweise weiterhin Unsicherheiten hinsichtlich der langfristigen regulatorischen Anforderungen und der Anpassung bestehender Gesetze an neue Technologien. Zudem ziehen sich die Erlaubnisverfahren hin. Ende Januar waren bei der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA noch keine autorisierten DLT-Marktinfrastrukturen, also Multilaterale Handelssysteme (DLT MTF), DLT-Abwicklungssysteme (DLT SS) oder DLT-Handels- und -Abwicklungssysteme (DLT TSS) gelistet.

Die Sicherheit von Blockchain-Systemen und der Schutz vor Cyberangriffen bleiben zentrale Herausforderungen, die auch die BaFin umtreiben. Die zunehmende Komplexität der Systeme erfordert kontinuierliche Investitionen in Sicherheitsmaßnahmen.

Außerdem ist die Akzeptanz von Kryptowertpapieren durch traditionelle Marktteilnehmer und Investoren noch nicht vollständig gegeben. Weitere Aufklärung könnte helfen, das Vertrauen in die neuen Technologien auszubauen.

Am Ende dürfte die Entscheidung für oder gegen ein DLT-System auf einer Kosten-Nutzen-Abwägung beruhen. Die Implementierung und der Betrieb von DLT-basierten Systemen können hohe Kosten verursachen. Deshalb ist es wichtig, dass die Effizienzgewinne die Investitionskosten rechtfertigen. Hierzu bedarf es nicht nur der „ersten Schritte“. Mindestens genauso entscheidend ist es, die Transaktionsvolumina zu erhöhen, hierdurch Skaleneffekte zu erzeugen und damit die angestrebte Effizienz zu erzielen. Dabei könnte es hilfreich sein, wenn die bislang in der DLT-Pilotregulierung angelegten Volumenbeschränkungen zumindest angehoben und „strukturierte DLT-Wertpapiere“ in das Regime mit einbezogen werden.

Sustainable Finance

Neue Vorgaben für strukturierte Wertpapiere mit Nachhaltigkeitsmerkmalen

Der neue BSW Nachhaltigkeits-Kodex

2024 war es endlich so weit: der altbewährte, zuletzt 2022 angepasste BSW Nachhaltigkeits-Kodex (nachfolgend „Kodex“) wurde umfassend überarbeitet.

Im Kick-off-Meeting Ende Dezember 2023 bestätigten die Mitglieder des BSW, dass der Kodex eine wichtige Hilfestellung bei der Emission strukturierter Wertpapiere mit Nachhaltigkeitsmerkmalen biete, jedoch an der ein oder anderen Stelle Präzision und Ambition vermissen lasse. Die zunehmend strengeren Vorgaben rund um das Thema Nachhaltigkeit sowie für Finanzanlageprodukte, beispielsweise die ESMA-Leitlinien zu Fondsamen, die ESG- oder nachhaltigkeitsbezogene Begriffe verwenden, oder auch der EU Green Bond Standard, der als freiwilliger Standard strenge Vorgaben für grüne Anleihen enthält, gaben ebenfalls Anlass für eine umfassende Überarbeitung.

Ziel der Neugestaltung des Kodex war neben der Erhöhung der inhaltlichen Vorgaben betreffend Ausschlusskriterien für Basiswerte, ESG-Selbstverpflichtungen sowie Governance auch die Einführung einer Mindestanzahl an zu erfüllenden Nachhaltigkeitsindikatoren für sog. PAI-Produkte. Zudem sollte der Aufbau klarer strukturiert werden sowie die Formulierungen weniger Raum für Interpretationen bieten.

Für die Erstellung des Entwurfs wurden auch die Rückmeldungen der Mitglieder des BSW zum Fragebogen zur Überarbeitung des Kodex berücksichtigt, der im Anschluss an das Kick-off-Meeting versandt worden war. Der finale Entwurf wurde in der Sustainable-Finance-Ausschusssitzung im September 2024 vorgestellt und anschließend an die BaFin und das Bundeskartellamt übermittelt. Im Januar 2025 wurde der neue Kodex durch die Mitglieder des BSW sowie den Vorstand des BSW beschlossen.

Die Vorgaben des neuen Kodex sind spätestens ab dem 1. Juli 2025 anzuwenden. In der neben-

stehenden Tabelle sind die wichtigsten Änderungen gegenübergestellt.

Anpassung des ESG-Zielmarktkonzepts

Das ESG-Zielmarktkonzept wurde 2024 durch die DK-Verbände, den BSW sowie den BVI aktualisiert und nach erfolgter Information der BaFin sowie des Bundeskartellamts am 13. Dezember 2024 veröffentlicht.

Die inhaltlichen Änderungen sind übersichtlich und betreffen im Wesentlichen die Streichung von Rüstungsgütern von der Liste der Mindestausschlüsse sowie die Ergänzung des negativen Zielmarkts für nicht-nachhaltige Produkte.

Mit der Änderung der Mindestausschlüsse wurde den wesentlichen Änderungen im aktuellen sicherheitspolitischen Umfeld seit Beginn des Angriffs-kriegs Russlands gegen die Ukraine sowie den neuen Vorgaben der ESMA für Fondsamen Rechnung getragen.

Zudem wurde ein Feld zum negativen Zielmarkt für nicht-nachhaltige Produkte („Nicht geeignet für Kunden mit Nachhaltigkeitspräferenzen“) hinzugefügt, das die bisherigen Ausprägungen „Keine Angaben“ und „Produkt als nicht nachhaltig deklariert“ gemäß den Vorgaben der EU-Kommission ergänzt. Hintergrund der Ergänzung bildet eine neue Q&A der EU-Kommission dahin gehend, dass es auch zum Zielmarktkriterium der Nachhaltigkeit einen negativen Zielmarkt geben kann. Im deutschen Markt hatte man diese Rechtsfrage bislang anders bewertet.

Weiterführende Links

Nachhaltigkeits-Kodex:

www.derbsw.de/de/nachhaltigkeitskodex

Zielmarktkonzept:

www.derbsw.de/de/zielmarktkonzept

	Alter Nachhaltigkeits-Kodex	Neuer Nachhaltigkeits-Kodex
Anforderungen an Emittenten		
ESG-Selbstverpflichtungen	UN Global Compact PRB oder PRI	UN Global Compact PRB oder PRI sowie drei weitere relevante ESG-Selbstverpflichtungen
Mindestanzahl zu berücksichtigender Nachhaltigkeitsindikatoren bei sog. PAI-Produkten	Keine Vorgaben	Mindestens sechs Nachhaltigkeitsindikatoren auf Emittentenebene (Details siehe S. 5 des Kodex.)
Ausnahme von Mindestanzahl sechs Nachhaltigkeitsindikatoren	Keine Vorgaben	Möglich bei Produkten mit Berücksichtigung eines Green oder Social Bond Standards
ESG-Rating	Status als nachhaltiges Unternehmen bei mindestens einer Ratingagentur	Mindestens ein aussagekräftiges, positives ESG-Rating einer anerkannten ESG-Ratingagentur
Anforderungen an Basiswert		
Auswahlstrategie	Eine (oder mehrere) dezidierte Strategie(n) festzulegen und anzuwenden	Verfolgung einer ausdrücklichen Auswahlstrategie, bspw. Best-in-Class oder Mindest-ESG-Ratig
Ausgeschlossene Rohstoffe	Agrarrohstoffe	Rohstoffe jeglicher Art
Mindestausschlüsse für Unternehmen	Entsprechend ESG-Zielmarktkonzept (alt): Rüstung >10 Prozent, Tabakproduktion >5 Prozent, Kohle >30 Prozent, schwerwiegende Verstöße gegen UN Global Compact	Verschärfung vorhandener und Ergänzung neuer Mindestausschlüsse (siehe S. 6 des Kodex)
Mindestausschlüsse für Staatsemittenten	Entsprechend ESG-Zielmarktkonzept: schwerwiegende Verstöße gegen Demokratie- und Menschenrechte	Entsprechend ESG-Zielmarktkonzept: schwerwiegende Verstöße gegen Demokratie- und Menschenrechte
Anforderungen an Produktkategorie, Transparenz, Name		
Produktkategorie	Keine Hebelprodukte Keine Anlageprodukte, die von einer Abwärtsbewegung des Basiswerts profitieren	Keine Hebelprodukte Keine Anlageprodukte, die von einer Abwärtsbewegung des Basiswerts profitieren
Transparenz	Product Policy enthält umfassende Informationen über die Ausgestaltung der Produkte sowie über die Umsetzung der Vorgaben des Nachhaltigkeits-Kodex	Product Policy enthält umfassende Informationen über die Ausgestaltung der Produkte sowie über die Umsetzung der Vorgaben des Nachhaltigkeits-Kodex
Namensgebung	Keine Vorgaben	Bezeichnung darf nicht widersprüchlich oder irreführend zu den tatsächlich erfüllten Nachhaltigkeitskriterien sein
Governance		
Bestätigung des Emittenten gegenüber BSW	Keine Vorgaben	Jährlich
Überprüfung der Product Policy durch Nachhaltigkeitsbeirat	Regelmäßig	Jährlich (anlassbezogen jederzeit möglich)

Der EU Listing Act und die Reform „light“ der Prospektverordnung

Neue Anforderungen und Chancen für Emittenten

Der EU Listing Act (Listing Act) ist Teil eines umfassenden Maßnahmenpakets der Europäischen Union, das darauf abzielt, die Attraktivität und Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Kapitalmärkte zu erhöhen. Ein zentrales Anliegen ist es, insbesondere kleinen

und mittleren Unternehmen (KMU) den Zugang zu öffentlichen Märkten zu erleichtern. Der Listing Act wurde am 14. November 2024 veröffentlicht. Einige der Änderungen traten bereits am 4. Dezember 2024 in Kraft.

Die wesentlichen Änderungen der Prospektverordnung umfassen folgende Aspekte:



Standardisierung des Prospektformats und der Reihenfolge der Inhalte



Elektronisches Format als Standard für Prospekte



Integration von Finanzinformationen per Verweis und Einbeziehung zukünftiger Finanzdaten



Verbot generischer Beschreibungen bei Angaben zu Risikofaktoren



Erweiterung der Seitenbegrenzung von Zusammenfassungen bei Garantiestrukturen



Standardisierung und Aufnahme von ESG-Informationen in Prospekte*

Aktivitäten der ESMA

Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) hat im Rahmen der Umsetzung des EU Listing Acts zudem mehrere Konsultationsverfahren eingeleitet. Am 28. Oktober 2024 veröffentlichte die ESMA ein Konsultationspapier mit Vorschlägen zur Standardisierung des Formats und der Reihenfolge der Informationen in Prospekten. Ziel ist es, die Erstellung und Prüfung von Prospekten zu vereinfachen und deren Verständlichkeit für Investoren zu erhöhen. Ebenfalls am 28. Oktober 2024 startete die ESMA einen Aufruf zur Stellungnahme bezüglich der zivilrechtlichen Haftung im Zusammenhang mit Prospekten (ESMA Call for Evidence, CfE). Dieses Verfahren zielt darauf ab, mögliche weitere Schritte zur Harmonisierung der Haftungsregeln innerhalb der EU zu evaluieren.

Die Frist für Rückmeldungen zu beiden Konsultationsverfahren endete am 31. Dezember 2024. Diese Konsultationen sind Teil der Bemühungen, die Prospektverordnung (PVO) an die aktuellen Marktbedürfnisse anzupassen und gleichzeitig hohe Transparenz- und Schutzstandards aufrechtzuerhalten.

Im Rahmen der kürzlichen ESMA-Konsultationen beteiligte sich der BSW u.a. durch ein umfangreiches Positionspapier an der Konsultation zu Änderungen der PVO in Bezug auf das Format und den Inhalt von Prospekten. Schwerpunkt war hier vor allem der neu eingeführte Anhang 21. Im Rahmen dieser Konsultationen machte der BSW u.a. konkrete Vorschläge hinsichtlich des Wortlauts bestimmter Regelungen. In seiner Stellungnahme zum CfE bezüglich Prospekthaftung machte der BSW seine Zurückhaltung gegenüber einer Harmonisierung des Haftungsregimes deutlich.

Aktivitäten des BSW

Der BSW hatte sich bereits im Entstehungsverlauf des Listing Act durch Stellungnahmen und diverse Gespräche mit der BaFin in den Prozess eingebracht. Zudem steht der Verband im direkten Austausch mit der ESMA, wie z.B. durch ein persönliches Treffen mit Vertretern der ESMA im November 2024.

*Die ESMA hat am 11. Juli 2023 eine Erklärung veröffentlicht, die erläutert, welche ESG-Informationen Emittenten in ihre Prospekte aufnehmen müssen (Nachhaltigkeits-Statement). Diese Erklärung betrifft insbesondere Prospekte für Nichtdividendenwerte, wie z.B. Green Bonds, und Aktien. Die ESMA betonte, dass wesentliche nachhaltigkeitsbezogene Angaben in Prospekten enthalten sein müssen. Ein bedeutender weiterer Aspekt der Prospektrechtsreform ist nun die Einführung des neuen Anhangs 21, der spezifische Anforderungen an die Offenlegung von ESG-Informationen (Umwelt, Soziales und Governance) in Prospekten gesetzlich festlegt. Dieser Anhang dient als verbindlicher Rahmen für die Art und den Umfang der erforderlichen ESG-Angaben in Prospekten. Die genauen Inhalte des Anhangs 21 wurden entwickelt, um die zuvor von der ESMA identifizierten Informationslücken zu schließen und klare Standards für die Offenlegung zu setzen. Das Nachhaltigkeits-Statement der ESMA und der neue Anhang 21 der PVO stehen in einem komplementären Verhältnis zueinander. Durch die Kombination der ESMA-Leitlinien und der verbindlichen Vorgaben des Anhangs 21 wird sichergestellt, dass Emittenten klare Richtlinien für die Offenlegung von ESG-Informationen haben und Anleger fundierte Entscheidungen auf Basis konsistenter und transparenter Daten treffen können.

Riester 2.0 – hoffentlich nur „on hold“!

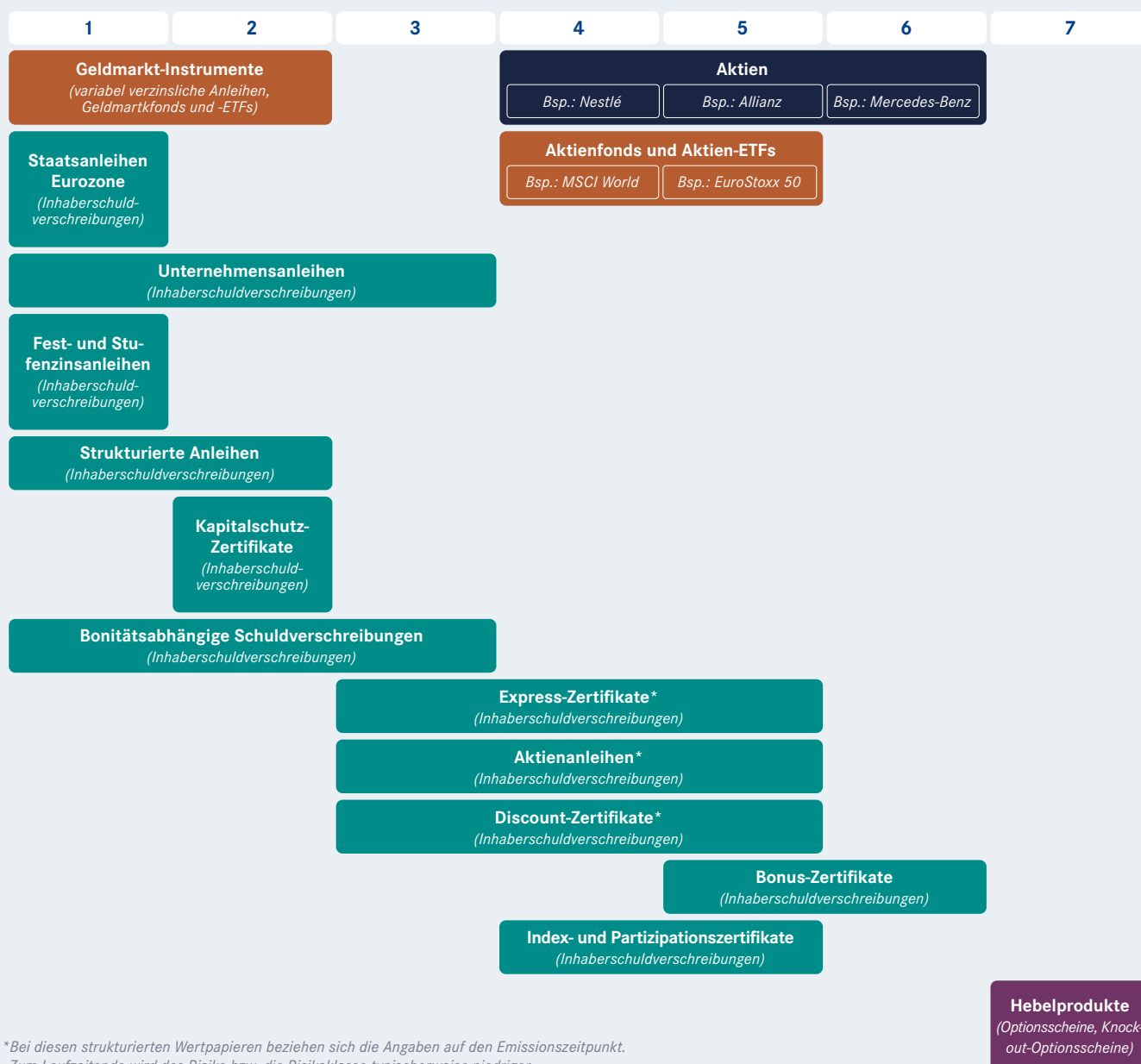
Eigentlich bestand spätestens seit Beginn der über zehnjährigen Niedrigzinsphase und damit seit mehreren Legislaturperioden weitgehend Einigkeit im politischen Berlin, dass die private Altersvorsorge in Deutschland reformbedürftig ist. Ein selten anzutreffender Beleg hierfür war die weitgehende Einigkeit von Industrie und Verbraucher- und Anlegerschützern beim Befund – wobei sich bei den Reformlösungen die Wege dann wieder sehr schnell trennten. Es war daher zu begrüßen, dass die Ampelkoalition 2021 die Reform der privaten Altersvorsorge in ihren Koalitionsvertrag aufnahm. Die geo-, sicherheits- und energiepolitischen Verwerfungen kurz nach dem Start der Ampelkoalition dürften dann aber eine der (Mit-)Ursachen dafür gewesen sein, dass die Bundesregierung erst im November 2022 eine übergreifende „Fokusgruppe private Altersvorsorge“ einsetzte, die innerhalb von sechs Monaten ihren Abschlussbericht mit zahlreichen vielversprechenden Vorschlägen vorlegte. Unter anderem sollten die Garantieforderungen oder die Verrentungspflichten entfallen können und auch in Anlageklassen investiert werden können, die höhere Renditechancen bieten. Gleichfalls wurden viele gute Reformvorschläge zu Kosten, Transparenz, Beratung und Zertifizierung unterbreitet. Es war damit eine gute Grundlage geschaffen worden, dass bei der Umsetzung der Vorschläge die private Altersvorsorge deutlich attraktiver geworden und damit eine sinnvolle Ergänzung der anderen Säulen der Alterssicherung geschaffen worden wäre, die nicht zuletzt aufgrund des demografischen Wandels absehbar Defizite aufweisen werden.

Aber es sollte anders kommen: Das Gesetz, mit dem die Vorschläge der Fokusgruppe dann umgesetzt werden sollten, ließ dann leider mehr als ein Jahr auf sich warten. Ende September 2024 veröffentlichte das Bundesfinanzministerium seinen Vorschlag, der neben einem Garantieprodukt für die Versicherungswirtschaft unter anderem das Altersvorsorgedepot als neues Produkt für die geförderte private Altersvorsorge ohne Kapitalgarantien vorsah. Die Förderung sollte 20 Cent für jeden Euro Eigensparleistung bis zu maximal 3000 Euro betragen, also bis zu 600 Euro im Jahr. Weitere Zulagen sollte es für Kinder, Geringverdiener und Berufseinsteiger geben. Zur Förderung sollten die Anbieter (u. a. Banken, Versicherungen und Fondsgesellschaften) einen sogenannten Altersvorsorgedepot-Vertrag zertifizieren lassen. Im Rahmen dieses Vertrages hätte der Altersvorsorgende entweder selbst Anlageentscheidungen treffen oder sich für eine Anlagestrategie des Anbieters entscheiden können, der diese dann im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung ausgeführt hätte. In einer Positivliste wurden abschließend die zulässigen Vermögensgegenstände aufgezählt, in die investiert hätte werden dürfen.

Dies waren:

- Fonds mit einer maximalen Risikoklasse 5 nach der PRIIPs-VO
- offene Publikums-AIF mit einer maximalen Risikoklasse 5 nach der PRIIPs-VO
- Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand (u. a. Bund, Länder, EU-Mitgliedstaaten und EIB)
- an einer deutschen oder EU-Börse zugelassene oder einbezogene Aktien

SRI-Klasse



Strukturierte Wertpapiere und auch andere Schuldverschreibungen wie Unternehmensanleihen enthielt diese Positivliste nicht. Dies verwunderte vor allem vor dem Hintergrund, dass das BMF trotz der Fokussierung auf die Risikoklassen nach der PRIIPs-Verordnung Instrumente nicht einbezogen hatte, die oftmals eine geringere Risikoklasse aufweisen als die aufgenommenen Instrumente. So weisen viele strukturierte Wertpapiere der BSW-Mitglieder wie Festzins- oder Stufenzinsanleihen Risikoklassen von 1 bis maximal 3 auf, Express- oder Discount-Zertifikate

oft 3 bis 5. Viele Fonds und Aktien haben hingegen oft Risikoklassen zwischen 4 und 6.

Neben dieser fehlenden konsequenten Zugrundelegung der Risikoklassen ließ der Entwurf aber auch die unterschiedlichen Phasen einer sinnvollen privaten Altersvorsorge unberücksichtigt: Bekanntlich sind in der Ansparphase des Vorsorgesparers zu Beginn seines Berufslebens andere Instrumente geeignet, als wenn er auf den Renteneintritt und damit die Auszahlungsphase zusteuert. Erfahrungsgemäß steht

in dieser späten Phase die Sicherung und der Erhalt des Ersparnis im Vordergrund, der in der Regel über Zinsinstrumente am geeignetsten gewährleistet werden kann. Auch Fragen der Umschichtung, die Behandlung von Zinszahlungen und anderen Einkünften aus den investierten Wertpapieren oder die Anlage der Zuschüsse waren nach dem Entwurf des Finanzministeriums offen.

Aber auch diesen Gesetzentwurf hat das Schicksal vieler Vorhaben ereilt, das aus dem Ende der Ampelkoalition und dem vorzeitigen Ende der Legislatur resultierte. Stellungnahmen wurden noch eingebracht. Kurzzeitig hieß es, dass das Finanzministerium unter neuer Führung noch einen Kabinettsentwurf auf den Weg bringen würde. Konterkariert wurde diese Absicht wahrscheinlich dann durch einen Antrag der FDP-Fraktion, die den Referentenentwurf nahezu identisch in die Bundestagsberatungen einbrachte. Dort wurde zwar noch recht kontrovers diskutiert, aber ohne Ergebnis.

Nun obliegt es der neuen Bundesregierung, das Reformprojekt fortzuführen. Die Wahlprogramme der Parteien hatten das Thema mit unterschiedlichen Schwerpunkten aufgegriffen. Von der vollständigen Abschaffung der privaten Altersvorsorge, über die Frühstart-Rente ab dem sechsten Lebensjahr oder einen Staatsfonds, bis hin zum ursprünglich vom FDP-geführten Finanzministerium vorgelegten Entwurf reichten die Vorschläge. Aktuell scheint es, dass das Thema weiterverfolgt wird, aber keine Priorität hat. Im Vordergrund der Bemühungen der neuen Bundesregierung stehen die Wiederbelebung der Wirtschaft und die zahlreichen geopolitischen Verschiebungen und Krisen. Dies ist nachvollziehbar; es sollte aber nicht die Notwendigkeit außer Acht gelassen werden, dass eine Reform der privaten Altersvorsorge unerlässlich ist. Die demografische Entwicklung Deutschlands und die Unwägbarkeiten gerade in der ersten Säule der Alterssicherung, der gesetzlichen Rentenversicherung, erfordern dies dringend.

Der BSW sieht den im September 2024 vorgelegten Gesetzentwurf als gute Grundlage, um die private Altersvorsorge in Deutschland wieder attraktiver auszugestalten.

Positiv waren:

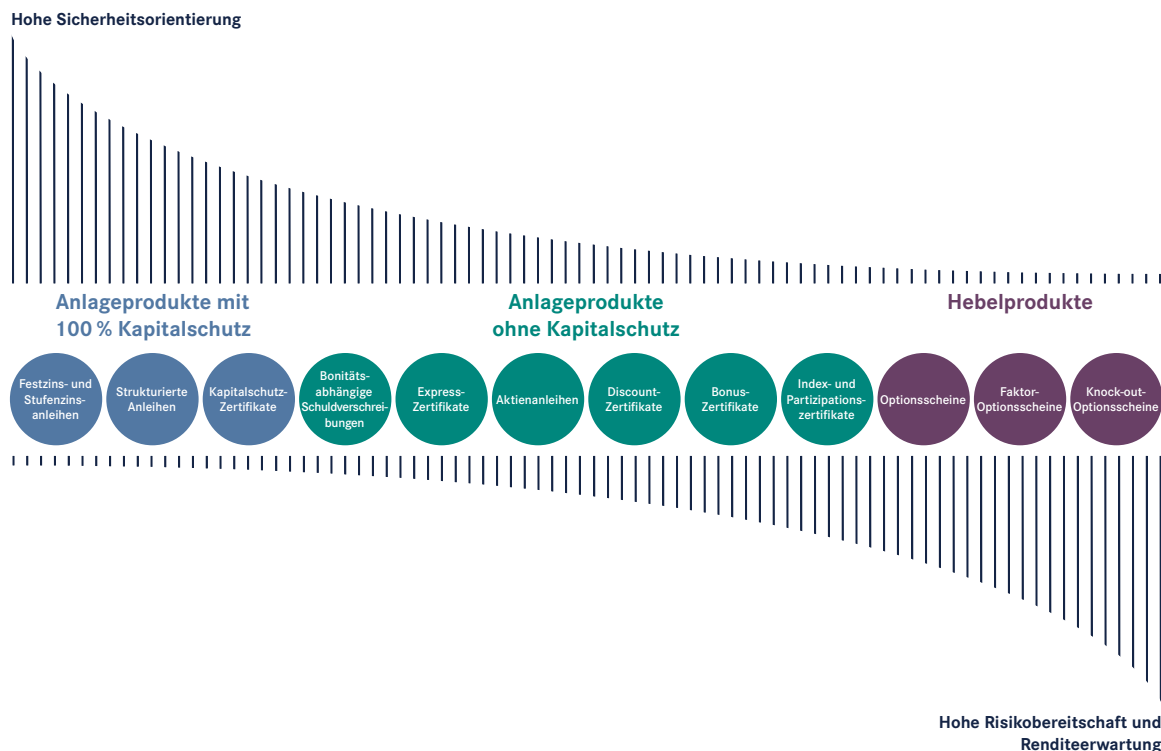
- der privatwirtschaftliche Ansatz und die Eigenverantwortung der Sparer.
- die offene Ausgestaltung (mit und ohne Garantie, Verrentung ja/nein, Standard-Depot/Altersvorsorgedepot, Vermögensverwaltung/Anlageberatung/Execution Only).
- SRI-Risikoklassen als Basis für die Produktauswahl bei Wertpapieren.
- die in Aussicht gestellten Zulagen und Förderungen.
- das Ansinnen, Kosten und Bürokratie bei den Zertifizierungs- und Zulagenverfahren zu sparen.

Wie eingangs beschrieben, wäre auch die Einbeziehung von Anleihen der Privatwirtschaft einschließlich von strukturierten Wertpapieren mit den für Fonds vorgesehenen Risikoklassen bis maximal 5 sinnvoll gewesen. Wir würden es daher begrüßen, wenn der bisherige, mit unseren Überlegungen modifizierte Entwurf die Diskussionsgrundlage für die neue Bundesregierung wäre. Und es wäre aus unserer Sicht auch zu begrüßen, trotz aller anderen politisch drängenden Themen mit der Reform der privaten Altersvorsorge nicht wieder bis fast zum Ende der regulären Legislatur zu warten. Denn sicherlich werden im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens und der anschließenden Umsetzung noch zahlreiche Fragen aufkommen, auf die überzeugende Antworten zu finden sind. Politische Entscheidungsträger sollten vermeiden, dass die Anleger den Eindruck gewinnen, dass sie nicht in eine überzeugende und renditeträchtige Lösung für die Sicherung ihrer finanziellen Grundlage im Alter investieren. Schnelle Enttäuschungen und damit verbundene hohe Kündigungsraten wie bei den Riesterverträgen sollten unbedingt vermieden werden.



Eine Reform der privaten Altersversorgung ist unerlässlich. Hierbei müssen dann strukturierte Wertpapiere und andere Schuldverschreibungen wie Unternehmensanleihen einbezogen werden, da sie oftmals eine geringere Risikoklasse aufweisen als Aktien und Fonds.

Die neue BSW-Produktklassifizierung



Der Bundesverband für strukturierte Wertpapiere hat im Juli 2024 die neue BSW-Produktklassifizierung vorgelegt. Sie umfasst die zwölf wichtigsten Produktgattungen strukturierter Wertpapiere. Mit der BSW-Produktklassifizierung tragen BSW und Emittenten

dazu bei, dass Anlegerinnen und Anleger als Selbstentscheider oder im Rahmen einer Anlageberatung eine passende Anlageentscheidung treffen können – sei es für Vermögensaufbau, Vermögenssicherung oder die private Altersvorsorge.

Anlageprodukte mit 100 % Kapitalschutz

Festzins- und Stufenzinsanleihen

werden i. d. R. innerhalb einer Zeichnungsphase angeboten. Sie haben eine definierte Laufzeit (die im Fall eines Kündigungsrechts des Emittenten vorzeitig enden kann), zahlen zu bestimmten Terminen Zinsen in bekannter Höhe und werden am Laufzeitende zu 100 % zurückgezahlt. Diese Produkte haben keinen Basiswert und sind nicht auf einen Referenzzinssatz bezogen.

Strukturierte Anleihen

leisten bei einer bekannten maximalen Laufzeit (die im Fall eines Kündigungsrechts des Emittenten

vorzeitig enden kann), zu vorab definierten Terminen Zinszahlungen (deren Höhe von der Entwicklung eines oder mehrerer **Referenzzinssätze** oder Inflationsindizes abhängig sein kann) und werden am Laufzeitende zu 100 % zurückgezahlt.

↗ Kapitalschutz-Zertifikate

sind an die Entwicklung mindestens eines **Basiswerts** gekoppelt und bilden dessen positive Wertentwicklung per Laufzeitende mit einer bestimmten Partizipationsrate ab. Auch bei negativer Entwicklung des Basiswerts zahlen sie bei Fälligkeit mindestens den Kapitalschutzbetrag zurück.

Anlageprodukte ohne Kapitalschutz

Bonitätsabhängige Schuldverschreibungen

sind bezogen auf die Kreditwürdigkeit (Bonität) eines Referenzschuldners und leisten bei einer bekannten maximalen Laufzeit zu definierten Terminen Zinszahlungen in bekannter Höhe, sofern **kein Kreditereignis** (u. a. Zahlungsverzug, Insolvenz) beim Referenzschuldner eintritt.

→ Express-Zertifikate

zahlen einen Zinssatz und/oder werden vorzeitig fällig, wenn der Kurs ihres **Basiswerts** an einem der Beobachtungstermine oder innerhalb eines bestimmten Beobachtungszeitraums ein bestimmtes **Auszahlungslevel** erreicht bzw. eine **Barriere** nicht unterschreitet. Kommt es zu keiner vorzeitigen Fälligkeit, zieht die am letzten Bewertungstag nicht unterschrittene **Barriere** die Zahlung des Zinssatzes und die Rückzahlung des Nennwerts nach sich. Andernfalls erfolgt am Rückzahlungstermin eine Zahlung, die vom Schlusskurs des Basiswerts abhängig ist (alternativ Aktienlieferung).

→ Aktienanleihen

zahlen einen festen Zinssatz unabhängig von der Wertentwicklung ihres **Basiswerts**, diese bestimmt jedoch Art und Höhe der Rückzahlung: Notiert der Basiswert oberhalb eines definierten **Basispreises**, erfolgt am Rückzahlungstermin die Rückzahlung zu 100 % des Nennwerts, andernfalls erfolgt die Lieferung des Basiswerts gemäß bekanntem Bezugsverhältnis oder eine entsprechende Zahlung.

→ Discount-Zertifikate

ermöglichen den Einstieg in einen **Basiswert** mit einem Abschlag (Discount) zum aktuellen Kurs. So können moderate Kursverluste abgedeckt werden, im Gegenzug nehmen Anleger nur bis zu einem bestimmten **Höchstbetrag** (Cap) an steigenden Kursen teil.

→ Bonus-Zertifikate

zahlen am Rückzahlungstermin mindestens einen bestimmten Bonusbetrag, auch wenn sich ihr **Basiswert** lediglich seitwärts bewegt oder leicht fällt. Voraussetzung dafür ist, dass eine festgelegte **Barriere** innerhalb des Beobachtungszeitraums nicht verletzt wurde. Bei verletzter Barriere entfällt der Bonusmechanismus. In diesem Fall erfolgt bei Fälligkeit die Lieferung des Basiswerts oder eine entsprechende Zahlung.

↗ Index- und Partizipationszertifikate

bilden die Wertentwicklung eines Index, Aktienkorbs oder Rohstoffs ohne Hebelwirkung nahezu linear ab und ermöglichen diversifizierte Investments in regionale Märkte, Branchen oder globale Trends oder Rohstoffe.

Hebelprodukte

↗ Call-Optionsscheine

↘ Put-Optionsscheine

ermöglichen die gehebelte Partizipation an steigenden (Call) oder fallenden (Put) Kursen eines Basiswerts, wobei der Preis eines Optionsscheins auch von weiteren Faktoren (Volatilität, Restlaufzeit etc.) beeinflusst wird.

↗ Long-Faktor-Optionsscheine

↘ Short-Faktor-Optionsscheine

bieten eine gehebelte Partizipation an Kursanstiegen (Long oder Call) als auch an Kursrückgängen (Short oder Put) eines Basiswerts mit einem konstanten, vorab definierten Faktor. Dieser Faktor beschreibt den Hebel, der auf täglicher Basis konstant gehalten wird.

↗ Long-Knock-out-Optionsscheine (Call)

↘ Short-Knock-out-Optionsscheine (Put)

vollziehen die absoluten Kursbewegungen eines Basiswerts nahezu linear nach und ermöglichen durch den geringeren Kapitaleinsatz die gehebelte Partizipation an steigenden (Call oder Long) oder fallenden (Put oder Short) Kursen. Bei Verletzung einer Knock-out-Barriere wird das Produkt sofort fällig und verfällt in der Regel wertlos.

- Markterwartung seitwärts
- ↗ Markterwartung aufwärts
- ↘ Markterwartung abwärts

BSW-Forum

9. September 2024
im Hotel Steigenberger Frankfurter Hof

Unser BSW-Forum am 9. September 2024 stand unter dem Motto „Mehr Wertpapierkultur wagen!“. Führende Köpfe aus Politik, Aufsicht und Wirtschaft diskutierten auf Einladung des BSW einen Tag miteinander und mit dem Publikum, wie Fortschritte in diese Richtung gelingen können.



PANEL-DISKUSSION
»Wie stärken wir (endlich) die
Wertpapierkultur und die private
Altersvorsorge in Deutschland?«



Christian Vollmuth,
geschäftsführender Vorstand des BSW



Anja Schulz, Mitglied des Bundestages (FDP)



Prof. Dr. Barbara Brandstetter,
Wirtschafts-, Finanz- und Verbraucherkommunikation,
Hochschule Neu-Ulm



Thomas Richter, Hauptgeschäftsführer des
deutschen Fondsverbands BVI

KEYNOTE

»Wer sind die neuen Weltmächte und vor welche Herausforderungen stellt das Deutschland?«

Außenminister a. D. Joschka Fischer (unten) mit Dr. Christoph von Marschall vom Tagesspiegel (rechts)



KEYNOTE

»The race to the White House: Von der Taktik bis zum Triumph«

Julius van de Laar, US-Kampagnen- und Strategieberater



“

Deutschland benötigt in dieser Situation eine starke politische Führung. Es muss Realitäten erkennen und annehmen, die richtigen Maßnahmen konsequent ergreifen und auf ein starkes Europa setzen.

Joschka Fischer,
Außenminister a. D.



Dr. Jörg Kukies, SPD, Staatssekretär im Bundeskanzleramt

»Der zwischen einzelnen Mitgliedstaaten stark divergierende Markt für strukturierte Wertpapiere erschwert die Ausgangssituation für eine gestärkte Investmentkultur.«

Prof. Dr. Steffen Kern, ESMA

PANEL-DISKUSSION mit den Regulatoren

von links: Marco Traversa (EIOPA),
Dr. Oliver Wagner (BSW), Prof. Dr. Steffen Kern (ESMA)



Moderatorin Viola Grebe



KEYNOTE

»Die EU nach den Wahlen –
Business as usual oder neue
Impulse für die europäische
Wertpapierkultur?«

Thomas Wulf, Generalsekretär EUSIPA

Inhaltsverzeichnis

BSW-Preis für Wirtschaftsjournalismus



Preisträgerinnen und Preisträger des BSW-Preises für Wirtschaftsjournalismus 2024

Meike Schreiber / Süddeutsche Zeitung

Journalistin des Jahres 2024

Thomas Kehl / Finanzfluss

Finfluencer des Jahres 2024

**Martin Greive, Moritz Koch, Catiana Krapp, Mareike Müller,
Julian Olk, Klaus Stratmann / Handelsblatt**

Artikel: „Russendisko“, Handelsblatt, 1.12.2023

Kategorie: Allgemeine Wirtschafts- und Finanzpolitik

**André Dér-Hörmeyer, Janne Knödler, Benedikt Dietsch,
Mitsuo Iwamoto, Lea Utz / Bayerischer Rundfunk / ARD**

Podcast: „Wild Wild Web – Geschichten aus dem Internet: Ich bin Millionär.“

Kategorie: Geldanlage und Vermögensaufbau

Frank Doll, Julia Groth, Anton Riedl, Jan-Lukas Schmitt / WirtschaftsWoche

Artikel: „Sicher in den Herbst: So bereiten sich Anleger auf Rücksetzer vor.“

Kategorie: Strukturierte Wertpapiere

Birgit Wetjen, Heinz-Peter Arndt /courage

Artikel: „Grüne Strickmuster – Rendite mit Sinn“

Kategorie: Sustainable Finance

Christiane von Hardenberg / Die Zeit

Artikel: „Rente für Frauen: Ich will Altersreichtum!“

Kategorie: Female Finance

Sonderpreise

Andrea Lueg / Südwestdeutscher Rundfunk

Podcast/Beitrag: „Geld auf dem Lehrplan – Finanzbildung an Schulen“

Kategorie: Sonderpreis Finanzbildung

*Der BSW-Preis für Wirtschaftsjournalismus wurde gemeinsam mit der **Börse Frankfurt**, der **Boerse Stuttgart Group** und der **Börse gettex exchange** für herausragende journalistische Leistungen verliehen.*



Thomas Kehl
Influencer des Jahres



Meike Schreiber, Journalistin des Jahres



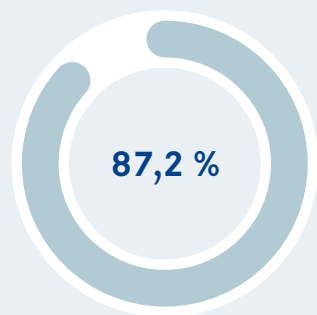
Andrea Lueg, Sonderpreis Finanzbildung



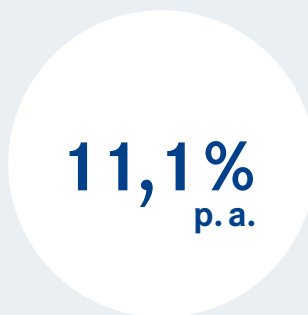
Alle anwesenden Preisträger, von links: Jan-Lukas Schmitt, Mitsuo Iwamoto, André Dér-Hörmeyer, Meike Schreiber, Thomas Kehl, Birgit Wetjen, Heinz-Peter Arndt, Martin Greive, Andrea Lueg

Studie Discount-Zertifikate

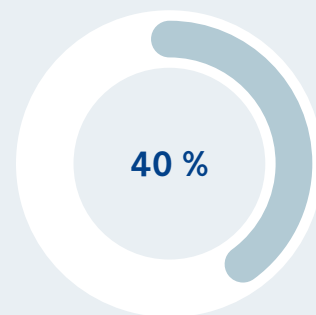
**Zuverlässiger, renditestarker
Depotbaustein (auch) im Bullenmarkt**



der betrachteten Discount-Zertifikate erzielten im Jahr 2023 eine positive Rendite.



betrug die durchschnittliche Rendite eines Discount-Zertifikats im Jahr 2023



der betrachteten Discount-Zertifikate generierten eine höhere Rendite als ihr Basiswert (Outperformance).

Im Herbst 2024 legte der BSW seine jährliche Studie zu Discount-Zertifikaten vor, in der Daten aus dem Vorjahr ausgewertet wurden. Im durchweg positiven Marktumfeld des Jahres 2023 verzeichneten 76,3 Prozent der Basiswerte eine positive Wertentwicklung, während bei den Discount-Zertifikaten sogar 87,2 Prozent der Produkte das Jahr mit einem Plus abschlossen.

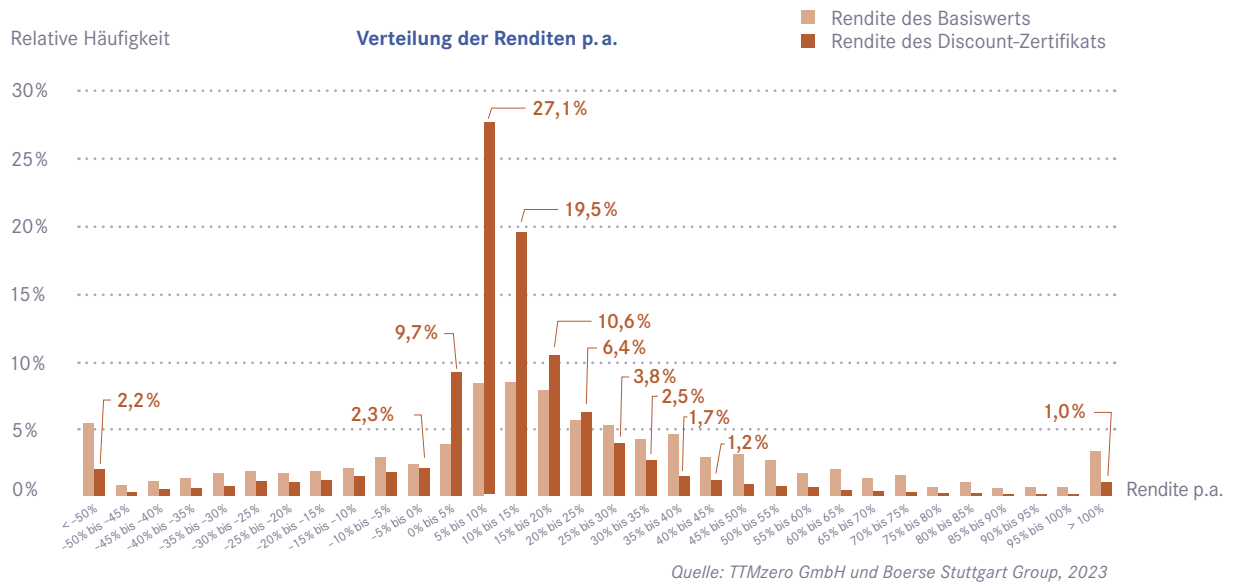
Die durchschnittliche Rendite aller untersuchten Discount-Zertifikate lag im Jahr 2023 bei 11,1 Prozent p.a., während die Basiswerte im Schnitt 23,4 Prozent zulegten. Von den im Jahr 2023 fälligen 58.486 Discount-Zertifikaten (=34,2 Prozent der untersuchten Produkte) haben 77,6 Prozent ihre maximale Rendite erzielt. Diese betrug durchschnittlich 14,4 Prozent p.a.

40 Prozent der betrachteten Discount-Zertifikate erzielten sogar im positiven Marktumfeld des

Jahres 2023 eine Outperformance gegenüber ihren Basiswerten. Zudem lieferten 12,9 Prozent der Discount-Zertifikate positive Renditen, obwohl sich ihr Basiswert negativ entwickelte. Beide Kennzahlen fallen in schwachen Marktphasen typischerweise deutlich höher aus, wie etwa im Jahr 2022 mit 67 Prozent bzw. 24,2 Prozent. Die Studie analysierte 170.823 Discount-Zertifikate, die sich auf 70 Top-Basiswerte (5 Indizes und 65 Aktien) aus Deutschland, Europa und den USA bezogen. Erhoben wurden die Wertentwicklungen aller Discount-Zertifikate zwischen dem 01.01. und 31.12.2023.

Zum Jahresende 2023 hielten deutsche Privatanleger Discount-Zertifikate mit einem Marktvolumen von knapp 3,6 Mrd. Euro in ihren Depots – das entspricht 3,6 Prozent des gesamten Marktvolumens von strukturierten Wertpapieren. An den Börsen Stuttgart, Frankfurt und gettex gehören Discount-Zertifikate

Verteilung der Renditen von Discount-Zertifikaten und Basiswerten im Vergleich



traditionell zu den umsatzstärksten Anlageprodukten. Discount-Zertifikate sind derzeit für mehr als 560 Basiswerte aus den Anlageklassen Aktien, Indizes und Rohstoffe verfügbar. Dank des breiten Angebots an Caps und Fälligkeiten können Anleger differenzierte Strategien gezielt an ihre individuellen Risikoprofile und Anlagehorizonte anpassen. Durch die Wahl eines passenden Caps lassen sich dabei sowohl defensive oder neutrale als auch offensivere Ausrichtungen wählen.

Die Erfolgsgeschichte des Discount-Zertifikats basiert auf seiner einfachen und intuitiven Verständlichkeit: Anleger erwerben ein Discount-Zertifikat zu einem Preis, der unter dem Kurs des Basiswerts, beispielsweise einer Aktie, liegt – dieser Abschlag (Discount) mindert potenzielle Verluste bei Kursrückgängen des Basiswerts. Im Gegenzug akzeptieren Anleger, dass ihre Beteiligung an einer positiven Wert-

entwicklung des Basiswerts durch eine Kursobergrenze (Cap) begrenzt ist.

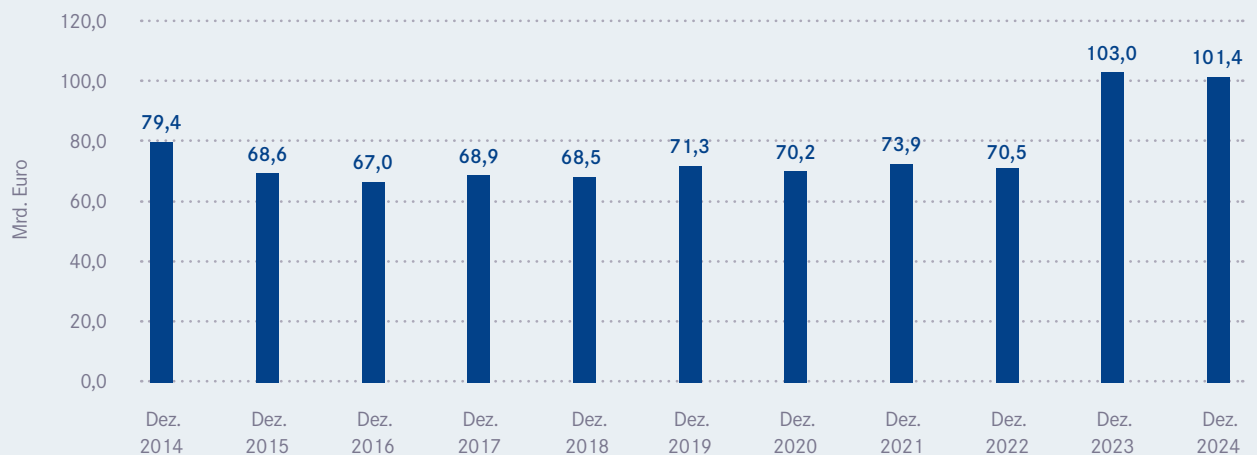
Discount-Zertifikate ermöglichen es Anlegern, ein Aktieninvestment defensiv zu gestalten und bereits in seitwärts oder sogar moderat abwärts tendierenden Märkten attraktive Renditen zu erzielen und so das Depot zu stabilisieren.

Der Markt für strukturierte Wertpapiere in Deutschland

Der deutsche Markt für strukturierte Wertpapiere hat sich im Jahr 2024 auf dem Niveau des Vorjahres stabilisiert. War er von 2022 auf 2023 sehr stark gewachsen, bedeuten 101,4 Milliarden Euro per Ende 2024 einen leichten

Rückgang um 1,6 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Das Marktvolumen entfällt zu 96,4 Prozent auf Anlageprodukte; auf Hebelprodukte entfallen 3,6 Prozent.

Marktvolumen strukturierter Wertpapiere



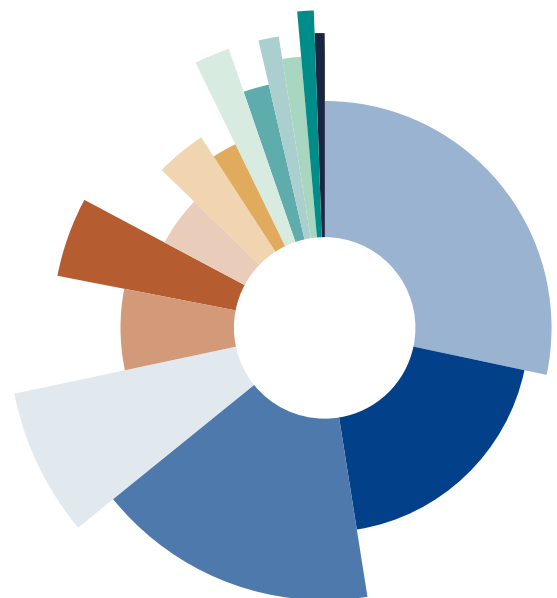
Quelle: BSW

Strukturierte Wertpapiere

Marktanteile nach Marktvolumen Q4 2024

28,5%	DZ BANK	2,0%	Vontobel
19,1%	LBBW	2,0%	UBS
16,5%	DekaBank	1,5%	Barclays
7,7%	Société Générale	1,1%	HSBC
6,5%	Deutsche Bank	1,1%	J.P. Morgan
4,6%	UniCredit	0,8%	Morgan Stanley
4,3%	BNP Paribas	0,6%	Citi
3,6%	Goldman Sachs		

Bei den Marktanteilen der Emittenten nach Marktvolumen belegt die DZ BANK mit 28,5 Prozent den ersten Platz (Vorjahr LBBW mit 18,4 Prozent), gefolgt von der LBBW mit 19,1 Prozent (Vorjahr DekaBank mit 17,3 Prozent) und der DekaBank mit 16,5 Prozent (Vorjahr DZ BANK mit 16,5 Prozent).





Anlageprodukte

Marktanteile nach Marktvolumen Q4 2024

29,4%	DZ BANK	1,9%	UBS
19,8%	LBBW	1,7%	Vontobel
17,1%	DekaBank	1,6%	Barclays
7,2%	Société Générale	1,0%	J.P. Morgan
6,7%	Deutsche Bank	0,6%	HSBC
4,6%	UniCredit	0,5%	Citi
4,1%	BNP Paribas	0,2%	Morgan Stanley
3,6%	Goldman Sachs		

Bei den Anlageprodukten gilt für die Top-3-Emitenten die gleiche Rangfolge wie für den Gesamtmarkt: Die DZ BANK belegt bei den Marktanteilen nach Marktvolumen den ersten Platz, gefolgt von der LBBW und der DekaBank.



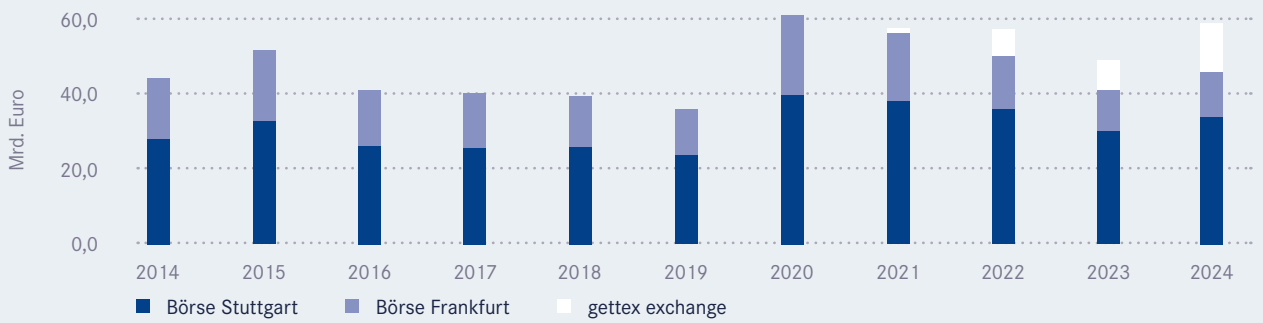
Hebelprodukte

Marktanteile nach Marktvolumen Q4 2024

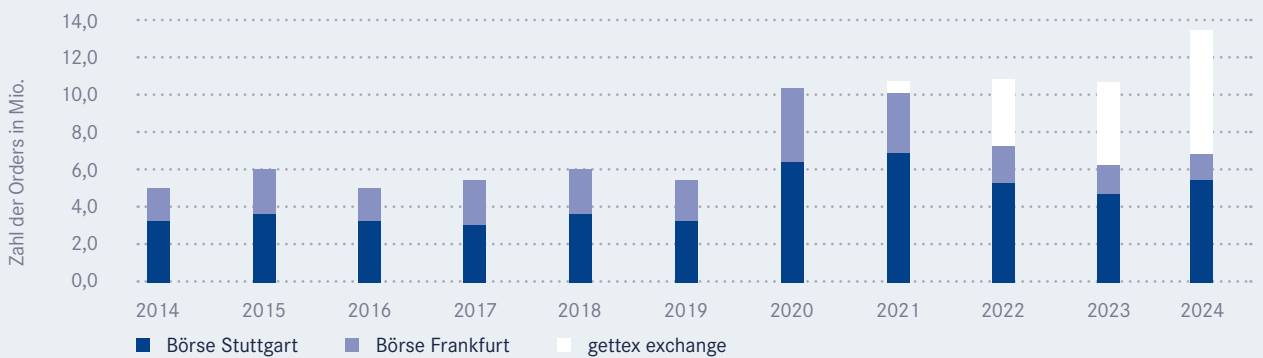
19,2%	Société Générale	5,3%	UBS
16,8%	Morgan Stanley	4,5%	Goldman Sachs
15,1%	HSBC	4,1%	J.P. Morgan
12,4%	Vontobel	3,9%	DZ BANK
9,1%	BNP Paribas	3,5%	Citi
5,5%	UniCredit	0,6%	Deutsche Bank

Ein gänzlich anderes Bild zeigt sich bei den Hebelprodukten: Hier dominiert die Société Générale die Tabelle vor Morgan Stanley (Platz 2) und HSBC (Platz 3). Vontobel belegt den vierten Platz, während Platz 5 an BNP Paribas geht.

Entwicklung der Börsenumsätze (Volumen) von 2014 bis 2024



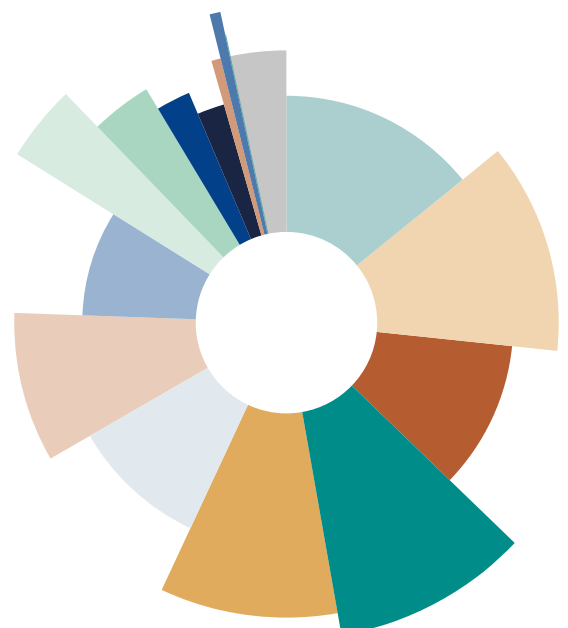
Entwicklung der Kundenorders (Anzahl) von 2014 bis 2024



Im Jahr 2024 stiegen sowohl das Handelsvolumen (59,2 Mrd. Euro) als auch die Anzahl der ausgeführten Orders gegenüber dem Vorjahr deutlich an.

Marktanteile nach Börsenumsätzen im Gesamtjahr 2024

14,3%	HSBC	3,9%	UBS Investment Bank
12,5%	Goldman Sachs	3,7%	J.P. Morgan
10,5%	UniCredit	2,2%	LBBW
10,2%	Morgan Stanley	2,0%	Citi
9,7%	Vontobel	0,5%	Deutsche Bank
9,5%	Société Générale	0,4%	DekaBank
8,9%	BNP Paribas	0,0%	Barclays
8,4%	DZ DANK	3,2%	Sonstige



Der börsliche Handel wird stark von Hebelprodukten dominiert. Die Spitzenposition belegt 2024 HSBC, es folgten Goldman Sachs und Unicredit auf Platz 2 und 3.

Vorstand



Markus Bärenfänger

DZ BANK AG

Leitung der Abteilung Kunden- und Vertriebsmanagement im Bereich Kapitalmärkte Privatkunden



Peter Bösenberg

Société Générale

Deputy Head of Public Distribution Europe



Stephan Frerker

DekaBank

Leitung der Abteilung Strukturierung & Derivatehandel im Geschäftsfeld Kapitalmarkt



Anton Hötzl

Vontobel Europe AG

Chief Operating Officer



Christian Vollmuth

Bundesverband für strukturierte Wertpapiere
Geschäftsführender Vorstand

Wissenschaftlicher Beirat



Prof. Dr. Christian Koziol
(Vorsitzender)
Eberhard Karls Universität Tübingen
Inhaber des Lehrstuhls für Finance



Prof. Dr. Lutz Johanning
WHU – Otto Beisheim School of Management
Inhaber des Lehrstuhls für empirische Kapital-
marktforschung



Prof. Dr. Britta Hachenberg
Technische Hochschule Köln
Inhaberin der Professur für Finanzwirtschaft

Ausschüsse

Ausschuss Regulierung und Anlegerschutz

Helmut Höfer

(Vorsitzender)

Société Générale S.A.

Managing Director

Head of Legal SGCIB Germany & Austria



Ausschuss Emissionsgeschäft



Janos Hennig

(Stellvertreter)

Deutsche Bank AG

Managing Director

Legal PB Investment Solutions



Daniel Ständer

(Stellvertreter)

LBBW

Director

Product Management Equity Markets



Sandra Lorscheid

(Stellvertreterin)

Société Générale S.A.

Director, Legal Head of Structured Products

Georg Krull

(Vorsitzender)

HSBC

Head of Derivatives Public Issuance



Dr. Holger Martin

(Stellvertreter)

Bank Vontobel Europe AG

Head Legal & Global Head Legal Structured
Solutions, Treasury & Transaction Banking



Ausschuss Steuern

Thomas Wagner
(Vorsitzender)
UniCredit Bank AG
Syndikus, Tax Counsel



Dr. Bettina Maaß
(Stellvertreterin)
DZ BANK AG
Gruppenleiterin Produktsteuerberatung
(Konzern-Financen)



Markus Taubel
(Stellvertreter)
DekaBank
Leiter Steuern

Ausschuss Sustainable Finance



Ruben Seebaß
(Vorsitzender)
DZ BANK AG
Emissionsprozess & Produktregulatorik



Sebastian Römer
(Stellvertreter)
DekaBank
Produktmanagement Zertifikate



Dr. Bernd Spendig
(Stellvertreter)
UniCredit Bank AG
Head of ESG – Client Risk Management

Team



Annette Abel
Referentin Branchenkommunikation I
Digitale Medien

Bundesverband für strukturierte Wertpapiere
Feldbergstraße 38 | 60323 Frankfurt

Telefon: +49 69 244 3303 66
Mobil: +49 162 274 4742
E-Mail: abel@derbsw.de



Sayma Dröge
Office- und Projektmanagement

Bundesverband für strukturierte Wertpapiere
Pariser Platz 3 | 10117 Berlin

Telefon: +49 30 4000 475 40
Mobil: +49 152 553 426 98
E-Mail: droege@derbsw.de



Saskia Graumüller
Finanzcontrolling

Bundesverband für strukturierte Wertpapiere
Pariser Platz 3 | 10117 Berlin

Telefon: +49 30 4000 475 15
Mobil: +49 172 197 4077
E-Mail: graumueller@derbsw.de



Annekatri Kutzbach
Senior Legal Counsel Capital Markets &
Prospectus Law

Bundesverband für strukturierte Wertpapiere
Feldbergstraße 38 | 60323 Frankfurt

Telefon: +49 69 244 3303 50
Mobil: +49 172 656 2212
E-Mail: kutzbach@derbsw.de



Christian Stadler
Politischer Referent

Bundesverband für strukturierte Wertpapiere
Pariser Platz 3 | 10117 Berlin

Telefon: +49 30 4000 475 30
Mobil: +49 172 383 05 17
E-Mail: stadler@derbsw.de



Christian Vollmuth
Geschäftsführender Vorstand

Bundesverband für strukturierte Wertpapiere
Feldbergstraße 38 | 60323 Frankfurt

Telefon: +49 69 244 3303 33
Mobil: +49 172 450 9897
E-Mail: vollmuth@derbsw.de



Carsten Heise
Senior Legal Counsel Financial Services & Market Infrastructure

Bundesverband für strukturierte Wertpapiere
Feldbergstraße 38 | 60323 Frankfurt

Telefon: +49 69 244 3303 80
Mobil: +49 172 365 6738
E-Mail: heise@derbsw.de



Juliane Holl
Senior Legal Counsel Sustainable Finance & Capital Markets

Bundesverband für strukturierte Wertpapiere
Feldbergstraße 38 | 60323 Frankfurt

Telefon: +49 69 244 3303 70
Mobil: +49 172 868 6015
E-Mail: holl@derbsw.de



Carsten Kipper
Pressesprecher

Bundesverband für strukturierte Wertpapiere
Feldbergstraße 38 | 60323 Frankfurt

Telefon: +49 69 244 3303 75
Mobil: +49 174 271 5959
E-Mail: kipper@derbsw.de



Dr. Oliver Wagner
Leiter Büro Berlin

Bundesverband für strukturierte Wertpapiere
Pariser Platz 3 | 10117 Berlin

Telefon: +49 30 4000 475 50
Mobil: +49 151 624 848 66
E-Mail: wagner@derbsw.de



Judith Watzinger
Assistentin des geschäftsführenden Vorstands | Office Management

Bundesverband für strukturierte Wertpapiere
Feldbergstraße 38 | 60323 Frankfurt

Telefon: +49 69 244 3303 60
Mobil: +49 172 529 4692
E-Mail: watzinger@derbsw.de

Impressum

Herausgeber:

Bundesverband für strukturierte Wertpapiere e. V.
Vereinsregisternummer: VR 13943

Redaktion:

Carsten Heise, Juliane Holl, Carsten Kipper,
Annekatriin Kutzbach, Dr. Oliver Wagner, Christian Stadler

Lektorat:

Apostroph Group

Gestaltung:

Jungrad.Design

Druck:

DCM Druck Center Meckenheim

Bildnachweise:

Michael Fahrig: S. 4, S. 32, S. 33, S. 34, S. 35, S. 44, S. 48, S. 49

Fabienne Karmann: S. 9, S. 44, S. 46, S. 47, S. 48, S. 49

Saschau Baumann: S. 31

Stefan Wildhirt: S. 44, S. 46, S. 47, S. 48, S. 49

Peter Himself: S. 46, S. 47

Unsplash: S. 16, S. 20



www.derbsw.de



BSW – Bundesverband für
strukturierte Wertpapiere

Fördermitglieder

adesso | business.
people.
technology.

/ BAADER /

**BÖRSE
FRANKFURT**

**Boerse Stuttgart
Group**

comdirect

**Consort
bank !**
by BNP PARIBAS

deriserv DERIVATIVES DATA SERVICE

Deutsche Bank
maxblue

 **DEUTSCHE BÖRSE
COMMODITIES**

DKB
Deutsche Kreditbank AG

FACTSET

finanzen.net

flatEX DEGIRO
BANK

frontmark

gettex
exchange

ICF BANK 

 **Infront**

ING 

lpa_

**onvista
media**

 **broker**

 **SPECTRUM***
Lighting up the market

TRADE 
REPUBLIC

wsd...

Geschäftsstelle Berlin

Pariser Platz 3

10117 Berlin

Telefon: +49 30 4000 475 0

E-Mail: info@derbsw.de

Geschäftsstelle Frankfurt

Feldbergstraße 38

60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 244 33 03 60

E-Mail: info@derbsw.de

Geschäftsstelle Brüssel

Place Schuman 2-4 / Level 6

1040 Brüssel, Belgien