



Foto: istockphoto | photoschmidt

Inflation – neue Risiken und neue Nebenwirkungen

Der drastische Anstieg der Teuerungsrate macht sich auch bei Finanzprodukten deutlich bemerkbar. Die europäische Wertpapieraufsicht hat reagiert. Sie erwartet von Finanzdienstleistern jetzt Anpassungen bei den Risikohinweisen

von Elton Mikulic, OMF Otto Mittag & Partner mbH

Die seit Monaten steil ansteigenden Inflationsraten in der Eurozone stellen die Bürger nicht nur als Verbraucher, sondern auch als Anleger vor große Herausforderungen. Vor allem bei Anlageprodukten, bei denen der Erhalt des eingesetzten Kapitals im Vordergrund steht, spielt die Geldwertstabilität eine entscheidende Rolle. Zu der Frage, wie Wertpapierdienstleister im Rahmen ihrer Aufklärungspflichten gegenüber den Anlegern mit der Inflationsproblematik umzugehen haben, hat sich die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) am 27. September 2022 in einer öffentlichen Stellungnahme geäußert und entsprechende Empfehlungen abgegeben.

Anforderung an Anlageinformationen

Ausgangspunkt der Überlegungen der ESMA ist hierbei Artikel 24 (3) der MiFID-II-Verordnung, wonach alle Informationen einschließlich Werbematerialien, die Wertpapierdienstleister ihren Kunden zugänglich machen, redlich, eindeutig und nicht irreführend sein müssen. Dieses Grundprinzip wird in Artikel 44 (2) der zur MiFID II ergangenen Durchführungsverordnung (EU) 2017/565 dahingehend näher spezifiziert, dass solche Informationen deutlich auf etwaige Risiken hinzuweisen haben, wenn sie Bezugnahmen auf mögliche Vorteile einer Wertpapierdienstleistung oder

eines Finanzinstruments enthalten. Ferner wird hierin klargestellt, dass wichtige Punkte, Aussagen oder Warnungen nicht verschleiert, abgeschwächt oder unverständlich gemacht werden dürfen. Aus diesen



Elton Mikulic,
OMF Otto Mittag & Partner, Frankfurt am Main

gesetzlichen Vorgaben leitet die ESMA nunmehr ab, dass Kundeninformationen in verständlicher Form Inflationsrisiken und ihre möglichen Auswirkungen auf den Wert und die Rendite der Anlage widerspiegeln sollen. Insbesondere bei Finanzinstrumenten mit Garantie oder Kapitalschutz sollte hierbei deutlich erklärt werden, dass eine solche Garantie oder ein solcher Kapitalschutz die Anleger nicht vor den Auswirkungen der

Inflation schützen kann und dass die inflationsbereinigte Rendite negativ sein könnte.

Geeignetheitsprüfung anpassen

Ein weiterer wichtiger Baustein im Umgang mit Inflationsrisiken ist die gemäß Artikel 25 (2) MiFID II in der Anlageberatung und Portfolioverwaltung verpflichtende Geeignetheitsprüfung hinsichtlich eines empfohlenen Finanzinstruments. Die ESMA empfiehlt diesbezüglich insbesondere den Anlagehorizont des Kunden sorgfältig zu bewerten. Zudem soll sichergestellt werden, dass der Kunde ein angemessenes Verständnis für das Verhältnis zwischen Risiko und Rendite hat und dabei auch die Auswirkungen der Inflation auf die nominale Rendite versteht. Auch die Tatsache, dass risikofreie Anlagen notwendigerweise niedrig verzinst sind, muss deutlich dargestellt werden. Negative Inflationsauswirkungen sollen hierbei vor allem im Rahmen der Bewertung von Markt- und Kreditrisiken sorgfältig geprüft werden. Dieser Hinweis kann insbesondere so verstanden werden, dass bei einer Anlage in Unternehmenspapiere (Aktien und Anleihen bzw. hierauf bezogene derivative Wertpapiere) unterschiedliche branchenspezifische Inflations sensitivitäten zu berücksichtigen sind. Vor dem Hintergrund, dass unterschiedliche Anlagen in unterschiedlicher Weise von einer sehr stark

ansteigenden Inflation betroffen sind, soll zudem auf ein angemessenes Maß an Risikodiversifizierung im Gesamtportfolio des Kunden geachtet werden.

Auch Produktgeber in der Pflicht

Aber nicht nur Finanzdienstleister mit direktem Kundenkontakt sind aufgerufen, sich mit den Auswirkungen der ansteigenden Inflation zu beschäftigen, sondern auch Konzepture und Vertreter im Rahmen des obligatorischen Produktfreigabeverfahrens im Sinne des Artikels 16 (3) MiFID II (s. DZB 3/2017). Hier sieht die ESMA insbesondere eine Relevanz der Beachtung von Inflationsauswirkungen bei der Produktüberwachung und Szenarioanalysen. Aus Artikel 9 (10) der Delegierten Verordnung (EU) 2017/593 sind Konzepture nämlich verpflichtet, eine Szenarioanalyse durchzuführen, bei der bewertet wird, welche Risiken bei einem Produkt bestehen und unter welchen Umständen sich diese verwirklichen können. Es liegt auf der Hand, dass in dem derzeitigen Inflationsumfeld hierbei auch negative Auswirkungen einer noch stärker ansteigenden Inflation zu berücksichtigen sind. Ferner könnte hier auch die Regelung des Artikels 9 (14) der Delegierten Verordnung (EU) 2017/593 relevant sein. Sie verpflichtet die Konzepture zu einer laufenden Produktüberwachung und Berücksichtigung von eintretenden Ereignissen, die das Risikoprofil eines Produkts wesentlich beeinflussen können. Inwieweit die steigenden Inflationsraten zu einer Anpassung der derzeit im Markt praktizierten Produktüberwachungsverfahren führen, wird je nach Produktart gesondert zu bewerten sein.

Prospekte und Informationsblätter

Ein Bereich, zu dem die ESMA in der Stellungnahme vom 27. September keine spezifischen Empfehlungen abgegeben hat, betrifft die Dokumentation von Risiken in Prospekten und Kurzinformativblättern. Dass sich Emittenten und Anbieter trotzdem auch bei Erstellung dieser Unterlagen mit der neuen Inflationslage auseinandersetzen

Das veränderte Umfeld mit sprunghaftem Anstieg der Inflation zwingt zur Überprüfung von Risikohinweisen und Szenarien

zen sollten, lässt sich am Beispiel von Wertpapierprospekten gemäß der Prospektverordnung und Basisinformationsblättern gemäß der PRIIP-Verordnung aufzeigen.

Gemäß Artikel 16 (3) Prospekt-VO ist auf Risikofaktoren in einem Prospekt nur einzugehen, wenn es sich um Risiken handelt, die für den Emittenten und/oder die Wertpapiere spezifisch und im Hinblick auf eine fundierte Anlageentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind. Bei Prospekterstellung ist daher durch den Emittenten oder den Anbieter die Wesentlichkeit der Risikofaktoren auf der Grundlage der Wahrscheinlichkeit ihres Eintretens und des zu erwartenden Umfangs ihrer negativen Auswirkungen zu beurteilen. Hierbei muss jeder Risikofaktor angemessen beschrieben werden, wobei zu erläutern ist, wie er sich auf den Emittenten oder die angebotenen Wertpapiere auswirken kann. Auf Grundlage der Empfehlungen der ESMA wird es

wohl insbesondere bei kapitalgeschützten Produkten zu einer Überarbeitung der bestehenden Risikoabschnitte kommen müssen. Bei dieser Produktgruppe werden sich auch bei den Basisinformationsblättern (BIB) schwierige Umsetzungsfragen stellen. Gemäß Artikel 8 der PRIIP-VO muss ein BIB einen Gesamtrisikoindikator einschließlich einer erläuternden Beschreibung von wesentlichen Risiken, die von diesem Indikator nicht erfasst sind, Performanceszenarien und die Empfehlung einer Mindesthaltedauer enthalten. Bei allen diesen Punkten ist vor dem Hintergrund nachhaltig steigender Inflationsraten eine Modifizierung oder Ergänzung der bestehenden Marktpraxis möglicherweise notwendig. Der einzige hilfreiche Anhaltspunkt der ESMA-Stellungnahme besteht hierbei in dem Hinweis, dass eine Berücksichtigung von Inflationsrisiken insbesondere bei kapitalgeschützten Produkten erwartet wird. Insbesondere im Markt derivativer Wertpapiere stellt sich aber die Frage, ob dies nicht auch für nur teilweise oder lediglich bedingt kapitalgeschützte Produkte gelten sollte.

Fazit: Weitere Schritte könnten folgen

Die Stellungnahme der ESMA stellt einen ersten wichtigen regulatorischen Schritt zur Behandlung von Inflationsrisiken im Rahmen der Risikoaufklärung zu Anlageprodukten dar. Die geschilderten Empfehlungen erscheinen dabei notwendig und angemessen. Insbesondere die grundsätzliche Beschränkung der Empfehlungen auf kapitalgeschützte Produkte ist hervorzuheben, wobei wie aufgezeigt die Frage offen bleibt, wie mit teilweise beziehungsweise bedingt kapitalgeschützten Produkten umzugehen ist. Sollte sich die momentane Inflationsentwicklung verstetigen, ist allerdings mit weiteren regulatorischen Maßnahmen zu rechnen. Konzepture, Emittenten, Anbieter und Wertpapierdienstleister sollten daher vorsorglich alle ihre internen Verfahren und verwendeten Dokumentationen dahingehend überprüfen, ob Anpassungen aufgrund der aktuellen Inflationsentwicklung notwendig sind oder werden könnten.

Auswirkung der Inflation auf Produktprozesse (Auswahl)

Kundeninformationen (allgemein)	Aufnahme von Inflationsrisiken (insb. Kapitalschutzprodukte)
Geeignetheitsprüfung	Neubewertung von Anlageziel und Anlagehorizont von Kunden; größere Beachtung der Risikodiversifikation
Produktfreigabeverfahren	Überarbeitung von Szenarioanalysen; laufende Produktüberwachung im Hinblick auf Inflationsrisiken
Prospekte	Neubewertung von Inflation als wesentlicher Risikofaktor
Basisinformationsblätter	Neubewertung von Risikoindikatoren und empfohlener Mindesthaltedauer

Quelle: OMF Otto Mittag & Partner

Dies ist ein externer Beitrag. Er gibt nicht zwingend Meinung und Einschätzung der Redaktion wieder.