

Stellungnahme

Anhörung zur Allgemeinverfügung gemäß
§ 4b Abs. 1 WpHG bezüglich sogenannter
Bonitätsanleihen

Berlin, 2. September 2016

Stellungnahme Anhörung zur Allgemeinverfügung gemäß
§ 4b Abs. 1 WpHG bezüglich sogenannter Bonitätsanleihen, 2. September 2016

Die Deutsche Kreditwirtschaft (DK) nimmt gerne die Gelegenheit wahr, im Rahmen der „Anhörung zur Allgemeinverfügung gemäß § 4b Abs. 1 WpHG bezüglich sog. „Bonitätsanleihen“ eine Stellungnahme abzugeben. Die DK unterstützt das Bestreben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) den Anlegerschutz in Deutschland weiter zu verbessern. Eventuell bestehende Missstände zu Lasten von Anlegern müssen wirksam beseitigt werden. Nur so kann das Vertrauen der Anleger in den Finanzplatz Deutschland gestärkt werden. Daran haben auch die deutschen Banken und Sparkassen ein vitales Interesse.

Aus diesem Grund war für die DK die Information überraschend, dass die BaFin nicht nur eine Produktintervention prüft, sondern sie auch sofort mit der Veröffentlichung des Entwurfs einer Allgemeinverfügung in die Wege geleitet hat. Solch eines Überraschungsmoments hätte es aus Sicht der DK nicht bedurft.

Der BaFin steht bei der Erfüllung ihrer Aufgaben ein breites Spektrum an effektiven Werkzeugen zur Verfügung. Eine Produktintervention stellt aus Sicht der DK den letzten Pfeil im Köcher der Aufsicht dar, wenn alle anderen Maßnahmen versagt haben. Denn hierdurch werden Finanzprodukte für die betroffenen Anleger dauerhaft und pauschal gesperrt. Egal wie erfahren und kundig ein Anleger ist, ein von der Aufsicht mit einer Produktintervention belegtes Produkt kann er nicht mehr erwerben.

Daher stellt sich hier - wie bei allen aufsichtsrechtlichen Maßnahmen, die gegenüber Anlegern wirken - auch die Frage nach dem Anlegerleitbild. Die DK hält an der Überzeugung fest, dass Anleger mündige und eigenverantwortlich handelnde Bürger sind. Sie haben die Freiheit so zu handeln, wie sie es für richtig halten. Dazu gehört selbstverständlich das Wissen um die Konsequenzen des eigenen Handelns. Aus Sicht der DK lassen sich Handlungsfreiheit und Schutz des Anlegers am besten durch einen Abbau potentiell bestehender Informationsasymmetrien zwischen Anleger und Kreditinstitut in Einklang bringen. Dieses Grundverständnis liegt auch dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) zu Grunde, dass Anlegerschutz vor allem durch Transparenz sicherstellt, z.B. mit Informationen über Finanzinstrumente und Dienstleistungen, Produktinformationsblättern, Beratungsprotokollen und durch das Offenlegen von Zuwendungen und Interessenkonflikten. Daher war ein Vertriebsverbot für eine ganze Produktgattung für bestimmte Kundengruppen aus Anlegerschutzgesichtspunkten in Deutschland bislang nicht erforderlich.

Und auch hier kommt die DK nach sorgfältiger Prüfung zu der Auffassung, dass die Voraussetzungen für eine pauschale Produktintervention bezüglich aller Bonitätsanleihen gegenüber allen Privatkunden nicht vorliegen. Die DK möchte dabei nicht in Frage stellen, dass nicht jedes Produkt zu jedem Anleger passt. Aber den berechtigten Anlegerschutzgesichtspunkten könnte durch weniger einschneidende Maßnahmen als eine pauschale Produktintervention Rechnung getragen werden. Dabei bietet sich vor allem ein abgestuftes Vorgehen an. Denn zwischen den verschiedenen Typen von (i) Bonitätsanleihe und (ii) Privatkunden bestehen deutliche Unterschiede. Und auch die Unterschiede der verschiedenen Vertriebswege sollten berücksichtigt werden.

Die DK steht gerne für diesbezügliche Gespräche zur Verfügung.

Hierzu im Einzelnen:

Stellungnahme Anhörung zur Allgemeinverfügung gemäß
§ 4b Abs. 1 WpHG bezüglich sogenannter Bonitätsanleihen, 2. September 2016

Inhaltsverzeichnis

1. Hintergrund	4
a. Marktsituation	4
b. Betroffene Kundengruppe	4
c. Betroffene Produkte	4
i. Produkte auf einen Referenzwertwert	4
ii. Lineare Produkte auf einen Korb von Referenzwerten	5
iii. Nichtlineare Produkte auf einen Korb von Referenzwerten	5
iv. Unterschiedliche Auszahlungsprofile	5
d. Vertriebswege	5
i. Anlageberatung	5
ii. Beratungsfreies Geschäft	6
2. Rechtliche Erwägungen	7
a. Erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz, gem. §4b Abs. 2 Nr. 1a WpHG	7
i. Vermeintliche Produktkomplexität	7
ii. Zugang zu relevanten Informationen	8
iii. Produktbezeichnung	8
iv. Verbreitung bei Privatkunden	9
v. Anlegerverluste	10
vi. Wirksames Interessenkonfliktmanagement	10
b. Verhältnismäßigkeit gem. § 4b Abs. 2 Nr. 3 WpHG	11
i. Kenntnisniveau der Anleger	11
ii. Berücksichtigung der Anlegerinteressen	12
iii. Risiko-/Verlusttragfähigkeit	12
c. Allgemeiner Verhältnismäßigkeitsgrundsatz	12
i. Differenzierte Produktintervention	13
ii. Warnhinweis nach PRIIPs-VO	13
d. Örtlicher Anwendungsbereich	13

Stellungnahme Anhörung zur Allgemeinverfügung gemäß
§ 4b Abs. 1 WpHG bezüglich sogenannter Bonitätsanleihen, 2. September 2016

1. Hintergrund

a) Marktsituation

Aufgrund des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes an den Kapitalmärkten und der expansiven Geldpolitik der Notenbanken finden Privatkunden immer weniger Anlagemöglichkeiten vor, die überhaupt eine zumindest inflationsausgleichende Rendite ermöglichen. So bieten beispielsweise die meisten Tages- und Festgeldkonten einen Zinsertrag von weniger als 0,5 % p.a. Auch mit Anleihen, die als Investment-Grade eingestuft sind, lassen sich viele Renditeziele nicht mehr erfüllen. Dies führt dazu, dass Anleger, die eine bestimmte Rendite erwirtschaften wollen, größere Risiken in Kauf nehmen müssen, als dies in der Vergangenheit der Fall war.

U.a. durch den Kauf von Anleihen durch die EZB oder eine hohe Stückelung kann Anlegern ein Direktinvestment in Anleihen bestimmter Emittenten erschwert oder nicht möglich sein. Daher sollten Anleger die Möglichkeit haben, zu entscheiden, ob für sie ein Erwerb von Bonitätsanleihen eine alternative Anlagemöglichkeit wäre.

b) Betroffene Kundengruppe

Der Allgemeinverfügungsentwurf zielt pauschal auf ein Verbot der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von Bonitätsanleihen an alle Privatkunden gem. § 31a Abs. 3 WpHG.

Die Kategorie der Privatkunden umfasst sehr viele unterschiedliche Anlegertypen. Hierzu gehören neben vollkommen unerfahrenen Anlegern, über gut informierte Selbstentscheider auch mittelständische Unternehmen sowie Anleger, die ihr ausschließliches Einkommen über Wertpapiergeschäfte bestreiten. So werden zum Beispiel bereits heute in der Anlageberatung gem. § 31 Abs. 4 WpHG Privatkunden nach (i) ihren Kenntnissen und Erfahrungen, ihrer (ii) Risikotragfähigkeit, (iii) ihrer Risikobereitschaft und (iv) ihren Anlagezwecken unterschieden.

c) Betroffene Produkte

Das von der BaFin geplante Produktverbot richtet sich gegen die Gesamtheit von Bonitätsanleihen.

Wie die BaFin in dem Entwurf der Allgemeinverfügung festgestellt hat, handelt es sich bei Bonitätsanleihen allerdings nicht um eine homogene Gruppe von Produkten. Vielmehr gibt es verschiedene Produktuntergruppen, die sich in ihrer Komplexität deutlich unterscheiden.

(i) Produkte auf einen Referenzwertwert

Bei den meisten Bonitätsanleihen hängen Zins- und Rückzahlungen von der Bonität eines einzelnen Referenzschuldners ab. Soweit für die DK ersichtlich, handelt es sich bei den Referenzschuldnern in der Regel um Referenzschuldner mit Investment Grade, wie z. B. die Bundesrepublik Deutschland oder große, börsennotierte Unternehmen. Der weit überwiegende Teil der von Privatkunden erworbenen Bonitätsanleihen gehören dieser Produktuntergruppe an.

Stellungnahme Anhörung zur Allgemeinverfügung gemäß
§ 4b Abs. 1 WpHG bezüglich sogenannter Bonitätsanleihen, 2. September 2016

(ii) Lineare Produkte auf einen Korb von Referenzwerten

Des Weiteren gibt es Bonitätsanleihen, bei denen sich die Zins- und Rückzahlungen von der Bonität mehrerer Referenzschuldner ableiten, die jeweils gleichgewichtet sind (lineare Bonitätsanleihen). Ein Kreditereignis bei einem der Referenzschuldner führt nur zu einer relativen Reduzierung der Zins- und Rückzahlung bei der linearen Bonitätsanleihe in der Höhe, die dem Anteil des betroffenen Referenzschuldners an dem Gesamtkorb entspricht. Hierdurch wird eine Diversifizierung erreicht, die das Risiko des Anlegers im Vergleich zu einer Bonitätsanleihe auf einen einzelnen Referenzschuldner reduziert. Denn ein bei einem der Referenzschuldner eintretendes Kreditereignis führt nur zu einem teilweisen Verlust des Anlegers.

(iii) Nichtlineare Produkte auf einen Korb von Referenzwerten

Daneben gibt es auch nichtlineare Produktstrukturen, bei der ein Kreditereignis bei einem Referenzschuldner zu einem Zinsausfall und einer reduzierten Rückzahlung der gesamten Bonitätsanleihe führt („worst-of“- bzw. „first-to-default“-Struktur“). Das Risiko für den Anleger ist bei dieser Struktur höher als bei einer Bonitätsanleihe auf einen einzelnen Referenzschuldner oder einem linearen Produktkorb. Bei diesen Produkten ist im Gegenzug die mögliche Rendite höher, als bei den beiden erstgenannten Produktvarianten.

(iv) Unterschiedliche Auszahlungsprofile

Bei einem anderen Teil der Produkte hängt die Höhe der Zinszahlung von der Entwicklung eines Referenzzinssatzes, wie z.B. dem 3-Monats-EURIBOR, ab („Flex“-Struktur). Derartige Flex-Strukturen sehen regelmäßig eine Mindest- und eine Höchstverzinsung vor und stellen damit eine Kombination aus Bonitätsanleihe und Geldmarktinstrument dar.

d) Vertriebswege

Mit der Allgemeinverfügung beabsichtigt die BaFin die Vermarktung, den Vertrieb und den Verkauf von Bonitätsanleihen pauschal über alle Vertriebswege hinweg zu verbieten. Bislang können Anleger Bonitätsanleihen über verschiedene Vertriebswege erwerben.

(i) Anlageberatung

In dem Entwurf der Allgemeinverfügung legt die BaFin dar, dass Stichproben in der Beratungsdokumentation darauf hingewiesen hätten, dass die Funktionsweise der Bonitätsanleihe in der Anlageberatung „in der Regel“ nicht erörtert würde. Mangels Kenntnis der konkreten Prüfergebnisse kann die DK nicht beurteilen, ob die von der BaFin vorgenommenen Stichproben diesen Schluss zulassen.

Das Ergebnis dieser Stichprobe ist für die DK allerdings überraschend. Unserer Erfahrung nach wird die Anlageberatung in Deutschland auf einem qualitativ hohen Niveau erbracht. So wird beispielsweise - entsprechend den aufsichtsrechtlichen Vorgaben - im Rahmen der Anlageberatung dezidiert geprüft, ob ein bestimmtes Finanzinstrument für einen konkreten Anleger geeignet ist (§ 31 Abs. 4 WpHG - Geeignetheitsprüfung). Hierfür werden - in standardisierten Verfahren - zunächst umfangreiche Angaben des Kunden eingeholt. Auf deren Basis wählt der Berater aus dem ihm zur Verfügung stehenden Produktuniversum ein für den Kunden geeignetes / auf den Kunden abgestimmtes Finanzinstrument aus. Dieser

Stellungnahme Anhörung zur Allgemeinverfügung gemäß
§ 4b Abs. 1 WpHG bezüglich sogenannter Bonitätsanleihen, 2. September 2016

„Produktauswahlprozess“ ist für alle Institute in Deutschland - nicht nur aus haftungsrechtlichen Gründen - von hoher Bedeutung. Er ist letztlich der Schlüssel zu einer qualitativ hochwertigen Beratung und damit zu einer hohen Kundenzufriedenheit. Die entsprechenden Prozesse / Verfahren werden insofern stetig intern überprüft und weiterentwickelt. Dies geschieht darüber hinaus unter kritischer Prüfung durch die Compliance-Abteilungen, die Wirtschaftsprüfer sowie die BaFin. Auch Auswertungen der BaFin zur Qualität der Beratungsprotokolle haben bislang nicht erkennen lassen, dass es im Bereich der Geeignetheit von Empfehlungen signifikante Probleme gibt. Im Gegenteil: Die BaFin hat festgestellt, „dass die Qualität der Beratungsdokumentation deutlich zugenommen hat. Fehler ergeben sich häufig daraus, dass eine Angabe aus Versehen nicht erfasst wurde. Das Herzstück des Beratungsprotokolls hingegen, die Begründung der Anlageempfehlung, ist bei vielen Instituten deutlich aussagekräftiger und individueller als noch vor einigen Jahren.“¹

Die DK ist der Auffassung, dass wenn Kunden in der Anlageberatung nicht richtig informiert werden, dies die Dienstleistung „Anlageberatung“ betreffen würde und nicht die jeweils empfohlenen Produkte. Die BaFin sollte hier darauf hinwirken, dass die Anlageberatung von den betroffenen Kreditinstituten ordnungsgemäß erbracht wird.

Die DK möchte im Übrigen darauf hinweisen, dass, wenn in der Anlageberatung Bonitätsanleihen empfohlen werden, den Kunden ein Produktinformationsblatt (PIB) gem. § 31 Abs. 3a Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) zur Verfügung gestellt wird. Das PIB enthält übersichtliche und leicht verständliche Informationen u.a. über die Funktionsweise der Bonitätsanleihe. Die konkrete Ausgestaltung der PIB ist durch das Rundschreiben 4/2013 (WA) „Auslegung gesetzlicher Anforderungen an die Erstellung von Informationsblättern gemäß § 31 Abs. 3a WpHG / § 5a WpDVerOV“ (PIB-Rundschreiben) geregelt. Es entspricht der gängigen Praxis, dass Anlageberater die Kunden anhand der Informationen im PIB über die Funktionsweise und die Risiken der Bonitätsanleihen aufklären und damit die Inhalte des PIB in das Beratungsgespräch einbeziehen. Sofern die BaFin zu der Auffassung gelangen sollte, dass die Darstellung der Funktionsweise von Bonitätsanleihen in den PIB noch optimiert werden kann, könnte sie entsprechende Vorgaben machen. Solch eine mögliche Maßnahme wird in dem Allgemeinverfügungsentwurf nicht in Erwägung gezogen.

(ii) Beratungsfreies Geschäft

Im beratungsfreien Geschäft sieht das Gesetz gegenüber der Anlageberatung bewusst herabgesetzte Prüfungsanforderungen vor. Nach § 31 Abs. 5 WpHG müssen „nur“ Kenntnisse und Erfahrungen abgefragt und geprüft werden. Denn im beratungsfreien Geschäft steht die Eigenverantwortung des Anlegers im Vordergrund. Eine professionelle Begleitung durch einen Dritten ist gerade nicht vorgesehen. Vielmehr ist hier vom Anleger zu erwarten, dass er sich eigenständig informiert und auf dieser Grundlage selbst entscheidet. Bestimmte Produkte für den Vertrieb im beratungsfreien Geschäft zu sperren, würde den Anleger in seinen Handlungsmöglichkeiten beschneiden.

¹ BaFin-Journal September 2014, S. 16.

Stellungnahme Anhörung zur Allgemeinverfügung gemäß
§ 4b Abs. 1 WpHG bezüglich sogenannter Bonitätsanleihen, 2. September 2016

2. Rechtliche Erwägungen

Eine wie mit der fraglichen Allgemeinverfügung beabsichtigte Produktintervention ist nur unter strengen Voraussetzungen zulässig. Nach § 4b Abs. 2 WpHG kann die BaFin Produktinterventionsmaßnahmen nur dann treffen, wenn (1) Tatsachen die Annahme rechtfertigen, dass ein Finanzinstrument oder eine Tätigkeit erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz aufwirft, (2) diesen Bedenken durch eine Produktintervention begegnet werden kann und (3) die Maßnahme unter Berücksichtigung der festgestellten Risiken, des Kenntnisniveaus der betreffenden Anleger oder Marktteilnehmer und der wahrscheinlichen Auswirkungen der Maßnahme auf Anleger oder Marktteilnehmer verhältnismäßig ist. Daneben muss die Maßnahme auch allgemein verhältnismäßig sein.

Diese Tatbestandsvoraussetzungen liegen hier nicht vor, denn hinsichtlich der Vermarktung, dem Vertrieb und dem Verkauf von Bonitätsanleihen bestehen weder erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz, noch ist die intendierte Maßnahme verhältnismäßig gem. § 4b Abs. 2 Nr. 3 WpHG. Im Übrigen verstößt sie gegen den allgemeinen Verhältnismäßigkeitsgrundsatz.

a) Erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz, gem. §4b Abs. 2 Nr. 1a WpHG

Die DK teilt die Auffassung der BaFin nicht, bei Vermarktung, Vertrieb und Verkauf von Bonitätsanleihen an Privatkunden bestünden erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz gem. §4b Abs. 2 Nr. 1a WpHG.

(i) Vermeintliche Produktkomplexität

Die BaFin stützt ihre beabsichtigte Produktintervention auf die vermeintlich hohe Produktkomplexität von Bonitätsanleihen, welche einen „typischen“ Privatkunden überfordere.

Die DK hingegen ist der Auffassung, dass die Struktur der Produktgattung Bonitätsanleihe nicht per se so komplex ist, dass der typische Privatanleger diese nicht bewältigen kann. Die angesprochene Überforderung könnte sich allenfalls dann ergeben, wenn man – wie die BaFin – eine „finanzmathematische Bewertbarkeit“ der Chancen/Risiken der jeweiligen Bonitätsanleihe bei Erwerb und ein entsprechendes Monitoring für erforderlich erachtete. Solch eine Anforderung hält die DK aber weder für sachgerecht noch für rechtlich geboten. Denn wie auch bei Staats- oder Unternehmensanleihen muss der Anleger das Zustandekommen von Preisen/Kursen nicht nachvollziehen oder gar eine eigene Bewertung durchführen können. Nach Auffassung der DK reicht es aus, dass der Anleger versteht, dass er das Emittentenrisiko und das Bonitätsrisiko des Referenzschuldners trägt.

Diese Auffassung der DK, dass der Kunde Produkte nicht finanzmathematisch bewerten können muss, sondern das Rendite-/Risikoprofil verstehen können muss, entspricht auch der Wertung des EU-Gesetzgebers, vgl. Art. 8 der PRIIPs-Verordnung.

Der Inhaber einer Bonitätsanleihe kann sich - genau wie der Inhaber einer Staats- oder Unternehmensanleihe - aus öffentlich zugänglichen Quellen (Veröffentlichungen des Emittenten, Finanznachrichten, Wirtschaftsauskünfte) über die wirtschaftliche Situation des Emittenten oder des Referenzschuldners informieren und seine Anlageentscheidung auf Basis der so gewonnenen Informationen treffen.

Stellungnahme Anhörung zur Allgemeinverfügung gemäß
§ 4b Abs. 1 WpHG bezüglich sogenannter Bonitätsanleihen, 2. September 2016

(ii) Zugang zu relevanten Informationen

Entgegen der Auffassung der BaFin haben Anleger auch Zugang zu den relevanten Informationen über die Referenzschuldner, aus denen Rückschlüsse auf die Entwicklung der Bonität gezogen werden können. Vielfach handelt es sich bei den Referenzschuldnern um börsennotierte Unternehmen (häufig mit DAX-Notierung), welche nach handels- und kapitalmarktrechtlichen Vorgaben umfangreiche Finanzberichterstattung veröffentlichen. Anhand dieser Berichterstattung können sich Anleger über die wirtschaftliche Situation des Emittenten und des Referenzschuldners unterrichten. Der Anleger kann zusätzlich auch Finanzanalysen und/oder entsprechende Ratings heranziehen.

Sollte es die BaFin für erforderlich halten, dass sich Anleger schnell und bequem auch über die Credit Spreads der Emittenten und/oder Referenzschuldner informieren können müssen, könnten Emittenten von Bonitätsanleihen Anlegern entsprechende Information bereitstellen. Bereits heute stellen zahlreiche Emittenten von Zertifikaten, einschließlich von Bonitätsanleihen, Credit Spreads zur Verfügung, die dem Anleger helfen, die Bonität des jeweiligen Emittenten einzuschätzen (siehe u.a. Webseite des DDV).

(iii) Produktbezeichnung

In der Allgemeinverfügung wird die Auffassung vertreten, dass Bonitätsanleihen verboten werden müssten, weil sie in der Regel mit irreführenden Produktbezeichnungen vertrieben würden. Die DK teilt diese Einschätzung nicht.

Zum einen werden am Markt unterschiedliche Bezeichnungen für Bonitätsanleihen verwendet (Bsp.: „Bonitätsabhängige Anleihe“, „Anleihe auf die Bonität von ...“). Die Produktbezeichnung ist folglich kein gemeinsames Merkmal der Produktgruppe, welches ein gruppenübergreifendes Produktverbot rechtfertigen würde.

Zum anderen ist der DK nicht bekannt, dass Anleger aufgrund der Bezeichnung tatsächlich in die Irre geführt worden sind. Die BaFin hat in dem Verfügungsentwurf hierzu auch lediglich allgemeine Erwägungen angestellt, ohne dazulegen, ob es konkrete Hinweise auf eine Irreführung von Anlegern gibt.

Die Bezeichnung als Anleihe ist jedenfalls nicht irreführend, denn prägendes Merkmal einer Anleihe ist ihr Charakter als „verbrieftes Fremdkapital“; gerade darum handelt es sich auch bei Bonitätsanleihen. Die BaFin ist der Auffassung, dass der Kunde bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise nicht in die Rolle eines Darlehensgebers tritt, sondern vielmehr eine ähnliche Rolle wie ein Versicherungsgeber übernehme, der das Risiko eines Kreditereignisses absichert. Es handele sich damit um Derivate, denen das Risiko einer oder mehrerer Forderungen zugrunde liegt. Die Bonitätsanleihe sei damit ein Kreditderivat. Dem ist nicht zuzustimmen. Auf einen klassischen Credit Default Swap (CDS) würden die Ausführungen der BaFin passen. Bei einem CDS bezahlt eine Vertragspartei, der sogenannte Sicherungsnehmer, eine laufend zu entrichtende und gegebenenfalls zusätzlich eine einmalig am Anfang zu zahlende Prämie. Dafür erhält er von seinem Vertragspartner, dem sogenannten Sicherungsgeber, eine Ausgleichszahlung, sofern der in dem CDS-Vertrag bezeichnete Referenzschuldner ausfällt. Bei einem CDS erfolgt mithin keine Kapitalüberlassung gegen Verzinsung, sondern der Sicherungsgeber wird allein für die Bereitschaft bezahlt, bei einem Ausfall des Referenzschuldners gegenüber dem Sicherungsnehmer einzustehen. Hier ist die strukturelle Vergleichbarkeit mit einer Kreditversicherung gegeben. Auf Bonitätsanleihen lässt sich dies aber nicht im

Stellungnahme Anhörung zur Allgemeinverfügung gemäß
§ 4b Abs. 1 WpHG bezüglich sogenannter Bonitätsanleihen, 2. September 2016

Ansatz übertragen. Denn Bonitätsanleihen wohnt als wesentlicher Bestandteil eine Kapitalüberlassungskomponente auf Zeit inne. Und die Vergütung für die Überlassung von Kapital auf Zeit ist der „Zins“. Daher ist die Verwendung der Bezeichnung „Zins“ für die regelmäßigen Ausschüttungen bei der Bonitätsanleihe auch nicht irreführend. Anders bei Versicherungen, bei denen (folgerichtig) nicht von Zins, sondern von einer Prämie gesprochen wird.

Selbst wenn die Produktbezeichnung Anleger in die Irre führen könnte, wäre dieser Missstand relativ leicht dadurch zu vermeiden, dass Emittenten künftig andere Bezeichnungen wählen, z.B. bonitätsabhängige Anleihen oder Kreditrisikoanleihen.

(iv) Verbreitung bei Privatkunden

In dem Entwurf der Allgemeinverfügung wird eine weite Verbreitung von Bonitätsanleihen bei Privatkunden als ein Grund für das Bestehen von erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz herangezogen.

Dieser Schluss lässt sich für die DK aus verschiedenen Gründen nicht nachvollziehen.

Zum einen enthält der Allgemeinverfügungsentwurf die Aussagen, dass

- (i) Bonitätsanleihen im Privatkundenbereich „weit verbreitet“ seien,
- (ii) eine „große Anzahl Kunden betroffen“ wäre,
- (iii) der Absatz von Bonitätsanleihen „häufig in dem Kundensegment erfolgt, in dem typischerweise geringe Kenntnisse und Erfahrungen vorliegen“ und
- (iv) „die Bedeutung von Bonitätsanleihen im Vertrieb an Privatkunden [...] gewachsen“ sei.

Für diese Aussagen liegen der DK keine Zahlen vor. Auch werden von der BaFin keine Zahlen genannt, anhand derer sich die Validität überprüfen ließe.

Hinsichtlich der weiten Verbreitung von Bonitätsanleihen führt der Allgemeinverfügungsentwurf das Marktvolumen von Bonitätsanleihen an, das sich zum Jahresanfang 2016 auf EUR 5.664.092.000 belief. Dies mache am Marktanteil von Zertifikaten 9,3 % aus. Da diese Zahlen nicht zwischen Privatanlegern und professionellen Kunden unterscheiden, bleibt unklar, in welchem Umfang Privatanleger in Bonitätsanleihen investiert haben. Im Übrigen ist die DK der Auffassung, dass hier eine unzutreffende Bezugsgröße gewählt wurde. Statt auf den Anteil von Bonitätsanleihen an Zertifikaten abzustellen, sollte vielmehr auf den Gesamtmarkt von Wertpapieren abgestellt werden. Der Kurswert aller in Deutschland gehaltenen Wertpapiere betrug im Februar 2016 EUR 9.596.818.000.000. Der Anteil von Bonitätsanleihen (EUR 5.664.092.000) hieran beläuft sich auf gerade einmal 0,06%. Selbst wenn man als Bezugsgröße nur den Wert der von privaten Haushalten gehaltenen Wertpapiere heranzieht (diese Gruppe ist kleiner als die Gruppe der „Privatkunden“ i. S. v. § 31a Abs. 3 WpHG), ist der Anteil von Bonitätsanleihen sehr gering. Denn private Haushalte hielten in Deutschland im Januar 2016 Wertpapiere mit einem Kurswert von immerhin noch EUR 856.221.000.000. Der Marktwert aller Bonitätsanleihen hieran beträgt lediglich 0,66%. Daraus schließt die DK, dass Bonitätsanleihen nur einen sehr geringen Teil der in Deutschland (von Privathaushalten) gehaltenen Wertpapiere ausmachen. Diese Zahlen scheinen jedenfalls eher gegen eine weite Verbreitung von Bonitätsanleihen zu sprechen und stützen die oben unter (i) – (iv) genannten Aussagen aus dem Allgemeinverfügungsentwurf nicht.

Stellungnahme Anhörung zur Allgemeinverfügung gemäß
§ 4b Abs. 1 WpHG bezüglich sogenannter Bonitätsanleihen, 2. September 2016

Selbst wenn der Vertrieb von Bonitätsanleihen an Privatkunden gängig wäre und sowohl von Emittenten als auch von Intermediären aktiv betrieben würde, wäre dies für eine Produktintervention irrelevant. Wenn nämlich hinsichtlich von Bonitätsanleihen keine erheblichen Anlegerschutzbedenken bestehen - sowie von der DK angenommen -, spricht nichts gegen einen Vertrieb an Privatkunden.

(v) Anlegerverluste

Das Produktinterventionsrecht wurde mit dem Ziel eingeführt, die Verbraucher vor Verlusten aus dem Erwerb „unseriöser Produkte“ zu schützen. So wird in der Gesetzesbegründung ein Beispielsfall geschildert, in welchem ein Unternehmen mit Hilfe breit angelegter Werbemaßnahmen und unter Hinweis auf gesellschaftlich gewollte Investitionen Gelder einwarb, dabei deutlich über dem für sichere Anlagen üblichen Niveau liegende Renditen in Aussicht stellte und schließlich seine langfristigen Verbindlichkeiten nur durch Werbung immer neuer Anleger bedienen konnte. Der Gesetzgeber hatte hier offenbar den Fall „Prokon“ vor Augen.

Gegen das Vorliegen von erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz bezüglich Bonitätsanleihen spricht, dass der DK bislang kaum Fälle bekannt sind, in denen Bonitätsanleihen nicht oder nur teilweise an Anleger zurückgezahlt wurden.

(vi) Wirksames Interessenkonfliktmanagement

Weiterhin wird der Entwurf mit einem in der Produktstruktur angelegten Interessenkonfliktrisiko begründet. Hiernach könnten Emittenten bzw. mit dem Emittenten verbundene Unternehmen beispielsweise auch als Kreditgeber des Referenzschuldners auftreten. Es sei nicht ausgeschlossen, dass bei der Strukturierung von Bonitätsanleihen Kreditrisiken aus dem (konzern-) eigenen Bestand herangezogen würden oder Emittenten Geschäftsbeziehungen zu den Referenzschuldnern unterhielten.

Einen Beleg hierfür führt der Allgemeinverfügungsentwurf nicht an. Die DK sieht auch keine Anhaltspunkte für Interessenkonflikte. Die aus Bonitätsanleihen folgenden Risikopositionen entstehen erst durch das Erstellen des jeweiligen Anlageprodukts, der konkreten Bonitätsanleihe. Dagegen erfolgt keine Auslagerung von bestehenden Risikopositionen, etwa aus dem Kreditbereich, wie es der Entwurf der Allgemeinverfügung suggeriert.

Darüber hinaus verfügen alle Wertpapierdienstleistungsunternehmen über wirksame Maßnahmen, um Interessenkonflikte zwischen dem Kreditgeschäft und der Emission von Finanzinstrumenten effektiv zu managen (siehe § 33 Abs. 1 S. 2 WpHG i. V. m. § 13 WpDVerOV). So werden beispielsweise voneinander getrennte und unabhängige Vertraulichkeitsbereiche durch sog. Chinese Walls geschaffen. Die installierten Maßnahmen zur Überwachung und zum Managen von möglichen Interessenkonflikten werden durch die jeweiligen Compliance-Funktionen effektiv überwacht. Ein Produktverbot ist dem Sinn und Zweck nach nicht das geeignete Mittel zur Vermeidung etwaiger (theoretischer) Interessenkonflikte.

Sollte die BaFin im Einzelfall wirklich Defizite beim Umgang mit Interessenkonflikten sehen, wäre eine Produktintervention nicht geeignet, dieses Problem zu lösen. Stattdessen könnte die BaFin beispielsweise gemäß § 4 WpHG Anordnungen gegenüber den betreffenden Instituten zwecks Behebung der Defizite beim Interessenkonfliktmanagement treffen.

Stellungnahme Anhörung zur Allgemeinverfügung gemäß
§ 4b Abs. 1 WpHG bezüglich sogenannter Bonitätsanleihen, 2. September 2016

b) Verhältnismäßigkeit gem. § 4b Abs. 2 Nr. 3 WpHG

Die beabsichtigte Produktintervention ist nicht verhältnismäßig gem. § 4b Abs. 2 Nr. 3 WpHG.

(i) Kenntnisniveau der Anleger

Nach § 4b Abs. 2 Nr. 3 WpHG muss eine Produktintervention auch unter Berücksichtigung des Kenntnisniveaus der betreffenden Anleger verhältnismäßig sein.

Die geplante Allgemeinverfügung zielt pauschal auf Vermarktung, Vertrieb und Verkauf an alle Privatkunden nach § 31a Abs. 3 WpHG ab. Die BaFin führt hierzu aus, dass Privatkunden typischerweise über geringere Kenntnisse und einen eingeschränkten Zugang zu relevanten Informationen verfügten, die für die adäquate Beurteilung von Bonitätsanleihen und deren Risiken erforderlich seien.

Angesichts der Weite der Privatkundendefinition in § 31a Abs. 1 WpHG, wonach jeder nichtprofessionelle Kunde im Sinne des § 31a Abs. 2 WpHG als Privatkunde anzusehen ist, teilt die DK diese pauschale Einschätzung nicht. Denn auch mittelständische Unternehmen, welche die Voraussetzungen des § 31a Abs. 2 WpHG nicht erfüllen, sind als Privatkunden einzuordnen. Gleiches gilt für private Anleger, die professionellen Kunden vergleichbare Kenntnisse und Erfahrungen besitzen (z.B. sogenannte Heavy-Trader). Der Allgemeinverfügungsentwurf gibt auch keinen Hinweis darauf, in wie vielen Fällen tatsächlich Privatanleger Bonitätsanleihen erworben haben, die die Funktionsweise des Produkts nicht verstanden haben.

Mit der Aussage, dass Privatkunden typischerweise über geringere Kenntnisse verfügen, zieht die BaFin lediglich eine Schlussfolgerung aus der Annahme des WpHG, wonach bei professionellen Kunden die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen vermutet werden (vgl. § 31a Abs. 2 WpHG). Hieraus lässt sich aber nicht der Umkehrschluss ziehen, dass Privatanleger pauschal nicht über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen. Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass noch nicht vorhandene Kenntnisse durch zusätzliche Informationen aufgebaut werden können. Nur durch solch eine anerkannte Möglichkeit der Kenntnisvermittlung können Anleger für sie neue Finanzinstrumente erwerben. Das WpHG selbst sieht hierfür diverse Instrumentarien vor, wie insbesondere die allgemeinen Informationspflichten gemäß § 31 Abs. 3 WpHG und im Falle der Anlageberatung bei Privatkunden zusätzlich die Zurverfügungstellung eines Produktinformationsblattes.

Nichts anderes sollte auch bezüglich von Bonitätsanleihen gelten. Soweit die BaFin der Auffassung sein sollte, Anleger benötigten für den Erwerb von Bonitätsanleihen bestimmte Kenntnisse, dann könnte sie dies durch entsprechende Anforderungen, z.B. hinsichtlich von Produktinformationsblättern, sicherstellen. Einer Produktintervention bedarf es hierfür nicht.

Im Übrigen findet in der Praxis bereits heute eine Differenzierung der Anleger nach dem Niveau von Kenntnissen und Erfahrungen sowohl in der Anlageberatung als auch im beratungsfreien Geschäft statt. So haben Banken und Sparkassen Produktauswahlprozesse implementiert, mit denen sichergestellt wird, dass Privatkunden nur Produkte angeboten werden, die aufgrund ihrer Kenntnisse und Erfahrungen, ihres Anlagehorizont und des Risikos für diese geeignet sind. Im Rahmen dieser Prozesse werden Produktkörbe für die verschiedenen Kundengruppen festgelegt. Damit wird bereits auf Produktebene bestimmt, welche Produkte an welche Kundengruppen vertrieben werden dürfen. Insofern ist gewährleistet, dass alle Anlageprodukte nur an für dieses Produkt geeignete Kunden angeboten werden.

Stellungnahme Anhörung zur Allgemeinverfügung gemäß
§ 4b Abs. 1 WpHG bezüglich sogenannter Bonitätsanleihen, 2. September 2016

(ii) Berücksichtigung der Anlegerinteressen

Des Weiteren muss eine Produktintervention nach § 4b Abs. 2 Nr. 3 WpHG unter Berücksichtigung der wahrscheinlichen Auswirkungen der Maßnahme auf Anleger verhältnismäßig sein. Solch eine Prüfung ist hier nicht erfolgt. Denn die Auswirkungen der beabsichtigten Produktintervention auf die betroffene Kundengruppe der Privatanleger werden in dem Entwurf der Allgemeinverfügung nicht berücksichtigt.

(iii) Risiko-/Verlusttragfähigkeit

In dem Entwurf der Allgemeinverfügung wird die Auffassung geäußert, Privatkunden könnten Verluste, die z. B. aus Anlagen in Bonitätsanleihen entstehen, nicht im gleichen Maße absichern oder wirtschaftlich verkraften wie professionelle Kunden.

Die DK hält diese Einschätzung für unzutreffend. Die Risiko-/Verlusttragfähigkeit hängt von der finanziellen Situation des Anlegers und dem Anlagebetrag ab. Daher prüft beispielsweise der Anlageberater im Rahmen der Geeignetheitsprüfung nach § 31 Abs. 4 S. 2 WpHG, ob die mit der jeweiligen Anlage verbundenen Risiken entsprechend den Anlagezielen für den Kunden finanziell tragbar sind. Ist dies nicht der Fall, darf die Anlage nicht empfohlen werden (§ 31 Abs. 4a WpHG). Dies hängt von den Einkommens- und Vermögensverhältnissen einschließlich der finanziellen Verpflichtungen des jeweiligen Kunden ab. Ob es sich bei dem Kunden um einen Privatanleger oder einen professionellen Kunden handelt, spielt dabei keine Rolle. Allgemeingültige Erfahrungssätze, dass professionelle Kunden relativ höhere Verluste bzw. Risiken tragen können, als Privatanleger sind der DK nicht bekannt.

Die BaFin lässt zudem die Besonderheiten bei einer Portfoliobetrachtung unberücksichtigt. Im Fall einer Portfoliobetrachtung ist der Anteil von Bonitätsanleihen am Gesamtportfolio des Kunden entscheidend dafür, ob eventuelle Verluste durch Gewinne aus anderen Anlagen kompensiert werden können. Ein Kriterium zur Prüfung etwaiger „Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes“ ist das „Ausmaß möglicher negativer Auswirkungen, insbesondere unter Berücksichtigung des relativen Anteils des Produkts in den Portfolios der Anleger“ (Art. 20 Abs. 2b der Delegierten Verordnung vom 18.05.2016). Auch dies ist ein Beleg für die Zulässigkeit der Empfehlung von bestimmten Produkten zur Optimierung des Chancen-/Risiken-Profiles.

Nach dem Kenntnisstand der DK werden Bonitätsanleihen von Privatkunden in der Regel nur zur Beimischung für ein Anlageportfolio erworben.

c) Allgemeiner Verhältnismäßigkeitsgrundsatz

Die intendierte Allgemeinverfügung widerspricht dem allgemeinen Verhältnismäßigkeitsgrundsatz. Es gäbe zahlreiche andere Eingriffsmaßnahmen, die ebenso zur Zweckerreichung geeignet wären, aber die betroffenen Privatanleger und WpDU weniger belasten würden.

Stellungnahme Anhörung zur Allgemeinverfügung gemäß
§ 4b Abs. 1 WpHG bezüglich sogenannter Bonitätsanleihen, 2. September 2016

(i) Differenzierte Produktintervention

Insbesondere mit Hinblick darauf, dass eine Produktintervention die ultima ratio der Eingriffsmaßnahmen der Wertpapieraufsicht ist, wäre es erforderlich gewesen, eine Vertriebsbeschränkung sowohl mit Blick auf die betroffenen Kunden als auch mit Blick auf die betroffenen Produkte so eng wie möglich zu fassen.

Der Allgemeinverfügungsentwurf zielt pauschal auf ein Verbot der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von Bonitätsanleihen an alle Privatkunden gem. § 31a Abs. 3 WpHG. Die betroffene Anlegergruppe ist damit sehr weit gefasst. Denn wie oben dargestellt, handelt es sich bei der Kundenkategorie um eine sehr heterogene Gruppe mit sehr unterschiedlichen Eigenschaften. Denkbar wäre insofern z.B. auch, hinsichtlich der betroffenen Privatanleger zu differenzieren.

Gleiches gilt für die betroffenen Produkte. Das von der BaFin geplante Produktverbot richtet sich nämlich gegen die Gesamtheit aller Bonitätsanleihen. Wie oben dargestellt gibt es allerdings sehr deutliche strukturelle Unterschiede bei Bonitätsanleihen, die sich u.a. auf das Risiko für den Anleger auswirken. Aus diesem Grund wäre es aus Sicht der DK erforderlich gewesen, eventuelle Vertriebsbeschränkungen an den unterschiedlichen Produktmerkmalen auszurichten, was bislang nicht erfolgt ist.

Mit der Allgemeinverfügung beabsichtigt die BaFin die Vermarktung, den Vertrieb und den Verkauf von Bonitätsanleihen pauschal über alle Vertriebswege hinweg zu verbieten. Die DK ist hingegen der Auffassung, dass bei einer so einschneidenden aufsichtsrechtlichen Maßnahme wie einem Produktverbot auch hinsichtlich der Vertriebswege eine differenzierte Betrachtung geboten ist.

(ii) Warnhinweis nach PRIIPs-VO

Anstelle einer Produktintervention käme als milderer Mittel auch ein Warnhinweis im Basisinformationsblatt (BIB) gemäß Art. 8 b PRIIP-VO in Betracht. Danach ist vorgesehen, dass ein BIB in bestimmten Fällen den folgenden Warnhinweis enthalten muss: „Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das nicht einfach ist und schwer zu verstehen sein kann.“

d) Örtlicher Anwendungsbereich

Der Allgemeinverfügungsentwurf enthält keine Aussagen zum örtlichen Anwendungsbereich der intendierten Allgemeinverfügung. Wir gehen von einer Geltung des Rechtsgedankens von Art. 42 MiFIR aus. Damit würde die Produktintervention sowohl den Vertrieb an in Deutschland ansässige Privatkunden als auch den Vertrieb aus Deutschland heraus ins Ausland erfassen. Nicht erfasst wäre jedoch der Vertrieb durch ausländische Niederlassungen deutscher Kreditinstitute an Anleger im Ausland. Für den Fall, dass die BaFin an ihrer geplanten Produktintervention festhalten sollte, wäre eine Klarstellung zum örtlichen Anwendungsbereich hilfreich.