

VERBOT VON BONITÄTS- ANLEIHEN RICHTIGER SCHRITT

Stellungnahme des Verbraucherzentrale Bundesverbands im Rahmen der Anhörung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Allgemeinverfügung bezüglich sog. „Bonitätsanleihen“ - GZ: VBS 7-Wp 5427-2016/0019

31. August 2016

Impressum

Verbraucherzentrale

Bundesverband e.V.

Team

Finanzmarkt

Markgrafenstraße 66

10969 Berlin

Finanzen@vzbv.de

INHALT

I. VORBEMERKUNGEN	3
II. REICHWEITE UND EINORDNUNG DER VERFÜGUNG	3
III. VERBOT VON BONITÄTSANLEIHEN	4
1. Vertrieb ungeeigneter Produkte grundsätzlich beschränken	4
2. Bonitätsanleihen besonders problematische Produktklasse.....	5
3. Produktverbot angemessen und verhältnismäßig	7

I. VORBEMERKUNGEN

Am 28. Juli 2016 hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) eine schriftliche Anhörung zum beabsichtigten Verbot des Retailvertriebs von Bonitätsanleihen veröffentlicht.¹ Mit der vorliegenden Stellungnahme macht der Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv) von der Möglichkeit der schriftlichen Äußerung im Rahmen der Anhörung Gebrauch.

Rechtliche Grundlage der Maßnahme ist § 4b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), wonach die BaFin ermächtigt ist, die Vermarktung, den Vertrieb oder den Verkauf von Finanzinstrumenten oder strukturierten Einlagen einzuschränken, wenn sie erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz aufwerfen, eine Gefahr für das ordnungsgemäße Funktionieren und die Integrität der Finanz- oder Warenmärkte darstellen oder die Stabilität des Finanzsystems bedrohen.

Die Regelung wurde im Rahmen des Kleinanlegerschutzgesetzes im Jahr 2015 in das WpHG integriert. Sie entspricht dem durch die EU-Verordnung über Finanzinstrumente geschaffenen Eingriffsrechten der nationalen Aufsichtsbehörden, die ab dem Jahr 2018 für alle Aufsichtsbehörden in der EU gelten. Durch das nationale Mandat ist die BaFin bereits heute in der Lage, Produkte aus Gründen des Anlegerschutzes im Vertrieb einzuschränken oder zu verbieten.

II. REICHWEITE UND EINORDNUNG DER VERFÜGUNG

Im Wortlaut sieht die vorgesehene Allgemeinverfügung „*das Verbot der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von Zertifikaten bezogen auf Bonitätsrisiken („Bonitätsanleihen“ oder „credit linked notes“) an Privatkunden i. S. d. § 31a Abs. 3 WpHG*“ vor.²

Bei Bonitätsanleihen handelt es sich um eine Klasse von Zertifikaten, bei denen das Risiko von der Bonität eines Referenzschuldners abhängig ist. Das emittierende Kreditinstitut begibt dabei eine Art Anleihe (rechtlich handelt es sich wie bei allen Zertifikaten um eine Inhaberschuldverschreibung des Emittenten), deren Rückzahlung davon abhängt, ob ein Kreditereignis³ beim Referenzschuldner eintritt. Referenzschuldner einer Bonitätsanleihe ist in der einfachsten Form ein beliebiges Unternehmen, für das Instrumente am Markt für Kreditausfallversicherungen gehandelt werden (sogenannte „credit default swaps“ (CDS)). Tritt ein Kreditereignis beim Referenzschuldner ein, verliert der Käufer einer Bonitätsanleihe einen Teil des Kaufpreises. Technisch erfolgt die Konstruktion von Bonitätsanleihen, indem eine solche Kreditausfallversicherung in eine Schuldverschreibung des Emittenten mit Anleiheeigenschaften eingebettet wird. Aus diesen Gründen werden Bonitätsanleihen auch als „retailisierte“ CDS bezeichnet. Im Gegensatz zu einfachen CDS haben sie jedoch eine doppelte derivative Struktur. Der CDS auf den Referenzschuldner wird nochmals neu strukturiert und im Mantel einer Anleihe an Verbraucher verkauft.

¹ Vgl. http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_160728_allgvfg_bonitaetsanleihen.html?nn=7846960.

² Ebd.

³ Kreditereignisse sind abstrakt als „Leistungsstörungen in Kreditbeziehungen“ definiert. Vgl.: Ebd.

Die Maßnahme bezieht sich auf Privatkunden i. S. d. § 31a Abs. 3 WpHG.⁴ Professionelle Kunden i. S. d. § 31a Abs. 2 WpHG sind nicht betroffen. Gleichzeitig umfasst das Verbot mit „der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs“ alle für Privatkunden bestehenden Zugänge zu Bonitätsanleihen. Aus Verbrauchersicht handelt es sich daher um ein Produktverbot für Bonitätsanleihen als Klasse der Produktart Zertifikate.

Aus Sicht des vzbv ist ein Produktverbot für Bonitätsanleihen ausdrücklich zu begründen. Bonitätsanleihen stellen eine besonders problematische Klasse von Zertifikaten dar, vor der Privatanleger unabhängig vom Vertriebsweg zu schützen sind. Mildere Mittel wie zum Beispiel ein Verbot des aktiven Vertriebs sind daher nicht ausreichend. Ein Produktverbot für Privatkunden ist sachgerecht, angemessen und verhältnismäßig.

III. VERBOT VON BONITÄTSANLEIHEN

1. VERTRIEB UNGEEIGNETER PRODUKTE GRUNDSÄTZLICH BESCHRÄNKEN

Idealerweise treffen Verbraucher finanzielle Entscheidungen selbstständig und eigenverantwortlich. Im Anlagebereich scheitert diese Idealvorstellung häufig an der Realität. Verbraucher können Anlageprodukte auf Grund komplexer Strukturen und langer Laufzeiten häufig nicht verlässlich bewerten. Das gilt auch, wenn ausführliche Produktinformationen zur Verfügung stehen.⁵

Vor diesem Hintergrund setzt sich der vzbv dafür ein, den aktiven Vertrieb ungeeigneter Anlageprodukte an Privatanleger zu beschränken. Aus Sicht des vzbv sind Anlageprodukte als ungeeignet einzustufen, wenn sie eines der beiden folgenden Kriterien erfüllen:

- Es existieren keine funktionierenden Primär- und Sekundärmärkte oder
- für Verbraucher können über den Totalverlust hinausgehende finanzielle Nachteile entstehen.

Aktiver Vertrieb umfasst alle öffentlichen Angebote sowie jede Form der Werbung oder verkaufsfördernder Maßnahmen. Im Kontext des WpHG bezieht sich ein Verbot des aktiven Vertriebs insbesondere auf Anlageberatungen als Wertpapierdienstleistung i. S. d. § 2 Abs. 3 Satz 9. Bei einem Verbot des aktiven Vertriebs können Produkte durch proaktive Nachfrage des Anlegers weiter erworben werden. Sie dürfen aber nicht länger öffentlich angeboten, beworben oder in Beratungsgesprächen empfohlen werden.

Grundgedanke einer solchen Vertriebsbeschränkung ist, dass ungeeignete Produkte nicht aktiv beraten und verkauft werden und keine auf potentielle Selbstentscheider abzielende Werbung stattfindet. Selbstentscheidern, die durch Eigenrecherche und die Bewertung der relevanten Informationen zu einer eigenen Bewertung dieser Produkte kommen, bleibt der Zugang erhalten. Ein Verbot des aktiven Vertriebs ist daher so lange geeignet und verhältnismäßig, wie Selbstentscheidern die Recherche und Bewertung der Produkte tatsächlich zugetraut werden kann.

⁴ Im Folgenden sind immer Privatkunden i. S. d. § 31a Abs. 3 WpHG gemeint. Die Begriffe Anleger, Kunde und Verbraucher werden synonym verwendet.

⁵ Im Rahmen eines Verhaltensexperimentes zeigt das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) beispielsweise, dass Anleger die Wirkungen des Zinseszinses und das Verlustrisiko einer Anlage trotz vollständiger Informationen systematisch unterschätzen: https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.438714.de/14-9-3.pdf.

2. BONITÄTSANLEIHEN BESONDERS PROBLEMATISCHE PRODUKTKLASSE

Bei Bonitätsanleihen handelt es sich um eine besonders problematische Klasse von Zertifikaten. Entlang der oben definierten Kriterien sind bereits normale Zertifikate als für Privatkunden ungeeignete Produktart einzustufen, die vom aktiven Vertrieb ausgenommen werden sollte.⁶

Im Fall von Bonitätsanleihen müssen Privatanleger darüber hinaus unabhängig vom Vertriebsweg geschützt werden. Durch die hohe Produktkomplexität und den mangelnden Zugang zu relevanten Informationen ist es auch für gut informierte Selbstentscheider nicht möglich, die Produkte zu bewerten. Die BaFin weist in diesem Zusammenhang zu Recht darauf hin, dass Bonitätsanleihen die Risiken eines professionellen Marktsegments (dem Markt für Kreditausfallversicherungen) auf Privatkunden übertragen. Privatkunden sind den in diesem Segment aktiven professionellen Anlegern in zweifacher Hinsicht unterlegen: zum einen in Puncto Risikotragfähigkeit. Zum anderen mit Blick auf ihre Marktkenntnisse und den Zugang zu relevanten Informationen. Aus Sicht des vzbv rechtfertigen die Produktkomplexität und der mangelnde Zugang zu Informationen allein bereits das beabsichtigte Produktverbot.

Die Begründung der BaFin ist insbesondere in den folgenden Punkten zu unterstützen:

1. Die Produktbezeichnung und der Vertriebskontext von Bonitätsanleihen sind irreführend. Es handelt sich weder um festverzinsliche Wertpapiere noch um Schuldtitel des Referenzschuldners.

- Der Begriff Bonitätsanleihe ist in zweifacher Weise irreführend. Zunächst handelt es sich bei Bonitätsanleihen nicht um festverzinsliche Wertpapiere (Anleihen), sondern um Wetten auf das Nicht-Eintreten eines Kreditereignisses beim Referenzschuldner. Der Schein einer Anleihe wird neben der Bezeichnung durch die gleichförmige Weiterleitung der Risikoprämie durch den Emittenten erweckt. Die Wette kann auch, wie von der BaFin argumentiert, als Absicherung des Kreditrisikos verstanden werden. Ausschlaggebend ist, dass durch die Wahl des Namens und die Struktur des Zahlungsstroms vom eigentlichen Risikoprofil des zu Grunde liegenden Derivats (CDS eines Referenzschuldners) abgelenkt wird.
- Die Namensgebung suggeriert darüber hinaus, es handele sich um einen Schuldtitel des Referenzschuldners, nicht des Emittenten. Die hier beispielhaft ausgewählte DekaBank 0,50 % Adidas Bonitätsanleihe 07/2021⁷ kann leicht als eine durch den Sportartikelhersteller Adidas begebene Anleihe verstanden werden. Tatsächlich handelt es sich um eine Inhaberschuldverschreibung der DekaBank, deren Risiko maßgeblich vom Emittentenrisiko der DekaBank bestimmt wird. Einen Beitrag zur Unternehmensfinanzierung der Adidas AG leistet die Bonitätsanleihe nicht.
- Die irreführende Produktbezeichnung wird im Vertriebskontext nachweislich aufgegriffen, um wiederum irreführende Produktvergleiche zu ermöglichen. Zur Untersu-

⁶ Bei der Emission von Zertifikaten findet keine Preisbildung auf einem regulierten Handelsplatz statt. Die emittierende Bank legt den Preis und die Verzinsung fest. Bei der Festlegung des Preises orientieren sich die meisten Emittenten mittlerweile an einem geschätzten Wert. Auch diesen legen sie durch die Wahl der Parameter selbst fest.

⁷ Vgl.: <https://zertifikate.deka.de/Produkte/Produktdetail?isin=DE000DK0HD63>.

chung des Vertriebskontextes hat die BaFin Emittenten und Vertriebe zu Bonitätsanleihen befragt.⁸ Bonitätsanleihen werden demnach gezielt für den Vertrieb an Privatkunden produziert. Die Auswertung von Beratungsprotokollen durch die BaFin zeigt, dass Bonitätsanleihen in Beratungsgesprächen in Abgrenzung zu echten festverzinslichen Wertpapieren wie Staatsanleihen sowie klassischen Zinsprodukten wie Festgeldkonten verkauft werden. In der Begründung der BaFin heißt es dazu:

„So enthalten beispielsweise Aufzeichnungen über abgeschlossene Anlageberatungen häufig die Anmerkung, dass die empfohlene Bonitätsanleihe eine bessere Rendite als eine Bundesanleihe oder ein Sparkassenbrief aufweise. Bisweilen finden sich ausdrücklich vergleichende Anmerkungen zu Festgeld- oder anderen Spareinlagen. Dies weist darauf hin, dass Bonitätsanleihen im direkten Vergleich bzw. als renditestärkere Alternative zu klassischen Sparprodukten beworben werden.“⁹

Eine Umbenennung von Bonitätsanleihen entsprechend ihrem tatsächlichen Charakter ist daher nicht ausreichend, um Verbraucher wirksam zu schützen. Auf diesen Umstand weist auch die BaFin selbst hin. In der Begründung der Maßnahme heißt es, dass eine bessere Aufklärung von Kunden im Rahmen von Beratungsgesprächen nicht zielführend sei. Das kommerzielle Absatzinteresse der Anbieter und Vermittler stehe der Effektivität einer solchen Maßnahme entgegen.¹⁰

2. Bonitätsanleihen sind hoch komplexe Produkte. Privatanleger können weder die Produktstruktur noch die Preisbildung nachvollziehen.

- Bonitätsanleihen enthalten in ihrer einfachsten Form eine doppelte derivative Struktur, in der eine Kreditausfallversicherung bezogen auf einen Referenzschuldner (Derivat 1) nochmals neu strukturiert und im Mantel einer als Anleihe deklarierten Schuldverschreibung (Derivat 2) an Verbraucher verkauft wird. Während es für Verbraucher bereits äußerst schwierig ist, die Struktur normaler Zertifikate nachzuvollziehen, erfordert das Verständnis bereits einfacher Bonitätsanleihen erhebliches Fachwissen. Komplexere Bonitätsanleihen sind selbst von Fachleuten nicht auf Anhieb zu durchschauen.
- Die zur Bewertung eines Bonitätszertifikats notwendigen Informationen können von Verbrauchern weder beobachtet noch verarbeitet werden. Um zu überprüfen, ob die Preissetzung eines Emittenten oder die Verzinsung das tatsächliche Risiko der Anlage widerspiegeln, müssten die tagesaktuellen Kurse der zu Grunde liegenden Kreditausfallversicherungen verfolgt und zusätzlich mit Blick auf die vereinbarten Bedingungen der Bonitätsanleihe sowie das Emittentenrisiko des ausgebenden Kreditinstituts in Risikoprämien umgerechnet werden. Unabhängig davon, ob die benötigten Informationen öffentlich zugänglich sind oder nicht, sind Produkte dieser Art auch für gut informierte Anleger unmöglich zu bewerten.

⁸ Vgl.: http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Pressemitteilung/2016/pm_160304_bonitaetsanleihen.html;jsessionid=57A6FA47EFA002F5E6621609767F77E5.1_cid298?nn=7846960.

⁹ http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/Vf_160728_allgvfg_bonitaetsanleihen.html?nn=7846960.

¹⁰ Vgl. Ebd.

- Darüber hinaus sind die für die Bewertung benötigten Informationen nicht öffentlich zugänglich. Die Kurse von Kreditausfallversicherungen sind nur mit Hilfe kostenpflichtiger Dienste zu überwachen. Abgesehen vom benötigten Zeitaufwand sind beträchtliche Investitionen notwendig, um lediglich die Grundvoraussetzungen für die Bewertung zu schaffen (Beobachtung der CDS-Kurse). Welcher Betrag im Fall eines Kreditereignisses an den Anleger zurück fließt kann auch auf Grundlage kostenpflichtiger Dienste nicht ermittelt werden und ist vielfach erst im Nachhinein klar.

3. PRODUKTVERBOT ANGEMESSEN UND VERHÄLTNISSMÄßIG

Aus Sicht des vzbv ist ein Produktverbot für Bonitätsanleihen ausdrücklich zu begrüßen. Bonitätsanleihen stellen eine besonders problematische Klasse von Zertifikaten dar, vor der Privatanleger unabhängig vom Vertriebsweg zu schützen sind. Mildere Mittel wie zum Beispiel ein Verbot des aktiven Vertriebs sind nicht ausreichend. Ein Produktverbot für Privatkunden ist daher sachgerecht, angemessen und verhältnismäßig.

Die BaFin identifiziert gleich mehrere Gründe, die erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz aufwerfen: die hohe Produktkomplexität und den Zugang zu Informationen, die Beteiligung von Privatkunden an professionellen Märkten, die irreführende Produktbezeichnung und das Risiko von Interessenskonflikten. Aus Sicht des vzbv rechtfertigen allein die Produktkomplexität und der mangelnde Zugang zu Informationen bereits ein Produktverbot. Auch die BaFin macht deutlich, dass bereits weniger Gründe als die aufgezählten für ein Einschreiten ausreichend sind. Die Tatsache, dass gleich mehrere einschlägige Bedenken vorliegen, zeigt lediglich, dass das Produktverbot in seiner Reichweite vollständig angemessen und verhältnismäßig ist.

Auch die Ermächtigungsgrundlage ist an dieser Stelle eindeutig. Die delegierte Verordnung zur EU-Verordnung über Finanzinstrumente zählt insgesamt 22 Kriterien auf, die ein Einschreiten der BaFin rechtfertigen. Dabei genügt es, wenn eines dieser Kriterien erfüllt ist. Im einschlägigen Artikel 21 heißt es in Absatz 1 und 2:

„1. Für die Zwecke von Artikel 42 Absatz 2 Buchstabe a der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 (Produktinterventionsrecht. Anmerkung des vzbv) bewerten die zuständigen Behörden die Relevanz aller in Absatz 2 aufgeführten Faktoren und Kriterien und berücksichtigen alle relevanten Faktoren und Kriterien, um zu bestimmen, ob die Vermarktung, der Vertrieb oder der Verkauf von bestimmten Finanzinstrumenten oder strukturierten Einlagen oder von bestimmten Finanzinstrumenten oder strukturierten Einlagen mit bestimmten spezifizierten Merkmalen oder eine Form der Finanztätigkeit oder -praxis erhebliche Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes (...) verursacht.

*2. Für die Zwecke von Unterabsatz 1 können die zuständigen Behörden das Vorliegen erheblicher Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes (...) **auf der Grundlage eines oder mehrerer dieser Faktoren oder Kriterien bestimmen.**“¹¹*

Vor diesem Hintergrund ist der absehbaren Forderung nach milderem Mitteln von Seiten der Zertifikateindustrie eine eindeutige Absage zu erteilen.

¹¹ Entwurf der delegierten Verordnung der Europäischen Kommission vom 18.5.2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Begriffsbestimmungen, Transparenz, Portfoliokompromierung und Aufsichtsmaßnahmen zur Produktintervention und zu den Positionen.