

Deutscher Derivate Verband · Pariser Platz 3 · 10117 Berlin

Bundesanstalt
für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Wertpapieraufsicht / Asset-Management

Exekutivdirektorin Frau Elisabeth Roegele
Referatsleiter VS 7 Herrn Christian Dier

Marie-Curie-Str. 24-28
60439 Frankfurt a.M.

1. September 2016

**Anhörung zum Entwurf einer Allgemeinverfügung gem. § 4b Abs. 1 WpHG
bezüglich sog. Bonitätsanleihen, Gz: VBS 7-Wp 5427-2016/0019**

Sehr geehrte Frau Roegele,
sehr geehrter Herr Dier,

in dem eingangs genannten Verwaltungsverfahren ersuchen wir für die Zwecke der Anhörung um die Hinzuziehung als Beteiligte gem. § 13 Abs. 2 VwVfG. Als Verband der Kreditwirtschaft, dessen Mitglieder einen erheblichen Teil der Emittenten der potentiell betroffenen Finanzinstrumente repräsentieren und der seinen Mitgliedern insoweit auch Musterdokumente für den Vertrieb (wie etwa Muster für Produktinformationsblätter) zur Verfügung stellt, können unsere rechtlichen Interessen vom Ausgang des Verfahrens berührt werden. Dies zeigt sich auch daran, dass Ziffer 1 der Begründung des Entwurfs der Allgemeinverfügung (nachfolgend: „Entwurf“) ohne weiteres an unsere Definition der „Bonitätsanleihe“ anknüpft.

Die im DDV vertretenen Banken und der Verband selbst messen einem wirksamen Anlegerschutz hohe Bedeutung bei. Als Selbstregulierungsorgan der deutschen Zertifikatebranche setzen wir uns seit jeher auch für effektiven Anlegerschutz bei strukturierten Produkten ein, wovon unter anderem unser Fairness Kodex zeugt. Ebenso erkennen wir selbstverständlich die gesetzliche Möglichkeit von Produktinterventionen an, von denen aber nur als letztes mögliches Mittel - als ultima ratio - Gebrauch gemacht werden sollte. Schon aus Gründen der Rechtssicherheit und gerade vor dem Hintergrund der erstmaligen Anwendung der gesetzlichen Regelung für eine Produktintervention durch die BaFin halten wir es allerdings für unerlässlich, dass die gesetzlichen Vorgaben sowohl auf der Tatbestandsseite als auch der Rechtsfolgenseite eingehalten werden.

Zum Entwurf führen wir in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht Folgendes aus:

Wir sind der Auffassung, dass die beabsichtigte Untersagung der Vermarktung, des Vertriebs und des Verkaufs von Bonitätsanleihen an Privatanleger von der einschlägigen Befugnis aus § 4b WpHG nicht gedeckt ist und daher in einem verwaltungsgerichtlichen Verfahren keinen Bestand haben wird. Der Entwurf ist aus unserer Sicht rechtswidrig und ermessensfehlerhaft.

Deutscher Derivate Verband (DDV)

Geschäftsstelle Berlin
Pariser Platz 3
10117 Berlin

Telefon +49 (30) 4000 475 - 15
Fax +49 (30) 4000 475 - 66

Geschäftsstelle Frankfurt
Feldbergstraße 38
60323 Frankfurt a.M.

Telefon +49 (69) 244 33 03 - 60
Fax +49 (69) 244 33 03 - 99

vollmuth@derivateverband.de
www.derivateverband.de

Vorstand

Stefan Armbruster
Dr. Hartmut Knüppel
Jan Krüger
Klaus Oppermann
Grégoire Toublanc

Geschäftsführung

Dr. Hartmut Knüppel
Lars Brandau
Christian Vollmuth

Eine solche Maßnahme darf nach § 4b Abs. 2 Nr. 1a WpHG u.a. nur dann getroffen werden, wenn „*Tatsachen die Annahme rechtfertigen*“, dass die in dem Entwurf mit „*Vermarktung, Vertrieb und Verkauf von Zertifikaten bezogen auf Bonitätsrisiken an Privatkunden*“ umschriebenen vielfältigen Lebenssachverhalte sämtlich „*erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz auf[werfen]*“. Dies ist objektiv nicht der Fall. Der Entwurf lässt auch nicht erkennen, auf welcher – belegbaren – Tatsachengrundlage die ihr zugrunde liegende gegenteilige Annahme beruhen soll. Er stützt sich insoweit im Wesentlichen auf Sekundärquellen und angeblich typische Fehlberatungssituationen (Entwurf S. 3 oben; S. 6 f.), die, wie schon die Wortwahl der entsprechenden Passagen („... weist darauf hin, dass ...“) zeigt, nicht über das Stadium von Vermutungen hinausgehen. Demgegenüber fehlen Hinweise auf „reale“ aufsichtsrechtliche Maßnahmen der BaFin. Diese hätte es aber – wenn die zugrunde liegende Annahme eines echten Missstandes zutreffen sollte – in größerer Anzahl geben müssen.

Dies wiegt umso schwerer, als das beabsichtigte Verbot eine Vielzahl unterschiedlicher Lebenssachverhalte erfasst, zwischen denen der Entwurf nicht bzw. allenfalls beiläufig differenziert. Damit ist nicht nur der produktbezogene Umstand gemeint, dass es „die“ Bonitätsanleihe nicht gibt. Auch die verschiedenen Produktgruppen, die unter diesem Sammelbegriff erfasst werden, sind höchst unterschiedlich ausgestaltet.

Unberücksichtigt bleibt auch, dass die Kundenkategorie der „Privatkunden“ in der Lebenswirklichkeit keineswegs homogen ist. Vielmehr reichen die ihr zuzuordnenden „Anlegertypen“ vom unerfahrenen „Kapitalanlage-Anfänger“ bis hin zu sehr kenntnisreichen Anlegern, die bereits seit vielen Jahren in unterschiedliche Formen von Kapitalanlagen investieren. Die BaFin müsste daher im Vorfeld einer Produktintervention ermitteln, wie die tatsächliche Kundengruppe eines Produkts, das Gegenstand einer Produktintervention werden soll, ausgestaltet ist, und den Durchschnitt dieser konkreten Kundengruppe dann als Maßstab heranziehen. Denn nur dieser typische Produkt-Anleger bedarf überhaupt eines Schutzes, wenn erhebliche Bedenken für seinen Anlegerschutz bestehen, so dass die Frage nach erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz aus seiner Perspektive zu beantworten ist.

Erinnert sei zudem daran, dass der Begriff des „Privatkunden“ im Sinne des WpHG und der MiFID keineswegs ausschließlich auf natürliche Personen oder gar „Verbraucher“ (i.S.d. § 13 BGB) beschränkt ist. Es werden auch quasi-institutionelle Anleger wie etwa Stiftungen und kleinere Pensionskassen erfasst, für die eine Behandlung als professionelle Anleger aus einer Vielzahl von Gründen keine Alternative darstellt. Uneinheitlich ist zudem auch der Umfang, in dem sich Privatkunden im Vorfeld einer Anlageentscheidung der Dienstleistung eines Kreditinstituts bedienen. Neben den „klassischen“ Beratungskunden findet sich auch eine große Zahl von Privatkunden, die ihre Anlagegeschäfte „beratungsfrei“, etwa über eine Direktbank, tätigen, weil sie selbst hinreichend sachkundig sind.

In der vorliegenden Form betrifft der Entwurf unterschiedslos alle Formen von Bonitätsanleihen und Geschäfte mit jeder Art von Privatkunden. Er würde

beispielsweise auch den Verkauf einer Bonitätsanleihe, die sich auf die Bonität eines einzelnen „DAX-30-Unternehmens“ bezieht, an einen Privatkunden erfassen, der als Anleger über langjährige Erfahrung mit der Investition in Unternehmensanleihen und Aktien dieses oder vergleichbarer Unternehmen verfügt.

Das beabsichtigte Verbot soll zudem selbst für solche Geschäfte gelten, bei denen dieser Privatkunde im Vorfeld des Erwerbs einer solchen Anleihe von dem vertreibenden Kreditinstitut unter Einhaltung aller einschlägigen aufsichts- und zivilrechtlichen Verhaltenspflichten beraten wird oder bei denen der Erwerb im beratungsfreien Geschäft in einer Weise erfolgt, die allen aufsichts- und zivilrechtlichen Verhaltenspflichten genügt. Von „erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz“ im Sinne des § 4b Abs. 2 Nr. 1a WpHG kann aber gerade in solchen Fällen nicht die Rede sein. „Anlegerschutz“ wird – auch nach Einführung der Produktinterventionsbefugnis in § 4b WpHG – in erster Linie durch aufsichtsrechtliche Verhaltens- und Organisationspflichten sowie diejenigen zivilrechtlichen Verhaltenspflichten gewährleistet, die der Bundesgerichtshof für die Anlageberatung und für den beratungsfreien Vertrieb von Kapitalanlagen entwickelt hat (vgl. hierzu auf europäischer Ebene auch die ausdrückliche Subsidiaritätsregelung in Art. 42 Abs. 2 b MiFIR). Ein Verhalten, das diesen aufsichts- und zivilrechtlichen Pflichten gegenüber Kunden in vollem Umfang Rechnung trägt, kann nur in absoluten Ausnahmefällen „erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz“ auslösen.

Konkrete Tatsachen, die die Annahme rechtfertigen würden, die Vermarktung, der Vertrieb und der Verkauf von Bonitätsanleihen an Privatkunden wären vor diesem Hintergrund gleichwohl mit „erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz“ verbunden, zeigt der Entwurf nicht auf. Er enthält keinerlei Tatsachenfeststellungen des Inhalts, dass der Vertrieb jedweder Art von Bonitätsanleihen regelmäßig unter Verstoß gegen Verhaltens- und Organisationspflichten erfolge. Ebenso wenig finden sich – aus der Aufsichtstätigkeit der BaFin oder in sonstiger Weise empirisch nachvollziehbare – Feststellungen zu Tatsachen, welche die konkrete Gefahr belegen würden, dass diese Verhaltens- und Organisationspflichten im Zusammenhang mit Bonitätsanleihen einen hinreichenden Anlegerschutz grundsätzlich nicht gewährleisten könnten. Insbesondere wird nicht aufgezeigt, dass die Risiken aller Arten von Bonitätsanleihen jeglichen Privatkunden selbst bei Einhaltung sämtlicher Verhaltens- und Organisationspflichten nicht so zu vermitteln sind, dass die Anleger eine selbstbestimmte Anlageentscheidung treffen können. Fiktionen, wie sie etwa bei der „typisierenden Betrachtung“ nicht näher definierter „durchschnittlicher Privatkunden“ entstehen, können derartige Tatsachen nicht ersetzen.

Aber selbst wenn man zumindest im Hinblick auf spezifische Arten von Bonitätsanleihen und bestimmte Gruppen von Privatkunden das Vorliegen relevanter Tatsachen unterstellen wollte, dann gebietet die Verhältnismäßigkeitsprüfung eine eingehende Auseinandersetzung mit mildereren Mitteln. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund der Erheblichkeit des Eingriffs in die Berufsfreiheit (Art. 12 Abs. 1 GG) der Emittenten und Intermediäre sowie im Hinblick auf die Wahlfreiheit der Anlageinteressenten. Soweit im Hinblick auf spezifische Arten von Bonitätsanleihen und den Vertrieb an bestimmte Gruppen von Privatkunden wirklich „erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz“ bestehen

sollten, könnte die BaFin dahingehende Auflagen ohne weiteres im Wege der Beschränkung nach § 4b WpHG durchsetzen. Beispielsweise könnte festgelegt werden, dass bestimmte Typen von Bonitätsanleihen einem bestimmten Zielmarkt vorbehalten sein müssen.

Im Einzelnen:

1. Keine Tatsachen, die die Annahme erheblicher Bedenken für den Anlegerschutz rechtfertigen

Tatsachen, welche die Annahme erheblicher Bedenken für den Anlegerschutz rechtfertigen, können vor dem Hintergrund des Anlegerschutzkonzepts des WpHG und der MiFID nur solche sein, welche spezifische Grenzen dieses Anlegerschutzkonzepts belegen. Es muss – im Sinne der üblichen sicherheitsrechtlichen Terminologie – eine konkrete Gefahr für rechtlich relevante Interessen von Anlegern bestehen, die mittels Durchsetzung der aufsichtsrechtlichen Verhaltens- und Organisationspflichten nicht hinreichend abgewehrt werden kann.

Das setzt notwendig voraus, dass das betroffene Produkt über das allgemeine Risiko der Investition in (basiswertbezogene) Schuldverschreibungen hinausgehende besondere Risiken mit sich bringt. Den in Art. 21 der „*Delegierten Verordnung zur Ergänzung der MiFIR im Hinblick auf u.a. Aufsichtsmaßnahmen zur Produktintervention*“ vom 18. Mai 2016 genannten „*Kriterien und Faktoren*“ kommt hierfür Indizwirkung zu. Dabei kann die Annahme besonderer Risiken allerdings nur dann gerechtfertigt sein, wenn bei dem in Rede stehenden Produkt oder der relevanten Produktkategorie zumindest einige dieser Merkmale in hohem Maße ausgeprägt sind und eine Gesamtwürdigung die Annahme einer konkreten Gefahr der Beeinträchtigung von Anlegerinteressen begründet.

Solche Tatsachen gibt es jedoch nicht. Insbesondere wird die Darstellung der Tatsachen, welche nach Auffassung der BaFin die Annahme erheblicher Bedenken für den Anlegerschutz rechtfertigen sollen, unter „1. Hintergrund“ (Entwurf Seite 2 f.) sowie – mit Rechtsausführungen vermengt – unter 2. b) aa) (Entwurf Seite 4 f.), 2. b) bb) (Entwurf Seite 5 f.), 2. b) cc) (Entwurf Seite 6 f.) und 2. b) dd) (Entwurf Seite 7 f.) diesen Anforderungen nicht gerecht.

Es fehlt bereits an einer hinreichend differenzierten Darstellung des relevanten Produktuniversums. Ausweislich der Belegstellen in den Fußnoten drängt sich der Eindruck auf, dass die Darstellung der nach Auffassung der BaFin relevanten Tatsachen überwiegend nicht aus Primär-, sondern aus Sekundärquellen geschöpft wurde, obwohl doch die BaFin selbst bis in die jüngste Vergangenheit hinein eine Vielzahl von (Basis-)Prospekten für *Referenzschuldnerbezogene Schuldverschreibungen, Kreditbezogene Schuldverschreibungen, An Kreditrisiken gekoppelte Schuldverschreibungen* u.ä. gebilligt hat, welche eine eingehende Analyse des Marktes ermöglicht hätten.

Daher sei hier zunächst festgehalten, dass Bonitätsanleihen eine indirekte Investition in Verbindlichkeiten des jeweiligen Referenzschuldners ermöglichen.

Dadurch können Privatkunden zum einen in Verbindlichkeiten von Schuldnern investieren, die ihnen ansonsten im Hinblick auf die an den relevanten Märkten gehandelten Stückelungen nicht zugänglich wären. So bieten gerade bonitätsstarke Emittenten vielfach keine für den Vertrieb an Privatanleger geeigneten Stückelungen mehr an. Zum anderen können Privatkunden durch den Erwerb einer Bonitätsanleihe im Vergleich zu einer Direktinvestition in eine Anleihe des Referenzschuldners einen sonstigen Mehrwert erhalten (etwa im Hinblick auf Zinszahlung, Laufzeit, Währung usw.). Der Zusammenhang zwischen Kreditereignis im Hinblick auf den Referenzschuldner einerseits und Zahlungspflicht des Emittenten andererseits wird in den einschlägigen Wertpapierprospekten (schon im Hinblick auf die Anforderungen an die Billigungsfähigkeit) – und darüber hinaus auch in sonstigen relevanten Unterlagen wie etwa Produktinformationsblättern – unmissverständlich und gut nachvollziehbar dargestellt.

Dass dieser Zusammenhang finanztechnisch und buchhalterisch durch Zerlegung der Bonitätsanleihe in ein Trägerinstrument (Anleihe) und ein in dieses eingebettetes Derivat (Credit Default Swap bzw. Short Put-Position in einer Anleihe des Referenzschuldners) dargestellt werden kann, ist für das Verständnis der Auszahlungsmechanik unerheblich. Ebenso unerheblich ist (entgegen Entwurf Seite 4 unten), dass der Kurs einer Bonitätsanleihe vor ihrer Endfälligkeit vom Preis des CDS des Referenzschuldners abhängt. Zum einen stellt der relevante Anlagehorizont in der Regel sowieso auf ein Halten bis zur Endfälligkeit ab, zum anderen führen die aufsichtsrechtlichen und die mit den relevanten Börsenbetreibern vereinbarten Anforderungen an die Stellung von Brief- und Geldkursen durch den Emittenten dazu, dass die Inhaber vor Endfälligkeit zum jeweils marktgerechten Preis verkaufen können. Wenn man (wie die BaFin es ausweislich der Ausführungen auf Seite 4 des Entwurfs unten offenbar tut) die jederzeitige Nachvollziehbarkeit der Preisentwicklung durch den – nicht entsprechend beratenen – Laien zum Maßstab machen wollte, dürfte auch kein Privatkunde mehr Aktien kaufen, da er deren Entwicklung ebenfalls nicht „technisch“ nachvollziehen kann.

Im Übrigen verkennt die Begründung des Entwurfs, dass die Feststellung des Eintritts eines Kreditereignisses durch ein neutrales ISDA Determination Committee und die Feststellung des Marktwerts der Referenzverbindlichkeit im Wege des Auktionsverfahrens eine institutionelle Sicherung der Anlegerinteressen gewährleisten. Es handelt sich insoweit um objektive Verfahren, die zu einer vollständigen Entkoppelung von dem Emittenten der Bonitätsanleihe führen und insoweit dieselbe Richtigkeitsgewähr bieten wie etwa die Anknüpfung an einen Index.

a) Vermeintlich irreführende Produktbezeichnung sowie damit zusammenhängende Vertriebsproblematik

Insoweit ist zunächst festzuhalten, dass die Bezeichnung „Bonitätsanleihe“ – aus deren angeblichem Irreführungspotential ein Argument für das Verbot abgeleitet werden soll – in der Praxis durchaus nicht (insbesondere nicht ohne weitere Klarstellung) allgemein üblich ist. So finden sich bei Programmen großer Emittenten

Bezeichnungen wie *Referenzschuldnerbezogene Schuldverschreibungen; Kreditbezogene Schuldverschreibungen; An Kreditrisiken gekoppelte Schuldverschreibungen; Kreditereignisabhängige Inhaberschuldverschreibungen* u.ä., denen als solche kein Irreführungspotential innewohnt. Im Übrigen ließe sich einem aus der Produktbezeichnung „Bonitätsanleihe“ resultierenden Irreführungspotential sehr einfach durch eine alternative Bezeichnung abhelfen. Hier steht der DDV selbstverständlich für Gespräche zur Verfügung.

Überdies ist auch festzuhalten, dass weder die Bezeichnung „Anleihe“ für das Produkt noch die Bezeichnung „Zins“ für die nach Maßgabe der Produktbedingungen geschuldete Vergütung unzutreffend ist. „Anleihe“ und „Zertifikat“ sind keine rechtlichen Kategorien, sondern marktgängige Bezeichnungen für bestimmte Arten von Schuldverschreibungen. Als „Anleihe“ bezeichnet man gemeinhin eine Schuldverschreibung, welche eine Forderung des Gläubigers auf Rückzahlung und (im Regelfall periodische) Zahlung vereinbarter Zinsen verbrieft. Eine Einbettung derivativer Elemente, welche den Rückzahlungs- und/oder Zinszahlungsanspruch modifizieren, ändert nichts daran, dass der Markt das Trägerinstrument weiterhin als „Anleihe“ bezeichnet.

Ebenso wenig folgt aus der Einbettung derivativer Elemente in eine Anleihe, dass es bei wirtschaftlicher Betrachtung nicht um eine Bereitstellung von Anleihekaptial ginge (entgegen u.a. S. 7 des Entwurfs). Auch wenn sich Bonitätsanleihen bewertungstechnisch in eine Anleihekomponente und ein derivatives Element zerlegen lassen, führt dies - anders als in dem Entwurf durchgängig unterstellt - keineswegs dazu, dass die Anleihekomponente gleichsam „verschwinden“ würde. Der Begriff „Anleihe“ ist demnach (anders als etwa Zusammensetzungen mit dem Begriff „Spar“) als solcher in keiner Weise geeignet, die Fehlvorstellung hervorzurufen, dass der Inhaber mindestens seinen Anlagebetrag zurück erhält, solange nicht der Emittent selbst insolvent wird. Wenn eine dahingehende Fehlvorstellung empirisch belegbar wäre, könnte sie zudem jederzeit durch entsprechende Aufklärung behoben werden.

Nichts anderes gilt für den Begriff „Zins“. Dieser bezeichnet gemeinhin ein zeitabhängiges Entgelt für die Überlassung von Kaufkraft (Kreditzins; Einlagenzins usw.) oder Gegenständen (Mietzins; Pachtzins). Der Zins enthält neben der Liquiditätsprämie (Preis der Zeit) stets auch eine Risikoprämie (Vergütung des Rückzahlungsrisikos). An Kreditrisiken gekoppelte Schuldverschreibungen (sowie auch sonstige an Basiswerte gekoppelte Anleihen) unterscheiden sich insoweit nur darin, dass die Risikoprämie neben dem Insolvenzrisiko des Emittenten selbst auch weitere (Insolvenz-, Markt-, Umwelt-) Risiken abdeckt. Die in dem Entwurf geäußerten Bedenken gegen die Bezeichnung des Entgelts für die Übernahme des Insolvenzrisikos des Referenzschuldners als „Zins“ beruhen daher auf unzutreffenden Vorstellungen. Da der Kunde mit der Bonitätsanleihe indirekt in eine Anleihe des Referenzschuldners investiert, unterscheidet sie sich insoweit von „einfachen“ Anleihen strukturell sogar weniger als manch andere basiswertabhängige Schuldverschreibungen. Im Übrigen kann auch bei „einfachen“ Anleihen die Rückzahlung von der Bonität mehrerer Schuldner abhängen, man denke nur an von der Konzernmutter garantierte Anleihen einer abhängigen

Gesellschaft. Dass dies per se zu einer – nicht durch entsprechende Aufklärung behebbaren – Fehlvorstellung („Rollenverwirrung“, Entwurf Ziffer 2. b) cc), Seite 6) führen würde, ist empirisch nicht belegt. Auch einem etwaigen „Teaser“-Effekt aufgrund der relativen Höhe der Zinsen im Vergleich zu „einfachen“ Anleihen kann jedenfalls durch entsprechende Aufklärung entgegengewirkt werden.

Eine ganz andere Frage ist, ob die Funktionsweise und die spezifischen Risiken von an Kreditrisiken gekoppelten Schuldverschreibungen im Vertrieb stets so hinreichend dargestellt werden, dass der Anlageinteressent eine selbstbestimmte Anlageentscheidung treffen kann. Feststellungen dazu, dass dies in der Praxis nicht der Fall wäre, enthält der Entwurf allerdings ebenfalls nicht. Soweit in dem Entwurf vermeintliche „Fehlberatungssituationen“ (Entwurf S. 3 oben, S. 6 f.) angesprochen werden, beziehen sich die entsprechenden Ausführungen ersichtlich nicht auf konkret festgestellte Verstöße gegen aufsichts- oder zivilrechtliche Verhaltenspflichten, sondern reflektieren bloße Hinweise auf ein mögliches Fehlverhalten im Einzelfall.

Tatsachen, welche die Annahme rechtfertigten, dass eine Beratung über Bonitätsanleihen oder ein beratungsfreier Erwerb dieser Produkte, die den einschlägigen aufsichts- und zivilrechtlichen Anforderungen gerecht werden, praktisch unmöglich wären, können auf diese Weise nicht dargelegt werden. Dies gilt umso mehr, als die BaFin bisher offenbar noch nicht versucht hat, den von ihr durch den Entwurf implizit angenommenen Missständen beim Vertrieb von Bonitätsanleihen mit den dafür eigentlich vorgesehenen Mitteln zu begegnen und stattdessen sofort zu einem Verbot des Vertriebs greifen will. Echte Missstände im Vertrieb müssten sich doch – gerade auch vor dem Hintergrund der von der BaFin zitierten Marktdaten (Entwurf Seite 8) – in einer signifikanten Anzahl von Kundenbeschwerden und Schadensersatzprozessen niederschlagen.

Nichts anderes gilt im Übrigen auch für die Antwort auf die Frage „ob das Renditeversprechen das übernommene Risiko adäquat vergütet“ (Entwurf Seite 5) und nach der für die Bewertung des eingebetteten CDS erforderlichen „fortgeschrittenen Sachkenntnis“ (Entwurf Seite 8 oben). Dabei handelt es sich letztlich um nichts anderes als um Varianten der Frage nach dem fairen Wert des Produkts (bzw. seinem Issuer Estimated Value i.S.d. DDV Fairness Kodex), für welche bereits spezifische Lösungen vorliegen. Diese – bislang auch von der BaFin als vorbildhaft anerkannten – Maßnahmen zur Gewährleistung von Preistransparenz scheinen bei der Abfassung des Entwurfs überhaupt nicht berücksichtigt worden zu sein. Unabhängig hiervon ist der DDV gerne bereit, weitere transparenzerhöhende Maßnahmen zu diskutieren. Denkbar wäre etwa die zusätzliche Veröffentlichung aktueller CDS-Daten des Referenzschuldners auf der Internetseite des DDV.

b) Vermeintlich hohe Produktkomplexität und Informationsdefizite

Insoweit ist zunächst festzuhalten, dass es sich bei den „Kreditereignissen“, an die marktgängige Emissionsprogramme anknüpfen (wie Insolvenz, Nichtzahlung, Restrukturierung), um Vorfälle handelt, die im wirtschaftlichen Leben de facto mit einer der Insolvenz des Referenzschuldners oder einem dieser nahe kommenden

Zustand gleichzusetzen und in den Prospekten und Vertriebsmaterialien ausführlich dargestellt sind. Kein Referenzschuldner zahlt seine Verbindlichkeiten „einfach so“ nicht (mit der Folge von Nichtzahlung, Vorfälligkeit, Restrukturierung), sondern – im Hinblick auf die schwerwiegenden Folgen einer Nichtzahlung – stets nur, weil er nicht kann.

Für das Verständnis des vom Anlageinteressenten zu übernehmenden Risikos reicht daher die Vorstellung aus, mittels der an Kreditrisiken gekoppelten Schuldverschreibung indirekt in eine Anleihe des Referenzschuldners zu investieren und deshalb davon abhängig zu sein, dass dieser während des relevanten Zeitraums (d.h. in der Regel der Laufzeit der Bonitätsanleihe) nicht insolvent wird. Eine begründete Meinung dazu, ob ein Referenzschuldner während der nächsten Jahre (nicht) insolvent wird, setzt ebenso wenig technisches Wissen über das Zustandekommen von CDS-Preisen, Ratingmigration usw. voraus, wie die direkte Investition in eine Aktie oder Anleihe die Befähigung zur Analyse des Geschäftsmodells und/oder der Bilanzen des Emittenten erfordert.

Dies alles zeigt, dass für das Verständnis der Produktstruktur und der Risiken eine Parallelwertung in der Anlegersphäre absolut ausreicht – die korrekte Bepreisung ist eine ganz andere Frage (siehe dazu vorstehend zu a) am Ende).

Der fehlende Börsenhandel in CDS (Entwurf Seite 8) ändert an der Verständlichkeit der Produktstruktur und der Risiken nichts. Dass Privatkunden den „Besonderheiten eines hochprofessionellen Marktsegments“ (Entwurf Seite 5 f.) ausgesetzt seien, begründet ebenfalls keine spezifischen Bedenken gegen Bonitätsanleihen. Gerade die hochprofessionellen Marktteilnehmer stehen für eine faire Bewertung und Preisfindung in sämtlichen Finanzmärkten. Allen Finanzmärkten ist gemein, dass sie (glücklicherweise) von „professionellen Marktteilnehmern mit entsprechender Expertise geprägt“ (Entwurf Seite 6 oben) sind. Dies gilt auch für Wertpapierbörsen, an denen die von nichtprofessionellen Marktteilnehmern gehandelten Volumina ebenfalls verhältnismäßig gering sind.

Dass nach Eintritt des Kreditereignisses die Höhe des Rückzahlungsbetrags vom Ergebnis eines Auktionsverfahrens abhängt (Entwurf Seite 5), führt nicht zu einer besonderen Komplexität, die erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz aufzuwerfen vermöchte. Insoweit ist der Inhaber nicht anders gestellt, als wenn er direkt eine Anleihe des Referenzschuldners erworben hätte und nicht auf die Auszahlung der Insolvenzquote warten, sondern verkaufen will. Das Auktionsverfahren unterscheidet sich vom Preisfindungsmechanismus an der Börse letztlich allein durch die Zahl der Teilnehmer, nicht aber im Hinblick auf den Anspruch auf Richtigkeitsgewähr.

c) Interessenkonflikte

Dass im Zusammenhang mit an Kreditrisiken gekoppelte Schuldverschreibungen ein „besonderes“ Risiko von Interessenkonflikten bestehen soll, entspricht nicht den Tatsachen. Der zitierte Risikohinweis zu Interessenkonflikten (Entwurf Seite 7) ist kein Spezifikum von Bonitätsanleihen, sondern ein allgemein üblicher Hinweis,

der auch in Prospekten für sämtliche sonstige Arten von (basiswertbezogenen) Wertpapieren verwendet wird. Im Übrigen enthält das geltende Recht detaillierte Regeln zum Umgang mit Interessenkonflikten – es fehlt jeglicher Beleg dafür, dass es insoweit im Zusammenhang mit Kreditrisiken in erhöhtem Maße zu Verstößen kommt. Ganz im Gegenteil haben unseres Wissens Prüfungen in der Vergangenheit niemals zu relevanten Beanstandungen geführt. Das angebliche „Risiko, dass Emittenten die Bonität des Referenzschuldners beeinflussen können“ (Entwurf Seite 7 unten) beruht offenbar auf der Fehlvorstellung, dass die Emission strukturierter Produkte eine „Wette“ zwischen dem Emittenten und dem Inhaber sei und der Emittent daher am Eintritt des Kreditereignisses wirtschaftlich interessiert sei. Dies ist aber gerade nicht der Fall. Vielmehr wird dem Inhaber lediglich die Möglichkeit verschafft, durch Zwischenschaltung des Emittenten eine indirekte Investition in eine Anleihe des Referenzschuldners zu tätigen. Das wirtschaftliche Interesse der Emittenten, auf welches in den im Entwurf zitierten Risikohinweisen mit Blick auf potentielle Interessenkonflikte Bezug genommen wird, besteht in den dort erwähnten weiteren, von den Bonitätsanleihen unabhängigen Geschäftsbeziehungen des Emittenten zu den Referenzschuldnern als Unternehmen. In diesen Geschäftsbeziehungen ist der Emittent bei realitätsnaher Betrachtung selbst an einer guten Bonität des bzw. der Referenzschuldner und keinesfalls am Eintritt eines Kreditereignisses interessiert.

Die im Entwurf gerade im Zusammenhang mit dem angeblich erhöhten Interessenkonfliktrisiko aufgestellte Behauptung, dass Privatkunden „in Bezug auf bonitätsabhängige Produkte strukturell unterlegen“ seien (Entwurf Seite 8), und der insoweit hergestellte Zusammenhang mit Marktdaten (die allerdings gerade keine spezifische Aussage zum Volumen des Vertriebs an Privatkunden enthalten), sollen wohl andeuten, dass die Emittenten mittels an Kreditrisiken gekoppelter Schuldverschreibungen in unzulässiger Weise Kreditrisiken auf Privatkunden abwälzen würden. Dafür gibt es jedoch keinerlei tatsächliche Anhaltspunkte. Im Übrigen fehlt es auch hier an jeglichen Feststellungen dazu, dass etwa einzelne Anleger in einem Ausmaß zu Investitionen in an Kreditrisiken gekoppelte Schuldverschreibungen verleitet worden wären, das über die sinnvolle Beimischung zu einem Portfolio hinausginge.

2. Verhältnismäßigkeit

Dass ein mildereres Mittel nicht in Betracht komme, bleibt im Ergebnis eine bloße Behauptung. Insoweit fehlt es bereits an der sinnvollen Differenzierung zwischen wertungsmäßig höchst verschiedenen Sachverhaltsalternativen (siehe vorstehend zu 1). Etwaigen Missständen im Vertrieb kann im Übrigen grundsätzlich stets durch entsprechende Auflagen (d.h. Beschränkungen i.S.d. § 4b Abs. 1 WpHG) entgegengewirkt werden. Ein Vertriebsverbot kommt insoweit unter Verhältnismäßigkeitsgesichtspunkten überhaupt nur in Betracht, wenn es praktisch unmöglich wäre, dass der sachgerecht beratene bzw. im beratungsfreien Geschäft angemessen informierte Kunde eine selbstbestimmte Anlageentscheidung treffen könnte. Dafür fehlt es jedoch an jeglichen Anhaltspunkten.

In diesem Zusammenhang sei noch festgehalten, dass es vor dem Hintergrund der Anforderungen des § 31a Abs. 7 Satz 3 WpHG nicht richtig ist, dass „Privatkunden, die aufgrund ihrer Erfahrung, ihrer Kenntnisse und ihres Sachverstandes in der Lage sind, im Markt für Bonitätsanleihen aktiv zu werden, [...] nach Maßgabe des § 31a Abs. 7 WpHG als professionelle Kunden eingestuft werden [können]“ (Entwurf Seite 10). Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand genügen für eine Hochstufung nach § 31a Abs. 7 WpHG nicht. Hinzukommen muss vielmehr ein bestimmtes Mindestvermögen. Der Entwurf behauptet hier eine Lösungsmöglichkeit, die dem „durchschnittlichen Anleger“, auf den der Entwurf immer wieder abstellt, gerade nicht offensteht. (Auch) deshalb ist die Maßnahme unter dem Gesichtspunkt des massiven Eingriffs in die Wahlfreiheit der Kunden nicht zu rechtfertigen. Die undifferenzierte Ausdehnung des Verbots auf alle Privatanleger berücksichtigt weder das Leitbild des mündigen Verbrauchers noch das – das Wertpapieraufsichtsrecht in erster Linie prägende – Leitbild des informierten Anlegers.

Gerne stehen wir für eine persönliche Erläuterung unserer Standpunkte und insbesondere für eine Diskussion über Maßnahmen, die Transparenz im Sinne des Anlegerschutzes noch weiter zu erhöhen, zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Hartmut Knüppel
Geschäftsführender Vorstand



Christian Vollmuth
Geschäftsführer