

WINHELLER · Friedrich-Ebert-Anlage 35-37 · 60327 Frankfurt a.M.

BaFin Bonn Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Postfach 1253  
53002 Bonn

WINHELLER  
Rechtsanwalts-gesellschaft mbH  
Tower 185  
Friedrich-Ebert-Anlage 35-37  
60327 Frankfurt am Main  
Germany

Tel.: +49 (0)69 76 75 77 80  
Fax: +49 (0)69 76 75 77 810

info@winheller.com  
www.winheller.com

Frankfurt <sup>■</sup>  
Berlin <sup>□</sup> Hamburg <sup>□</sup>  
Karlsruhe <sup>□</sup> München <sup>□</sup>

Ihr Schreiben vom	Ihr Zeichen	Unser Zeichen	Frankfurt a.M., den
	VBS 7-Wp 5427- 2016/0019	lau/fbe	15.08.2016

Sehr geehrte Damen und Herren,

mit dem Kleinanlegerschutzgesetz vom 09.07.2015 wurde § 4b neu in das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) aufgenommen. Er ist nach Titel VII der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR) modelliert. In Anbetracht der Geschehnisse am Grauen Kapitalmarkt, insbesondere jenen um die damalige Prokon GmbH, hat sich der deutsche Gesetzgeber entschlossen, diese Vorschrift zur zeitlichen Überbrückung bis zum Inkrafttreten der Verordnung am 03.01.2017 ins nationale Recht aufzunehmen. § 4b WpHG gewährt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ein umfassendes Produktinterventionsrecht. Explizit besteht dieses Recht auch zur Sicherstellung des Anlegerschutzes.

Mit der vorgeschlagenen Allgemeinverfügung bezüglich sogenannter „Bonitätsanleihen“ setzt die BaFin die vom Gesetzgeber vorgesehene Möglichkeit nun in die Praxis um. Wir bedanken uns für die Möglichkeit, uns hierzu schriftlich äußern zu können und möchten im Folgenden einige Anmerkungen in rechtlicher und tatsächlicher Hinsicht einbringen.

## **1. Hintergrund**

Die Einordnung der Rechtsnatur von Bonitätsanleihen unter Bezugnahme auf die Definition des Deutschen Derivateverbands e. V. ist gelungen. Unserer Ansicht nach könnte die BaFin jedoch noch deutlicher hervorheben, dass Bonitätsanleihen mit tatsächlichen Anleihen nur dem Namen nach verwandt sind.

Inkorrekt erscheint uns hingegen folgende Passage:

*„Nach Erwerb der Bonitätsanleihe nimmt der Kunde daher die Rolle eines Sicherungsgebers ein, da er das Risiko einer Leistungsstörung in einer zugrundeliegenden Kreditverbindlichkeit übernimmt. Im Gegenzug erhält der Kunde Zahlungen für die Übernahme des Risikos eines Kreditereignisses.“*

Die Passage kann so verstanden werden, dass zwischen dem Emittenten der Bonitätsanleihe und dem in der Anleihe bestimmten Referenzschuldner eine Kreditverbindlichkeit bestehen müsste. Dies ist jedoch nicht der Fall. Theoretisch kann eine Bonitätsanleihe auch mit einem Referenzschuldner aufgelegt werden, der keinerlei Kreditverbindlichkeiten mit dem Emittenten eingegangen ist. Wir schlagen daher vor, den zweiten Absatz ab der zitierten Passage wie folgt umzuformulieren:

*„Im Gegensatz zu einer klassischen Anleihe geht der Kunde keinerlei Vertragsbeziehung mit dem in der Bonitätsanleihe bezeichneten Referenzschuldner ein. Lediglich durch die Gestaltung des Zertifikats übernimmt er das Risiko des Eintritts eines Kreditereignisses beim Referenzschuldner. Hierfür erhält er eine (für gewöhnlich als ‚Zins‘ bezeichnete) Prämie vom Emittenten. Vertragspartner des Kunden bleibt jedoch allein der Emittent.“*

Diese Formulierung ermöglicht es auch, bereits im folgenden Absatz auf das doppelte Risiko hinzuweisen, das ein Anleger mit dem Erwerb einer Bonitätsanleihe eingeht. Denn mit einem solchen Zertifikat trägt er nicht nur das Kreditrisiko des Referenzschuldners. Er trägt auch das Insolvenzrisiko des Emittenten. Wird dieser zahlungsunfähig, fallen Prämien- und Rückzahlung unabhängig von der Bonität des Referenzschuldners aus. Da Zertifikate spätestens seit dem Untergang der US-amerikanischen Bank Lehman Brothers einen Ruf als riskante Anlageform haben, erscheint uns ein Hinweis auf dieses Emittentenrisiko bereits an dieser Stelle angezeigt. Wir regen daher an, den dritten Absatz wie folgt umzuformulieren:

*„Trotz der Bezeichnung als Bonitätsanleihe und der Vermarktung als ‚Anlageprodukt‘ oder ‚Zinsprodukt‘ tritt der Kunde nicht in die Rolle eines Darlehensgebers. Vielmehr nimmt er gegenüber dem Emittenten die Rolle eines Versicherungsgebers für die Kreditrisiken des Referenzschuldners ein. Es handelt sich damit um Derivate, denen das Risiko einer oder mehrerer Forderungen zugrundeliegt; sie werden wegen der Ableitung aus dem Kreditrisiko auch als Kreditderivat bezeichnet.<sup>2</sup> Es ist anerkannt, dass die Produktstruktur daher der Übertragung von Kreditrisiken auf andere Marktteilnehmer dient und die Auslagerung von Ausfallrisiken ermöglicht.<sup>3</sup> Der Anleger erhält trotz gegenteiliger Bezeichnung somit auch keinen Zins auf ein gewährtes Darlehen. Die Zahlungen des Emittenten gleichen vielmehr einer Versicherungsprämie. Aufgrund dieser Gestaltung trägt der Anleger sowohl das Kreditrisiko des Referenzschuldners als auch das Insolvenzrisiko des Emittenten.“*

## **2. Rechtliche Erwägungen**

Im Folgenden machen wir einige Änderungsvorschläge zu einzelnen Punkten, die unserer Ansicht nach nötig sind, um die geplante Anordnung auf rechtssichere Füße zu stellen. Gleichzeitig äußern wir Bedenken hinsichtlich der Verhältnismäßigkeit der geplanten Maßnahme.

### **a) Erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz**

Interessanterweise nehmen weder das Gesetz noch die Entwurfsbegründung zu § 4b WpHG (BT-Drucks. 18/4708) Bezug auf die MiFIR. Da der Wortlaut des § 4b WpHG mit dem Wortlaut des Art. 42 der Verordnung jedoch fast identisch ist, überzeugt der Ansatz der BaFin, für die Auslegung, ob erhebliche Bedenken des Anlegerschutzes bestehen, auf den diesbezüglich veröffentlichten Hinweis der European Securities and Markets Authority (ESMA) und auf Art. 19 des Entwurfs für eine Delegierte Verordnung zurückzugreifen.

Dass die BaFin unter den 21 möglichen Kriterien die Kriterien der Komplexität, der typischen Kundenbasis, der Transparenz, der Vertriebspraxis sowie der Informationsmöglichkeiten herausgreift, ist angesichts des sich ergebenden Problemkreises bei Bonitätsanleihen auch nachvollziehbar.

#### **aa) Hohe Produktkomplexität**

Die BaFin stellt korrekt fest, dass die wenigsten Privatanleger mit dem Begriff des Kreditereignisses vertraut sind und diesen korrekt einordnen und bewerten können. Wie von der BaFin dargestellt, liegt dies daran, dass die „International Swaps and Derivatives Association“ (ISDA) unter Privatanlegern wohl weitgehend unbekannt ist und die von ihr veröffentlichten „ISDA Credit Derivatives Definitions“ eine sehr weitgehende Auslegung des Begriffs des Kreditereignisses enthalten.

Aus unserer Sicht nicht hinreichend berücksichtigt wird im Entwurf für die Allgemeinverfügung jedoch, dass jeder Anleger zumindest mit dem allgemeinen Insolvenzrisiko eines Unternehmens typischerweise sehr wohl vertraut ist. Bei quasi jeder Anlageform, insbesondere aber bei „gewöhnlichen“ Anleihen geht ein Anleger bewusst das Risiko ein, dass der Vertragspartner insolvent wird. Hier wird dem Anleger ohne weiteres zugetraut, das Risiko des Zahlungsausfalls mit der in Aussicht gestellten Rendite zu vergleichen und eigenverantwortlich abzuwägen, ob dieses Risiko adäquat vergütet wird. Im Gegensatz zur Wahrscheinlichkeit eines Kreditereignisses kann sich über das Insolvenzrisiko auch jeder Privatanleger einfach informieren. Denn dieses wird üblicherweise durch die Ratings der großen Ratingagenturen erfasst. Die Agenturen stellen diese Ratings zumeist kostenlos zur Verfügung. Darüber hinaus veröffentlichen auch viele Unternehmen ihr aktuelles Rating. Auch in den Medien werden die Ratings einzelner Schuldner anlässlich aktueller Ereignisse häufig kolportiert.

Unserer Ansicht nach sollte zur Verdeutlichung des Unterschieds zwischen Kreditereignis und allgemeiner Insolvenzwahrscheinlichkeit folgender Satz nach der stichpunktartigen Aufzählung eingefügt werden:

*„Die möglichen Auslöser für ein Kreditereignis gehen damit weit über das allgemeine Insolvenzrisiko hinaus, mit dem Privatanleger üblicherweise vertraut sind und über das sie sich aus allgemein zugänglichen Quellen (Ratingagenturen, Unternehmenswebseiten, Medien) informieren können.“*

Im vierten Absatz halten wir die Aussage für ungünstig, dass Privatanleger in einem „worst of“-Szenario nicht in der Lage sind, eine kumulierte Bewertung des Gesamtrisikos vorzunehmen. Soweit sie eine Bewertung der einzelnen Bonitäten vornehmen können, ist es zumindest nicht ausgeschlossen, dass sie im Wege stochastischer Multiplikation auch das Gesamtrisiko bewerten können.

Wir empfehlen daher, das Wort „*nicht*“ durch die Wörter „*kaum noch*“ zu ersetzen.

### **bb) Beteiligung von Privatkunden an professionell geprägten Märkten bzw. Zugang zu relevanten Informationen**

Satz 2 dieses Abschnittes lautet:

*„Bei Bonitätsanleihen handelt es sich um Finanzinstrumente, die auf Kreditrisiken beruhen, die wiederum durch den Handel mit CDS erzeugt werden.“*

Dieser Satz besagt, dass Kreditrisiken durch den Handel mit Credit Default Swaps (CDS) **erzeugt** werden. Unserem Verständnis nach ist dies nicht zutreffend. Kreditrisiken wie auch das allgemeine Insolvenzrisiko werden nicht durch den Handel Dritter mit Finanzinstrumenten erzeugt. Vielmehr resultieren sie aus dem allgemeinen Geschäftsbetrieb eines Unternehmens, der profitabel oder unprofitabel sein kann.

CDS als eine Form der Kreditausfallversicherung sind lediglich geeignet, die Höhe dieser Risiken zu **bewerten**. Je nachdem, für wie wahrscheinlich der Markt den Eintritt eines Kreditereignisses bei einem bestimmten Schuldner hält, werden CDS teurer oder billiger gehandelt. Wir regen daher an, den Satz wie folgt zu ändern:

*„Bei Bonitätsanleihen handelt es sich um Finanzinstrumente, die auf Kreditrisiken beruhen, deren Eintrittswahrscheinlichkeit durch den Preis von am Markt gehandelten CDS einschätzbar wird.“*

Der restliche Absatz stellt in seiner vorgesehenen Ausgestaltung dann sehr gut dar, warum diese Risikobewertung dem durchschnittlichen Privatanleger unzugänglich bleibt.

### **cc) Irreführende Produktbezeichnung/-beschreibung**

Wir können den Ausführungen der BaFin in diesem Abschnitt nur vollumfänglich zustimmen. Insbesondere die Vermarktung von Bonitätsanleihen an Privatanleger als gleichwertige Alternative zu Anleihen und Festgeld im Negativzinsumfeld halten wir für bedenklich.

### **dd) In der Produktstruktur angelegtes Interessenkonfliktrisiko**

Wir halten den gesamten Abschnitt für bedenklich. Nicht umsonst enthält der Entwurf der Delegierten Verordnung einen Interessenkonflikt beim Emittenten nicht als Kriterium für eine Produktintervention. Ein solcher Konflikt kann im Prinzip bei jedem Finanzinstrument bestehen. Bei klassischen Put-/Call-Optionen bietet ein Emittent üblicherweise beide Positionen an. Bei der Auflage von Fonds ist es nicht unüblich, dass der Fondsanbieter selber in Positionen investiert ist, die er über den Fonds dem Publikum zugänglich macht. Selbst beim Vertrieb klassischer Anleihen ist es nicht ausgeschlossen, dass eine Bank auch gleichzeitig Darlehensgeber des Anleiheschuldners oder sonst in diesen investiert ist und daher ein Interesse daran hat, dass der Schuldner möglichst viele Anleihen zu möglichst günstigen Konditionen platzieren kann. Demgegenüber scheint uns die Auflage einer Kreditversicherung für vom Emittenten an den Referenzschuldner vergebene Kredite markttechnisch und finanzlogisch nachvollziehbar.

Dem Kriterium des Interessenkonfliktes kann daher unserer Meinung nach keine aufsichtsrechtliche Relevanz zukommen. Dies gilt insbesondere, da – wie im Entwurf für die Allgemeinverfügung aufgeführt – die Institute auf diesen Interessenkonflikt in ihren Prospekten hinweisen. Der Abschnitt sollte daher unserer Ansicht nach komplett gestrichen werden.

#### **ee) Weite Verbreitung bei Privatkunden**

In diesem Abschnitt beschäftigt sich die BaFin mit dem unbestimmten Tatbestandsmerkmal der „Erheblichkeit“. Dabei stellt sie auf ein quantitatives Merkmal ab und verweist auf die hohe Verbreitung von Bonitätsanleihen unter Privatkunden.

Unserer Ansicht nach ist eine Auslegung des Begriffs der „Erheblichkeit“ unter quantitativen Gesichtspunkten nicht möglich. Dies zeigt die Systematik des § 4b WpHG, der in Absatz 3 eine Produktintervention der Bundesanstalt auch unter Aspekten des Anlegerschutzes bereits erlaubt, bevor Vermarktung, Vertrieb oder Verkauf des Finanzinstruments überhaupt begonnen haben. Naturgemäß liegt die quantitative Verbreitung dieses Finanzinstruments dann bei null.

Auch nach dem Sinn und Zweck der Norm erscheint es uns irrelevant, ob eine hohe oder geringe Verbreitung vorliegt. Auch ein Produkt, das nur an eine sehr geringe Zahl von Anlegern oder nur an eine bestimmte Berufsgruppe vertrieben wird, kann erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz auslösen. Gleichzeitig löst eine hohe Verbreitung eines Finanzinstruments nicht automatisch auch Bedenken für den Anlegerschutz aus.

Das Kriterium der quantitativen Verbreitung ist für die Auslegung des Tatbestandsmerkmals der Erheblichkeit demnach aus unserer Sicht ungeeignet. Sollte die BaFin auf diese Auslegung zurückgreifen, schafft sie unserer Ansicht nach einen gefährlichen Präzedenzfall. Sollte in Zukunft ein für den Anlegerschutz bedenkliches Finanzinstrument auf den Markt kommen, das jedoch nur eine beschränkte Verbreitung findet, könnten dessen Emittenten auf die an der quantitativen Auslegung der Erheblichkeit orientierte Verwaltungspraxis der BaFin verweisen, um unter Hinweis auf die mangelnde Verbreitung ihres Produkts gegen eine Intervention der Behörde zu argumentieren.

Unabhängig vom Tatbestandsmerkmal der Erheblichkeit ist der Hinweis auf die hohe Verbreitung von Bonitätsanleihen unter Privatkunden unserer Ansicht nach geeignet, das spezifische Einschreiten der BaFin zugunsten von Privatkunden zu begründen. Wir empfehlen daher, die ersten beiden Absätze zu streichen und den dritten Absatz an das Ende der Ausführungen zu Abschnitt 1 der Begründung (Hintergrund) zu stellen. Da es sich bei Absatz 3 ausschließlich um tatsächliche Sachverhalte und nicht um rechtliche Bewertungen handelt, wären die dort gemachten Angaben in den Ausführungen zum Hintergrund aus unserer Sicht an der richtigen Stelle.

Abschnitt ee) sollte hingegen wie folgt neu gefasst werden:

*„ee) Erheblichkeit der Bedenken*

*Die vorgetragenen Bedenken für den Anlegerschutz sind auch erheblich im Sinne des § 4b Abs. 2 Nr. 1 Buchst. a) Var. 1 WpHG. Hierbei handelt es sich um einen unbestimmten und damit auslegungsbedürftigen Rechtsbegriff.*

*Nach dem allgemeinen Wortlautverständnis bedeutet der Begriff der Erheblichkeit, dass eine bestimmte Bedenklichkeitsschwelle überschritten werden muss. Nicht jegliche Bedenken sollen zu einer Produktintervention der Aufsichtsbehörden führen.*

*Dies entspricht auch der Entwurfsbegründung. Nach den Ausführungen der Koalitionsfraktionen der CDU/CSU und SPD sollten mit dem Kleinanlegerschutzgesetz, angemessene Lösungen im Spannungsverhältnis zwischen dem Verbraucherschutz einerseits und dem mündigen Bürger andererseits sowie den sehr sensiblen und außergewöhnlichen Finanzierungsinstrumenten und Finanzierungsformen gefunden werden.’ (BT-Drucks. 18/4708, S. 57).*

*Demnach soll die Bundesanstalt nicht in die Position eines Torwächters gerückt werden, die allgemein über die Angemessenheit jeglicher Finanzinstrumente für den Markt im Gesamten und für Privatkunden im Speziellen entscheidet. Vielmehr soll die Schwelle der Erheblichkeit sicherstellen, dass ein Eingreifen nur dann stattfindet, wenn die Risiken aufgrund der Eigenarten eines Finanzinstruments hoch und auch für den mündigen Anleger kaum überschaubar sind.*

*Dem entspricht auch die Systematik des Gesetzes. § 4b Abs. 1 WpHG räumt der Bundesanstalt ein Entschließungsermessen ein (,kann [...] treffen’). Alle anderen Vorschriften, die ein Einschreiten der Bundesanstalt zugunsten des Anlegerschutzes fordern, namentlich § 7 Abs. 2a, § 36a Abs. 3 Satz 2, § 37j Nr. 3 WpHG, erlauben höchstens ein Auswahlermessen. Dafür muss die Bundesanstalt hier bereits allgemein bei einer Gefährdung des Anlegerschutzes einschreiten.*

*Der Gesetzgeber erlaubt der Bundesanstalt mit § 4b WpHG also ein eigenmächtiges Vorgehen, schränkt ihren Handlungsspielraum durch das erforderliche Überschreiten der Erheblichkeitsschwelle aber auf Fälle ein, die über allgemeine Anlegerschutzbedenken hinausgehen.*

*Auch der Sinn und Zweck der Norm erfordert, dass an die Erheblichkeit der Bedenken für den Anlegerschutz hohe Anforderungen gestellt werden. Der Anlegerschutz steht in § 4b Abs. 2 Nr. 1 Buchst. a) WpHG auf einer Stufe mit Gefahren für das ordnungsgemäße Funktionieren und die Integrität der Finanz- oder Warenmärkte oder für die Stabilität des gesamten Finanzsystems. Diese weiteren Tatbestandsvarianten sind überragende Güter des Allgemeinwohls, die nur in extremen Fällen durch den Vertrieb, die Vermarktung oder den Verkauf von Finanzinstrumenten betroffen sein werden. Indem der Gesetzgeber den Anlegerschutz auf dieselbe Stufe mit diesen Gütern gestellt hat, wollte er ausdrücken, dass die Bundesanstalt nur in besonders schwerwiegenden Fällen tätig werden soll, und hat dies durch das Einfügen des zusätzlichen Kriteriums der Erheblichkeit verdeutlicht.*

*Die Erheblichkeitsschwelle des § 4b Abs. 2 Nr. 1 Buchst. a) Var. 1 WpHG ist nach diesen Ausführungen also dann überschritten, wenn es als überwiegend wahrscheinlich angesehen werden muss, dass Vermarktung, Vertrieb und Verkauf eines Finanzinstruments zu hohen Verlusten bei den Anle-*

gern führen werden, die diese Risiken nicht übersehen konnten und bei deren Kenntnis sie das Finanzinstrument nicht erworben hätten.

Dies ist in Bezug auf Bonitätsanleihen der Fall. § 4b Abs. 2 Nr. 3 WpHG zeigt, dass die Bundesanstalt ihre Bewertung der Bedenken für den Anlegerschutz auf bestimmte Anlegergruppen beschränken kann. Hier bestehen erhebliche Bedenken für die in Rede stehenden Privatkunden im Sinne des § 31a Abs. 3 WpHG.

Der dargestellte Sachverhalt und die vorgetragenen Bedenken zeigen, dass Privatkunden Bonitätsanleihen oft unter falschen Vorstellungen kaufen. Anstatt sie als hochriskante und komplexe Kreditderivate zu erkennen, wird ihnen durch die Vertriebspraxis vermittelt, ‚Anlageprodukte‘ bzw. ‚Zinsprodukte‘, die mit klassischen Anleihen vergleichbar sind, zu erwerben. Eine Aufklärung zu dem weiten Begriff des ‚Kreditereignisses‘ findet kaum statt. Eine Einschätzung des Risikos für den Eintritt eines solchen Kreditereignisses kann ein Privatanleger mangels Zugangs zum CDS-Markt nicht leisten. Dass er darüber hinaus im Falle eines solchen Kreditereignisses nicht in einer Reihe mit den Anleihegläubigern gegenüber dem Referenzschuldner steht, sondern sich sein Rückzahlungsanspruch nach den für Privatanleger undurchsichtigen Regeln der ISDA bestimmt, macht eine Berechnung des Risikos und der dafür angemessenen Rendite unmöglich.

Es ist daher zu besorgen, dass aufgrund des weiten Begriffes des Kreditereignisses, der weit über die Insolvenz eines Unternehmens hinausgeht, zahlreiche Anleger hohe Verluste bis hin zum Totalverlust mit Bonitätsanleihen erleiden werden. Die mangelnde Aufklärung durch den Vertrieb und die Verschleierung der Natur des Finanzprodukts als komplexes Kreditderivat durch die Bezeichnung ‚Bonitätsanleihe‘ und der zu zahlenden Prämien als ‚Zins‘ begründet den Verdacht, dass die meisten Anleger diese Produkte nicht erworben hätten, wenn sie deren wahre Natur und die damit verbundenen hohen Risiken gekannt hätten.“

#### **b) Besondere Geeignetheit und Verhältnismäßigkeit i. S. d. § 4b Abs. 2 Nr. 2 und 3 WpHG**

Den hier gemachten Ausführungen kann vollumfänglich zugestimmt werden.

#### **c) Allgemeine Verhältnismäßigkeit der Anordnung**

Unserer Ansicht nach bestehen im Rahmen der allgemeinen Verhältnismäßigkeit des geplanten Verbotes Bedenken hinsichtlich seiner Erforderlichkeit.

Erforderlich ist eine Maßnahme, wenn keine gleich geeigneten, mildereren Mittel zur Verfügung stehen. Im Rahmen ihrer Befugnisse nach § 4b WpHG darf die BaFin neben Verboten auch Beschränkungen und Auflagen erlassen.

Unserer Ansicht nach bestehen für die BaFin Möglichkeiten, die dargestellten Bedenken für den Schutz von Privatanlegern auszuräumen, die Anlageklasse aber trotzdem als Investmentmöglichkeit für Privatkunden zu erhalten.

Zum einen ist es so möglich, die verschleiernde Bezeichnung als Bonitätsanleihe mit Zinszahlungen zu untersagen. Stattdessen könnte die BaFin eine Auflage erteilen, dass entsprechende Produkte künftig nur noch als Bonitätszertifikate vertrieben werden dürfen. Zusätzlich sollten Emittenten künftig nur noch von Prämien- statt von Zinszahlungen sprechen dürfen.

Die Komplexität der Produkte ließe sich darüber hinaus auf ein den Anleihen vergleichbares Maß reduzieren. Dafür könnte die BaFin eine Auflage erlassen, nach der als Kreditereignis nur noch die Insolvenz des Referenzschuldners gelten darf. Dadurch ist es für den Privatanleger auch nicht mehr nötig, am professionellen CDS-Markt teilzunehmen. Stattdessen kann er sich, wie oben dargestellt, über das allgemeine Insolvenzrisiko des Schuldners über die öffentlich zugänglichen Bewertungen der Ratingagenturen informieren.

Zudem ist das Vertriebsverbot und dessen rechtliche Begründung unseres Erachtens nach teilweise inkongruent. So geht die BaFin in Abschnitt 2. b) aa) auf strukturierte Produkte der Varianten „worst of“ und „flex“ ein und beschreibt sie zutreffend als komplex und für den durchschnittlichen Privatanleger kaum bewertbar. Das von der BaFin geplante Verbot bezieht sich hingegen auf alle Arten von Bonitätsanleihen und nicht nur auf die komplexer strukturierten Varianten. Unseres Erachtens ist das zur Erreichung des Anlegerschutzes geeignete und weniger einschneidende Mittel die Untersagung von Vertrieb, Vermarktung und Verkauf lediglich solcher Bonitätsanleihen, die mehrere Referenzschuldner ausweisen oder als „Flex“-Produkte strukturiert sind.

Im Ergebnis würden somit nur noch Vertrieb, Vermarktung und Verkauf von „Bonitätszertifikaten“ an Privatkunden erlaubt sein, die lediglich einen Referenzschuldner ausweisen und nur ausfallen, wenn dieser insolvent wird. Damit wären sie tatsächlich vergleichbar mit klassischen Anleihen, außer dass der Anleger zusätzlich zum Insolvenzrisiko des Referenzschuldners auch das Emittentenrisiko trägt. Dies ist jedoch bei allen Derivaten der Fall, auch z. B. bei simplen Put-/Call-Optionen. Es kann daher davon ausgegangen werden, dass der durchschnittlich informierte Anleger sich mit diesen Risiken auseinandersetzen und sie im Vergleich zur erzielbaren Prämie gewichten kann.

Damit wären die strukturellen Bedenken der Anlageklasse „Bonitätsanleihen“ ausgeräumt, und den Privatkunden bliebe auch im Nullzinsumfeld eine vom Aktienmarkt unabhängige Anlageklasse erhalten, aus der sie regelmäßige Zahlungen beziehen könnten. Wir schlagen vor, die dargestellten Handlungsalternativen zu prüfen und ggf. umzusetzen. Sollte die gleiche Eignung verneint werden, sollte dies in den Ausführungen zur Erforderlichkeit dargestellt und begründet werden.

### **3. Zusammenfassung**

Insgesamt begrüßen wir die Initiative der BaFin, den Vertrieb komplexer Bonitätsanleihen an Privatanleger zu stoppen. Wir teilen die Ansicht der Aufsicht, dass hier teilweise versucht wird, mit bewusst falscher Darstellung gutgläubige Privatanleger in für sie untaugliche und undurchsichtige Produkte zu locken. Gleichzeitig fürchten wir jedoch, dass die BaFin mit einem kompletten Verbot von Bonitätsanleihen über das Ziel hinausschießt und den Privatanlegern eine potentiell sinnvolle Anlageklasse entzieht. Selbst wenn ein solches komplettes Verbot verhältnismäßig wäre, sollte unserer Ansicht nach überlegt werden, ob es auch zweckmäßig ist. Denn so könnten Privatanleger auf der Suche



nach Rendite in teilweise noch riskantere Anlageformen getrieben werden, wie z. B. Anleihen von wenig kreditwürdigen Schuldern („High-Yield-Anleihen“ bzw. „Junk-Bonds“) oder Beteiligungen an Kommanditgesellschaften, die nicht an der Börse gehandelt werden.

Unsere rechtlichen Ausführungen möchten wir als Anregung verstanden wissen und hoffen, dass sie dabei helfen, die Anordnung der Bundesanstalt, wie immer sie am Ende ausfällt, in rechtlich sicheres Fahrwasser zu bringen.

Wir bedanken uns noch einmal für die Gelegenheit, diese Stellungnahme abgeben zu dürfen, und verbleiben

mit freundlichen Grüßen  
Winheller Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

Lutz Auffenberg  
Rechtsanwalt  
Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht