

Stellungnahme zum beabsichtigten Verbot von „Bonitätsanleihen“ durch die BaFin

von Prof. Dr. Ralf Elsas, 20. August 2016¹

1 Übersicht

Am 28.07.2016 hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) angekündigt,² eine Allgemeinverfügung gemäß §4b Abs. 1 WpHG bezüglich sogenannter Bonitätsanleihen zu beabsichtigen. Hiermit soll die Vermarktung, der Vertrieb und der Verkauf von Zertifikaten bezogen auf Bonitätsrisiken („Bonitätsanleihen“) an Privatkunden verboten werden.

Bonitätsanleihen sind als „Zertifikate“ vertriebene Anleihen (Inhaberschuldverschreibungen) mit tendenziell längerer Laufzeit, emittiert durch Finanzinstitute. Der Marktanteil liegt derzeit bei rund 10% des Zertifikatemarktes (ca. €7 Mrd. Nominalvolumen).³ Der Rückzahlungsbetrag und die Zinszahlungen sind von der Bonität eines Referenzschuldners (überwiegend Unternehmen, aber auch Staaten) abhängig. Es gibt zudem Bonitätsanleihen, deren Entwicklung von der Bonität mehrerer Referenzschuldner abhängt. Da der Investor mit einer solchen Anleihe das Ausfallrisiko des Emittenten und des Referenzschuldners trägt, ist die Verzinsung höher als bei vergleichbaren direkten Anleihen des Referenzschuldners. Tritt ein Kreditereignis (nach ISDA-Definition) ein,⁴ werden keine Zinszahlungen mehr geleistet und die Bonitätsanleihe wird vorzeitig getilgt, mit einem Rückzahlungsbetrag, der prinzipiell dem Recovery-Wert im Falle der Insolvenz entspricht.

Ökonomisch entspricht das Rendite/Risikoprofil von Bonitätsanleihen im Wesentlichen dem zweier weit verbreiteter Finanzprodukte:

- *Unternehmensanleihe*: Ignoriert man das Bonitätsrisiko des Zertifikate-Emittenten, sind Bonitätsanleihen qualitativ vergleichbar mit dem direkten Kauf einer Anleihe des Referenzschuldners. Auch hier hängen die Verzinsung und der Rückzahlungsbetrag (und damit die erwartete Rendite, das Risiko und der Marktwert) wesentlich von der Bonität eines Referenzschuldners ab. Fällt dieser aus, werden keine Zinszahlungen mehr geleistet und der Anleihegläubiger erhält nur den Recovery-Wert der Anleihe. Im Unterschied zu Bonitätsanleihen werden jedoch die Renditen von Unter-

¹ Der Autor ist Inhaber des Lehrstuhls für Finance & Banking an der Ludwig-Maximilians-Universität LMU in München und öffentlich bestellter und vereidigter Sachverständiger für „Wertpapiere und Derivate, Börsenwesen“ (IHK München und Oberbayern).

² Vgl. BaFin (2016).

³ Vgl. die vom Deutschen Derivateverband (DDV) veröffentlichten Marktstatistiken zum Zertifikatemarkt.

⁴ Kreditereignisse sind in der Regel die Insolvenz des Referenzschuldners, die Nichtzahlung einer fälligen Verbindlichkeit sowie eine für die Gläubiger nachteilige Restrukturierung der Schulden.

nehmensanleihen nicht nur durch die Bonität des Emittenten geprägt, sondern systematisch auch durch Liquiditätseffekte.⁵

- *Credit Default Swap* CDS: Ein Credit Default Swap ist eine Versicherung mit Bezug auf den Ausfall („Kreditereignis“) eines Referenzschuldners, bei dem der Inhaber regelmäßig eine Versicherungsprämie bezahlt und im Falle eines Kreditereignisses den Loss-given-Default (LGD) von der Gegenpartei, dem Versicherungsgeber, entschädigt bekommt. Der Inhaber einer Bonitätsanleihe ist qualitativ somit in der analogen Position zum CDS-Versicherungsgeber. Auch bei CDS werden Kreditereignisse regelmäßig nach ISDA-Maßgabe definiert und der LGD durch ein abschließendes Auktionsverfahren bestimmt. Anders als bei Unternehmensanleihen sind CDS-Prämien im Wesentlichen nur durch das Kreditrisiko determiniert, mit nur schwachen Liquiditätseffekten gerade bei großen Referenzunternehmen.⁶

Die BaFin begründet das geplante Verbot im Wesentlichen mit den folgenden Argumenten:⁷

- 1) *Investortyp*: Investoren sind Privatkunden.
- 2) *Fehlberatung*: Eine von der BaFin vorgenommene stichprobenartige Untersuchung habe gezeigt, dass die Anlageberatung zu Bonitätsanleihen die Funktionsweise „in der Regel“ nicht erörtere. Bonitätsanleihen würde i.d.R. als „renditestärkere Alternative zu klassischen Sparprodukten“ beworben und die Zahlung der Risikoprämie würde (fälschlich) als „Zins“ bezeichnet.
- 3) *Irreführende Bezeichnung*: Der Begriff Bonitätsanleihe sei irreführend, da es sich nicht um eine klassische Anleihe handle (d.h. Kreditgewährung gegen Zinszahlung), sondern der Investor die Rolle eines Versicherungsgebers einnehme, da er das Risiko einer Leistungsstörung in einer zugrundeliegenden Kreditverbindlichkeit übernimmt und im Gegenzug eine Risikoprämie erhält.⁸
- 4) *Risikoquelle*: Es handle sich um Finanzinstrumente, die auf Kreditrisiken beruhe, „die durch den Handel mit CDS erzeugt werden“. Informationen zu CDS-Preisen und der Marktzugang stünden Privatkunden nicht zur Verfügung und durch den Kauf von Bonitätsanleihen stünden Privatkunden somit professionellen Marktteilnehmern gegenüber, denen sie „in jeder Hinsicht unterlegen“ seien.
- 5) *Komplexität und Risikoeinschätzung*: Es bestünden Anlegerschutzbedenken durch die hohe Produktkomplexität, „die durchschnittliche Privatkunden ... nicht bewältigen können“. So sei der Begriff des Kreditereignisses für diese Investoren nicht hinreichend klar und die Wahrscheinlichkeit des Eintritts (Ausfallwahrscheinlichkeit) und der LGD sei nicht einzuschätzen.
- 6) *Interessenkonflikt des Emittenten*: Anlegerschutzbedenken würden auch daraus resultieren, dass der Zertifikat-Emittent gleichzeitig als Kreditgeber des Referenzschuldners oder Marktteilnehmer am CDS-Markt fungiere. So könnten Emittenten das Bo-

⁵ Vgl. bspw. Nashikkar et al. (2011).

⁶ Vgl. bspw. Qiu/Yu (2012).

⁷ Vgl. BaFin (2016), auch zu den wörtlichen Zitaten.

⁸ Offensichtlich enthält der Zinssatz der für eine risikobehaftete Anleihe gezahlt wird (etwa bei Unternehmensanleihen oder auch vielen Staatsanleihen) immer eine Risikoprämie als Entschädigung für den Anleihegläubiger, so dass eine Irreführung durch die Bezeichnung als Zins eigentlich nicht vorliegen kann (und dies ist auch nicht spezifisch für Bonitätsanleihen). Dieses Argument wird im Folgenden nicht weiter diskutiert.

nitätsrisiko des Referenzschuldners beeinflussen, was im Konflikt mit den Interessen der Privatkunden als Inhaber der Bonitätsanleihen stünde.

2 Ökonomische Fundierung der BaFin-Argumentation

2.1 Übersicht

Regulierung ist ein schwerwiegender Eingriff in die Marktwirtschaft. Die ökonomische Funktion der Regulierung ist es, ein Marktversagen oder ein drohendes Marktversagen zu verhindern, wenn dieses mit Wohlfahrtskosten für die Allgemeinheit verbunden ist.⁹ Das fundamentale Prinzip muss dann sein, dass Regulierung (und erst Recht die stärkste Form des regulatorischen Eingriffs in der Wertpapieraufsicht, das Produktverbot) nur erfolgt, wenn das Marktversagen und die hierdurch bedingten Kosten ökonomisch begründet und empirisch belegt sind. Des Weiteren sollte eine Regulierungsmaßnahme verhältnismäßig zum drohenden Schaden durch das Marktversagen sein. Dies gilt auch für den Anlegerschutz, der zwar nach den Erfahrungen der Finanzmarktkrise populär ist, aber nicht ohne ernsthaften Grund zu drastischen Eingriffen in die Kontrahierungsfreiheit von Unternehmen und Bürgern führen darf.

Entsprechend soll in den folgenden Abschnitten kurz diskutiert werden, ob das beabsichtigte Produktverbot von Bonitätsanleihen durch die BaFin ökonomisch fundiert, empirisch belegt und verhältnismäßig ist.

2.2 Argumentationslogik und Fundierung (Produktkomplexität, Risikoquelle und Interessenkonflikt)

In der Analyse der ökonomischen Fundierung der BaFin-Argumentation seien zunächst die wesentlichen Argumente zur Produktkomplexität, der Risikoquelle und dem Interessenkonflikt betrachtet.

Da Bonitätsanleihen dem Zertifikate-Markt zuzurechnen sind, handelt sich bei den Investoren tatsächlich regelmäßig um Privatkunden. Die zentrale Einschätzung, dass die Produktkomplexität so hoch ist, dass „durchschnittliche Privatkunden ... [diese] nicht bewältigen können“ ist jedoch kaum nachzuvollziehen. Ökonomisch handelt es sich im Wesentlichen um ein Standard-Finanzinstrument vergleichbar zu einer Unternehmensanleihe, da die wesentlichen Risiken von Bonitätsanleihen ebenso aus Veränderungen des Zinsniveau und aus dem Ausfallrisiko des Emittenten folgen. Es ist unklar, warum Privatkunden genau diese Risiken bei Unternehmensanleihen abschätzen können sollten, während sie dieselben Risiken bei Bonitätsanleihen nach Auffassung der BaFin nicht einschätzen können.

Wenn man die Analogie zu CDS-Instrumenten zur Charakterisierung von Bonitätsanleihen heranzieht, handelt es sich auch dabei letztlich auch um ein Standard-Finanzprodukt in Form einer Versicherung, mit welcher Privatkunden naturgemäß vertraut sind. Welcher Privatkunde sollte nicht verstehen können, dass ein versichertes Ereignis im Schadensfall zu einer Zahlung (oder einem Verlust für den Versicherungsgeber) führt, und der Versicherungsgeber im Ge-

⁹ Vgl. bspw. Brunnermeier et al. (2009).

genzug eine Versicherungsprämie erhält? Die Herausforderung wäre dann nur zu erkennen, dass der Käufer einer Bonitätsanleihe der Versicherungsgeber ist. Die ist aber durch öffentlich verfügbare Informationen und auch die Produktinformationsblätter offensichtlich.

Ökonomisch nicht nachvollziehbar ist das Argument, dass es sich bei Bonitätsanleihen um Finanzinstrumente handele, die auf Kreditrisiken beruhe, „die durch den Handel mit CDS erzeugt werden“. Das Risiko einer Bonitätsanleihe entsteht durch das Ausfallrisiko des Referenzschuldners (und des Emittenten), nicht durch den CDS-Markt auf dem dieses Risiko gehandelt wird:

- Dass es einen Markt gibt, auf dem das Ausfallrisiko eines Landes oder Unternehmens gehandelt wird, ist nicht ursächlich für das Ausfallrisiko des Referenzschuldners. Alle Kapitalgesellschaften haben riskante (Real-)Investitionen und weisen entsprechend das Risiko auf, dass sie in manchen Umweltzuständen ihre Verbindlichkeiten nicht bedienen können. Der Marktpreis für CDS spiegelt nur die aggregierte rationale Erwartung der Marktteilnehmer über das Ausfallrisiko des jeweiligen Landes/Unternehmens wider.¹⁰
- Allerdings kann ein CDS-Handel das Ausfallrisiko eines Unternehmens beeinflussen, indem die Möglichkeit zur Kreditversicherung von Kreditgebern bspw. dazu führt, dass sich die Kreditverfügbarkeit erhöht oder dass sich die Bereitschaft der Kreditgeber für Nachverhandlungen in finanziellen Krisensituationen verändert.¹¹ Solange jedoch Bonitätsanleihen auf Referenzschuldner bezogen sind, für die bereits ein CDS-Markt existiert, erscheint es wenig plausibel, dass dies noch einen weiteren zusätzlichen Effekt auf das Kreditrisiko hat. Die Referenzschuldner bei CDS sind im Wesentlichen sehr große und transparente Unternehmen (siehe unten), so dass eine zusätzliche Versicherungsmöglichkeit durch ein volumensmäßig relativ zum CDS-Markt eher marginales Marktsegment mit Privatinvestoren kaum eine signifikante Auswirkung haben kann.
- Es existiert auch keine Theorie oder Evidenz, die zeigen würde, dass sich das Ausfallrisiko eines Referenzschuldners durch den *Handel* in CDS verändern würde. Eine Einwirkung auf das Ausfallrisiko kann nur dadurch resultieren, dass Kreditgeber das Ausfallrisiko überhaupt versichern können und dies ihr Verhalten in Kreditbeziehungen verändert. Eine Veränderung des Ausfallrisikos durch gezielte Handelsstrategien in CDS ist hingegen nicht möglich.
- Die Verknüpfung von Bonitätsanleihen mit der „Kreditereignis“-Definition auf dem CDS-Markt (also mit dem ISDA-Verfahren) führt zu einer standardisierten Definition und Ermittlung des Recovery-Wertes mit Bezug auf einen internationalen Marktstandard der unabhängig vom Zertifikatemarkt oder dem Emittenten ist. Dies verbessert somit eher die Transparenz und Fairness des Produktes.

Die BaFin-Argumentation zur „Risikogenerierung“ auf dem CDS-Markt scheint hier implizit auf dem zusätzlich angeführten potentiellen Interessenskonflikt zwischen einer Bank und dem

¹⁰ Es ist auch davon auszugehen, dass die CDS-Marktpreise aufgrund der großen Liquidität in diesem Markt nicht manipuliert werden können und informationseffizient sind. Vgl. hierzu bspw. Qiu/Yu (2012).

¹¹ Vgl. Subrahmanyam et al. (2014).

privaten Investor in eine Bonitätsanleihe zu beruhen. Die emittierende Bank könnte als Akteur auf dem CDS-Markt, als Investor oder Berater für Unternehmensanleihen des Referenzschuldners, oder als potentieller Kreditgeber des Referenzschuldners etc. ein zusätzliches Interesse an der Bonität des Referenzschuldners haben. Es ist jedoch nicht offensichtlich, ob und wann dies tatsächlich zu einem Interessenskonflikt mit dem Privatkunden als Versicherungsgeber durch die erworbene Bonitätsanleihe führt:

- Die Manipulation der Bonität von Referenzschuldner durch einen Emittenten ist überhaupt nur vorstellbar, wenn die Bank erhebliche Risikopositionen insbesondere durch Kreditvergabe an den Referenzschuldner innehat. Diese Positionen wären für typische Referenzschuldner von Bonitätsanleihen wie DAX-Unternehmen oder Länder dann aber so groß, dass die jeweiligen Volumina der von einem Emittenten bei Privatanlegern plazierten Bonitätsanleihen zu klein erscheinen, um eine Manipulation profitabel machen zu können.
- Eine Manipulation wäre auch nur profitabel, wenn die Bank exzessive Bonitätsrisiken hinsichtlich des Referenzschuldners nach der Emission einer Bonitätsanleihe eingeht (etwa durch exzessive Kreditvergabe oder als Verkäufer von CDS) und dann durch die Versicherung des Privatkunden profitiert, weil die implizite Risikoprämie für die Bonitätsanleihe festgeschrieben und dann zu niedrig wäre. Dies könnte sich jedoch nur lohnen, wenn die Bank keine Folgeemissionen vornehmen würde, da diese das erhöhte Kreditrisiko der Bank oder des Referenzschuldners widerspiegeln würden, und wenn das erhöhte Kreditrisiko der Bank sich nicht in den regulatorischen Kosten oder in Marktkonditionen anderer Aktivitäten der Bank widerspiegeln würde. Dies erscheint kaum plausibel.

Die Relevanz eines Anreizproblems ist somit nicht offensichtlich und erscheint eher wenig plausibel.

Für eine Analyse der Relevanz des potentiellen Interessenskonflikts müsste geklärt werden, ob

- i) die Volumina pro Emittent relativ zum CDS- und Kreditengagement der Bank in diesem Referenzschuldner signifikant sind,
- ii) die Preisfindung für Bonitätsanleihen bei Emission das tatsächliche Ausfallrisiko widerspiegelt
- iii) und ob Banken die Risiken aus den Bonitätsanleihen direkt bei Emission am Markt hedgen (wie bei Zertifikaten allgemein üblich).

Empirisch erscheinen weder die mit Bonitätsanleihen verbrieften Volumina signifikant relativ zum Volumen des CDS-Marktes, noch gibt es Hinweise, dass Banken die Risiken aus den Zertifikaten nicht direkt hedgen. Emissionen am Zertifikatemarkt dienen einer Bank primär der Generierung von Vertriebsmargen und nicht zur Risikosteuerung oder der Ertragsgenerierung aus einer Risikoübernahme. Von einem Hedging der Emission ist somit auszugehen (dies wäre auch empirisch testbar).

Grundsätzlich würde ein marktbasierendes Hedging der emittierten Bonitätsanleihen (also ein expliziter Abschluss von Gegengeschäften am Markt bei Emission, ohne Netting mit anderen Positionen der Bank) jedes Anreizproblem vollständig eliminieren, da das Risikobuch der Bank (und damit ihr Verhalten) durch die Emission der Bonitätsanleihe dann nicht beeinflusst werden würde.

Dieses Hedging könnte im Zweifelsfall auch durch eine entsprechende regulatorische Vorschrift erzwungen werden, was tendenziell für die Emittenten kostenneutral wäre (da dies vermutlich ohnehin schon die typische Vorgehensweise ist) und würde den einzigen fundierten Vorbehalt gegenüber Bonitätsanleihen eliminieren, ohne ein Produktverbot, und ohne dass Anlageentscheidungen von Privatinvestoren regulatorisch beschnitten werden müssten.

2.3 Evidenz (Marktstruktur, Preisfindung, Charakteristika von Bonitätsanleihen)

Die angeführten Mängel in der Anlageberatung von Privatkunden als Investor in Bonitätsanleihen scheinen auf einer empirischen Untersuchung der BaFin zu beruhen, allerdings werden keine Angaben zu den Rahmendaten dieser Untersuchung gemacht oder Ergebnisse dokumentiert. Es ist somit unklar, wie die Qualität der Anlageberatung getestet wurde, bei welchen Institutionen, in welchem Umfang und mit welchen Ergebnissen.

Nach den Erfahrungen der Finanzmarktkrise ist es sicherlich vorstellbar, dass die Anlageberatung systematische Defizite aufweist. Es wird allerdings nicht diskutiert, wie das mit der nachfolgenden Regulierungsänderung und dem im eigenen Interesse vorliegenden Informationsbedürfnis der Privatkunden im Einklang stehen kann.

- So sind Produktinformationsblätter in der Anlageberatung von Banken seit 2011 vorgeschrieben und werden auch für Zertifikate systematisch erstellt und verwendet. Die PRIIP-Initiative („Packaged Retail and Insurance-based Investment Products“) der europäischen Wertpapieraufsichten (die ab 2017 EU-weit anzuwenden ist) verpflichtet jeden Emittenten, ein Produktinformationsblatt zu dem Zertifikat zu veröffentlichen, das die Struktur und das Rendite/Risikoprofil in standardisierter Form offenlegt.
- Zudem finden sich in der Public Domain zahlreiche Informationsquellen (wie etwa die einschlägigen Internetportale finanzen.net, onvista.de etc.) in denen die Eigenschaften für jeden Zertifikate-Typ inkl. Bonitätsanleihen genau und verständlich erklärt werden. Zusätzliche öffentliche verfügbare Informationen zum Risikoprofil von Zertifikaten (und der Emittenten) resultieren auch aus Zertifikate-Ratings wie dem der EDG AG.

Selbst wenn die von der BaFin untersuchten Anlageberatungen oder Verkaufsunterlagen somit Defizite und „Irreführungen“ der Privatanleger aufwiesen, kann somit nicht davon ausgegangen werden, dass dies ein Marktversagen oder Wohlfahrtskosten begründet. Es ist sehr einfach für jeden Anleger, die notwendigen Grundinformationen zum Verständnis dieses Produktes auch ohne eine Anlageberatung zu erhalten. Es kann auch nicht der Sinn einer Regulierung sein, davon auszugehen, dass ein Privatanleger diese Informationen sich nicht eigenver-

antwortlich beschaffen sollte. Verfügbar sind diese Informationen in jedem Fall, kostenlos und hinreichend präzise.

Zudem gibt es in der BaFin-Begründung keinen Hinweis darauf, dass die eigentlichen Produkteigenschaften von Bonitätsanleihen untersucht wurden. Es gibt somit keine belastbare Evidenz,

- ob die Preise und Renditen solcher Produkte das zugrundeliegende Risiko (nicht) widerspiegeln,
- wie oft es (potentiell exzessive, d.h. nicht der Erwartung entsprechende) Ausfälle der Referenzschuldner gab,
- ob die Preisfindung auf dem Zertifikatemarkte nicht informationseffizient ist, d.h. wesentliche wertrelevante öffentlich verfügbare Informationen (nicht) widerspiegeln,
- auf welche Referenzschuldner die emittierten Bonitätsanleihen tatsächlich bezogen sind und wie gut die entsprechende Bonitätslage auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen eingeschätzt werden kann,
- wie hoch das tatsächliche Ausfallrisiko der Produkte ist.

Da es zu Bonitätsanleihen auch keine (mir bekannten) akademischen Studien gibt, sind die oben genannten Eigenschaften nur auf Basis theoretischer Argumente, anekdotischer Evidenz und eigenen empirischen Analysen einzuschätzen. Hierbei ergibt sich folgendes Bild:

- Es gibt keine Evidenz, dass die Preisfindung am Zertifikatemarkt wesentliche wertrelevante und öffentlich verfügbare Informationen nicht widerspiegelt.
 - Diesbezügliche Bedenken können dadurch begründet werden, dass am Zertifikatemarkt faktisch nur Privatanleger als Investoren tätig sind und es keine Möglichkeit gibt, Short-Positionen in diesen Wertpapieren einzugehen. Zudem findet der Handel direkt mit den Emittenten oder über Börsen (insbesondere Frankfurt und Stuttgart) statt, wobei die Emittenten der Zertifikate dann systematisch auch als „Market Maker“ an diesen Börsen fungieren. Diese Eigenschaften könnten potentiell die Marktqualität beeinträchtigen, da Arbitragegeschäfte in den Wertpapieren, um Fehlbewertungen ausnutzen und damit zu korrigieren, von der Marktstruktur her praktisch unmöglich sind.
 - Andererseits bewirkt die typischerweise vorliegende Verknüpfung der Zahlungen mit dem Underlying ein Mindestmaß an Informationseffizienz schon dadurch, dass zumindest der Underlying-Wert auf einem liquiden und informationseffizienten Markt bestimmt wird und direkt die (erwarteten) Zahlungen des Wertpapiers bestimmt. Da zudem viele Zertifikate unterschiedlicher Emittenten auf das gleiche Underlying bezogen sind und ähnliche Charakteristika aufweisen, wird der Wettbewerb zwischen den Anbietern große Abweichungen vom Fundamentalwert verhindern. Für die Market Maker-Funktion an den Börsen gibt es zudem Verhaltensregeln, die eine arbiträre Preissetzung durch den Market Maker verbieten (und bei Nichtbeachtung sicherlich erhebliche Reputationsschäden auslösen würden).

- Eine repräsentative Studie mit großer Stichprobe von rund 3.200 Zertifikaten über alle Zertifikate-Typen¹² ermittelt eine durchschnittliche Emittentenmarge von 0,46% p.a. bei der Emission.¹³ Dies deutet nicht auf eine systematische Ausnutzung von Expertise-Vorteilen auf Seiten der Emittenten in der Preisgestaltung hin, trotz der teilweise erheblichen Komplexität der Finanzinstrumente, sondern erscheint hinsichtlich der Größenordnung als bankübliche Marge für Finanzdienstleistungen bei Privatkunden.
- Ex ante sind die Kreditrisiken der Referenzschuldner eher klein und die Informationslage durch Ratings, Marktpreise für Eigen- oder Fremdkapital-Instrumente, CDS und Analysten ist sehr gut, d.h. es handelt sich um die transparentesten Unternehmen bzw. Referenzschuldner.
 - Die Analyse einer repräsentativen Stichprobe von 216 Bonitätsanleihen auf einzelne Referenzschuldner (emittiert von 2011-2015) zeigt, dass von insgesamt 61 Referenzschuldner drei Länder waren und 85% große Aktiengesellschaften, die typischerweise in den jeweiligen primären Landesindices (bspw. 30% DAX-Titel) enthalten sind. Für 97% der Referenzschuldner werden CDS gehandelt.
- Bisher ist nach meinem Wissen kein einziger Referenzschuldner von Bonitätsanleihen ausgefallen. Dies verdeutlicht, dass auch ex post die Kreditrisiken von Bonitätsanleihen grundsätzlich eher klein sind, gerade auch relativ zu den naturgemäß wesentlich höheren Marktpreisrisiken, die aus anderen Finanzinstrumenten wie Aktien, Investmentfonds etc. resultieren.

Letztlich sei angemerkt, dass eine Vielzahl empirischer Studien (sowohl akademische als auch von Ratingagenturen) zeigen, dass Bonitätsrisiken von allen relevanten Risikoarten grundsätzlich am besten abzuschätzen und prognostizierbar sind. So sind in empirischen Studien die korrekten Vorhersagen für tatsächlich ausgefallene und für nicht-ausgefallene Unternehmen oft in einem Bereich von jeweils >80% auf Jahresbasis.¹⁴

Diesbezügliche Informationen sind zudem auch für Privatanleger leicht erhältlich und verständlich

- Ratings von Kreditratingagenturen sind öffentlich verfügbar.
- Im Querschnittsvergleich zeigen alleine schon die CDS-Prämien, welche Referenzschuldner mit einem hohen bzw. niedrigen Ausfallrisiko behaftet sind, dies erfordert keine (eher komplexe) Umrechnung in die Ausfallwahrscheinlichkeit.
- CDS-Informationen sind für die Emittenten der Zertifikate und auch für Länder als Referenzschuldner öffentlich und kostenlos verfügbar.¹⁵

¹² Vgl. Döhner et al. (2013).

¹³ Zur Bestimmung der Emittentenmarge wurden (regulatorisch offenzulegende) Vertriebskosten beim Vergleich vom Emissionspreis und theoretischem Marktwert abgezogen. Die Emittentenmarge spiegelt somit eine Entschädigung der Bank für eigene Transaktions- und Risiko-Kosten aus der Emissionstätigkeit und eine Gewinnmarge für die Bank wider.

¹⁴ Dies gilt für Out-of-Sample-Vorhersagen, d.h. ohne dass das Prognosemodell mit den dann vorherzusagenden Daten kalibriert wurde. Vgl. bspw. Hillegeist et al. (2004), Bohn et al. (2005), Ericsson et al. (2007), Standard & Poor's (2016) sowie Elsas/Mielert (2012).

¹⁵ Vgl. bspw. für die [Emittenten](#) die Informationen zu Credit Spreads beim Deutschen Derivate Verband DDV (www.derivateverband.de) und für [Länder](#) die entsprechende Webpage bei www.dbresearch.com.

- Marktpreise von Eigen- oder Fremdkapital sind i.d.R. für alle Underlyings von Bonitätsanleihen öffentlich und kostenlos verfügbar und spiegeln jederzeit die Bonitätseinschätzung des Kapitalmarktes wider, ohne von den Emittenten manipuliert werden zu können.

3 Schlussfolgerungen

Ein Produktverbot ist der wohl schwerwiegendste regulatorische Eingriff, der von einer Wertpapieraufsicht vorgenommen werden kann. In einer Marktwirtschaft mit Kontrahierungsfreiheit ist es somit zwingend erforderlich, dass eine solche Maßnahme ökonomisch begründet, empirisch belegt und verhältnismäßig angesichts des drohenden Schadens durch das zugrundeliegende Marktversagen sein muss.

Das von der BaFin beabsichtigte Produktverbot erfüllt keine dieser Anforderungen:

- Eine ökonomische Begründung, warum ausgerechnet Bonitätsanleihen ein besonderes Risiko darstellen, das für Privatinvestoren nicht tragbar und abschätzbar wäre, wird nicht gegeben und würde auch ökonomisch nicht haltbar sein. Gerade Bonitätsrisiken sind kleiner und können viel präziser und mit hoher Vorhersagegüte abgeschätzt werden als andere Risiken (wie insbesondere Marktpreisrisiken). Es gibt sehr viele diesbezügliche öffentlich verfügbare Informationen für Privatanleger, wie etwa Marktpreise von Finanzinstrumenten, Ratings und Analystenberichte, die auch für Privatkunden leicht interpretierbar sind.
- Eine Begründung für das Vorliegen eines (absehbaren) Marktversagens wird nicht gegeben, es wird auch keine Abschätzung der Wohlfahrtskosten dieses Marktversagens versucht. In dem seit Jahren bestehenden Marktsegment von Bonitätsanleihen kam es bisher wohl zu keinem Ausfall eines Referenzschuldners und es existieren keine Anhaltspunkte oder Evidenz für eine verzerrte Marktpreisbildung für diese Produkte. Auch die Relevanz des postulierten Anreizproblems, dass Emittenten das Ausfallrisiko der Referenzschuldner zu Lasten der Privatanleger beeinflussen, erscheint unplausibel, da die Volumina nicht signifikant sind und Zertifikate in der Regel vom Emittenten gehedgt werden.
- Dem Produktverbot scheint auf Basis der am 28.07.2016 vorgelegten Absichtserklärung keine systematische Marktanalyse zugrunde zu liegen. Beispielsweise werden keine Angaben oder Untersuchungsergebnisse zu elementaren Charakteristika wie der Art tatsächlicher Referenzschuldner, der Höhe des damit verbundenen Ausfallrisikos, der Qualität der Preisfindung auf dem Zertifikatemarkt usw. gegeben. Die verfügbare Evidenz zeigt jedoch, dass es sich tendenziell um Referenzschuldner mit niedrigem Ausfallrisikos und mit sehr großer Transparenz und öffentlicher Informationsverfügbarkeit handelt:
 - Eine mir verfügbare repräsentative Stichprobe von 216 emittierten Bonitätsanleihen auf Einzel-Referenzschuldner in den Jahren 2011-2015 zeigt, dass es sich bei den Referenzschuldnern neben Ländern fast ausschließlich um sehr große börsennotierte Unternehmen handelt, die alle Mitglied des Hauptindex

ihre Landes (bspw. 30% DAX-Unternehmen) sind. Zudem sind für 97% der Stichprobe CDS-Preise verfügbar.

- Alle postulierten Probleme bei Bonitätsanleihen könnten auch ohne Produktverbot durch entsprechende Vorschriften zur Art des Underlyings (bspw. ein Bezug nur auf Einzelschuldner mit existierendem CDS-Handel) oder zum Hedging der Emission einfach gelöst werden.
- Weitführende Vorschriften zur Anlageberatung existieren bereits und werden und wurden gerade im Nachgang zur Finanzmarktkrise erheblich ausgebaut. Es wird nicht begründet oder analysiert, wieso diese Maßnahmen nicht adäquat sind, ausreichenden Anlegerschutz sicherzustellen.

Zusammenfassend erscheint das angestrebte Produktverbot von Bonitätsanleihen ökonomisch unbegründet. Ein Marktversagen ist nicht zu erkennen und wird nicht durch entsprechende Evidenz belegt. Sofern aus Sicht der BaFin gleichwohl ein Regulierungsbedarf besteht, wäre es zumindest wünschenswert, wenn hinsichtlich der Verhältnismäßigkeit des regulatorischen Eingriffs noch einmal geprüft wird, ob alternative Regulierungsmaßnahmen (wie Vorschriften zum Typ des Underlyings oder eine Hedgingpflicht zur Vermeidung eines potentiellen Anreizproblems) nicht schon genügend Anlegerschutz sicherstellen würden.

Literatur

BaFin (2016): Anhörung zur Allgemeinverfügung bezüglich sog. Bonitätsanleihen, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Nr. 2016/1332459 vom 28.07.2016.

Bohn, J./ Arora, N. / Korablev, I. (2005): Power and level validation of the EDF credit measure in the U.S. market, Working Paper, Moody's KMV.

Brunnermeier, M. / Crocket, A. / Goodheart, C. / Persaud, A. / Shin, H. (2009): The Fundamental Principles of Financial Regulation, Geneva Reports on the World Economy 11.

Döhrer, B. / Johanning. L. / Steiner, N. / Völkle, A. (2013), Emittentenmargen bei Zertifikaten.

Elsas, R. / Mielert, S. (2012): Rating validation based on shocks to firms' credit quality, Working Paper.

Ericsson, Jan / Reneby, Joel / Wang, Hao (2007): Can Structural Models Price Default Risk? Evidence from Bond and Credit Derivative Markets, Working Paper.

Hillegeist, Steven / Keating, Elizabeth / Cram, Donald (2004): Assessing the Probability of Bankruptcy, *Review of Accounting Studies* 9, 5-34.

Nashikkar, A./ Subrahmanyam, M. / Mohanty S. (2011). Liquidity and Arbitrage in the Market for Credit Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46:627–656.

Qiu, J. / Yu, F. (2012): Endogenous Liquidity in credit derivatives, *Journal of Financial Economics* 103, 611–631

Subrahmanyam, M. / Tang, D. / Wang, S. (2014): Does the Tail Wag the Dog? The Effect of Credit Default Swaps on Credit Risk, *Review of Financial Studies* 27, 2927-2960.

Standard & Poor's (2016): 2015 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions.