

Produktintervention, die Einschläge kommen näher

Stand: September 2016

Vor kurzem habe ich Sie darüber informiert, dass die BaFin nunmehr auch den Verbraucherschutz zum Ziel hat. Diese Aufgabe ist der BaFin durch das Kleinanlegerschutzgesetz ins Stammbuch geschrieben worden.

Ehrlich gesagt hätte ich nicht gedacht, dass es so schnell geht, aber die neu geschaffene Abteilung Verbraucherschutz, vor kurzem erst im BaFin Journal vorgestellt, zeigt schon Zähne. Sie will so genannte Bonitätsanleihen für Privatanleger verbieten und hat dazu eine Anhörung anberaumt.

Mit Bonitätsanleihen haben Anleger die Möglichkeit, in die Kreditwürdigkeit (Bonität) eines Schuldners zu investieren, so die Definition des Deutschen Derivateverbands. Zins- und Rückzahlung erfolgen in Abhängigkeit der Kreditwürdigkeit des Schuldners. Sofern bei dem Schuldner kein Kreditereignis eintritt, erhält der Anleger die Zinszahlungen und bei Fälligkeit den Nennwert ausgezahlt. Tritt hingegen ein Kreditereignis ein, kommt es zu einer vorzeitigen Rückzahlung. In diesem Fall entfällt die laufende Zinszahlung und die Rückzahlung erfolgt zu einem Betrag, der deutlich unter dem Nennwert liegen kann.

Eigentlich soll das Recht zur Produktintervention erst mit MiFID II eingeführt werden. Deutschland hat diese Befugnis aber vorgezogen, und hat der BaFin schon jetzt die Befugnisse mit dem Kleinanlegerschutzgesetz eingeräumt. Die BaFin kann daher nach § 4b Abs. 2 Nr. 1a WpHG Produkte aus dem Regal nehmen, wenn sie „Bedenken für den Anlegerschutz aufwerfen“. Diese Ermächtigung geht natürlich sehr weit. Wenn man eingefleischten Verbraucherschützern folgen will, gibt es ja überhaupt kein Finanzinstrument, das unbedenklich ist. Deswegen bedarf die Vorschrift dringend einer Konkretisierung, damit die Branche auch weiß, wann die BaFin von solchen Bedenken für den Anlegerschutz ausgeht. Die BaFin orientiert sich an dem Entwurf für einen Delegierten Rechtsakt, den die EU-Kommission vorgestellt hat. Aus Sicht der EU-Kommission ist die Rechtfertigung für eine Produktinterventionsmaßnahme anhand folgender Kriterien zu messen:

- Komplexitätsgrad des Finanzinstruments in Bezug auf die angesprochene Kundengruppe;
- die typisch angesprochene Kundengruppe (z. B. Privatkunden);
- der Transparenzgrad des Finanzinstruments (z. B. die Erkennbarkeit von Risiken oder die Verwendung von Produktbezeichnungen, die besondere Sicherheit vermitteln);

- die mit dem Finanzinstrument verbundene Vertriebspraxis;
- der ausreichende Zugang zu relevanten Informationen über das Finanzinstrument.

Bei den Bonitätsanleihen stört sich die BaFin vor allem an der Komplexität, die für den Privatkunden nur schwer zu durchschauen sei. Normalerweise seien Zertifikate an einen Basiswert gekoppelt, unter dem sich der Kunde noch irgendetwas vorstellen könne, wie z.B. die Wertentwicklung eines Index, einer Währung oder eine Aktie. Bonität und Kreditrisiken seien als Basiswert aber ein Novum. Für den Privatkunden sei die Quantifizierung des damit einhergehenden Risikos extrem schwierig. Ein Indiz könnten die Preise von entsprechenden Kreditausfallversicherungen oder von Credit Default Swaps sein, zu diesen habe aber der Privatkunde in der Regel keinen Zugang, deswegen könnte er sich keine qualifizierte Vorstellung über das Risiko bilden. Zudem trage der Käufer von Bonitätsanleihen nicht nur das Kreditrisiko des Produktes, sondern auch das Emittentenrisiko. Es sei eine Herausforderung, die in den Anleihebedingungen definierten Kreditereignisse zu verstehen, bei denen ein Ausfall oder eine Wertreduktion des Zertifikats drohe.

Zudem sei die Produktbezeichnung Bonitätsanleihe irreführend. Der Käufer erwerbe nämlich nicht ein langfristiges Anlageprodukt, sondern stelle wirtschaftlich betrachtet eher eine zusätzliche Sicherheit für ein Kreditverhältnis, eigentlich werde er als Versicherer eines Kreditausfallrisikos eingesetzt.

Laut BaFin führt diese „in der Produktstruktur angelegte und im Vertrieb nicht aufgeklärte Rollenverwirrung“ zu erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz. In dieser Aussage steht natürlich starker Tobak. Das werden die Produktgeber nicht gerne hören, laut Berichterstattung in der FAZ renommierte Institute wie die Landesbank LBBW, die Deka Bank, die HypoVereinsbank und die DZ Bank. Das Risiko besteht nämlich nicht nur darin, dass die Produkte nicht mehr vertrieben werden können, sondern mit der Begründung der BaFin wird jedem Anleger auch gleich die Munition für ein Klageverfahren an die Hand gegeben. Eine angeblich „in der Produktstruktur angelegte und nicht aufgeklärte Rollenverwirrung“ ist ein gefundenes Fressen für Verbraucherschutzanwälte. Wird diese Aussage bestandskräftig, braucht man eigentlich vor Gericht schon gar nicht mehr anzutreten. Ein Aufklärungsverschulden ist damit fast schon bewiesen.

Deswegen muss sich die Branche nun sehr genau überlegen, wie sie mit dieser drohenden Allgemeinverfügung der BaFin umgeht. Um Reputationsschäden zu begrenzen und mögliche Haftungsansprüche von Anlegern abzuwehren, müsste man sich eigentlich jetzt schon dagegen wenden. Auf der anderen Seite ist das Produkt von der BaFin geschickt gewählt. Ihre Argumente sind nicht von der Hand zu weisen. Die größeren Erfolgchancen liegen aus meiner Sicht bei der BaFin.

Ich halte das Vorgehen für einen Testballon, mit dem die BaFin ihre neuen Befugnisse anhand eines problematischen Produkts zunächst einmal ausprobiert. Sie wird die Reaktion der Branche und der Rechtsprechung sehr genau analysieren. Dann folgen die nächsten Schritte. Im Derivatebereich und der bunten Welt der Zertifikate gibt es sicher schon weitere Produkte, auf denen der kritische Blick der BaFin ruht. Auch ein „reversed floater“ ist für einen Privatkunden wahrscheinlich nur schwer verständlich und die Frage ist, wo man die Grenze ziehen will. Spätestens bei der Kombination oder anderweitigen Verknüpfung verschiedener Basiswerte und anderer Underlyings dürfte die Möglichkeit zum Verständnis bei den Privatkunden enden. Wer soll schon die Korrelation verschiedener volkswirtschaftlicher Indices, Branchen oder Aktien überschauen, irgendwann geht es in die abstrakten Sphären einer Wahrscheinlichkeitsrechnung über, in der die Finanzmathematiker der Emittenten

aufgrund ihrer überlegenen Datenbasis einen klaren strukturellen Vorsprung haben. Für die Emittenten wird das Risiko deutlich größer. Je intransparenter die Produkte werden, je größer das Risiko der Produktintervention durch die BaFin. Sie kann zum Bumerang werden und den Emittenten nicht nur Reputationsrisiken sondern auch erhebliche Haftungsrisiken beschere. Die Emittenten müssen daher bei Auflage ihrer Produkte noch viel deutlicher die damit verbundenen Risiken kalkulieren.

Führt man den Gedanken zu Ende, bleiben für den Privatkunden möglicherweise nur noch Plain Vanilla Produkte übrig. Setzt sich eine strenge Haltung der BaFin durch, werden sich Emittenten scheuen, komplexe und risikoreiche Zertifikate für Privatkunden aufzulegen und an sie zu vertreiben.

Wichtig sind solche Allgemeinverfügungen der BaFin im Wege der Produktintervention auch für Vermögensverwalter. Sie sollen folgenden Wortlaut haben:

„Ich ordne 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 an.“

Unter Vermarktung, Vertrieb und Verkauf ist jegliche Tätigkeit mit absatzförderndem Charakter – darunter insbesondere die Empfehlung derartiger Zertifikate im Wege der Anlageberatung – bis hin zum bloßen Absatz dieser Finanzinstrumente im beratungsfreien Bereich zu verstehen. Die Anordnung richtet sich sowohl an Emittenten von Bonitätsanleihen sowie auch an Unternehmen und Personen, die Bonitätsanleihen an Privatkunden vermarkten, vertreiben oder verkaufen.

Damit wären auch Vermögensverwalter betroffen, die solche Produkte im Rahmen der Vermögensverwaltung für ihre Kunden ordern.

Gerne halte ich Sie auf dem Laufenden.

Mit den besten Grüßen

Dr. Christian Waigel
Rechtsanwalt