

White Paper Börse Stuttgart

Unternehmensanleihen sollen wieder handelbar werden: Zahlen aus dem Jahr 2021 bestätigen, dass Privatanleger noch immer weitgehend vom Handel mit einfachen Unternehmensanleihen ausgeschlossen sind. Der anstehende Review der PRIIPs-Verordnung muss dies ändern.¹

MiFID II/MiFIR, die PRIIPs- und die Prospektverordnung² wurden eingeführt, um Transparenz zu erhöhen, Kleinanleger besser zu schützen und Vertrauen in die Kapitalmärkte wiederherzustellen. Außerdem sollten Privatanleger dazu ermutigt werden, sich an den Kapitalmärkten zu beteiligen. Eine Analyse zeigt jedoch eine andere Realität: Im November 2021 sind 84% der an der Börse Stuttgart notierten Unternehmensanleihen für Privatanleger nicht handelbar. Im Vergleich zu früheren Studien der Börse Stuttgart im Jahr 2019³ ist dies eine erhebliche Verschlechterung. Drei Jahre nach Inkrafttreten haben die genannten Regulierungen ihren Anspruch somit nicht eingelöst. Die Börse Stuttgart fordert die europäischen Gesetzgeber auf, bei den anstehenden Überprüfungen von PRIIPs und MiFID II ihr Ziel, die Beteiligung von Kleinanlegern zu stärken, ernst zu nehmen und regulatorische Hindernisse zu beseitigen.

Klassische Unternehmensanleihen sind verzinsliche Wertpapiere, die als Fremdkapital begeben werden. Sie dienen in der Regel der langfristigen Finanzierung. Eine Anleihe räumt dem Gläubiger das Recht auf Rückzahlung des überlassenen Kapitalbetrags am Laufzeitende sowie auf vereinbarte Zinszahlungen ein.⁴ Für Anleger ist ihre Funktionsweise daher relativ leicht zu verstehen. Im Vergleich zu Aktien gelten Unternehmensanleihen desselben Emittenten als risikoärmere Anlageform. Anleihen werden im Primärmarkt von Emittenten bei Anlegern öffentlich platziert und anschließend über das Listing an einer Börse im Sekundärmarkt handelbar gemacht.

Die EU muss ihren Anspruch einlösen und Kapitalmarktengagement von Privatanlegern ermöglichen

Die Vollendung der Kapitalmarktunion ist eines der wichtigsten Ziele der Europäischen Kommission. Im Aktionsplan zur Kapitalmarktunion⁵ vom September 2020 stellt die Kommission fest, dass die Beteiligung von Kleinanlegern an den EU-Kapitalmärkten im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften wie den USA nach wie vor sehr gering ist. Ein Ziel des Aktionsplans ist es, dass "der Rechtsrahmen ein faires Anlageergebnis für Privatanleger unterstützen sollte".⁶ Mairead McGuinness, Kommissarin für Finanzdienstleistungen, Finanzstabilität und Kapitalmarktunion, unterstützt dieses Ziel. Auf einer Online-Veranstaltung im April 2021 betonte sie, die Menschen in den Mittelpunkt des Finanzsystems stellen zu wollen.⁷

Mit bestehenden Regulierungen wie der PRIIPs-Verordnung wurden diese Ambitionen nur unzureichend erfüllt. Im Gegenteil: Der systematische Ausschluss von Privatanlegern vom Handel mit einfachen und leicht verständlichen Anleihen läuft dem Ziel der Kapitalmarktunion, die Beteiligung von Privatanlegern zu fördern, entgegen. Dies bestätigen Erkenntnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin): Das Volumen der von Privatanlegern auf dem deutschen Markt gehandelten Unternehmensanleihen ist seit der Einführung der PRIIPs-Verordnung deutlich zurückgegangen.⁸

Mehr als acht von zehn der Unternehmensanleihen sind für Privatanleger nicht handelbar

Die vorliegende Analyse zeigt, dass die kombinierten Auswirkungen der PRIIPs-Verordnung, der Richtlinie Mi-

¹ Großer Dank gilt der Deutsche WertpapierService Bank AG (dwpbank) für ihre freundliche Unterstützung bei der Erstellung des White Papers.

² Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II)/Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR) praktisch anwendbar seit 03.01.2018; Packaged Retail and Insurance-based Investment Products Regulation (PRIIPs-Verordnung) seit 01.01.2018; neue Prospektverordnung – mit wenigen Ausnahmen – seit 21.07.2019.

³ White Paper Börse Stuttgart (Februar 2020): Handelbarkeit von Unternehmensanleihen ([Link](#)).

⁴ Es können auch zusätzliche Rechte festgelegt werden. Eine Plain-Vanilla-Anleihe gewährt dem Gläubiger zum Beispiel einen festen Zinssatz über die Laufzeit der Anleihe. Bei einer variabel verzinsten Anleihe (Floater) hingegen orientiert sich der Zinssatz während der Laufzeit an einem Referenzzinssatz wie dem EURIBOR.

⁵ Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, A Capital Markets Union for people and businesses – new action plan, COM (2020) 590 final.

⁶ ebd. (S. 10).

⁷ Hauptvortrag auf der Better Finance Conference, "Post-Brexit Capital Markets Union: How to make it work for People?" ([Link](#)).

⁸ BaFin (2021): Weniger Unternehmensanleihen für Kleinanleger ([Link](#)).

FID II und der Prospektverordnung in Bezug auf die Handelbarkeit von Unternehmensanleihen für Privatanleger erheblich sind. Um für Kleinanleger handelbar zu sein, benötigen Anleihen (i) ein Basisinformationsblatt (Key Information Document, KID), wenn sie als PRIIP bzw. verpacktes Anlageprodukt eingestuft werden, (ii) die Festlegung des Zielmarktes "Privatkunde" und (iii) eine Stückelung unter 100.000 EUR.

Die Problematik besteht seit 2019. Neue Zahlen vom November 2021 bestätigen den Status quo. Von 10.774 (9.914) Unternehmensanleihen, die im November 2021 (November 2019) an der Börse Stuttgart gelistet sind, können nur 1.775 (2.183) von Privatanlegern gehandelt werden. Diese Situation ist aus mehreren Gründen problematisch. Erstens werden Privatanleger daran gehindert, Altersvorsorge und Vermögensaufbau an den Kapitalmärkten unter Einbeziehung von Anleihen effizient zu betreiben. Zweitens wird die Liquidität im Handel mit Unternehmensanleihen am Sekundärmarkt verringert. Drittens läuft sie dem grundlegenden Ziel der Kapitalmarktunion zuwider, die Beteiligung von Kleinanlegern an den Kapitalmärkten zu fördern.

Für jede PRIIP-Anleihe ein KID? Nur vier Unternehmen erstellten ein KID

Da immer mehr Anleihen unter die PRIIPs-Verordnung fallen, hat sich die Situation sogar noch verschlechtert: Während 2019 rund die Hälfte aller an der Börse Stuttgart gelisteten Unternehmensanleihen unter die PRIIPs-Verordnung fielen, sind es jetzt 59%.

Für Produkte, die als PRIIPs eingestuft sind, müssen Banken Privatanlegern ein KID zur Verfügung stellen. Es soll Privatanlegern helfen, in einer einfachen und verständlichen Sprache die grundlegenden Merkmale und Risiken dieser Produkte besser zu verstehen. Verantwortlich für die Erstellung eines KID ist der Emittent.

Unter den 6.364 als PRIIPs klassifizierten Unternehmensanleihen hat im Jahr 2021 die überwältigende Mehrzahl von 6.349 Anleihen kein KID und ist damit für Privatanleger nicht handelbar. Nur für 15 PRIIPs-Anleihen wurde ein KID erstellt. Diese Zahl ist weitgehend unverändert gegenüber dem Jahr 2019, als für 14 PRIIPs-Anleihen ein KID ausgegeben wurde.

Die große Mehrheit der Emittenten ist somit nicht bereit, den Aufwand zur Erstellung eines KID zu betreiben. Die Börse Stuttgart ist besorgt über die hohe Anzahl von Unternehmensanleihen, die als PRIIPs klassifiziert werden, darunter auch einfache Unternehmensanleihen, die lediglich eine Sonderkündigungsklausel (sog. „Make-Whole“-Klausel) und keine andere eingebettete derivative Struktur aufweisen.

MiFID II: Der Zielmarkt muss stimmen

Die EU-Richtlinie MiFID II hat die Anforderungen an die Produktregulierung („Product Governance“) für Emittenten und Vertriebsstellen erweitert. Im Mittelpunkt steht das Produktfreigabeverfahren: Emittenten müssen für jedes Produkt einen Zielmarkt bestimmen. Dieser definiert die Anforderungen an den Zielkunden. Entscheidend sind Kundenkategorie, Kenntnisse und Erfahrungen, die finanzielle Situation, Risikotoleranz sowie Ziele und Bedürfnisse. Die Vertriebsstellen berücksichtigen den Zielmarkt bei jedem Verkauf, indem sie die Zielmarktdaten mit den Kundenmerkmalen abgleichen.

An der Börse Stuttgart gibt es derzeit 637 notierte Unternehmensanleihen (430 im Jahr 2019), die zwar nicht als PRIIPs klassifiziert sind, aber einen anderen Zielmarkt als Privatanleger haben. Auch diese Anleihen sind deshalb für Privatanleger nicht handelbar.

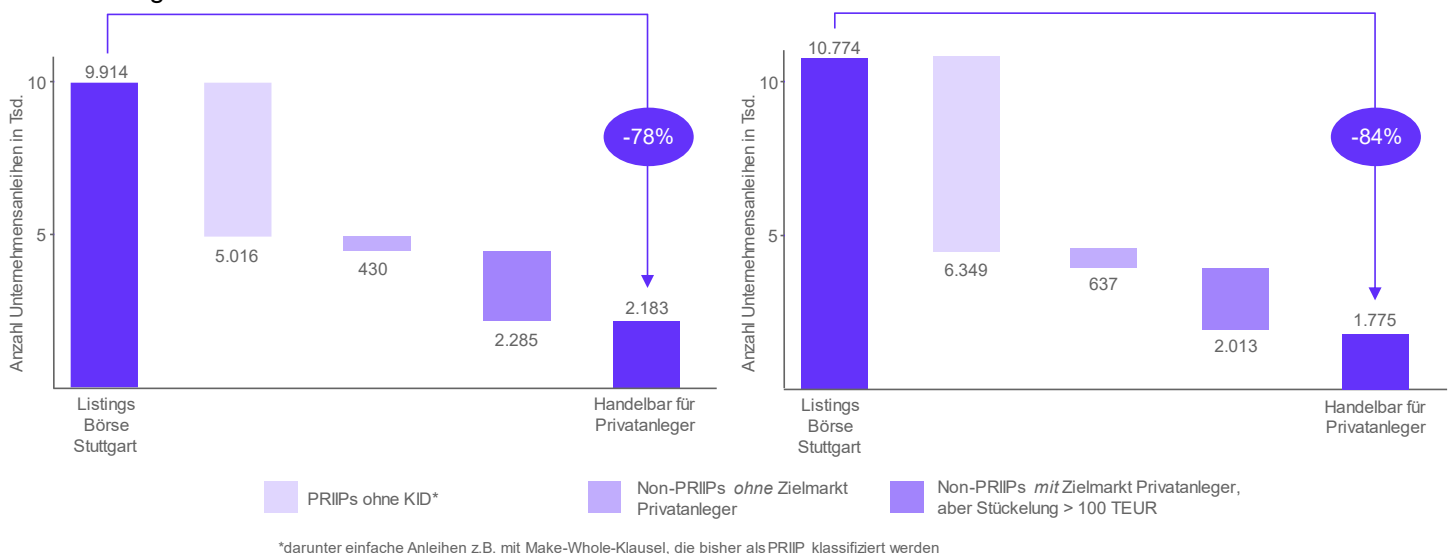


Abbildung 1: Eingeschränkte Handelbarkeit von Unternehmensanleihen für Privatanleger, November 2019 (links) und November 2021 (rechts)

Hohe Stückelungen: Privatanleger sind de facto ausgeschlossen

Jeder Emittent definiert bei der Emission von Anleihen deren Stückelung. Je kleiner die Stückelung ist, desto eher können Privatanleger investieren. In der Prospektverordnung wird jedoch der Anreiz für Emittenten geschaffen, Anleihen mit einer Stückelung von mehr als 100.000 EUR zu begeben, um die Veröffentlichung eines Prospekts zu vermeiden. Eine Anleihe mit einer Stückelung über 100.000 EUR ist allerdings für Privatanleger de facto nicht handelbar.

Die Zahl der Nicht-PRIPs-Anleihen mit einer Stückelung von über 100.000 EUR und Privatanleger als Zielmarkt bleibt 2021 mit 2.013 nahezu unverändert hoch (2.285 in 2019).

Die Lage für Privatanleger hat sich an den Anleihemärkten also insgesamt weiterhin verschlechtert. Während im Jahr 2019 noch 22% der an der Börse Stuttgart gelisteten Papiere handelbar waren, sind es im Jahr 2021 noch 16%.

Sinkende Produktvielfalt für Privatanleger ist problematisch – unsere Forderungen an die Politik

Die abnehmende Möglichkeit für Privatanleger, direkt in Unternehmensanleihen zu investieren, steht im starken Gegensatz zu den Zielen der Kapitalmarktunion. Anstatt die Beteiligung von Privatanlegern an den Kapitalmärkten zu stärken, wurden neue Hindernisse geschaffen. Die vorliegende Analyse der Börse Stuttgart über die letzten drei Jahre gibt Aufschluss über diese verschlechterten Marktbedingungen. Vor dem Hintergrund der steigenden Lebenserwartung und des demografischen Wandels hindert die aktuelle Regulierung Privatanleger daran, Unternehmensanleihen zur Portfoliodiversifizierung für ihre Altersvorsorge zu nutzen. Ersparnisse von Privatanlegern werden somit auch nicht zur Finanzierung der Gesamtwirtschaft mobilisiert.

Die Börse Stuttgart fordert daher die Politik dazu auf, im anstehenden PRIIPs Review einfache Unternehmensanleihen mit einer Make-Whole-Klausel von der PRIIPs-Verordnung auszunehmen. Das „Joint Committee“ der Europäischen Aufsichtsbehörden (European Supervisory Agencies, ESAs) bestätigte bereits 2018, dass solche Unternehmensanleihen in der Regel als PRIIP eingestuft werden⁹. Leider ist die Europäische Kommission in ihrer Antwort¹⁰ auf das Schreiben des Joint Committee zur

⁹ Schreiben des Joint Committee der ESAs vom 19. Juli 2018 an die Europäische Kommission, ([Link](#)).

¹⁰ Antwort der Europäischen Kommission auf das Schreiben des Joint Committee der ESAs vom 14. Mai 2019, ([Link](#)).

¹¹ BaFin Merkblatt (2020): "Aufsichtsrechtliche Einordnung einzelner Ausstattungsmerkmale von Unternehmensanleihen auf Grundlage der PRIIPs-VO", ([Link](#)).

¹² Positionspapier des Bundesministeriums der Finanzen (2019): Necessary amendments and revisions to investor protection provisions in MiFID and PRIIPs, ([Link](#)).

PRIPs-Verordnung der Empfehlung nicht gefolgt, klarzustellen, für welche Anleihen die PRIIPs-Verordnung gilt und für welche nicht. Positiv zu vermerken ist, dass die BaFin in ihrer Bekanntmachung¹¹ vom September 2019 Klarstellungen zum Anwendungsbereich der PRIIPs-Verordnung vorgenommen hat. Darüber hinaus hat das Bundesministerium der Finanzen in einer Stellungnahme hervorgehoben, dass die PRIIPs-Verordnung nicht für einfache „Plain-Vanilla“-Anleihen, einschließlich Anleihen mit einer Make-Whole-Klausel, gelten sollte.¹² Im gleichen Sinne wiederholten die ESAs ihre Bedenken in einer gemeinsamen Stellungnahme, in der sie die Gesetzgeber auffordern, den Anwendungsbereich der PRIIPs-Verordnung zu überdenken. Der Anwendungsbereich sollte sich demnach auf verpackte Produkte beschränken und nicht etwa auf Anleihen, die direkt gehalten werden.¹³ Eine Änderung der Herangehensweise erscheint deshalb mehr als notwendig.

Umso mehr begrüßt die Börse Stuttgart, dass die EU-Kommission Anfang 2021 ihre Einschätzung zu bestimmten Unternehmensanleihen überdacht hat. Im Zuge des COVID-19 "Recovery Package" hat die Kommission beschlossen, Unternehmensanleihen mit einer Make-Whole-Klausel von den Bestimmungen der MiFID II-Produktregulierung auszunehmen. Die Kommission begründete dies damit, dass Anleihen, die kein anderes eingebettetes Derivat als eine Make-Whole-Klausel enthalten, im Allgemeinen als sichere und einfache Produkte anzusehen und damit für Privatanleger geeignet sind.¹⁴ Der nächste logische Schritt wäre, diese Einschätzung in die PRIIPs-Verordnung zu übernehmen.

Privatanleger sind ein wichtiger Bestandteil der Kapitalmärkte und sollten nicht von der Teilnahme ausgeschlossen werden. Es ist ein klares Ziel der Kapitalmarktunion, die Beteiligung von Kleinanlegern zu stärken – ein Ziel, das Börse Stuttgart ausdrücklich teilt. Die Hindernisse im derzeitigen Rechtsrahmen müssen beseitigt werden. Die aktuelle Situation, in der Privatanleger nicht in der Lage sind, einfache und leicht verständliche Unternehmensanleihen zu handeln, ist nicht hinnehmbar.

Vereinigung Baden-Württembergische Wertpapierbörse e.V.

EU-Transparenzregister Nr. 676502643674-70

Börsenstraße 4

70174 Stuttgart

T +49 711 222 985-0

RegulatoryAffairs@boerse-stuttgart.de

www.boerse-stuttgart.de

¹³ Stellungnahme der ESAs zur "application of scope of the PRIIPs Regulation to bonds" vom 25. Oktober 2019, ([Link](#)).

¹⁴ Erwägungsgrund (4), Richtlinie (EU) 2021/338 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. Februar 2021 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU in Bezug auf Informationspflichten, Produkt-Governance und Positionslimits sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/878 in Bezug auf ihre Anwendung auf Wertpapierfirmen, um die Erholung von der COVID-19-Krise zu unterstützen.