

# White Paper der Börse Stuttgart

## Privatanleger werden systematisch vom Handel mit einfach verständlichen Unternehmensanleihen ausgeschlossen – Handelsumsatz an der Börse Stuttgart signifikant eingebrochen

**Mit der MiFID II/MiFIR, der PRIIP-Verordnung und der neuen Prospektverordnung<sup>1</sup> stärkt der Gesetzgeber den regulatorischen Rahmen, um die Transparenz zu erhöhen, Anleger besser zu schützen und das Vertrauen in die Finanzmärkte nach der Finanzkrise wiederherzustellen. Damit ist auch die Hoffnung verbunden, wieder mehr Privatanleger von einem Engagement im Kapitalmarkt zu überzeugen. Eine Analyse der Börse Stuttgart belegt, dass im Markt für Unternehmensanleihen das Gegenteil erreicht wurde. Fast 4/5 der an der Börse Stuttgart gelisteten Unternehmensanleihen sind für den Privatanleger de facto nicht mehr handelbar.**

Klassische Unternehmensanleihen sind zinstragende Wertpapiere, die als Fremdkapital begeben werden. Sie dienen meist zur langfristigen Finanzierung, z.B. von Innovationsprojekten und neuen Fertigungskapazitäten. Eine Anleihe räumt dem Gläubiger das Recht auf Rückzahlung des überlassenen Kapitalbetrags am Laufzeitende sowie auf vereinbarte Zinsen ein.<sup>2</sup> Für Anleger sind sie daher relativ einfach verständlich. 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.

### Fast 4/5 der Unternehmensanleihen für Privatanleger de facto nicht mehr handelbar

Die neuen regulatorischen Rahmenbedingungen setzen falsche Anreize für Emittenten und führen dazu, dass Privatanleger von Produktgruppen ausgeschlossen werden. Emittenten erstellen kein Basisinformationsblatt (Key Information Document, KID), legen keinen bzw.

einen eingeschränkten Zielmarkt fest und wählen eine hohe Stückelung von mehr als 100.000 EUR. Die Auswirkungen der drei Regelwerke auf die Handelbarkeit von Unternehmensanleihen an der Börse Stuttgart wird in Abbildung 1 deutlich: Von 9.268 Anleihen können Privatanleger über ihre Bank nur 2.120 (23% vom Gesamtuniversum) kaufen.<sup>3</sup> Diese Entwicklung ist aus drei Gründen äußerst problematisch: Erstens sind Privatanleger dadurch nicht in der Lage den Aufbau ihrer Altersvorsorge effizient am Kapitalmarkt zu betreiben, zweitens wird die Liquidität im Handel am Sekundärmarkt verringert und drittens konterkariert diese Entwicklung eines der Kernziele der Kapitalmarktunion.

### Für jedes PRIIP ein KID? Nur fünf Unternehmen haben ein KID erstellt

Vor dem Kauf von verpackten Anlageprodukten (PRIIPs) ist Privatanlegern durch die Vertriebsstelle ein KID auszuhandigen. KIDs sollen es in leichter und verständlicher Sprache ermöglichen, die grundlegenden Merkmale und Risiken von PRIIPs besser zu verstehen. Verantwortlich für die Erstellung des KIDs ist der Emittent. 50% der Unternehmensanleihen sind als PRIIP klassifiziert. Dieser hohe Anteil ist aus unserer Sicht fragwürdig, da auch einfache Anleihetypen mit Standardsonderkündigungs-klauseln (Make-Whole-Klausel) als PRIIP klassifiziert werden. Leider haben nur fünf Anleihe-Emittenten ein KID erstellt. Neben vier Banken ist die Otto GmbH & Co KG mit KIDs für vier Anleihen ein positives Beispiel.

### MiFID II Zielmarkt: Bitte nur Professionals und geeignete Gegenparteien

Neue Vorgaben unter dem Stichwort MiFID II Product Governance erweitern die Pflichten für Emittenten und Vertrieb. Im Mittelpunkt steht das Produktfreigabeverfahren. Der Emittent muss für jedes Produkt zudem einen

<sup>1</sup> 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 (PRIIP-Verordnung) seit 01.01.2018; neue Prospektverordnung – mit wenigen Ausnahmen – ab 21.07.2019.

<sup>2</sup> Es können auch zusätzliche Rechte vereinbart sein, z.B. bietet eine Standardanleihe (Plain Vanilla Bond) dem Gläubiger über die gesamte Laufzeit eine feste Verzinsung. Bei einer variabel verzinsten Anleihe (Floater) orientiert sich der Zinssatz über die Laufzeit an einem Referenzzinssatz wie dem EURIBOR.

<sup>3</sup> Ausgangsbasis sind die an der Börse Stuttgart am 01.03.2019 gelisteten Unternehmensanleihen. KID-Verfügbarkeit, Zielmarktdefinition und Stückelungsgröße von verschiedenen externen Datenprovidern mit Stand 03.04.2019 bezogen. Handelbarkeit für den Privatanleger kann je nach Bank variieren.

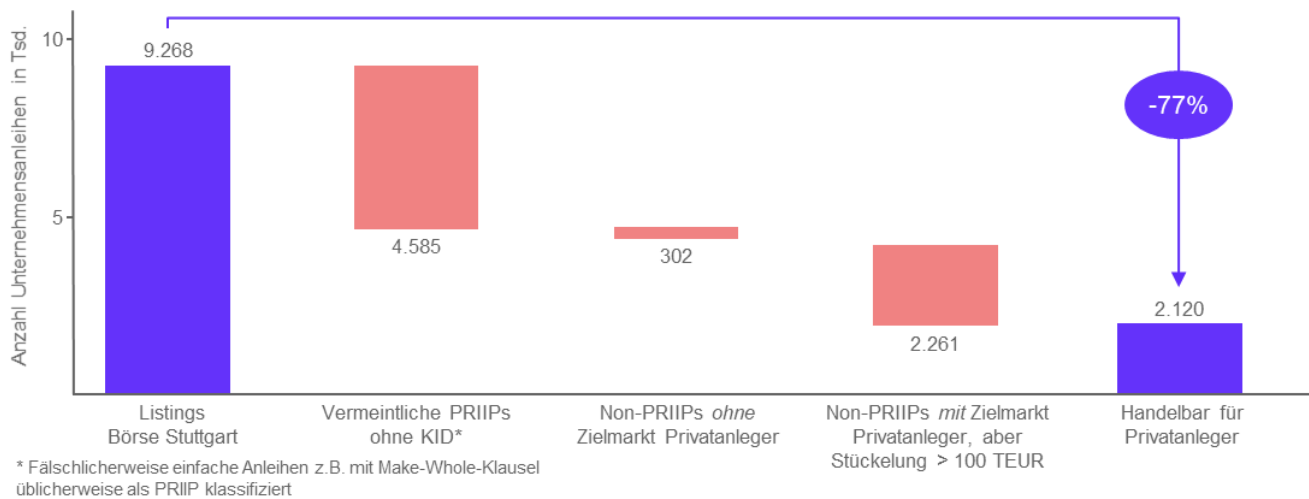


Abbildung 1: Eingeschränkte Handelbarkeit von Unternehmensanleihen für Privatanleger

Zielmarkt bestimmen. Dieser definiert die Anforderungen des Produkts an den Zielkunden. Entscheidend sind Kundenkategorie, Kenntnisse und Erfahrungen, finanzielle Situation, Risikotoleranz sowie Ziele und Bedürfnisse. Die Vertriebsstelle überprüft die Zielmarktbestimmung des Emittenten auf die Anforderungen des eigenen Kundenkreises und berücksichtigt den Zielmarkt bei jedem Verkauf. Dazu gleicht sie die Zielmarktdaten mit den Kundenmerkmalen ab. 302 an der Börse Stuttgart handelbare Unternehmensanleihen, die kein PRIIP sind, haben einen Zielmarkt ungleich Privatanleger.

### Hohe Stückelungen: Privatanleger bleiben außen vor

Jeder Emittent definiert bei der Emission von Anleihen deren Stückelung.<sup>4</sup> Je kleiner die Stückelung einer Anleihe, desto mehr Privatanleger können investieren. Bedauerlicherweise behält die neue Prospektverordnung den Anreiz für Emittenten bei, Anleihen mit einer Stückelung von über 100.000 EUR zu emittieren. 2.261 Unternehmensanleihen, die kein PRIIP sind und den Zielmarkt Privatanleger haben, sind mit einer Stückelung von über 100.000 EUR für Privatanleger de facto nicht kaufbar.

### Sinkende Produktvielfalt für Privatanleger höchst problematisch – unsere Forderungen

Die abnehmende Möglichkeit von Privatanlegern direkt in Unternehmensanleihen zu investieren, steht der Initiative zur Kapitalunion der Europäischen Union diametral entgegen.<sup>5</sup> Investitionshürden wurden nicht abgebaut, sondern neue geschaffen. So verhindern die Neuregelungen, dass Privatanleger mit Blick auf die steigende Lebenserwartung und den demografischen Wandel ei-

genständig mit Unternehmensanleihen in ihrem Gesamtportfolio vorsorgen. Ersparnisse von Privatanlegern werden somit auch nicht zur Finanzierung der Gesamtwirtschaft mobilisiert.

Das Joint Committee der ESAs bestätigt in ihrer Situationsbeschreibung unsere Einschätzungen: Auch einfachen Anleihetypen mit Make-Whole-Klausel werden in der Praxis oft als PRIIP klassifiziert.<sup>6</sup> Über die MiFID II Zielmarktdefinition wird das verfügbare Universum weiter eingeschränkt. Eine weitere große Hürde für Privatanleger ist die große Stückelung vieler Unternehmensanleihen. Die EU Kommission hat sich mit der Streichung des „100.000 EUR Grenzwert“ bei der Erarbeitung der neuen Prospektverordnung leider nicht durchgesetzt.

Der Handelsumsatz in Unternehmensanleihen an der Börse Stuttgart ist seit Anwendung der neuen Regelungen signifikant eingebrochen, was auch Auswirkungen auf die Gesamtmarktliquidität hat. Die Börse Stuttgart fordert gemeinsame Anstrengungen von Politik und Regulatoren auf europäischer und nationaler Ebene, um Direktinvestments von Privatanlegern in Anleihen wieder zu ermöglichen. Ein wichtiger erster – wenn auch nicht ausreichender – Schritt ist die Klarstellung, dass Anleihen mit Make-Whole-Klausel keine PRIIPs sind.

### Baden-Württembergische Wertpapierbörse GmbH

EU Transparenz-Register Nr. 31885693900-95  
Regulatory Affairs

Börsenstraße 4  
70174 Stuttgart  
T +49 711 222 985-0  
RegulatoryAffairs@boerse-stuttgart.de  
boerse-stuttgart.de

<sup>4</sup> Eine Mindeststückelung von 100.000 EUR (nominal) bedeutet beispielsweise für Anleger, dass diese bei einem Kurs von 100% mindestens 100.000 EUR einsetzen müssen, um die Anleihe zu erwerben.

<sup>5</sup> Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion von der EU Kommission vom 30.09.2015 abrufbar unter [Link](#).

<sup>6</sup> Brief des Joint Committee der ESAs vom 19.07.2018 an die Europäische Kommission abrufbar unter [Link](#).