Erneut weniger Unternehmensanleihen für Privatanleger handelbar

Aktuelle Zahlen der Börse Stuttgart bestätigen, dass acht von zehn gelisteten Unternehmensanleihen für Privatanleger nicht handelbar sind. Der aktuelle Vorschlag der EU-Kommission zur Erleichterung der Handelbarkeit im Rahmen der „Retail Investment Strategy“ ist zu begrüßen und muss dringend finalisiert werden.

Unternehmensanleihen sind ein wichtiges Instrument zur Portfoliodiversifikation und zum Vermögensaufbau. Gerade im Umfeld eines gestiegenen Zinsniveaus sind sie bei Privatanlegern besonders beliebt. Eine aktuelle Analyse zeigt jedoch: Im Januar 2024 waren 86% der an der Börse Stuttgart notierten Unternehmensanleihen für Privatanleger nicht handelbar. Dieser begrenzte Zugang ist rein regulatorisch begründet und liegt im Wesentlichen an zwei EU-Verordnungen: Die „PRIIP“-Verordnung[1] erfasst viele Unternehmensanleihen mit einer Anlegerschutzklausel als „verpacktes Kleinanlegerprodukt“, für das ein Basisinformationsblatt benötigt wird, das Emittenten aber oftmals nicht erstellen. Die Prospektverordnung[2] enthält Anreize für Emittenten, Anleihen mit einer hohen Stückelung zu begeben. Beides führt im Endergebnis zum faktischen Ausschluss der Privatanleger. Die Gruppe Börse Stuttgart begrüßt daher ausdrücklich den Vorschlag der EU-Kommission, im Rahmen der „Retail Investment Strategy“ die Handelbarkeit von Unternehmensanleihen deutlich zu erleichtern und fordert die EU-Gesetzgeber zu einer zügigen und konsequenten Einigung auf.

Unternehmensanleihen sind verzinsliche Wertpapiere, die als Fremdkapital begeben werden. Sie dienen in der Regel der langfristigen Finanzierung von Ausgaben und Investitionen der Unternehmen. Eine Anleihe räumt dem Anleger das Recht auf Rückzahlung des überlassenen Kapitalbetrags am Laufzeitende sowie auf vereinbarte Zinszahlungen ein.[3] Für Anleger ist ihre Funktionsweise relativ leicht zu verstehen.

Im Vergleich zu Aktien gelten Unternehmensanleihen desselben Emittenten als risikoärmere Anlageform

Anleihen werden im Primärmarkt von Emittenten öffentlich platziert und anschließend über das Listing an einer Börse im Sekundärmarkt handelbar gemacht. Insbesondere im aktuellen Umfeld eines gestiegenen Zinsniveaus sind Anleihen wieder besonders attraktiv für Privatanleger. An der Börse Stuttgart ist das Volumen im Handel mit Unternehmensanleihen im Jahr 2023 verglichen zum Vorjahr um 82% gestiegen – ein Beleg für die hohe Attraktivität dieser Anlageklasse.

Mehr als acht von zehn Unternehmensanleihen sind für Privatanleger nicht handelbar

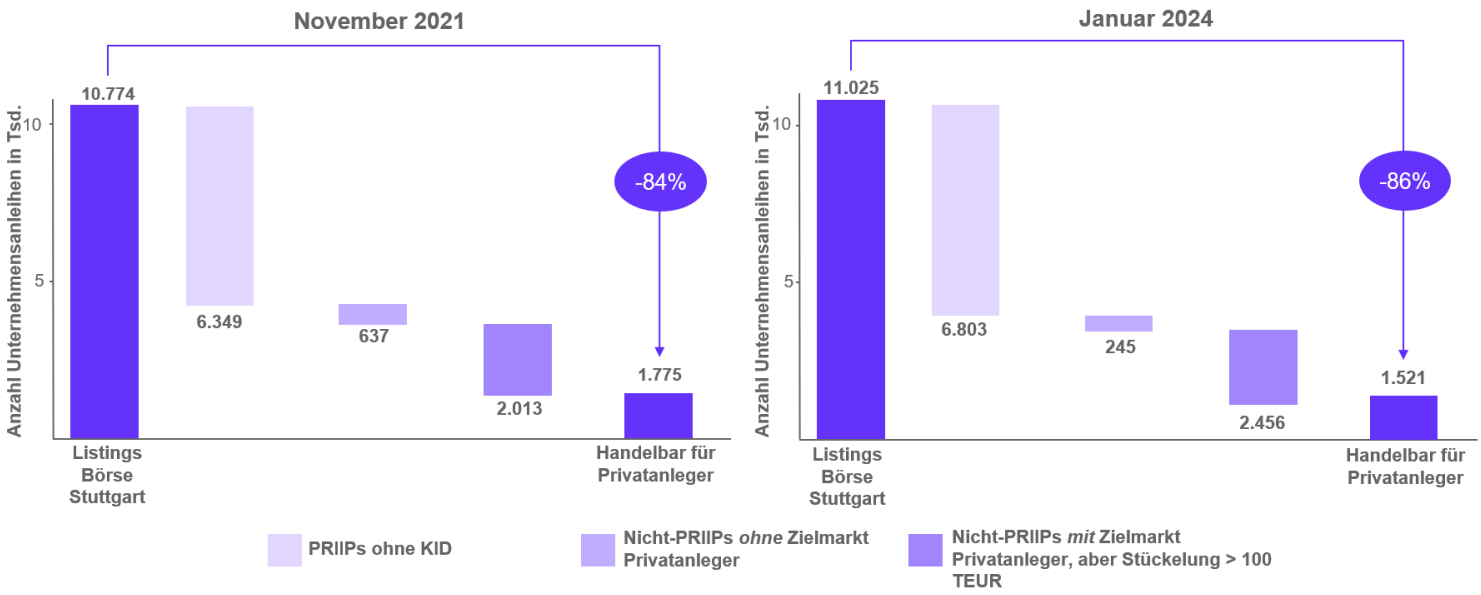
Leider stößt das gestiegene Interesse der Anleger nur auf ein begrenztes Angebot. Aktuelle Zahlen bestätigen den Trend der vergangenen Jahre. Von 11.025 Unternehmensanleihen, die im Januar 2024 an der Börse Stuttgart gelistet waren, konnten faktisch nur 1.521 von Privatanlegern gehandelt werden. Somit sind 86% der gelisteten Unternehmensanleihen nicht handelbar. Das bedeutet im Vergleich zur letzten Analyse aus dem November 2021 (84%) sogar eine leichte Verschlechterung der Situation.

Die Ursache für das begrenzte Angebot ist rein regulatorisch und liegt hauptsächlich an zwei Hindernissen aus der PRIIP- und der Prospektverordnung, die sich erheblich auf die Handelbarkeit der Unternehmensanleihen auswirken. Denn um für Privatanleger handelbar zu sein, müssen Unternehmensanleihen (i) gemäß PRIIP-Verordnung ein Basisinformationsblatt (Key Information Document, KID) aufweisen, wenn sie als verpacktes Kleinanlegerprodukt bzw. PRIIP eingestuft werden, sowie (ii) eine Stückelung unter 100.000 EUR haben, die mit der Prospektverordnung zusammenhängt.

Die größte Hürde ist die Einstufung vieler Unternehmensanleihen als PRIIP, für die es ein KID braucht

Die PRIIP-Verordnung hat sich als besonders hinderlich erwiesen. Auf diesen Umstand machte auch die BaFin in ihrer eigenen Analyse des deutschen Marktes für Unternehmensanleihen aufmerksam. Die Untersuchung der BaFin aus dem Jahr 2021 zeigt, dass das Volumen der von Privatanlegern auf dem deutschen Markt gehandelten Unternehmensanleihen seit der Einführung der PRIIP-Verordnung deutlich zurückgegangen ist.[4]

Woran liegt das? Für Produkte, die als PRIIP eingestuft sind, müssen Banken Privatanlegern ein KID zur Verfügung stellen. Es soll den Anlegern dabei 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 Herausgeber des Finanzprodukts, also der Emittent. Ursprünglich wurde die PRIIP-Verordnung für „verpackte Kleinanlegerprodukte“ konzipiert – also für jene Produkte, die sich auf einen Basiswert beziehen, um den eine Art „Verpackung“ gebildet wird. Nicht aber für solche Produkte, die direkt vom Anleger gehalten werden, wie beispielsweise Unternehmensanleihen, die sich auf keinen Basiswert beziehen.

Viele Unternehmensanleihen sind jedoch mit einer sogenannten „make-whole“-Klausel ausgestattet, die es dem Emittenten erlaubt, die Anleihe vorzeitig zu kündigen. Sofern die Klausel vom Emittenten aktiviert wird, muss dem Anleger anschließend eine Art Entschädigung für die vorzeitige Kündigung bezahlt werden. Die Höhe der Entschädigung wird zumeist dadurch berechnet, dass ein Vergleichswert herangezogen wird. Oft sind das Staatsanleihen, wie zum Beispiel eine zehnjährige Bundesanleihe. Grundsätzlich sind solche Klauseln ein Instrument des Anlegerschutzes, da Anleger bei vorzeitiger Kündigung entschädigt werden.

Die Problematik liegt darin, dass die PRIIP-Verordnung aufgrund des Bezugs zu einem Vergleichswert (der Staatsanleihe) solche Unternehmensanleihen mit „make-whole“-Klausel als PRIIP einstuft. Infolgedessen muss wiederum vom Emittenten ein KID erstellt werden. **Die große Mehrheit der Emittenten von Unternehmensanleihen ist jedoch nicht bereit, ein KID zu erstellen. Gründe dafür sind der Aufwand zur Erstellung und Haftungsfragen.**

An der Börse Stuttgart sind rund 60% (absolut 6.803 von 11.025) aller gelisteten Unternehmensanleihen als PRIIP eingestuft, die zudem kein KID aufweisen. Das hat zur Folge, dass diese Unternehmensanleihen aufgrund des fehlenden KID nicht für Privatanleger handelbar sind. **Das ist paradox: Letztlich führt eine Entschädigungsklausel, die den Anleger schützt, zu einem faktischen Produktausschluss.**

Die zweite Hürde: Hohe Stückelungen sind für viele Privatanleger nicht zugänglich

Ein weiteres Hindernis hängt mit der Mindeststückelung der Unternehmensanleihen zusammen. Jeder Emittent definiert bei der Emission von Anleihen deren Stückelung. Je kleiner die Stückelung ist, desto eher können Privatanleger investieren, da somit auch kleinere Summen investierbar sind.

In der Prospektverordnung wird jedoch der Anreiz für Emittenten geschaffen, Anleihen mit einer Stückelung von mehr als 100.000 EUR zu begeben, um die Erstellung eines aufwändigen Wertpapierprospekts zu vermeiden. Eine Anleihe mit einer Stückelung über 100.000 EUR ist allerdings für die allermeisten Privatanleger, die über kein sehr großes Vermögen verfügen, unattraktiv, da die Eintrittshürde zu hoch ist.

Die Anzahl der Anleihen, die nicht als PRIIP eingestuft sind und damit prinzipiell handelbar wären, aber aufgrund einer Stückelung von über 100.000 EUR für die allermeisten Anleger nicht zugänglich sind, beläuft sich aktuell auf 2.456. Die Unternehmensanleihen dieser Kategorie machen damit rund 22% aller gelisteten Unternehmensanleihen an der Börse Stuttgart aus. Das ist ein weiterer Zuwachs verglichen mit den Zahlen von November 2021, als dieser Anteil noch bei rund 19% lag.

Verringerte Produktvielfalt für Privatanleger ist problematisch

- **Die aktuelle Regulatorik hindert den Privatanleger daran, Unternehmensanleihen zur Portfoliodiversifizierung und für den Vermögensaufbau zu nutzen**. Vor dem Hintergrund der steigenden Lebenserwartung und des demografischen Wandels ist dies gerade für Anleger mit einem langfristigen Anlagehorizont besonders schädlich.
- **Somit werden Ersparnisse von Privatanlegern auch nicht nur Finanzierung von Unternehmen und der Gesamtwirtschaft mobilisiert**.

Und das gerade in Zeiten, in denen das private Kapital für die digitale und ökologische Transformation dringend benötigt wird.

- **Die Liquidität im Handel mit Unternehmensanleihen am Sekundärmarkt wird unnötig verringert**. Dies läuft nicht zuletzt dem grundlegenden Ziel der „Kapitalmarktunion“ der EU zuwider, die Beteiligung von Kleinanlegern an den Kapitalmärkten zu erhöhen und ihnen eine breite Produktvielfalt zu ermöglichen.

Forderungen an die Politik

Die Gruppe Börse Stuttgart fordert daher die Politik dazu auf, die Handelbarkeit von Unternehmensanleihen für Privatanleger zu verbessern. Ein erster Schritt wäre gewesen, die Mindeststückelung von 100.000 EUR im Rahmen der Überarbeitung der Prospektverordnung im sogenannten „Listing Act“ abzusenken. Leider hat sich diese Schwelle jedoch im Markt als Grenze zwischen Privatanlegern und institutionellen Investoren etabliert, weshalb die EU-Kommission es unterließ, hier einen Änderungsvorschlag zu machen.

Die Retail Investment Strategy – die Änderung bei Unternehmensanleihen unbedingt finalisieren

Demgegenüber hat die EU-Kommission mit ihrem Vorschlag zu einer „Retail Investment Strategy“ (EU-Kleinanlegerstrategie) einen großen Schritt in die richtige Richtung gemacht. Diese ist in zwei Teile untergliedert – einen Teil zur Änderung von Anlegerschutzbestimmungen in der MiFID II[5] und einen Teil zur Änderung der PRIIP-Verordnung[6]. In letzterem schlägt die Kommission vor, alle Unternehmensanleihen mit einer „make-whole“-Klausel von der PRIIP-Verordnung auszunehmen. **Ein echter „Game Changer“ für Privatanleger, für den die Gruppe Börse Stuttgart lange geworben hat.**

Dieser begrüßenswerte und überfällige Schritt wird jedoch dadurch in Frage gestellt, dass die Retail Investment Strategy von den EU-Institutionen möglicherweise nicht zu Ende verhandelt und verabschiedet wird. Sollte dies eintreten, würde auch die Erleichterung bei Unternehmensanleihen im Rahmen der Änderungen an der PRIIP-Verordnung wegfallen – zum großen Nachteil der Privatanleger und zu Lasten der Produktvielfalt.

Daher fordert die Gruppe Börse Stuttgart den EU-Gesetzgeber umso dringlicher auf, wenigstens den Teil zu Unternehmensanleihen zu finalisieren. Die Zeit drängt – bereits im Juni sind Europawahlen und die aktuelle Legislaturperiode neigt sich dem Ende zu. Es bleibt also nicht mehr viel Zeit, diese für Privatanleger wichtige Änderung zu beschließen. Privatanleger sind ein zentraler Bestandteil der Kapitalmärkte und sollten nicht von der Teilnahme ausgeschlossen werden.

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 länger hinnehmbar.

Quellen und Anmerkungen

[1] Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. November 2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP).

[2] Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG.

[3] 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.

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

[5] Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail protection rules (Link).

[6] Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 1286/2014 as regards the modernization of the key information document (Link).

Boerse Stuttgart Group
Regulatory & Governmental Affairs
Dr. Martin Wagener
EU-Transparenzregister Nr. 676502643674-70
Börsenstraße 4
70174 Stuttgart
T +49 711 222 985-0
RegulatoryAffairs@boerse-stuttgart.de
https://group.boerse-stuttgart.com/de/