

**Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirats des Deutschen Derivate Verbands (DDV)
zur Anhörung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zur
Allgemeinverfügung bezüglich sog. „Bonitätsanleihen“**

1. September 2016

Mitglieder des Wissenschaftlichen Beirats:

Prof. Dr. Sigrid Müller (Vorsitzende), Direktorin des Instituts für Finanzierung,
Humboldt Universität zu Berlin

Prof. Dr. Lutz Johanning, Inhaber des Lehrstuhls für empirische Kapitalmarktforschung,
WHU - Otto Beisheim School of Management

Prof. Dr. Christian Koziol, Inhaber des Lehrstuhls für Finance,
Eberhard Karls Universität Tübingen

Prof. Dr. Bernd Rudolph, em. Universitätsprofessor,
Fakultät für Betriebswirtschaft, Ludwig-Maximilians-Universität München und
Professor an der Steinbeis-Hochschule Berlin

Prof. Dr. Dirk Schiereck, Leiter des Fachgebiets Unternehmensfinanzierung,
Technische Universität Darmstadt

Zusammenfassung

1. Zahlreiche Anlageprodukte erfordern vom Privatanleger eine Einschätzung des Bonitätsrisikos des Emittenten oder Anbieters der Depositen. Dazu gehören ausfallgefährdete Anleihen von Staaten und Unternehmen, Aktien, Zertifikate sowie Spar- und Festgeldanlagen.
2. Aus ökonomischer Sicht gibt es keinen Unterschied in der Einschätzung der Rückzahlung nach Eintreten des Kreditereignisses zwischen Bonitätsanleihen und anderen Anleihen oder auch Depositen mit Bonitätsrisiken.
3. Ab 1. Januar 2017 ist auch für Bonitätsanleihen die PRIIPs-Verordnung anzuwenden. Damit ist gewährleistet, dass dem Anleger umfassende Risiko-, Rendite- und Kosteninformationen für diese Produkte zur Verfügung stehen. Somit kann einfach und ohne großen Aufwand eingeschätzt werden, ob mit der in Aussicht gestellten Rendite die übernommenen Risiken adäquat vergütet werden.
4. Bonitätsanleihen unterscheiden sich in ihrer Komplexität nicht von anderen Anlageprodukten mit Bonitätsrisiken. Auch gibt es aus ökonomischer Sicht weitaus komplexere Produkte als Bonitätsanleihen.
5. Komplexe Produkte sind nicht per se schlecht. Wenn diese Produkte in Bezug auf Risiken, Renditepotentiale und Kosten transparent sind, besteht kein Grund, sie zu verbieten.
6. Durch ein Vertriebsverbot von Bonitätsanleihen würden Anleger insbesondere in Niedrigzinszeiten unnötig in ihren Anlagemöglichkeiten eingeschränkt und die Altersvorsorge weiter erschwert.

Aus ökonomischer Sicht ist ein Vertriebsverbot von Bonitätsanleihen an Privatanleger deshalb völlig unbegründet und ungerechtfertigt.

Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirats des DDV zur Anhörung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zur Allgemeinverfügung bezüglich sog. „Bonitätsanleihen“

Am 28.07.2016 hat die BaFin die Anhörung zur Allgemeinverfügung bezüglich sog. Bonitätsanleihen“, GZ: VBS 7Wp 54272016/0019, veröffentlicht und um Anhörung bis zum 02.09.2016 gebeten.

Der Wissenschaftliche Beirat des Deutschen Derivate Verbands (DDV) bedankt sich für die öffentliche Anhörung und nimmt aus ökonomischer Sicht zur oben bezeichneten Anhörung Stellung. Die Gliederung der Stellungnahme orientiert sich an der Gliederung der Allgemeinverfügung.

Unter Punkt b) der Allgemeinverfügung schreibt die BaFin, dass erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz bei der Vermarktung, dem Vertrieb und dem Verkauf von Zertifikaten bezogen auf Bonitätsrisiken („Bonitätsanleihen“ oder „credit linked notes“) an Privatkunden i. S. d. § 31a Abs. 3 WpHG bestehen. Die BaFin schreibt auf S. 4:

„...das Vorliegen von erheblichen Bedenken für den Anlegerschutz [ist] u. a. anhand folgender Kriterien zu beurteilen:

- *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.*

Im Fall der Bonitätsanleihen ist nicht nur ein einzelnes Kriterium einschlägig; die Produktstruktur und ihr Absatz stoßen auf eine Reihe von Kriterien, die erhebliche Anlegerschutzbedenken begründen.“

Zu b) aa) Hohe Produktkomplexität

Gemäß den Ausführungen der BaFin sind Bonitätsanleihen hoch komplex, so dass Privatanleger die Bonitäts- und Kreditrisiken des Referenzschuldners (Eintreten des Kreditereignisses, von dem der Rückzahlungsbetrag abhängt) nicht beurteilen und während der Laufzeit überwachen können. Auf S. 4-5 der Anhörung schreibt die BaFin ferner:

„Im Übrigen trägt der Kunde nicht nur das Risiko eines Kreditereignisses auf Ebene eines Referenzschuldners, sondern auch das Ausfallrisiko des Emittenten, mit dem der Kunde die Vertragsbeziehung eingeht. Mit anderen Worten: Neben dem Risiko des Eintritts einer Störung in der zugrundeliegenden Forderung besteht zusätzlich das Totalverlustrisiko, wenn der Emittent der Bonitätsanleihe nicht in der Lage ist, diese zurückzuzahlen. Auch dieses Risiko muss der Privatkunde im Blick behalten.“

Offensichtlich geht die BaFin davon aus, dass der Privatanleger das Bonitätsrisiko des Emittenten der Anleihe im Blick behalten kann, das des Referenzschuldners, auf das sich die Anleihe bezieht, aber nicht. Da es sich bei der Einschätzung der Bonitätsrisiken des Emittenten und der Einschätzung der

Bonitätsrisiken des Referenzschuldners jedoch um dieselbe Art der Einschätzung¹ handelt, ist die Argumentation der BaFin in sich widersprüchlich und nicht nachvollziehbar.

Die Argumentation steht auch im Widerspruch zum gewöhnlichen Anlageverhalten von Privatanlegern, denn diese dürfen in

- ausfallgefährdete Anleihen von
 - Staaten und
 - Unternehmen,
- Aktien,
- Zertifikate sowie
- Spar- und Festgelder

anlegen.

Alle diese Anlageprodukte erfordern vom Privatanleger eine Einschätzung des Bonitätsrisikos des Emittenten oder Anbieters der Depositen. Diverse Verlustbeispiele der vorgenannten Anlageprodukte verdeutlichen, dass diese Risiken real sind.

Ein Verbot des Vertriebs von Bonitätsanleihen würde also in einer eklatanten Ungleichbehandlung von Anlageprodukten münden. Ungeachtet dessen würden Privatanleger durch nicht verbotene ausfallgefährdete Anleihen weiterhin zahllose Bonitätsrisiken eingehen können. Deshalb ist es ein Irrtum zu meinen, dass die angedachte Allgemeinverfügung Privatinvestoren wirksam vor Bonitätsrisiken schützt.

Die BaFin vertritt auf S. 4 die Ansicht, dass eine Bonitätsbeurteilung nur durch die Preisanalyse der eingebetteten Credit Default Swaps (CDS) möglich sei. Diese Informationen seien aber nur institutionellen Anlegern zugänglich. Dem ist entgegen zu halten, dass zum einen für eine sorgfältige Bonitätsbeurteilung weitaus mehr öffentlich zugängliche Informationen - wie Kreditratings, Aktienkurse oder Kurse von Unternehmensanleihen - zur Verfügung stehen. Zum anderen haben Privatanleger sehr wohl Zugang zu CDS-Informationen. So können beispielsweise die CDS-Daten zu den Emittenten des DDV unter <http://www.derivateverband.de/DEU/Transparenz/CreditSpreads> abgefragt werden.

Wir empfehlen den Emittenten von Bonitätsanleihen, die CDS-Daten der Referenzschuldner an einer geeigneten Stelle öffentlich zur Verfügung zu stellen.

Auf S. 5 fährt die BaFin fort:

„Neben der Frage nach Wahrscheinlichkeit eines Kreditereignisses bleibt auch das Schicksal der Rückzahlung nach Eintreten eines Kreditereignisses aus Sicht des Privatkunden ungewiss. So sehen Angebotsbedingungen die Festlegung eines Rückzahlungsbetrags durch Dritte vor, z. B. ein Gremium bei ISDA. Für die Festlegung der Höhe des Rückzahlungsbetrages kann z. B. ein Auktionsverfahren oder eine Durchschnittsberechnung durchgeführt werden. Anders als bei der Rückzahlung von Zertifikaten, die auf bekannte Basiswerte Bezug nehmen (z. B. Rückzahlung nach aktuellem Börsenkurs), macht es die komplexe Bewertung nach Eintritt des Kreditereignisses Privatkunden unmöglich, eine hinreichende Vorstellung von der Wertentwicklung der Bonitätsanleihe im Fall eines Kreditereignisses zu entwickeln. Auch dieser Umstand unterstreicht die spezifische Komplexität der Produktstruktur.“

Aus ökonomischer Sicht sehen wir keinen Unterschied in der Einschätzung der Rückzahlung nach Eintreten des Kreditereignisses zwischen Bonitätsanleihen und anderen Anleihen oder auch

¹ Unterschiedlich ausfallen können selbstverständlich die Ergebnisse der Einschätzung, also die Höhe der ermittelten Bonitätsrisiken.

Depositen mit Bonitätsrisiken. Kommt es bei einem Anleiheschuldner zu einer Insolvenz (Kreditereignis), so hängt die Rückzahlung von vielen Faktoren wie Rangstellung, Besicherung und Insolvenzquote ab. Eine solche Abwicklung ist i.d.R. sehr langwierig und mit erheblichen Unsicherheiten verbunden. Ähnlich ist der Fall eines Ausfalls eines Depositenschuldners gelagert (langwierige Prüfung, in welchem Ausmaß die Einlagenversicherung die Depositen abdeckt).

Auf S. 5 führt die BaFin ferner aus:

„Besonders im Fall der Bonitätsanleihen, deren Wertentwicklung sich auf einen Korb von mehreren Referenzschuldern beziehen, tritt die spezifische Komplexität prominent hervor. Bei diesen Produkten ist der Kunde gehalten, gleich eine Vielzahl von Bonitäten von Referenzschuldern zu bewerten.“

Diese Aussage, dass die Komplexität mit der Anzahl der Referenzschuldner ansteigt, ist grundsätzlich richtig, sie trifft aber in noch größerem Maße auf sämtliche Rentenfonds zu, in die Privatanleger anlegen dürfen. Denn die Anzahl der Anleihen in den Fonds ist gewöhnlich sehr groß (häufig weit über hundert Positionen) und übersteigt typischerweise bei weitem die Anzahl der Referenzschuldner in einem Korb einer Bonitätsanleihe.²

Beim Vergleich von Rentenfonds und Bonitätsanleihen ist auf einen weiteren Widerspruch hinzuweisen. Publikumsfonds dürfen in Bonitätsanleihen (Credit Linked Notes (CLNs)) und auch Credit Default Swaps (CDS) anlegen (§ 197 KAGB).³ Folglich wäre es denkbar, dass ein Portfolio von CLNs, verpackt in einen Publikumsfond, von einem Privatanleger gekauft werden darf, einzelne CLNs bei einem Vertriebsverbot aber nicht. Ein Portfolio an CLNs ist allerdings komplexer als einzelne CLNs.

Die Allgemeinverfügung führt auf S. 5 weiter aus, dass es bei Hinzutreten eines weiteren Rückzahlungsprofils (beispielsweise wie bei einer Worst-Off-Struktur) für den Anleger nicht mehr möglich ist, eine kumulierte Bewertung des Gesamtrisikos vorzunehmen. Dieser Ansicht der BaFin kann grundsätzlich für den Fall zugestimmt werden, dass über die Funktionsweise nicht ausreichend verständlich aufgeklärt bzw. informiert wird.

Letztlich ist die BaFin der Ansicht, dass durch die geschaffene Komplexität es ...

„dem Privatkunden unmöglich [ist], zu ermitteln, ob das Renditeversprechen das übernommene Risiko adäquat vergütet.“

Diese Aussage steht im fundamentalen Widerspruch zu den Zielen der am 01. Januar 2017 in Kraft tretenden PRIIPs-Verordnung. Gemäß dieser Verordnung müssen alle Emittenten von gepackten Anlageprodukten – insbesondere Fonds, Lebensversicherungen und Zertifikate – dem Privatanleger vor Kauf/Vertragsabschluss eine wesentliche Anlegerinformation aushändigen. In dieser Kurzinformation sollen insbesondere die Gesamtkosten als Reduction in Yield, die Produktrisiken als Risikoindikator auf einer Skala von 1 bis 7 und Performance-Szenarien angegeben werden. Der Risikoindikator soll Markt- und Bonitätsrisiken abbilden. Die Performance-Szenarien für ein unvorteilhaftes, moderates und vorteilhaftes Szenario sollen dem Anleger das Renditepotential verdeutlichen. Ziel ist es, Privatanleger zu befähigen, Produkte besser zu verstehen und miteinander vergleichen zu können. Da diese Verordnung ab 01. Januar 2017 auch für Bonitätsanleihen

² Die Jahres- und Halbjahresberichte von Rentenfonds geben Auskunft über die Vermögensaufstellung zu bestimmten Stichtagen. Siehe beispielsweise Deka-EuropaBond Jahresbericht zum 30. Juni 2015. Ein richtlinienkonformes Sondervermögen deutschen Rechts (OGAW).

³ Für CDS-Anlagen siehe beispielsweise Deka-EuropaBond Jahresbericht zum 30. Juni 2015. Ein richtlinienkonformes Sondervermögen deutschen Rechts (OGAW).

anzuwenden ist, stehen dem Anleger spätestens ab diesem Zeitpunkt umfassende Risiko-, Rendite und Kosteninformationen für diese Produkte zur Verfügung, so dass er sehr wohl einschätzen kann, ob mit der in Aussicht gestellten Rendite die übernommenen Risiken adäquat vergütet werden.

Darüber hinaus ist anzumerken, dass es für den allergrößten Teil der in Deutschland angebotenen Zertifikate (alle Zertifikate der im DDV vertretenen Emittenten) – so auch für Bonitätsanleihen bereits seit 2005 einen wöchentlich aktualisierten Risikoindikator gibt, der das Risiko auf einer Skala von 1 bis 5 angibt. Dabei werden sowohl Markt- als auch Kreditrisiken berücksichtigt. Diese Risiken können im Internet beim DDV unter <http://www.derivateverband.de/DEU/Transparenz/Risikokennzahl> sowie auf verschiedenen anderen Seiten der Produkthanbieter und Finanzportale abgerufen werden. Zudem geben die Emittenten des DDV seit Mai 2014 mit dem Issuer Estimated Value (IEV) auch die internen Produktkosten an. Insofern war es Privatanlegern schon seit geraumer Zeit möglich, sich ohne großen Aufwand über die Risiken und Kosten der Produkte zu informieren. Bestätigt wird dies unter anderem auch dadurch, dass sich die regulatorischen Vorschriften zur Berechnung der PRIIPs-Risiko- und Kostenindikatoren sehr weitgehend an den seit langem in Deutschland etablierten Vorbildern orientiert haben.⁴

Im Anhang dieser Stellungnahme befindet sich eine Liste mit 125 Referenzunternehmen. Für fiktive Bonitätsanleihen auf diese Referenzunternehmen ergeben sich auf der siebenstufigen PRIIPs-Risikokala Risikoklassen von lediglich 1 bis 3.⁵ Auch die Risiken von Bonitätsanleihen auf Referenzkörbe dieser 125 Unternehmen würden nicht höher ausfallen. Anzumerken ist ferner, dass der Gesetzgeber für die Berechnung der Risikoindikatoren von Bonitätsanleihen nach der PRIIPs-Verordnung sogar einen sehr einfachen, ratingbasierten Ansatz für ausreichend gehalten hat. Die Risiken von Bonitätsanleihen könnten aber auch ohne großen Mehraufwand genauer auf Basis einer Monte-Carlo-Simulation ermittelt werden.

In einer repräsentativen Untersuchung aus 2013 zu den Emittentenmargen am deutschen Zertifikatemarkt wird bei Bonitätsanleihen zudem eine durchschnittliche Marge von 0,37 % p.a. festgestellt. Die Marge liegt in Höhe der durchschnittlichen Marge aller Zertifikate von 0,36 % p.a. und ist damit nicht auffallend hoch.⁶

Zieht man also die vorhandenen empirischen Daten zu Rate, so erweisen sich Bedenken hinsichtlich überhöhter Kosten und Risiken von Bonitätsanleihen als nicht gerechtfertigt. Ein Vertriebsverbot für diese Produkte lässt sich auf dieser Basis nicht begründen.

Exkurs: Komplexität von Finanzprodukten

Die vorherigen Ausführungen haben gezeigt, dass die Argumentation der BaFin zum Vertriebsverbot an Privatanleger in sich nicht konsistent ist, die Ziele und Ausführungen der EU PRIIPs-Verordnung außer Acht lässt und zu einer Ungleichbehandlung von Anlageprodukten führen würde. Bonitätsanleihen unterscheiden sich in ihrer Komplexität nicht von anderen Anlageprodukten mit Bonitätsrisiken.

Grundsätzlich kann man der Argumentation folgen, dass aus Sicht eines Privatanlegers die Einschätzung des Bonitätsrisikos komplex ist. Dies trifft aber für Bonitätsanleihen ebenso zu wie für

⁴ Siehe dazu den PRIIPs Regulatory Technical Standard (RTS).

⁵ Die Risikoklassen der Bonitätsanleihen werden auf Basis der Ratings der Referenzunternehmen, der Emittenten und des Marktrisikos ermittelt. Siehe dazu im Detail den Anhang.

⁶ Bei einer zufälligen Stichprobe ergibt sich für Bonitätsanleihen eine durchschnittliche Marge von 0,3 % p.a. Vgl. Döhrer / Johanning / Steiner / Völkle (2013): Emittentenmargen bei Zertifikaten.

die anderen oben genannten Produkte mit Bonitätsrisiken. Aus ökonomischer Sicht gibt es keine Begründung, ein Vertriebsverbot dieser Produkte zu fordern. Dazu sind folgende Punkte anzumerken:

- „Die Beantwortung der Frage, ob ein Finanzprodukt als komplex oder nicht-komplex einzustufen ist, hängt in erster Linie vom Wissensstand und der Erfahrung des Anlegers ab. Ein auf die Bewertung und Risikoeinschätzung spezialisierter Finanzmathematiker wird nahezu sämtliche Finanzprodukte eigenständig bewerten und damit auch die Kosten sowie das Risiko bestimmen können. Dagegen wird ein unerfahrener, in Finanzfragen wenig vorgebildeter Privatanleger diese Bewertung selbst dann nicht vornehmen können, wenn ihm umfassende Detailinformationen über das Produkt an die Hand gegeben werden. Aus Sicht des Durchschnittsanlegers wären folglich die meisten Finanzprodukte als komplex, aus Sicht des Finanzmathematikers die meisten Produkte als nicht-komplex einzustufen.“⁷ Für einen durchschnittlichen, in Finanzfragen uniformierten Privatanleger müssten deshalb de facto alle Anlageprodukte als komplex eingestuft werden.
- Komplexe Produkte sind nicht per se schlecht und müssen nicht verboten werden, sofern diese Produkte in Bezug auf Risiken, Renditepotentiale und Kosten transparent sind. Genau an diesem Punkt setzt die oben skizzierte EU PRIIPs-Verordnung an. Somit gibt es ab 01. Januar 2017 für Bonitätsanleihen eine umfassende Transparenz für Risiken, Renditepotentiale und Kosten. Für normale Depositen, die einen Großteil der Kapitalanlagen von Privatanlegern ausmachen, gibt es diese Transparenz dagegen nicht.

Brunnermeier / Oehmke (2009) kommen zu sehr vergleichbaren Ergebnissen. Sie führen aus, dass ein regulatorischer Zulassungsprozess von Produkten, der auf einer Einordnung der Produkte als komplex basiert, sehr subjektiv wäre und Finanzinnovationen behindern würde.⁸ Vor dem Hintergrund der Finanzstabilität werden auch Produktverbote diskutiert. Die Autoren kommen allerdings zu dem Ergebnis, dass Komplexität an sich kein überzeugendes Argument für Produktverbote und regulatorische Zulassungsprozesse ist. Vielmehr schlussfolgern sie: „Well designed disclosure rules, on the other hand, may help the boundedly rational investor to deal with complexity. However, because of potential information overload, the key is that disclosure requirements are designed in an appropriate fashion. For example, some financial securities could be issued with a standard, one-page term-sheet that summarizes key properties and risks of the investment.“⁹ Eine solche Regulierung soll – wie oben bereits ausgeführt – durch die EU-PRIIPs-Verordnung verwirklicht werden.

Abschließend kann darauf hingewiesen werden, dass viele gängige Anlageprodukte selbst aus Sicht eines Spezialisten durchaus komplex sind. Dazu zählen beispielsweise Lebensversicherungen, bei denen der Anleger das Produktportfolio (Deckungsstock), in welches er investiert, überhaupt nicht kennt. Dies hat zur Folge, dass selbst Spezialisten ohne zusätzliche Information das Risiko einer Lebensversicherung nicht ermitteln können. Darüber hinaus kann eine Lebensversicherung durch ihr Garantieverprechen als komplexe derivative Struktur aufgefasst werden, die nur bei Kenntnis der versicherungsinternen Anlagestrategie repliziert werden kann. Im Vergleich dazu ist eine Bonitätsanleihe auch auf Referenzkörbe ausgesprochen transparent, da die Referenzschuldner und das Auszahlungsprofil von vornherein feststehen. Folglich können Spezialisten die Kosten und Risiken ohne weitere Information ermitteln. Die Berechnungsverfahren sind nicht sonderlich aufwändig (siehe die obigen Ausführungen zur Risikoberechnung von Bonitätsanleihen nach der PRIIPs-

⁷ Becker / Döhrer / Johanning (2012): Überlegungen zur Verbesserung des Anlegerschutzes: Transparenz versus Komplexität von Finanzprodukten, Diskussionspapier, S. 5-6.

⁸ Vgl. Brunnermeier / Oehmke (2009), S. 10.

⁹ Brunnermeier / Oehmke (2009), S. 11.

Verordnung). Die Informationsasymmetrie ist deshalb bei Lebensversicherungen sehr viel größer als bei Bonitätsanleihen. Aufgrund der vorgenannten Punkte halten wir es nicht für angemessen, den Vertrieb von sehr komplexen Lebensversicherungen zu verbieten, sofern diese transparent sind. Dies gilt in gleichem Maße für die aus ökonomischer Sicht weniger komplexen Bonitätsanleihen.

Zu b) bb) Beteiligung von Privatkunden an professionell geprägten Märkten bzw. Zugang zu relevanten Informationen

Als falsch erweist sich die Behauptung in der Allgemeinverfügung auf S. 5-6, dass die Kreditrisiken von Bonitätsanleihen

„...durch den Handel mit CDS erzeugt werden.“

Die Kreditrisiken werden vielmehr durch das Referenzunternehmen „erzeugt“, also durch die wirtschaftliche Aktivität des Unternehmens in bestimmten Branchen und Volkswirtschaften, durch seine Investitionspolitik und Verschuldung etc. Auf CDS-Märkten werden wie auf den Märkten für Aktien und Unternehmensanleihen diese Risiken gehandelt. Wie bereits ausgeführt, sind CDS-Märkte keinesfalls die einzige Informationsquelle für Anleger. Auch gibt es keine Erkenntnisse, dass diese Märkte anderen Märkten im Sinn einer schnelleren Informationsverarbeitung überlegen sind. Im Übrigen werden im Grunde alle Kapitalmärkte – dies gilt auch für die Märkte für Aktien und Unternehmensanleihen – durch professionelle Marktteilnehmer „gemacht“. Dies ist keine Besonderheit der CDS-Märkte. Privatanleger sind somit auch auf anderen Märkten anderen (professionellen) Teilnehmern unterlegen (siehe S. 6 der Allgemeinverfügung). Ein Vertriebsverbot für eine spezifische Produktklasse kann dieser Sachverhalt deshalb nicht begründen.

Wie in Fußnote 3 ausgeführt, legen Rentenfonds, in die Privatanleger anlegen dürfen, auch in CDS und eine Vielzahl anderer Derivate an. CDS und andere Derivate ermöglichen den Aufbau und die Absicherung von Risiken. Es ist sinnvoll und liegt auch im Interesse der Anleger, dass Fonds- und andere Produktanbieter sich dieser Finanzinstrumente bedienen.

Im Übrigen ist es die Aufgabe der Finanzintermediäre wie Banken und Fonds, Privatanlegern durch ihren eigenen Zugang zu professionellen Märkten die Möglichkeit zu eröffnen, an attraktiven Chance-Risiko-Kombinationen der Finanzmärkte zu partizipieren. Diese Intermediationsfunktion gilt für Bonitätsanleihen ebenso wie für Fondsanlagen, deren Chancen-Risiko-Profil von Privatanlegern nicht selbst generiert werden kann, weil es vom umfangreichen Einsatz bestimmter Finanzinstrumente wie Derivate abhängig ist.

Zu b) cc) Irreführende Produktbezeichnung/-beschreibung

Die BaFin ist der Ansicht, dass die Bezeichnung „Bonitätsanleihe“ für Privatanleger irreführend ist, da es sich nicht um eine „Anleihe im klassischen Sinne“ (z. B. eine Unternehmensanleihe) handeln, sondern der Kunde eher die Rolle eines Sicherungsgebers einnehmen würde. Die BaFin schreibt auf S. 6:

„Bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise tritt der Kunde jedoch nicht in die Rolle eines (Anleihe-) Darlehensgebers: Der Kunde übernimmt vielmehr eine ähnliche Rolle wie ein Versicherungsgeber, der das Risiko eines Kreditereignisses übernimmt und dieses damit absichert. Das Vertragsverhältnis wirkt daher wie eine Versicherung gegen den Kreditausfall und gerade nicht wie eine Bereitstellung von Anleihekapital.“

Dieser Aussage liegt ein überaus problematisches ökonomisches Verständnis der Produkte zugrunde. Aus wissenschaftlicher Sicht entspricht – abgesehen vom Emittentenrisiko – die Risikoposition einer Bonitätsanleihe c. p. der Risikoposition einer Unternehmensanleihe auf den Referenzschuldner. Entsprechend kann jeder Käufer einer Unternehmensanleihe (und damit auch jeder Kreditgeber) als Versicherungsgeber aufgefasst werden. Kreditgeber, Käufer einer Unternehmensanleihe und Versicherungsgeber halten alle das gleiche Risiko- bzw. Auszahlungsprofil eines Short-Puts.¹⁰ Folglich entsprechen sich Zinseinnahmen aus einer klassischen Unternehmensanleihe und Einnahmen aus einer Absicherung des Unternehmens als Referenzschuldner einer Bonitätsanleihe in ökonomischer Hinsicht. Bei hoher Kreditwürdigkeit des Unternehmens ist die Wahrscheinlichkeit sehr hoch, dass der Anleihegläubiger wie Sicherungsgeber Zinszahlungen bzw. Versicherungsprämien für die Laufzeit erhalten. Ökonomisch gibt es deshalb – abgesehen vom Emittentenrisiko – auch bezüglich der Zins- und Prämienzahlungen keinen Unterschied.

Es ist daher auch zulässig, Bonitätsanleihen sogar mit Bundesanleihen, Spar- und Festgeldanlagen zu vergleichen. Im Übrigen gilt, dass alle Anlagen auf Basis der Kosten, Risiken und Renditepotentiale, also ihres Gesamtprofils, miteinander verglichen werden sollten, und nicht auf Basis einzelner Renditebestandteile wie Zinsen oder eingemommene Versicherungsprämien. Dies wird bei der bereits oben genannten EU PRIIPs-Verordnung deutlich, deren Ziel gerade die Vergleichbarkeit und Verständlichkeit von Finanzprodukten ist.

Im Sinn der Vermögensbildung ist es zudem sehr zu wünschen, dass Anleger mit Bonitätsanleihen Zugang zu Produkten erhalten, die eine positive oder höhere Verzinsung als Spar- oder Festgeldanlagen bieten. Anlegerschutz bedeutet auch, dem Privatanleger eine vernünftige Vermögensbildung zu ermöglichen. Es ist allgemein bekannt, dass es im aktuellen Niedrigzinsumfeld nur noch wenige Produkte gibt, mit denen Privatanleger eine positive reale Rendite erzielen können. Bonitätsanleihen gehören ohne Zweifel zu diesen Produkten. Deutlich wird, dass sich ohne die Übernahme von Risiken höhere Renditen nicht erzielen lassen. Allerdings sind diese Risiken bei Bonitätsanleihen moderat (siehe dazu die Ausführungen weiter oben und den Anhang). Mit einem Vertriebsverbot von Bonitätsanleihen würde dem Privatanleger eine der wenigen Möglichkeiten genommen, mit relativ geringem Risiko solche positiven Renditen zu erwirtschaften.¹¹ Es liegt auf der Hand, dass insbesondere in Niedrigzinszeiten viele Privatanleger in andere Produkte wie ausfallgefährdete Unternehmens-, Bank- und Staatsanleihen getrieben werden, um überhaupt eine positive (Über-) Rendite zu erzielen. Diese Produkte besitzen hinsichtlich des Bonitätsrisikos keine wesentlichen Vorteile gegenüber Bonitätsanleihen. Jedoch können das eingeschränkte Angebot und die bekannten Probleme der Handelbarkeit zu gravierenden Nachteilen und Einbußen auf Anlegerseite führen.

Vor dem Hintergrund dieser Argumente halten wir die Produktbezeichnung „Bonitätsanleihe“ aus ökonomischer Sicht nicht für irreführend. Um den diesbezüglichen Bedenken der BaFin Rechnung zu tragen, sehen wir allerdings keine Hindernisse auf Seite der Emittenten, aus Verbrauchersicht geeignetere Bezeichnungen zu wählen und einheitlich anzuwenden.

Zu b) dd) In der Produktstruktur angelegtes Interessenkonfliktrisiko

¹⁰ Dass Kreditpositionen das Risiko- und Auszahlungsprofil von Short-Putoptionen haben, ist in der Literatur gut dokumentiert. Vgl. beispielsweise die grundlegenden und im Jahr 1977 nobelpreisgekrönten Arbeiten von Black/Scholes und Merton. Black / Scholes (1973): The Pricing of Options and Corporate Liabilities. in: Journal of Political Economy. Vol. 81, S. 637-654. Merton (1973): Theory of Rational Option Pricing, in: Bell Journal of Economics and Management Science, Vol. 4, S. 141-183.

¹¹ Siehe zum Ziel der Vermögensbildung weiter unten in dieser Stellungnahme.

Die BaFin hat Bedenken, dass bei der Emission von Bonitätsanleihen erhebliche Interessenskonflikte bestehen. Sie schreibt auf S. 7:

„Emittenten bzw. konzernangehörige Unternehmen der Emittenten können neben der Rolle als Produktproduzenten auch in weiteren Eigenschaften beteiligt sein. So ist nicht ausgeschlossen, dass die bei der Strukturierung von Bonitätsanleihen verwendeten Kreditrisiken aus dem (konzern-) eigenen Bestand herangezogen werden können. Auch ist nicht ausgeschlossen, dass Emittenten bzw. konzernangehörige Unternehmen Geschäftsbeziehungen zu den für die Wertentwicklung der Bonitätsanleihe maßgeblichen Referenzschuldern unterhalten. Diese potentiellen Interessenskonflikte sind dazu geeignet, auf die Interessenlage der Bonitätsanleihekunden einzuwirken, da die Geschäftsbeziehungen u. a. auch die Beziehungen im Rahmen der Kreditvergabe oder des Handels mit Referenzverbindlichkeiten umfasst. Selbst die Emittenten sehen darin ein reales Risiko für den Anleger, da sie in ihren Angebotsbedingungen darauf hinweisen und die Interessenlage als potentiell problematisch bewerten.“

Nun sind Interessenskonflikte im Bankengeschäft üblich. Dies gilt insbesondere für das in Deutschland vorherrschende Universalbankengeschäft. Interessenskonflikte kommen somit auch bei allen Zertifikaten vor. Emittiert eine Bank beispielsweise ein Discount-Zertifikat auf Adidas, so ist es durchaus möglich, dass die Bank mit Adidas eine Kreditbeziehung unterhält. Entsprechend wird die Bank – und ist dazu gesetzlich verpflichtet – in ihrem Verkaufsprospekt auf diesen Interessenskonflikt hinweisen. Einen solchen Interessenskonflikt kann es ebenfalls in der Anlage- und Vermögensberatung der Banken geben, wenn dem Privatkunden Aktien und Unternehmensanleihen vorgestellt und empfohlen werden.

Grundsätzlich weisen wir darauf hin, dass es auch für den Privatanleger nicht negativ ist, wenn Banken über Bonitätsanleihen Kreditrisiken aus ihren eigenen Büchern verkaufen, solange eine volle Transparenz über die Risiken und Kosten gegeben ist.¹² Im Gegenteil kann dies sogar zu Kostenvorteilen führen. Die geforderte Transparenz wird mit der EU PRIIPs-Verordnung erreicht und ist durch die Transparenzinitiative des DDV bzgl. Risikoeinschätzung und Kosten (IEV) bereits heute gegeben.

Sollten die Bedenken zum Interessenskonfliktrisiko dennoch bestehen bleiben, so empfehlen wir den Emittenten, zukünftig nur solche Bonitätsanleihen zu emittieren, bei denen keine bestehenden Kreditrisiken verbrieft werden.

Zu b) ee) Weite Verbreitung bei Privatkunden

Die BaFin vertritt auf S. 8 die Ansicht, dass Bonitätsanleihen im Privatkundenbereich weit verbreitet sind, diese Kundengruppe aber bei bonitätsabhängigen Produkten strukturell benachteiligt ist.

Wie oben bereits ausgeführt, sind Privatanleger auch bei vielen anderen Kapitalanlagen strukturell benachteiligt, dies ist keine Besonderheit von Bonitätsanleihen. Andere bonitätsabhängige Kapitalanlagen wie Rentenfonds sind in gleichem Umfang oder weit mehr im Privatkundenbereich verbreitet. Ein Vertriebsverbot solcher Produkte lässt sich dadurch nicht rechtfertigen. Somit begründen diese Argumente auch kein Vertriebsverbot für Bonitätsanleihen.

¹² Crummenerl / Koziol (2015) haben darüber hinaus gezeigt, dass der Kredittransfer von Zertifikaten zur Sicherheit der Banken beitragen kann.

Zu Punkt b) Erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz

Die BaFin schreibt auf S. 4 (siehe oben):

„Im Fall der Bonitätsanleihen ist nicht nur ein einzelnes Kriterium einschlägig; die Produktstruktur und ihr Absatz stoßen auf eine Reihe von Kriterien, die erhebliche Anlegerschutzbedenken begründen.“¹³

Die ökonomische Analyse der einzelnen Kriterien hat gezeigt, dass die Argumentation der BaFin inkonsistent ist, zudem im starken Widerspruch zur EU PRIIPs-Verordnung steht und ein Vertriebsverbot zu einer Ungleichbehandlung von Anlageprodukten führen würde. Zudem wird an vielen Stellen deutlich, dass die BaFin von einem falschen ökonomischen Verständnis von Anlageprodukten und Märkten ausgeht und allgemein anerkannte Erkenntnisse aus der Literatur unberücksichtigt lässt. Keine der vorgenannten Punkte rechtfertigt ein Vertriebsverbot bzw. wenn, so müsste dies viele andere Anlageprodukte ebenso betreffen, die aus Sicht eines Privatanlegers komplex sind. Wenn das einzelne Kriterium für sich genommen ein Vertriebsverbot nicht rechtfertigt, so können dies auch mehrere zusammen oder die Summe solcher Kriterien nicht.

Exkurs: Anlegerschutz und das staatliche Ziel der Vermögensbildung

Privatanleger sind aufgrund ihres geringeren Kenntnisstands im Vergleich zu professionellen Marktteilnehmern besonders zu schützen. Für den Anlegerschutz stehen dem Gesetzgeber eine Vielzahl an Instrumenten zur Verfügung. Sinnvolle Instrumente sind aus unserer Sicht Diversifikationsgebote und insbesondere Vorschriften zur Transparenz der Kosten und Risiken. Unsere Ausführungen haben aber gezeigt, dass auf Basis subjektiv abgeleiteter Komplexitätsmaße Vertriebsverbote von Produkten keine geeigneten Regulierungsinstrumente sind. Solche Vertriebsverbote werden immer zu einer Ungleichbehandlung von Produkten führen. Dies gilt insbesondere dann, wenn nur das Verbot einer Subgruppe von Wertpapieren, mit denen Bonitätsrisiken eingegangen werden können, angedacht wird, den Investoren aber weiterhin der Zugang zu unzähligen anderen bonitätsabhängigen Wertpapieren und Anlagemöglichkeiten offensteht. Letztlich wirken solche Vertriebsverbote deshalb beliebig und irritierend.

Zudem bleibt beim Anlegerschutz i.d.R. das staatliche Ziel der Vermögensbildung unberücksichtigt. Im Vermögensbildungsgesetz kommt dieses staatliche Ziel zum Ausdruck, wobei Bevölkerungsschichten mit geringerem Vermögen im Fokus der staatlich geförderten Vermögensbildung stehen. Mit der vierten Phase der Vermögenspolitik wird seit 2001 insbesondere die private Altersvorsorge gefördert.¹⁴

Mit ökonomisch nicht fundierten Vertriebsverboten von Produkten mit einem realistischen Renditepotential – wie Bonitätsanleihen – läuft der Gesetzgeber Gefahr, sein eigenes Ziel der Vermögensbildung zu unterlaufen. Es ist allgemein bekannt, dass Anleger mit klassischen Spar- oder Festgeldanlagen oder auch klassischen Lebensversicherungen kaum noch positive reale Renditen erwirtschaften können. Solche Anlagen führen somit nicht zu einer Vermögensbildung, sondern zu

¹³ BaFin Verfügungen Anhörung zur Allgemeinverfügung bezüglich sog. „Bonitätsanleihen“, S. 4.

¹⁴ Zum staatlichen Ziel der Vermögensbildung siehe Franke / Funke / Gebken / Johanning (2011): Provisions- und Honorarberatung - Eine Bewertung der Anlageberatung vor dem Hintergrund des Anlegerschutzes und der Vermögensbildung in Deutschland, Januar 2011, S. 19-22.

einer Vermögensvernichtung. Ein sinnvoller Anlegerschutz sollte deshalb auch das staatliche Ziel der Vermögensbildung berücksichtigen und nicht ungerechtfertigt den Vertrieb von Produkten mit einem realistischen Renditepotential verbieten.

Zu c) Besondere Geeignetheit und Verhältnismäßigkeit

Die BaFin vertritt die Auffassung, dass Privatanleger bei Bonitätsanleihen besonders zu schützen sind. Sie führt auf S. 8 aus:

„Im Vergleich zu professionellen Marktteilnehmern können Privatkunden Verluste, die z. B. aus Anlagen in Bonitätsanleihen entstehen, nicht im gleichen Maße absichern oder wirtschaftlich verkraften. Auch verfügen sie typischerweise über geringere Kenntnisse und eingeschränkten Zugang zu relevanten Informationen, die für die adäquate Beurteilung von Bonitätsanleihen und deren Risiken erforderlich sind. Bei realitätsnaher Betrachtung sind Privatkunden im Bereich der Bonitätsanleihen damit den professionellen Marktteilnehmern insbesondere in Bezug auf Risikotragfähigkeit sowie Kenntnisse strukturell unterlegen.“

Bereits oben haben wir dargelegt, dass es kein Spezifikum von Bonitätsanleihen ist, dass Privatanleger über geringere Kenntnisse und weniger Informationen verfügen. Das trifft für alle Anlageprodukte zu. Privatanleger sind professionellen Anlegern immer unterlegen. Darüber hinaus gibt es ökonomisch keinen Unterschied bei der Tragung und Absicherung von Bonitätsrisiken zwischen Bonitätsanleihen und anderen Finanzprodukten mit Bonitätsrisiken z. B. Unternehmensanleihen. Folglich kann auch dieses Argument der BaFin kein Vertriebsverbot begründen.

Zu d) Allgemeine Verhältnismäßigkeit der Anordnung

Auf S. 9 schreibt die BaFin:

„Die Anordnung hält der allgemeinen Verhältnismäßigkeitsprüfung stand: Sie ist geeignet, erforderlich und angemessen.“

Schäden können sich nicht nur für die Emittenten in Form von entgangenen Erträgen, sondern auch für den Privatanleger ergeben, da sie weniger Möglichkeiten haben, in Produkte mit einer positiven Renditeerwartung zu investieren (siehe oben zum staatlichen Ziel der Vermögensbildung).

Mit den Transparenzvorschriften der EU PRIIPs-Verordnung (siehe oben) steht auch ein milderes und darüber hinaus weit geeigneteres Instrument zur Verfügung. Es überrascht deshalb, dass der Gesetzgeber nicht zunächst die Wirksamkeit dieser Regulierung abwartet, die am 01. Januar 2017 in Kraft tritt.

Schließlich schreibt die BaFin auf S. 9 weiter:

„Eine Warnung der BaFin würde kein milderes Mittel darstellen, das in gleicher Weise die vorliegenden Bedenken für den Anlegerschutz ausräumen könnte. Risikohinweise werden von den Privatanlegern in der Regel mangels erforderlicher Anlageerfahrung als rein theoretische Szenarien betrachtet.“

Auch diese Aussage steht im Widerspruch zur EU PRIIPs-Verordnung, in der ein „Comprehension Alert“ festgelegt wurde, der sich an den ESMA-Guidelines „On Complex Debt Instruments and Structured Deposits“ orientiert. Ohne diesen „Comprehension Alert“ je getestet zu haben, kommt die

BaFin zu dem Schluss, dass er nicht funktionieren würde.¹⁵ Einen Beleg für diese Aussage führt sie nicht an.

¹⁵ Anzumerken ist, dass die ESMA-Guidelines „On Complex Debt Instruments and Structured Deposits“ am oben beschriebenen Problem der Subjektivität leiden. Zudem stehen auch diese Ausführungen im Widerspruch zur PRIIPs-Verordnung. Denn wenn Kosten und Risiken eindeutig transparent gemacht werden, besteht kein Anlass mehr, solche Produkte als komplex zu bezeichnen.

Anhang: PRIIPs-Risikoklassen für Bonitätsanleihen auf 125 Referenzunternehmen, Juli 2016

Für die 125 Referenzunternehmen wird gemäß PRIIPs-RTS das Kreditrisiko (Credit Risk Measure, CRM) auf Basis des Kreditratings des jeweiligen Unternehmens bestimmt. Dabei wird unterstellt, dass die Bonitätsanleihe einen festen Kupon und somit kein weiteres Marktpreisrisiko aufweist. Das Market Risk Measure (MRM) betrüge deshalb 1. Ferner wird unterstellt, dass der Emittent der fiktiven Bonitätsanleihen eine hohe Bonität aufweist, so dass das CRM des Emittenten ebenfalls 1 beträgt. Gemäß PRIIPs-RTS bestimmt der höhere CRM-Wert von Emittent und Referenzschuldner den finalen CRM. Aus MRM und CRM bestimmt sich der Summary Risk Indicator (SRI) gemäß der RTS-Zuordnungstabelle.

Unternehmen	Credit Risk Measure (CRM)	Summary Risk Indicator (SRI)
Accor SA	3	3
Aegon NV	2	1
Airbus Group SE	2	1
Akzo Nobel NV	3	3
Allianz SE	1	1
Anheuser-Busch InBev SA/NV	2	1
Assicurazioni Generali SpA	3	3
AstraZeneca PLC	2	1
Atlantia SpA	3	3
Auchan Holding SA	3	3
Aviva PLC	2	1
AXA SA	2	1
BAE Systems PLC	3	3
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	3	3
Banco Santander SA	2	1
Barclays Bank PLC	3	3
BASF SE	2	1
Bayer AG	2	1
Bayerische Landesbank	2	1
Bayerische Motoren Werke AG	2	1
Bertelsmann SE & Co KGaA	3	3
BNP Paribas SA	2	1
Bouygues SA	3	3
BP PLC	2	1
British American Tobacco PLC	2	1
British Telecommunications PLC	3	3
Carlsberg Breweries A/S	3	3
Carrefour SA	3	3
Centrica PLC	3	3
Cie de Saint-Gobain	3	3
Cie Financiere du Groupe Michelin Senard et Cie	2	1
Commerzbank AG	3	3
Compass Group PLC	2	1
Continental AG	3	3

Cooperatieve Rabobank UA	2	1
Credit Agricole SA	2	1
Credit Suisse Group AG	3	3
Daimler AG	2	1
Danone SA	2	1
Danske Bank A/S	2	1
Deutsche Bank AG	3	3
Deutsche Telekom AG	3	3
Diageo PLC	2	1
E.ON SE	3	3
Electricite de France SA	2	1
Electrolux AB	3	3
EnBW Energie Baden-Wuerttemberg AG	3	3
Enel SpA	3	3
Engie SA	2	1
Eni SpA	3	3
Experian Finance PLC	2	1
Fortum OYJ	3	3
Gas Natural SDG SA	3	3
GlaxoSmithKline PLC	2	1
Glencore International AG	3	3
Hannover Rueck SE	1	1
Heineken NV	3	3
HSBC Bank PLC	2	1
Iberdrola SA	3	3
ING Bank NV	2	1
Intesa Sanpaolo SpA	3	3
ITV PLC	3	3
Kering	3	3
Koninklijke Ahold NV	3	3
Koninklijke DSM NV	2	1
Koninklijke KPN NV	3	3
Koninklijke Philips NV	3	3
LafargeHolcim Ltd	3	3
LANXESS AG	3	3
Linde AG	2	1
Lloyds Bank PLC	3	3
LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	2	1
Marks & Spencer PLC	3	3
Mediobanca SpA	3	3
Muenchener Rueckversicherungs- Gesellschaft AG in Muenchen	2	1
National Grid PLC	2	1
Nestle SA	1	1
Next PLC	3	3
Orange SA	3	3
Pearson PLC	3	3
Pernod Ricard SA	3	3
PostNL NV	3	3

Publicis Groupe SA	3	3
RELX PLC	3	3
Renault SA	3	3
Rolls-Royce PLC	2	1
Royal Bank of Scotland PLC/The	3	3
Royal Dutch Shell PLC	2	1
RWE AG	3	3
SABMiller PLC	2	1
Safeway Ltd	3	3
Sanofi	1	1
Siemens AG	2	1
Sky PLC	3	3
Societe Generale SA	2	1
Solvay SA	3	3
Standard Chartered Bank	3	3
Statoil ASA	2	1
Suedzucker AG	3	3
Swiss Reinsurance Co Ltd	2	1
Tate & Lyle PLC	3	3
TDC A/S	3	3
Technip SA	3	3
Telefonaktiebolaget LM Ericsson	3	3
Telefonica SA	3	3
Telekom Austria AG	3	3
Telenor ASA	2	1
Telia Co AB	2	1
TOTAL SA	2	1
UBS AG	2	1
UniCredit SpA	3	3
Unilever NV	2	1
United Utilities PLC	3	3
Valeo SA	3	3
Vattenfall AB	3	3
Veolia Environnement SA	3	3
Vinci SA	2	1
Vivendi SA	3	3
Vodafone Group PLC	3	3
Volkswagen AG	3	3
Volvo AB	3	3
Wendel SA	3	3
Wolters Kluwer NV	3	3
WPP 2005 Ltd	3	3
Zurich Insurance Co Ltd	1	1

Literatur

Marc Becker / Björn Döhrer / Lutz Johanning (2012): Überlegungen zur Verbesserung des Anlegerschutzes: Transparenz versus Komplexität von Finanzprodukten, Diskussionspapier.

Fischer Black / Myron Scholes (1973): The Pricing of Options and Corporate Liabilities. in: Journal of Political Economy. Vol. 81, S. 637-654.

Markus Brunnermeier / Martin Oehmke (2009): Complexity in Financial Markets, Arbeitspapier, Princeton University.

Marc Crummenerl / Christian Koziol (2015): From Wall Street to Main Street – How Banks can offload their Asset Risk onto Retail Investors, in: Schmalenbach Business Review (sbr), Vol. 67 (3), S. 290-332.

Deka-EuropaBond Jahresbericht zum 30. Juni 2015. Ein richtlinienkonformes Sondervermögen deutschen Rechts (OGAW).

Björn Döhrer / Lutz Johanning / Nils Steiner / Arndt Völkle (2013): Emittentenmargen bei Zertifikaten.

Nikolaus Franke / Christian Funke / Timo Gebken / Lutz Johanning (2011): Provisions- und Honorarberatung - Eine Bewertung der Anlageberatung vor dem Hintergrund des Anlegerschutzes und der Vermögensbildung in Deutschland, Januar 2011.

Robert C. Merton (1973): Theory of Rational Option Pricing, in: Bell Journal of Economics and Management Science, Vol. 4, S. 141-183.