

Stellungnahme von

Klaus Rotter

Rechtsanwalt und Fachanwalt für Bank- und
Kapitalmarktrecht – Dipl.-Betriebswirt (FH)

als Sachverständiger zum

Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23.07.2014 zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen

Öffentliche Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 11. Januar 2016

Die Stellungnahme beschränkt sich auf die Frage, ob es sinnvoll ist, die Regelungen des KAGB auch für Zertifikate anzuwenden.

Mit dem Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23.07.2014 zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) wird das KAGB, das am 04.07.2013 erstmals in Kraft trat, erneut insbesondere mit dem Ziel eines verbesserten Anlegerschutzes novelliert. Die Bundesregierung gibt als Ziel dieser Novellierung insbesondere an, dass den bisherigen Erfahrungen der Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörden aus der Finanzkrise Rechnung getragen werden soll. Bereits das ursprüngliche Ziel der AIFM-Richtlinie, die zur Einführung des KAGB's geführt hatte, war, dass kein Finanzprodukt mehr unreguliert sein sollte. Vor diesem Hintergrund überrascht es, dass auch der bisherige Gesetzesentwurf keine (klarstellende) Regelung dahingehend enthält, dass auch Zertifikate¹ vom Anwendungsbereich des KAGB umfasst sind.

I. Problemstellung

Nach den gravierenden Verlusten, die die Finanzmarktkrise bei Anlegern verursacht hatte, war die Intention sowohl des europäischen, als auch des deutschen Gesetzgebers, dass kein Finanzprodukt mehr unreguliert sein dürfe. Dies führte durch den europäischen Gesetzgeber zum Erlass der AIFM-Richtlinie, die vom deutschen Gesetzgeber mit dem KAGB in deutsches Recht transformiert wurde. Das KAGB trat am 4. Juli 2013 erstmalig in Kraft. Um dem gesetzgeberischen Ziel, alle Anlageprodukte zu regulieren, gerecht zu werden, verwandte die AIFM-Richtlinie einen sogenannten materiellen und nicht mehr formalen Investmentfonds begriff.²

Auch das KAGB enthält in § 1 KAGB diesen sehr weiten materiellen Fondsvermögensbegriff. Dieser weite Fondsvermögensbegriff führte insbesondere dazu, dass auch die geschlossenen Fonds, die im großen Stil an die Privatanleger seit den 90er Jahren

¹ Das Marktvolumen der Zertifikate betrug allein im Oktober 2015 70 Mrd. EUR laut Webseite des Deutschen Derivate Verband.

² WBA/Volhard/Jang KAGB § 1 Rn. 2.

vertrieben wurden und die regelmäßig stellvertretend für den „Grauen Kapitalmarkt“ standen, vollständig reguliert wurden.

Von dem gesetzgeberischen Ziel, alle Produkte zu regulieren, sollten gerade solche Finanzprodukte erfasst werden, von denen die Verbraucher im Rahmen der Finanzmarktkrise besonders stark betroffen waren. Dies waren in Deutschland insbesondere Inhaber von Zertifikaten. Allein durch den Erwerb von sogenannten Lehmann-Zertifikaten haben mehr als zehntausend Anleger durch die Insolvenz der Investmentbank Lehman massive Verluste erlitten.

Vor diesem Hintergrund überrascht es, dass nach der in Deutschland zu beachtenden Auslegung der BaFin, Zertifikate von dem KAGB nicht umfasst sein sollen. Es soll nachfolgend deshalb auf die relevanten Tatbestandsmerkmale des § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB eingegangen werden:

1. Organismus

Das Tatbestandsmerkmal des Organismus im Sinne des § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB liegt für Zertifikate, die Schuldverschreibungen sind, vor. Da es korrekterweise nach dem Auslegungsschreiben der BaFin³ nicht darauf ankommt, in welcher Form der Anleger an dem Vermögen beteiligt ist und die Beteiligung des Anlegers auch schuldrechtlicher Natur sein kann, stellen auch Schuldverschreibungen einen Organismus dar. Schuldverschreibungen werden deshalb auch explizit im Auslegungsschreiben der BaFin zum Anwendungsbereich des KAGB beim Tatbestandsmerkmal Organismus genannt.

2. Für gemeinsame Anlagen

Im Auslegungsschreiben der BaFin wird zu diesem Tatbestandsmerkmal unter Verweis auf die ESMA Leitlinien folgendes ausgeführt:

³ BaFin - Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“

*Nach den Leitlinien von ESMA muss ein Vehikel vorliegen, welches das externe von den Investoren eingesammelte **Kapital poolt**, um eine gemeinschaftliche Rendite für die Investoren zu generieren, die daraus resultiert, dass **gemeinschaftliche Risiken durch das Kaufen, Halten und Verkaufen von Vermögensgegenständen eingegangen werden.***

Diese Merkmale sind erfüllt, wenn sich der Anleger mit seinem Anteil am Wert des Organismus, der sich seinerseits aus den im Organismus befindlichen Vermögensgegenständen abzüglich der Verbindlichkeiten ergibt, beteiligt und damit der Anleger letztlich die Gewinne und Verluste des Organismus trägt. Dies gilt auch, wenn die Gewinn- und/oder Verlustbeteiligung des Anlegers vertraglich begrenzt ist. Das „Entgelt“ für die Kapitalüberlassung des Anlegers darf nicht betragsmäßig fixiert, sondern muss erfolgsbezogen ausgestaltet sein. Hat der Anleger dagegen einen unbedingten Kapitalrückzahlungsanspruch, ist das Merkmal „für gemeinsame Anlagen“ nicht erfüllt. Schließt der Anleger als Darlehensgeber mit dem Organismus einen Darlehensvertrag ab oder erwirbt der Anleger einen sonstigen unbedingten Rückzahlungsanspruch, liegt keine gemeinsame Anlage vor, wenn auch im Übrigen keine Gewinn- und Verlustbeteiligung des Anlegers vereinbart wird. In diesen Fällen soll der Anleger das Kapital, das er dem Organismus zur Verfügung gestellt hat, am Ende der Laufzeit in voller Höhe zurückerhalten, unabhängig davon, ob der Organismus einen Verlust erlitten hat oder nicht.

(Hervorhebungen vom Autor der Stellungnahme)

Es soll zunächst, obwohl die BaFin hierauf in ihrem Auslegungsschreiben nicht näher eingeht, auf die Voraussetzung des Merkmals „Kapital poolt“ eingegangen werden. Laut ESMA Leitlinien ist darunter die Bündelung des bei Anlegern zum Zweck der Anlage beschafften Kapitals zu verstehen.⁴ Eine solche Bündelung des Anlegerkapitals bei der Einsammlung von Kapital gegen die Herausgabe von Schuldverschreibungen ist gegeben, da die Anleger gemäß § 4 SchVG kollektiv an die Anlagebedingungen gebunden sind. Diese kollektive Bindung des § 4 SchVG stellt sicher, dass die Anleihebedingungen während der Laufzeit der Anleihe nur durch gleichlautenden Ver-

⁴ ESMA Leitlinien - Berichtigte Fassung vom 30.01.2014 der am 13.08.2013 veröffentlichten Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (ESMA/2013/611), Seite 6.

trag mit sämtlichen Gläubigern oder entsprechenden Mehrheitsbeschluss nach § 5ff SchVG geändert werden können.

Hinsichtlich der Voraussetzung des Eingehens gemeinschaftlicher Risiken durch das Kaufen, Halten und Verkaufen von Vermögensgegenständen stellt die BaFin - zutreffend - darauf ab, ob der Anleger am Erfolg – Gewinn/Verlust – partizipiert oder nicht. Besteht ein unbedingter Rückzahlungsanspruch, wie bei einem Darlehen, liegt keine Erfolgsbeteiligung und damit kein Eingehen eines Risikos und damit keine gemeinsame Anlage vor. Anders zu bewerten sind aber solche Kapitalanlagen, wenn kein unbedingter Rückzahlungsanspruch oder anders formuliert, ein bedingter Rückzahlungsanspruch besteht. Die am Markt angebotenen Zertifikate sind regelmäßig letzterer Kategorie zuzuordnen. Denn der Rückzahlungsanspruch insgesamt und der Höhe nach ist regelmäßig abhängig von Bedingungen. Bedingt ist der Rückzahlungsanspruch insbesondere durch die Entwicklung eines in Bezug genommenen Basiswerts (z.B. Aktienmarktentwicklung, Börsenindex), eines beliebig von den Emittenten definierten Kreditereignisses oder eines unter bestimmten Voraussetzungen eingeräumten Kündigungsrechts. Aufgrund dieser Partizipation eines Zertifikateanlegers an den gemeinschaftlichen Risiken ist auch die Voraussetzung der gemeinsamen Anlage im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 1 KAGB gegeben.

3. Investition zum Nutzen der Anleger

Laut Auslegungsschreiben der BaFin soll diese Voraussetzung der „*Investition zum Nutzen der Anleger*“ bei Zertifikaten nicht gegeben sein. Wörtlich heißt es insoweit in dem BaFin-Auslegungsschreiben:

„6. Investition zum Nutzen der Anleger

Der Organismus für gemeinsame Anlagen muss das eingesammelte Kapital gemäß einer festgelegten Anlagestrategie „zum Nutzen dieser Anleger investieren.“ Das eingesammelte Kapital darf damit nicht zum Nutzen des eigenen Unternehmens investiert werden. Emittiert z.B. eine Bank eine Schuldverschreibung in Form eines Zertifikats,

dessen Wertentwicklung an verschiedenen Wertpapieren als Underlying oder in einem selbst erstellten Index gekoppelt ist, liegt keine Investition zum Nutzen der Anleger vor, wenn die Bank in der Verwendung der Anlegergelder frei ist und dem Anleger nicht verspricht, die Anlegergelder etwa in die den selbst erstellten Index oder dem Referenzportfolio zugrundeliegenden Vermögenswerte zu investieren. In diesem Fall verfolgt die Bank lediglich eine eigene Gewinnerzielungsabsicht. Eine Anlage zum Nutzen der Anleger dürfte regelmäßig auch dann nicht vorliegen, wenn die Bank einen Teil der über die Zertifikate eingenommenen Gelder in das Referenzportfolio investiert oder über einen Swap mit einem Dritten abbildet, wenn die Investition bzw. die Abbildung über den Swap ausschließlich zu dem Zweck erfolgt, die eigenen Verlustrisiken gegenüber dem Inhaber des Zertifikats abzusichern (Hedging).“

Es ist zweifelhaft, ob diese Auslegung vor dem Hintergrund der gesetzgeberischen Intention, dass mit dem KAGB alle Finanzprodukte reguliert werden sollen, korrekt ist. Auch aufgrund der Tatsache, dass die Emittenten von Zertifikaten bzw. deren Verband, der Deutsche Derivateverband, stets den Nutzen von Zertifikaten gegenüber den Verbraucherinnen und Verbrauchern herausstellen und vorgeben, dass Zertifikate im Interesse der Kunden aufgelegt werden, erstaunt die von der BaFin vorgenommene Auslegung.

Unabhängig davon verdeutlicht die von der BaFin vorgenommene Lesart, dass bei Zertifikaten die Emittenten nicht „im Nutzen der Anleger investieren“ die Schutzbedürftigkeit der Anleger. Denn gerade aufgrund der Tatsache, dass bei Zertifikaten die emittierenden Institute die Rückzahlung von beliebigen Strukturelementen abhängig machen können, werden diese Anlagen zu unkalkulierbaren Anlagenprodukten.

Es kann jedoch nach derzeitigem Stand erst einmal festgehalten werden, dass aufgrund dieser Lesart, soweit ersichtlich, die meisten der mehr als 900.000 Zertifikate⁵ nicht

⁵ Der Deutsche Derivateverband weist einer Übersicht vom Juni 2013 „Gibt es zu viele Zertifikate?“ 985.749 verschiedene Anlagezertifikate und Hebelprodukte aus.

den Regelungen des KAGB unterfallen. Es besteht damit eine Regelungsprivilegierung gegenüber allen anderen Kapitalanlagen, die vom KAGB umfasst sind.

Eine solche Regelungsprivilegierung zugunsten von Zertifikaten und deren Anbietern wäre nur dann angemessen, wenn es in anderen für Zertifikate anwendbaren Gesetzen eine vergleichbare strenge Regelung im deutschen Recht gäbe bzw. die Zertifikate als solche weit weniger riskant bzw. deutlich transparenter als die anderen vom KAGB erfassten Investmentvermögen wären. Beides ist aber, wie die nachfolgenden Ausführungen belegen, nicht der Fall.

II. Regelungsrahmen für Zertifikate

Für die Emission von Zertifikaten sind insbesondere das Wertpapierprospektgesetz und das Schuldverschreibungsgesetz zu nennen. Beide Gesetze bieten aber nicht das Schutzniveau zu Gunsten von Anlegern, den das KAGB gewährleistet.

Das KAGB stellt mit seinen detaillierten Regelungen zu Gunsten von Anlegern sicher, dass beim Erwerb, beim Halten und bei der Veräußerung von Investmentvermögen weitgehend transparent und korrekt verfahren wird. Beispielhaft für viele weitere Regelungen stellt etwa nur das KAGB in §§ 192 ff. KAGB sicher, in welche Vermögensgegenstände OGAW investieren dürfen. Solche zum Schutze der Anleger bestehenden engmaschigen Regelungen fehlen im Wertpapierprospektgesetz bzw. dem Schuldverschreibungsgesetz.

Insbesondere § 3 des Schuldverschreibungsgesetzes (SchVG) führt entgegen seiner Überschrift „*Transparenz des Leistungsversprechens*“ zu keiner Transparenz. So beschränkt sich § 3 SchVG als Transparenzklausel nur auf das Leistungsversprechen. Nicht nur das Leistungsversprechen muss aber transparent sein, sondern alle Anleihebedingungen. § 3 SchVG sieht darüber hinaus nicht einmal vor, dass das Leistungsversprechen transparent zu sein hat, sondern es reicht aus, dass das Leistungsversprechen „*ermittelt werden kann*“. Die Schwelle, dass ein Anleger die versprochene Leistung ermitteln kann, ist in Wirklichkeit keine Hürde. Denn ein Emittent kann immer argumentieren, dass man anhand der in den Anleihebedingungen wiedergegebenen,

zum Teil finanzmathematischen Formeln und einschlägigen Klauseln das Leistungsversprechen ermitteln kann. Ermitteln kann man das Leistungsversprechen immer, die Frage stellt sich nur, mit welchem Aufwand und ob ein durchschnittlicher Anleger hierzu in der Lage ist.

Die ohnehin in § 3 SchVG kaum vorhandene Hürde, wonach Voraussetzung ist, dass das Leistungsversprechen ermittelt werden kann, wird auch noch dadurch abgeschwächt, dass derjenige, der es ermitteln können muss, ein Anleger zu sein hat, der hinsichtlich der jeweiligen Art von Schuldverschreibungen sachkundig ist.

Unabhängig davon fehlt in § 3 SchVG die Rechtsfolge. So ist in der Rechtsliteratur auch anerkannt⁶, dass weder das Transparenzgebot des § 3 SchVG, noch das Prinzip der kollektiven Bindung im Schuldverschreibungsgesetz Emittenten hindert, komplexe Anleihebedingungen zu begeben. Das Schuldverschreibungsgesetz bietet kein Schutzniveau, wie es das KAGB gewährleistet.

III. Inhalt, Struktur und Risiken der am Markt befindlichen Zertifikate

Im Vergleich zu den anderen vom KAGB umfassten Investmentvermögen, insbesondere im Vergleich zu OGAW sind die am Markt befindlichen Zertifikate intransparenter und riskanter.

1. Bonitätsrisiko

Im Gegensatz etwa zu offenen inländischen Investmentvermögen, bei denen § 93 Abs. 2 KAGB regelt, dass das Sondervermögen nicht für Verbindlichkeiten der Kapitalverwaltungsgesellschaft haftet, trägt der Anleger bei einer Anlage in Zertifikate vollständig das Bonitätsrisiko des Emittenten. Dass es sich hierbei nicht um eine vernachlässigbare Größe handelt, hat die Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers gezeigt, durch die zehntausende Anleger ihre Anlagebeträge verloren haben.

⁶ Schmidt/Schrader BKR 2009, 397, 404

Sofern Zertifikate von Bankinstituten emittiert werden, wird es sich regelmäßig auch um Schuldverschreibungen eines CRR-Kreditinstituts und damit um nicht entschädigungsfähige Einlagen im Sinne des § 6 Ziff. 11 des Einlagensicherungsgesetzes (EinSiG) handeln, so dass der Anleger auch nicht von der gesetzlichen Einlagensicherung profitiert.

Wird demgegenüber eine Kapitalverwaltungsgesellschaft insolvent, bleibt das Anlagevermögen von vornherein unberührt, so dass es auf die Frage der Einlagensicherung erst gar nicht ankommt.

2. Intransparenz des Leistungsversprechens

Im Gegensatz zu Anlegern, die in vom KAGB erfassten Investmentvermögen anlegen, können Erwerber von Zertifikaten regelmäßig nicht risikoadäquat einschätzen, unter welchen Voraussetzungen sie welchen Betrag zurückerstattet bekommen. Hängt beispielsweise die Rückzahlung des Anlagebetrages davon ab, dass von fünf Aktienwerten ein bestimmter Aktienwert eine bestimmte Schwelle nicht unterschreitet, so kann der finanzmathematisch unerfahrene Privatanleger nicht ermitteln, mit welcher Wahrscheinlichkeit ein solches Szenario eintritt. Dementgegen kann der Emittent anhand von historischen Daten das Risiko eines solchen Kreditereignisses sehr viel besser abschätzen und entsprechende Absicherungsgeschäfte vornehmen. Auch die Wahrscheinlichkeit und die wirtschaftlichen Konsequenzen der Ausübung eines dem Emittenten eingeräumten vorzeitigen Kündigungsrechts, können regelmäßig nur professionelle Anleger einschätzen. Vor diesem Hintergrund sollten solche Zertifikate, bei denen neben der Bonität des Emittenten ein weiteres Strukturelement zum Totalverlust führen kann, entweder von vornherein verboten oder allenfalls nur für professionelle Anleger vertrieben werden dürfen. Zumindest sprechen diese Risiken dafür, Zertifikate nicht weiter zu privilegieren und diese den restriktiveren Regelungen des KAGB zu unterstellen.

3. Intransparenz bezüglich der in den Zertifikaten versteckten Margen und der beim Vertrieb anfallenden Margen

Die in die Zertifikate hineinstrukturierten Margen werden nicht offengelegt und führen deshalb zu einer Intransparenz zulasten des Anlegers.

Auch beim Vertrieb der Zertifikate findet keine Offenlegung dieser Margen statt, denn weder aufsichtsrechtlich noch zivilrechtlich sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen zur Offenlegung von Margen verpflichtet. Aufsichtsrechtlich ergibt sich dies aus § 31d WpHG. Danach fallen Margen nach herrschender Meinung⁷ nicht unter den Begriff der Zuwendungen im Sinne des § 31d WpHG und müssen dem Kunden gegenüber deshalb nicht nach § 31d Abs. 1 Nr. 2 WpHG offengelegt werden.

Zivilrechtlich hat der Bundesgerichtshof in zahlreichen Fällen zu Lasten von Anlegern entschieden, dass Anleger selbst bei Vorliegen eines Beratungsvertrages nicht über die Vereinnahmung von Margen aufzuklären sind (vgl. BGH XI ZR 178/10; BGH XI ZR 182/10; BGH XI ZR 316/11).

Im Bereich der Auswahl von Vermögensverwaltern kommt es hierbei regelmäßig zur Irreführung von privaten und institutionellen Kunden. Da Margen nicht offenzulegen sind, einige seriöse Vermögensverwalter bei der Vereinbarung einer All-in-fee aber auch Margen darunter fallen lassen, werden diese oft gegenüber den Vermögensverwaltern, die eine All-in-Fee ohne Berücksichtigung von Margen versprechen, benachteiligt. Ein Beispiel mag das illustrieren: Der Vermögensverwalter, der beispielsweise 1 % All-in-fee verspricht und zusätzlich 2 % mit Margen durch Zertifikate vereinnahmt, wird von den Kunden bevorzugt gegenüber dem Vermögensverwalter beauftragt, der eine 1,2 % All-in-fee vereinbart und darunter auch Margen berücksichtigt.

Vor diesem Hintergrund werden Kunden über den tatsächlichen und echten Marktwert der mit dem Erwerb des Zertifikats erworbenen Schuldverschreibungen regelmäßig getäuscht. Dementgegen unterliegen die dem KAGB unterfallenden Investmentvermögen einer umfassenden und strikten Offenlegungspflicht insbesondere bezüglich Ausgabeaufschläge, Rücknahmeabschläge, Gebühren, Transaktionskosten (vgl. etwa § 165 Abs. 3 KAGB).

⁷ Koller in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, 6. Aufl. 2012, § 31d Rz 8.

4. Keine unabhängige Preisfeststellung beim Erwerb und bei Veräußerung des Zertifikats

Bei Zertifikaten fehlt im Gegensatz zu anderen Investmentvermögen, die dem KAGB unterliegen, eine unabhängige Feststellung des Preises beim An- und Verkauf des Zertifikats. So erfolgt die Preisfeststellung etwa beim Ausgabepreis eines Zertifikats durch die Emittenten und wird hierbei nicht von unabhängigen Dritten geprüft. Dementgegen wird bei Direktanlagen, etwa bei Aktien die erforderliche Transparenz über die Börsenpreise hergestellt. Auch für Investmentvermögen nach der OGAW-Richtlinie ist gemäß § 198 Nr. 1 KAGB sichergestellt, dass diese im Wesentlichen nur in börsengehandelten Wertpapieren investieren dürfen. Dadurch wird vermieden, dass marktferne Ausgabe- und Rücknahmepreise von den Anlegern verlangt werden.

Diese Börsenpreistransparenz gibt es für Zertifikate nicht, bei denen die Emittenten selbst die Preise feststellen und ohne jegliche Sanktionen zu ihrem Vorteil Margen vereinnahmen können. Bei genauem Studium entsprechender Prospekte wird dies oftmals auch offen von den Emittenten eingeräumt. So führte etwa die HVB auf Seite 16 der endgültigen Bedingungen des HVB Express Zertifikats aus:

„Der Ausgabepreis des Zertifikats basiert auf den Preisfindungsmodellen der Emittentin und kann einen für den Anleger nicht erkennbaren Aufschlag auf den rein mathematischen Wert aus diesen Modellen enthalten. Die Höhe des Aufschlags liegt im Ermessen der Emittenten und kann sich von Aufschlägen unterscheiden, die anderen Emittenten für vergleichbare Produkte erheben.“

Welche enormen Preisunterschiede allein bei Discountzertifikaten bestehen, kann in der von Rainer Baule/Ralf Rühling/Hendrik Scholz vorgenommenen empirischen Untersuchung „Zur Preisstellung der Emittenten von Discountzertifikaten“ entnommen werden.⁸

⁸ Rainer Baule/Ralf Rühling/Hendrik Scholz, Zur Preisfeststellung der Emittenten von Discountzertifikaten, Finanz-Betrieb 12/2004, Seite 825 ff.

5. Keine unabhängige Bewertung des Wertes der Zertifikate während der Laufzeit der Zertifikate

Eine Täuschung über den tatsächlichen Marktwert während der Laufzeit eines Zertifikats ist auch deshalb möglich, weil anders als etwa bei den dem KAGB unterfallenden Investmentvermögen (vgl. §§ 169, 216, 249ff KAGB) keine Pflicht zu einer unabhängigen Bewertung besteht. Diese Situation wird dadurch verschärft, dass von den Emittenten oftmals kein echter Marktpreis beim Verkauf des Zertifikats gestellt wird.⁹

6. Täuschungen der Anleger durch irreführende oder unrichtige Zertifikatebezeichnungen

Durch irreführende Bezeichnungen der Zertifikate können Anleger getäuscht werden. So hat die Bayerische Landesbank etwa unter dem Namen „Bayern Relax Epress – Zertifikate“ zahlreiche Zertifikate emittiert. Der Name „Relax“ – englisch für „sich entspannen“ – vermittelte dem Anleger den Eindruck, als könnte er ohne Risiko in diesem Zertifikat anlegen. So warb die Bayerische Landesbank insbesondere in einem Kurzflyer, der üblicherweise Kunden übergeben wurde, mit dem Slogan „Produktidee – entspannt anlegen und bis zu 12,5 % Zinsen kassieren“. Das Produkt war aber alles andere als geeignet für eine „entspannte“ Anlage, denn der Anleger erhielt die 12,5 % Zinsen nur dann, wenn die in Bezug genommenen Basiswerte keinen Kursverlust von mehr als 50 % aufwiesen. Bei den Basiswerten handelt es sich um die Aktienkurse der BMW AG, Hypo Real Estate Holding AG, Siemens AG und Münchner Rückversicherungsgesellschaft. Der Anleger erleidet also (fast) einen Totalverlust, wenn der Kurs nur eines dieser Unternehmen unter 50 % des in Bezug genommenen Kursniveaus fällt. Da dies bei der Hypo Real Estate Holding der Fall war, haben die in diesem Produkt investierten Anleger einen Verlust von mehr als 94 % erlitten. Mit einer entspannten Anlage hatte dies nichts zu tun. Hätten die Anleger ihre Ersparnisse in gleichen Teilen in diese vier Werte angelegt, so hätten sie keinerlei Verlust erlitten, weil seit der Emission der Papiere die anderen drei Aktienwerte so beträchtlich an Wert ge-

⁹ Vgl. *Baule/Rühling/Scholz*, Zur Preisstellung der Emittenten von Discountzertifikaten, *Finanz-Betrieb* 2004, Seite 825ff.

stiegen waren, dass der Verlust mit dem Hypo Real Estate Papier ausgeglichen worden wäre.

Dieses Beispiel belegt das enorme Risiko, dass mit dem Erwerb von Zertifikaten verbunden ist. Das Landgericht Landshut¹⁰ befand deshalb bei einem Fall, dem eine Cobold-Anleihe der DZ Bank zugrunde lag, dass solche Anlageprodukte, bei denen es bereits beim Ausfall eines einzigen Kreditschuldners zu einem Totalverlust kommen kann, besonders aufklärungsbedürftig sind, weil der durchschnittliche Anleger mit einer derart ungewöhnlichen Konstruktion nicht zu rechnen braucht. Denn solche Produkte würden nicht zur Risikostreuung, sondern zu einer Risikopotenzierung führen.

Zahlreiche Anleger, die den Klageweg wegen irreführender oder unrichtiger Zertifikatebezeichnungen beschritten haben, hatten mit ihren Klagen aber wenig Erfolg. Denn regelmäßig können die Emittenten darauf hinweisen, dass man solche Zertifikate nur nach Lektüre des ausführlichen Prospekts erwerben soll und aus diesem Prospekt könne man das tatsächliche Risiko der Anlage entnehmen. Diese Argumentation geht allerdings an der Realität vorbei. Denn der Erwerb und Vertrieb von Zertifikaten erfolgt regelmäßig über kurze Informationen und der Anleger vertraut - gerade deshalb sucht der Anleger einen Berater auf - auf die Aussagen des Anlageberaters.

Ein Beispiel für irreführende oder unrichtige Zertifikatebezeichnungen sind auch die sogenannten Cobold-Zertifikate der DZ Bank und Colibri-Anleihen der Commerzbank, die beim Verbraucher schon aufgrund der Bezeichnung den Eindruck erweckten, dass es sich um harmlose Finanzprodukte handelt. So sind Colibris kleine niedliche Vögel. Bei Cobolde assoziieren die Menschen harmlos neckende Hausgeister, wie „Pumuckl“ aus den Kindergeschichten von Alice Kaut. Dass sich dahinter hochkomplexe, strukturierte Finanzinstrumente verbergen, die zum Totalverlust führen können, ist den Anleger nicht bekannt.

Auch der Begriff des Discountzertifikats ist geeignet, die Verbraucher irrezuführen. Denn mit dem Begriff „Discount“ verbinden breite Bevölkerungskreise die Vorstellung, etwas sei besonders günstig zu erwerben.

¹⁰ LG Landshut Urteil vom 26.11.2009, Aktenzeichen: 24 O 988/09

Schließlich sei als weiteres Beispiel für irreführende oder unrichtige Zertifikatebezeichnung auch die Zertifikate der US Investmentbank Morgan Stanley genannt, die ihre Zertifikate für deutsche Privatanleger mit der Bezeichnung „Schatzbrief“ betitelte und damit den Kunden suggerierte, es handele sich in Anlehnung an die Bundes-schatzbriefe um eine sichere staatsgarantierte Anlage.

Dementgegen unterliegen Investmentvermögen, die vom KAGB erfasst werden, einer weitergehenden und strikten Regulierung betreffend irreführender Werbung. So regelt etwa § 302 KAGB, dass Werbung für AIF gegenüber Privatanlegern und Werbung für OGAW eindeutig als solche erkennbar sein muss und diese redlich und eindeutig zu sein hat und nicht irreführend sein darf. Nach § 302 Abs. 7 KAGB kann die BaFin Werbung untersagen, um Missständen bei der Werbung für AIF gegenüber Privatanlegern und für OGAW zu begegnen. Ein solcher Missstand liegt insbesondere vor, wenn Werbung mit Angaben erfolgt, die in irreführenderweise den Anschein als besonders günstiges Angebot hervorrufen können.

So wäre etwa die Werbung eines Investmentfonds, der seine Fonds mit der Werbung „Discountfonds“ vertreibt, von vornherein irreführend und wäre von der BaFin zu untersagen. Auch insoweit besteht kein Grund, Zertifikate zu privilegieren.

Es gibt zahlreiche weitere Beispiele, mit denen Anleger durch gezielt irreführende Bezeichnungen getäuscht wurden.¹¹

7. Täuschung der Anleger beim Vertrieb der Zertifikate

Regelmäßig werden Anleger beim Vertrieb der Zertifikate über das tatsächlich vorhandene Ausfallrisiko getäuscht. So wird Kunden etwa eine Risikostreuung vorgespiegelt, obwohl die Strukturierung des Zertifikats mit einer Risikopotenzierung verbunden war. So hatte beispielsweise die UBS Deutschland AG H.E.A.T. Mezzanine Zertifikate mit einem Anschreiben an Anleger vertrieben, in dem ausgeführt wurde,

¹¹ siehe auch *Klaus Rotter*, Zwölf Gründe, den Vertrieb strukturierter Finanzinstrumente zu beschränken, *VuR* 2010, S. 371 ff.

dass man beim Erwerb dieses Zertifikats kostengünstig breit diversifiziert in ein Mittelstandsportfolio investieren könne. Tatsächlich handelte es sich aber gerade nicht um eine gestreute Investition in ein Mittelstandsportfolio, sondern die Anlage war nach dem Wasserfallprinzip konstruiert, so dass zunächst die Seniortranche bedient wurde und erst im zweiten Rang die Inhaber der Zertifikate bedient wurden. Dies hatte den Effekt, dass schon bei dem Ausfall von wenigen Portfoliounternehmen die Anleger einen Totalverlust erlitten. Die zuvor genannten Relax Express Zertifikate stellen auch ein typisches Beispiel dar, indem den Kunden eine nicht vorhandene Risikostreuung vorgespiegelt wurde.

8. Zertifikate in den USA nur für zertifizierte Investoren zugelassen

Insbesondere aufgrund der geschilderten Risiken, die für Anleger mit der Anlage von Ersparnissen in Zertifikaten verbunden sind, dürfen diese in den USA nicht vertrieben werden. Hierauf weisen diverse Basisprospekte der verschiedenen Emittenten auch hin. So hätte Lehman Brothers ihre Zertifikate, die sie in Deutschland ungehindert und massenweise an Privatanleger veräußert haben, in den USA zuerst bei der Wertpapieraufsicht SEC registrieren lassen müssen. Diese Registrierung bei der SEC ist aber nicht nur ein formaler Akt, sondern die Bank, die eine solche Registrierung und Verkaufserlaubnis in den USA erlangen möchte, muss umfassend alle Berechnungsgrundlagen offenlegen und einen umfangreichen Fragenkatalog beantworten, bevor eine solche Registrierung erfolgt. Anders als die BaFin führt die SEC hierbei eine vollumfängliche Prüfung des Finanzprodukts durch. Dementsprechend wären die Zertifikate von der SEC nur zugelassen worden für besonders zertifizierte Investoren, die sehr erfahren sind und auch hohe Risiken einschätzen und tragen können.

Dementsprechend raten auch in Deutschland führende Berater für institutionelle Investoren ihren Kunden aufgrund der bei Zertifikaten bestehenden Intransparenz und der oft nicht klar einschätzbaren Risiken von dem Erwerb von Zertifikaten ab.¹²

¹² Der Verfasser ist Mitglied des Vorstands des sächsischen Rechtsanwaltsversorgungswerks und in dieser Funktion mit den anderen Vorstandsmitgliedern für die Verwaltung eines großen dreistelligen Millionenvermögens verantwortlich.

IV. Fazit

Abschließend kann festgehalten werden, dass Zertifikate für Anleger riskanter und intransparenter als andere Anlageformen sind. Insoweit besteht keinerlei Grund, Zertifikate gegenüber anderen Anlageformen, die zwischenzeitlich bereits dem KAGB unterfallen, weiter zu privilegieren.

Der Gesetzgeber könnte mit einem entsprechenden klarstellenden Satz etwa in § 1 KAGB sicherstellen, dass vom Begriff des Investmentvermögens auch strukturierte Anleihen insbesondere Zertifikate erfasst werden. Damit wäre gewährleistet, dass klassische Industrie- und Staatsanleihen, bei denen die Rückzahlung allein davon abhängt, ob der Schuldner seine Zahlungspflichten erfüllen kann oder nicht, von dem KAGB weiter ausgenommen bleiben.