

**SCHRIFTEN ZUM
WIRTSCHAFTS- UND
MEDIENRECHT,
STEUERRECHT UND
ZIVILPROZESSRECHT**

Herausgegeben von Jürgen Costede
und Gerald Spindler

Band 52

Alexander Fritzsche

**Anlegerschutz
bei Zertifikaten**

Der Rechtsrahmen bei Emission, Vertrieb
und Handel von Zertifikaten im Spiegel
anlegergerechter Regulierung



PETER LANG Internationaler Verlag der Wissenschaften

Anlegerschutz bei Zertifikaten

SCHRIFTEN ZUM WIRTSCHAFTS- UND MEDIENRECHT, STEUERRECHT UND ZIVILPROZESSRECHT

Herausgegeben von Jürgen Costede
und Gerald Spindler

Band 52



PETER LANG

Frankfurt am Main · Berlin · Bern · Bruxelles · New York · Oxford · Wien

Alexander Fritzsche

**Anlegerschutz
bei Zertifikaten**

Der Rechtsrahmen bei Emission, Vertrieb
und Handel von Zertifikaten im Spiegel
anlegergerechter Regulierung



PETER LANG

Internationaler Verlag der Wissenschaften

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Göttingen, Univ., Diss., 2011

D 7

ISSN 1614-2071

ISBN 978-3-653-01680-2 (E-Book)

DOI 10.3726/978-3-653-01680-2

ISBN 978-3-631-63260-4 (Print)

© Peter Lang GmbH

Internationaler Verlag der Wissenschaften

Frankfurt am Main 2012

Alle Rechte vorbehalten.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

www.peterlang.de

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2009/2010 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Georg-August-Universität Göttingen als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung wurden soweit möglich noch bis Ende 2011 berücksichtigt.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Gerald Spindler, an dessen Lehrstuhl ich als wissenschaftlicher Mitarbeiter eine lehrreiche Zeit verbringen durfte. Er stand meinem Promotionsvorhaben stets aufgeschlossen gegenüber, gab konstruktive Anregungen und ermutigte mich in Zeiten des Zweifels zur Fertigstellung der Arbeit. Danken möchte ich auch Herrn Prof. Dr. Jürgen Costede für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Mein Dank gilt weiter meinen Lehrstuhlkollegen Fabian Leißring, Jan Hupka, Ronny Jänig, Daniel Flore, Andreas Lönner und Donovan Lippe. Sie hatten während unserer gemeinsamen Zeit am Lehrstuhl bei Herrn Prof. Spindler stets ein offenes Ohr für juristische Fragen rund um meine Dissertation. Die mit ihnen geführten Diskussionen waren für die Erstellung der Arbeit sehr anregend und hilfreich.

Meiner Freundin Dorit danke ich für die tatkräftige Unterstützung bei der Veröffentlichung dieser Arbeit.

Mit dieser Dissertation möchte ich meiner geliebten Großmutter, Frau Anneliese Heller, die kurz vor der Drucklegung dieser Arbeit verstorben ist, ein Andenken setzen.

Nicht vergessen werden darf eine Person, ohne die die Erstellung der Arbeit in dieser Form nicht möglich gewesen wäre. Meiner Mutter danke ich für ihre bedingungslose und uneingeschränkte Unterstützung während meiner gesamten Ausbildung. Ihr ist diese Arbeit gewidmet.

Göttingen, im Januar 2012

Alexander Fritzsche

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis.....	9
Abkürzungsverzeichnis	21
Einleitung und Definition des Themas.....	23
A. Einleitung	23
B. Zielsetzung der Untersuchung	24
C. Gang der Untersuchung	25
1. Teil Ökonomischer Hintergrund.....	27
A. Zertifikate als innovatives Anlageprodukt.....	27
B. Wirtschaftlicher Nutzen von Zertifikaten	60
C. Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	69
2. Teil Rechtliche Einordnung von Zertifikaten.....	71
A. Einordnung nach derzeitigem Rechtsrahmen	71
B. Versuch einer Einordnung de lege ferenda.....	77
C. Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	86
3. Teil Legitimation einer anlegerschutzorientierten Regulierung bei Zertifikaten und deren konzeptionelle Grundlagen	89
A. Notwendigkeit einer anlegerschutzorientierten Regulierung bei Zertifikaten aus ökonomischer Sicht.....	90
B. Anlegerschutz als Regelungsziel	97
C. Sachliche Reichweite des Anlegerschutzes	99
D. Personelle Reichweite des Anlegerschutzes	102
E. Regulierungsstrategien zur Verwirklichung des Anlegerschutzes	118
F. Grenzen des Anlegerschutzes am Zertifikatemarkt	120
G. Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	121
4. Teil Anlegerschutz bei Emission von Zertifikaten.....	125
A. Rechtliche Grundlagen.....	125
B. Genehmigungspflichten bei Emission von Zertifikaten	135
C. Anlegerschutz durch AGB-Recht	143
D. Anlegerschutz durch das Schuldverschreibungsgesetz.....	166
E. Anlegerschutz durch das Wertpapierprospektgesetz	179
F. Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	247

5. Teil Anlegerschutz beim Vertrieb von Zertifikaten	251
A. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an den Vertrieb von Zertifikaten	252
B. Zivilrechtliche Anforderungen an die Anlageberatung	284
C. Verhältnis zwischen aufsichtsrechtlichen- und zivilrechtlichen Vorgaben nach Umsetzung der MiFID	322
D. Ersatzansprüche geschädigter Anleger	333
E. Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	340
Fazit und Ausblick.....	343
Literaturverzeichnis.....	351

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	21
Einleitung und Definition des Themas	23
A. Einleitung	23
B. Zielsetzung der Untersuchung	24
C. Gang der Untersuchung	25
1. Teil Ökonomischer Hintergrund	27
A. Zertifikate als innovatives Anlageprodukt	27
I. Allgemeine Produktbeschreibung	27
II. Einzelne Zertifikatetypen, Funktionsweise, Auszahlungsprofile	29
1. Anlageprodukte	29
a) Indexzertifikat	29
b) Discount-Zertifikate	30
c) Bonuszertifikate	33
d) Garantiezertifikate	34
e) Bandbreiten-, Outperformance- und Express-Zertifikate	35
f) Themen-, Strategie-, und Basket-Zertifikate	37
2. Hebelprodukte	39
a) Turbo-Zertifikate	39
b) Sonstige Hebelprodukte	40
III. Versuch einer Klassifizierung der Produkttypen	41
1. Produkte mit linearem Auszahlungsprofil	41
2. Produkte mit Kapitalschutz	42
3. Produkte mit Maximalrendite	42
4. Produkte mit Hebelwirkung	43
5. Zusammenfassung	43
IV. Wirtschaftliche Einordnung von Zertifikaten	44
1. Zertifikate als Finanzinnovationen	44
2. Zertifikate als strukturierte Produkte	46
a) Begriff des strukturierten Produktes	46
b) Versuch einer Definition unter Hinzuziehung weiterer Aspekte ...	47
c) Einordnung einzelner Zertifikatetypen unter den Begriff des strukturierten Produktes	49
3. Zertifikate als Finanzderivate	50
4. Abgrenzung von Zertifikaten zu anderen Finanzinnovationen	52
a) Die Wandelanleihe	52

aa) Inhalt und Ausgestaltung	52
bb) Abgrenzung zu Zertifikaten	54
b) Die Optionsanleihe	54
aa) Inhalt und Ausgestaltung	54
bb) Abgrenzung zu Zertifikaten	55
c) Die Aktienanleihe.....	56
aa) Inhalt und Ausgestaltung	56
bb) Abgrenzung zu Zertifikaten	58
B. Wirtschaftlicher Nutzen von Zertifikaten	60
I. Nutzen von Zertifikaten aus volkswirtschaftlicher Sicht.....	60
1. Zertifikate als Instrumente zur effizienteren Allokation von Risiken	60
II. Ökonomischer Nutzen von Zertifikaten für Privatanleger.....	61
1. Umsetzung spezieller Anlegerpräferenzen.....	62
2. Diversifikation	64
3. Erweiterung des Anlageuniversums	65
4. Verbesserung der längerfristigen Rendite.....	66
5. Zusammenfassung	69
C. Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	69
2. Teil Rechtliche Einordnung von Zertifikaten	71
A. Einordnung nach derzeitigem Rechtsrahmen	71
I. Zivilrechtliche Einordnung.....	71
II. Kapitalmarktrechtliche Einordnung	72
1. Basiswertabhängigkeit	73
2. Hinausgeschobener Erfüllungszeitpunkt	74
3. Hebelwirkung (Leverageeffekt)	75
4. Risiko des Totalverlustes infolge Zeitablauf	75
5. Gefahr des planwidrigen Mitteleinsatzes	76
6. Zwischenergebnis.....	76
B. Versuch einer Einordnung de lege ferenda	77
I. Zivilrechtliche Einordnung.....	77
II. Kapitalmarktrechtliche Einordnung	78
1. Teleologische Bedeutung des Finanztermingeschäfts	78
2. Neubewertung der Reichweite des Finanztermingeschäfts nach der MiFID	79
3. Erweiterung des Derivatebegriffs des § 2 Abs. 2 WpHG	80
a) Festgeschäft.....	81
b) Optionsgeschäft.....	81
c) Zertifikate zwischen Fest- und Optionsgeschäft	82

d) Strukturierte Produkte als Derivate i.S.d. § 2 Abs. 2 WpHG	82
e) Zwischenergebnis	83
III. Konsequenzen der Einordnung de lege ferenda	83
IV. Zwischenergebnis	85
C. Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	86

3. Teil Legitimation einer anlegerschutzorientierten Regulierung bei Zertifikaten und deren konzeptionelle Grundlagen	89
---	----

A. Notwendigkeit einer anlegerschutzorientierten Regulierung bei Zertifikaten aus ökonomischer Sicht	90
I. Informationsrisiko	91
II. Verlustrisiko	92
III. Komplexitätsrisiko	93
IV. Konditionenrisiko	93
V. Liquiditätsrisiko	95
VI. Interessenkonfliktrisiko	95
VII. Zwischenergebnis	96
B. Anlegerschutz als Regelungsziel	97
I. Institutioneller Schutz	97
II. Individueller Schutz	98
III. Zwischenergebnis	99
C. Sachliche Reichweite des Anlegerschutzes	99
I. Informierte Transaktionsentscheidung	100
II. Markttransparenz	100
III. Marktintegrität	101
IV. Zwischenergebnis	102
D. Personelle Reichweite des Anlegerschutzes	102
I. Begriff des Anlegers	103
II. Gesetzliches Anlegerleitbild	104
III. Tatsächliches Anlegerverhalten am Zertifikatemarkt	106
1. Dominanz von Privatanlegern am Zertifikatemarkt	106
2. Relativierung des rational handelnden Anlegers durch Verhaltensanomalien	107
a) Von der Rational Choice Theory zur Behavioral Finance	107
b) Verhaltensanomalien am Zertifikatemarkt	108
aa) Anchoring	108
bb) Certainty effect	109
cc) Regret Dissonance	110
dd) Mental accounting und status-quo bias	111

ee) Gambling	112
IV. Auswirkungen des tatsächlichen Anlegerverhaltens auf die Festlegung des Schutzniveaus	112
1. Irrationale Verhaltensweisen als Rechtfertigung paternalistischer Regulation	113
2. Anpassung des Schutzniveaus an den typischen Zertifikateanleger	115
V. Zwischenergebnis	117
E. Regulierungsstrategien zur Verwirklichung des Anlegerschutzes	118
F. Grenzen des Anlegerschutzes am Zertifikatemarkt	120
G. Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	121
4. Teil Anlegerschutz bei Emission von Zertifikaten	125
A. Rechtliche Grundlagen	125
I. Unterscheidung der Emissionsformen	126
1. Eigen- und Fremdemission	126
a) Fremdemission	126
aa) Festübernahme (firm commitment underwriting)	126
bb) Absatzgarantie	127
cc) Absatzbemühungen (best effort underwriting)	127
b) Eigenemission	127
c) Emissionsformen speziell bei Zertifikaten	128
aa) Stand-alone-Lösung	129
bb) Verbundlösung	129
cc) Platzierungsübernahme	130
II. Rechtliche Beziehungen zwischen Emittenten und Erwerber	131
1. Begründung des verbrieften Schuldverhältnisses zum Emittenten	131
2. Rechtsbeziehungen der Vertragsparteien	132
3. Inhalt des verbrieften Rechtes	134
B. Genehmigungspflichten bei Emission von Zertifikaten	135
1. Genehmigungspflichten bei der Emission von Zertifikaten im Zivilrecht	136
2. Genehmigungspflichten bei der Emission von Zertifikaten im Kapitalmarktrecht	136
3. Kritische Würdigung und Ausblick	141
C. Anlegerschutz durch AGB-Recht	143
I. Qualifikation von Zertifikatebedingungen als AGB	145
1. Die AGB-rechtliche Einstufung von Zertifikatebedingungen bei der Selbstemission	145

a)	Zertifikatebedingungen als AGB-Bedingungen gem. § 305 Abs. 1 S 1 BGB	146
aa)	Vertragsbedingungen	146
bb)	Gesetzliche Ausnahmetatbestände	147
b)	Einbeziehungskontrolle bei Zertifikatebedingungen gem. § 305 Abs. 2 BGB	148
c)	Inhaltskontrolle von Zertifikatebedingungen gem. § 307 BGB	149
2.	Die AGB-rechtliche Einstufung von Zertifikatebedingungen bei der Fremdemission	151
a)	Zertifikatebedingungen als AGB-Bedingungen gem. § 305 Abs. 1 S. 1 BGB	152
aa)	Vielzahl von Verträgen vorformuliert	152
bb)	Stellen bei Vertragsschluss	153
cc)	Korrekturversuche über das Umgehungsverbot des § 306 a BGB	153
b)	Einbeziehungs- und Inhaltskontrolle von Zertifikatebedingungen bei der Fremdemission	154
3.	Zwischenergebnis	155
II.	Notwendigkeit einer AGB-rechtlichen Kontrolle für den Anlegerschutz	156
1.	Eigenregelung über Marktmechanismen	157
2.	Ausreichendes Anlegerschutzniveau durch kapitalmarktrechtliche Publizität und Anlageberatung	161
3.	Zwischenergebnis	162
III.	Notwendigkeit AGB-rechtlicher Kontrolle aufgrund europarechtlicher Vorgaben	163
IV.	Konsequenzen für den Anlegerschutz	165
D.	Anlegerschutz durch das Schuldverschreibungsgesetz	166
I.	Anwendungsbereich	167
II.	Transparenzgebot für Zertifikatebedingungen	168
1.	Verständlichkeit des Leistungsversprechens nach dem WpPG	171
2.	Verhältnis der Transparenzvorschriften	172
3.	Konsequenzen für das Transparenzgebotes des § 3 SchVG	173
4.	Zwischenergebnis	174
III.	Kollektive Bindung der Zertifikatgläubiger	174
1.	Rechtfertigung der kollektiven Bindung	175
2.	Notwendigkeit der nachträglichen Änderung von Anleihebedingungen	175
3.	Verfahren zur kollektiven Änderung der Bedingungen im Einzelnen	176

4.	Bedeutung speziell für Zertifikate	177
IV.	Zwischenergebnis	178
E.	Anlegerschutz durch das Wertpapierprospektgesetz	179
I.	Prospektpflicht bei der Emission von Zertifikaten	179
1.	Zertifikate als Wertpapiere im Sinne des Prospektrechtes	180
2.	Öffentliches Angebot	181
3.	Zulassung an einem organisierten Markt	181
4.	Ausnahmen von der Prospektpflicht	181
5.	Zwischenergebnis	183
II.	Aufbau und Inhalt des Prospektes für Zertifikate	183
1.	Prospektformat	183
2.	Prospektinhalt	185
a)	Prospektrechtlich geforderte Mindestangaben speziell bei Zertifikaten	185
aa)	Zertifikate mit Kapitalgarantie	186
bb)	Zertifikate ohne Kapitalgarantie	186
3.	Prospektbilligung	187
4.	Veröffentlichungspflicht	188
5.	Prospektsprache	189
6.	Zwischenergebnis	189
III.	Auswahl prospektrechtlicher Angaben bei Zertifikaten	190
1.	Informationen über das angebotene Zertifikat	191
a)	Beschreibung des Wertpapiertyps	191
b)	Klare und umfassende Erläuterung der spezifischen Auszahlungscharakteristik	191
2.	Produktbezogene Risikoangaben	191
a)	Verlustrisiko	192
aa)	Verlustrisiko bezogen auf den Basiswert	192
bb)	Verlustrisiko bezogen auf den Emittenten	192
cc)	Verlustrisiko bezogen auf den Wechselkurs	192
dd)	Kompensation des Verlustes durch andere Erträge	193
b)	Risiko der vorzeitigen Kündigung	193
c)	Markstörungen und Anpassungen	194
d)	Liquiditätsrisiko	195
aa)	Risiko des Fehlens eines Sekundärmarktes	195
bb)	Risiken bei der Preisstellung im Sekundärmarkt	196
(1)	Order-Flow-Hypothese	197
cc)	Prospektrechtliche Aufklärungspflicht	199
dd)	Lösungsmöglichkeiten de lege lata	200
ee)	Misttrade-Regelungen	201

IV. Auswahl wesentlicher offenzulegender Interessenkonflikte	203
1. Prospektrechtliche Offenlegungspflicht von Interessenkonflikten	203
a) Geschäfte über das Bezugsobjekt	203
b) Ausübung weiterer Funktionen in Bezug auf die Zertifikate	204
c) Handeln des Market Maker in Bezug auf das Zertifikat oder den Basiswert	204
V. Prospektrechtliche Pflicht zur Offenlegung versteckter Kosten	205
1. Im Ausgabepreis enthaltene Kosten	205
a) Kosten des Financial Engineering	206
b) Vertriebskosten	206
2. Prospektrechtliche Pflicht zur Kostentransparenz	207
3. Herstellung von Kostentransparenz als verfassungsrechtliches Gebot	208
4. Einfachgesetzliche Regelung de lege ferenda	210
a) Irrationalitäten der Anleger hinsichtlich der Bewertung des Leistungsversprechens	212
b) Illiquidität und fehlende Vergleichbarkeit	214
c) Schaffung eines level-playing field	215
aa) Kostentransparenz bei Fonds	216
bb) Kostentransparenz bei fondgebundenen Lebensversicherungen	217
cc) Konsequenzen für die Kostentransparenz bei Zertifikaten	218
(1) Wirtschaftliche Vergleichbarkeit	218
(2) Rechtliche Vergleichbarkeit	220
(3) Zwischenergebnis	222
d) Zwischenergebnis	223
e) Schwierigkeiten der praktischen Umsetzung	224
VI. Exkurs: Flankierende Maßnahmen zur Herstellung von mehr Transparenz bei der Bewertung des Leistungsversprechens	225
1. Bewertung des Leistungsversprechens durch den Markt	226
2. Bewertung des Leistungsversprechens durch einen Finanz-TÜV	227
a) „Finanz-TÜV“ als staatliche Zulassungsstelle für Finanzinstrumente	228
aa) Prüfungspflichten bei öffentlich angebotenen Wertpapieren	229
bb) „Finanz-TÜV“ als Institution zur Qualitätskontrolle von Finanzinstrumenten	230
b) „Finanz-TÜV“ als staatliches Pendant zu privatwirtschaftlichen Ratingagenturen	231
3. Zwischenergebnis	236

VII.	Prospektinformation de lege ferenda.....	236
1.	Vereinfachter Verkaufsprospekt für Zertifikate	238
a)	Allgemeine Anforderungen an die Verständlichkeit des vereinfachten Prospekts	239
b)	Inhalt und Ausgestaltung der Erstinformation.....	240
aa)	Allgemeine Informationen	240
bb)	Informationen zur Produktmechanik des Zertifikates	240
cc)	Risikoinformationen hinsichtlich der Zertifikate	242
(1)	Produktspezifische Risikofaktoren	242
(a)	Verlustrisiko	242
(b)	Konditionenrisiko	242
(c)	Liquiditätsrisiko	243
(d)	Interessenkonfliktrisiko	243
dd)	Risikoinformationen hinsichtlich des Emittenten	244
2.	Statuierung einer Aushändigungspflicht	245
3.	Produktinformationsblatt und Prospekthaftung.....	245
4.	Zwischenergebnis.....	246
F.	Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	247
5.	Teil Anlegerschutz beim Vertrieb von Zertifikaten.....	251
A.	Aufsichtsrechtliche Anforderungen an den Vertrieb von Zertifikaten	252
I.	Reine Ausführungsgeschäfte (execution-only)	252
II.	Anlageberatung	253
1.	Festlegung unterschiedlicher Schutzstandards	254
2.	Exploration des Kunden	255
a)	Finanzielle Verhältnisse des Kunden	256
b)	Angaben hinsichtlich der Anlageziele.....	256
c)	Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden	257
3.	Geeignetheitstest.....	257
4.	Informationspflichten	259
5.	Vermeidung von Interessenkonflikten	260
a)	Verbot von Zuwendungen gem. § 31 d WpHG	262
aa)	Zuwendungen im Sinne des § 31 d WpHG.....	262
(1)	Vertriebsprovisionen	262
(a)	Grammatische Auslegung des Zuwendungsbegriffs i.S.d. § 31 d WpHG	263
(b)	Historische Auslegung.....	264
(c)	Teleologische Auslegung.....	266
(d)	Systematische Auslegung	268

(e) Zwischenergebnis	270
(2) Vertriebsfolgeprovision	271
(3) Sonstige Zuwendungen	271
bb) Ausnahme vom Zuwendungsverbot	271
(1) Qualitätsverbesserung	272
(2) Ordnungsgemäße Erbringung der Dienstleistung im Interesse des Kunden	273
(3) Offenlegung	274
cc) Kritische Würdigung und Ausblick	275
6. Dokumentationspflichten	277
a) Protokollierungspflicht gem. § 34 WpHG	278
b) Aufzeichnungspflichten nach § 14 WpDVerOV	279
c) Kritische Würdigung und Ausblick	281
7. Zwischenergebnis	281
III. Beratungsfreies Geschäft	283
B. Zivilrechtliche Anforderungen an die Anlageberatung	284
I. Rechtsgrundlage	284
II. Inhalt und Umfang zivilrechtlicher Beratungs- und Aufklärungspflichten	286
1. Die „Bond“-Judikatur des BGH als Grundsatzentscheidung	286
a) Anlegergerechte Beratung	287
b) Objektgerechte Beratung	289
2. Beratungspflichten bei Zertifikaten im Speziellen	290
a) Produktbezogene Informationen	291
aa) Erläuterung der Funktionsweise des Zertifikates	291
bb) Hinweis auf das Bonitätsrisiko	292
cc) Nachberatungspflicht bei der Verschlechterung der Bonität des Emittenten	299
dd) Hinweis auf die fehlende Einlagensicherung	300
(1) Das System der Einlagensicherung und Anlegerentschädigung in Deutschland	300
(2) Hinweispflicht gem. § 23a KWG	302
(3) Hinweispflicht aus aufsichtsrechtlichen Wohlverhaltensregeln	303
(4) Hinweis über fehlende Einlagensicherung als Bestandteil objektgerechter Beratung	304
(5) Zwischenergebnis	306
ee) Hinweis auf weitere Risiken	306
b) Anlegerbezogene Beratung	307
(1) Kenntnis und Erfahrungsstand des Anlegers	307

(2) Anlageziele und Risikobereitschaft.....	308
3. Zivilrechtliche Offenlegungspflicht von Rückvergütungen im Speziellen	309
a) Die „Kick-back“-Entscheidungen des BGH	310
b) Konsequenzen für den Vertrieb von Zertifikaten.....	312
aa) Vertreibende Bank ist Emittentin des Zertifikates	312
bb) Bank vertreibt ein konzerneigenes Zertifikat.....	315
cc) Bank vertreibt fremdes Zertifikat im Wege des Kommissionsgeschäfts	317
dd) Bank vertreibt fremdes Zertifikat im Wege des Festpreisgeschäftes	318
ee) Zwischenergebnis	321
4. Kritische Bewertung und Ausblick	321
C. Verhältnis zwischen aufsichtsrechtlichen und zivilrechtlichen	
Vorgaben nach Umsetzung der MiFID	322
I. Harmonisierungsintensität der MiFID im Aufsichtsrecht	323
1. Harmonisierungsintensität der MiFID	323
2. Vorgaben der MiFID für den Bereich der Anlageberatung.....	324
3. Harmonisierungsintensität der Durchführungsrichtlinie	325
4. Vorgaben der Durchführungsrichtlinie für den Bereich der Anlageberatung	326
5. Zwischenergebnis.....	326
II. Auswirkungen des Aufsichtsrechts auf die zivilrechtliche Vertragshaftung bei der Anlageberatung	327
1. Verhältnis zwischen aufsichtsrechtlichen und zivilrechtlichen Anforderungen an die Anlageberatung.....	327
a) §§ 31 ff. WpHG als privatrechtliche oder öffentlich-rechtliche Vorschrift	328
b) Ausstrahlung der §§ 31 ff. WpHG auf das vertragliche Verhältnis.....	330
2. Begrenzung zivilrechtlicher Informationspflichten durch das Aufsichtsrecht.....	331
III. Zwischenergebnis	333
D. Ersatzansprüche geschädigter Anleger	333
I. Haftung aus Vertrag.....	334
1. Pflichtverletzung	334
2. Vertretenmüssen	335
3. Schaden	336
4. Kausalität.....	336
5. Zwischenergebnis.....	337

II. Haftung aus Delikt	337
III. Änderung der Verjährungsfristen von Schadensersatzansprüchen ...	339
IV. Zwischenergebnis	339
E. Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse	340
Fazit und Ausblick	343
Literaturverzeichnis.....	351

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Auffassung
ABl.	Amtsblatt
AG	Die Aktiengesellschaft
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AGBGB	Gesetz zur Ausführung des Bürgerlichen Gesetzbuches
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen
BAV	Bundesaufsichtsamt für Versicherungswesen
BB	Betriebs-Berater
Begr.	Begründung
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBL.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen, herausgegeben von den Mitgliedern des Bundesgerichtshofes und der Bundesanwaltschaft
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BR-Drucks.	Bundesrats-Drucksache
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
BverfG	Bundesverfassungsgericht
CDO	Credit default obligation
CESR	Committee of European Securities Regulators
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DepotG	Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (Depotgesetz)
DJT	Deutscher Juristentag
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht-und Insolvenzrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
FS	Festschrift
GE	Gesetzesentwurf
GesKR	Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht (Schweiz)
GG	Grundgesetz
GRUR	Zeitschrift der Deutschen Vereinigung für gewerblichen Rechtsschutz und Urheberrecht

Hdb	Handbuch
HdV	Handwörterbuch der Versicherungen
HGB	Handelsgesetzbuch
i.S.d.	im Sinne des
IWF	Internationaler Währungsfonds
i.S.v.	im Sinne von
InvG	Investmentgesetz
i.V.m.	in Verbindung mit
JZ	Juristenzeitung
KAAG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KG	Kammergericht
KölnKomm	Kölner Kommentar
KWG	Gesetz über Kreditwesen (Kreditwesengesetz)
LG	Landgericht
m.w.Nachw.	mit weiteren Nachweisen
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
Nrn.	Nummern
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
Q.J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
Pub. l.	Public law
RegE	Regierungsentwurf
Rn.	Randnummer
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
VersR	Versicherungsrecht-Aufsätze
VuR	Zeitschrift „Verbraucher und Recht“
VW	Zeitschrift für Versicherungswirtschaft
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Wirtschaftsrecht und Handelsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZSchR	Zeitschrift für schweizerisches Recht

Einleitung und Definition des Themas

A. Einleitung

„Man könnte meinen, dass die Finanzbranche die einzige auf der Welt ist, in der es nicht zu wenige, sondern zu viele Innovationen gibt.“¹

Unsere heutige Welt wird immer komplexer und vielschichtiger. Dies gilt auch und gerade für unsere Kapitalmärkte und die auf ihnen gehandelten Finanzprodukte. Gab es vor wenigen Jahren hauptsächlich nur Aktien und Anleihen, so werden die Anleger heute mit einer riesigen Palette von innovativen Finanzprodukten überfrachtet. Sogar von Privatanlegern werden mittlerweile neben Aktien und Anleihen auch Fonds, ETFs², CFDs³, CDOs⁴ und diverse andere komplex strukturierte Produkte sowie Zertifikate gehandelt. Manche dieser von Banken angebotenen Produkte sind so kompliziert, dass von Spöttern kolportiert wird, selbst die Experten in den Banken verstünden ihre eigenen Produkte nicht mehr.⁵

Die Finanzmarktkrise der Jahre 2008/2009 hat in eindrucksvoller Weise gezeigt, was passieren kann, wenn Investoren auf der Jagd nach Renditen immer komplexere Finanzprodukte erwerben und sich damit mehr Risiken aufhalsen, als sie zu tragen im Stande sind.⁶ Mögen die Folgen mangelnder Risikoversorge bei einem Privatanleger nur diesen persönlich treffen, so sind die Folgen eines Fehlgriffs großer institutioneller Investoren mit dramatischen, den gesamten Wirtschaftskreislauf betreffenden Konsequenzen verbunden. Aufgrund der glo-

1 Andrew Hilton, Direktor des Zentrums für Finanzinnovationen in London.

2 Bei einem „Exchange-traded fund (ETF)“ handelt es sich um einen meist börsengehandelten Indexfond, der passiv verwaltet wird und einen zugrunde liegenden Index abbildet; zu den Einsatzmöglichkeiten von ETFs gerade bei Privatanleger *Wiandt/McClatchy*, Exchange Traded Funds, S. 25 ff.

3 Contracts for Difference (CFD) sind derivative Wettgeschäfte, bei denen der Käufer mit dem Verkäufer die Vereinbarung trifft, die Differenz im Wert eines Basiswertes zwischen An- und Verkauf erstattet zu bekommen, dazu *Arnold*, The Financial Times guide to investing, S. 155.

4 Collateralized Debt Obligation (CDO) ist ein Oberbegriff für eine forderungsbesicherte Schuldverschreibungen, dazu *Grundmann/Hofmann/Möslein*, Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, S. 11 f.

5 Dazu *Münchau*, Vorbeben, S. 190; *Münchau*, Kernschmelze im Finanzsystem, S. 114.

6 Illustrativ zur Chronik der Krise *Soros*, Das Ende der Finanzmärkte und deren Zukunft, S. 11 ff.

balen Vernetzung der Kapital- und Finanzmärkte kann der Zusammenbruch einzelner großer Akteure eine Lawine auslösen, die das gesamte Finanzsystem in seinen Grundfesten erschüttert. So wird die Krise eines einzelnen „Big Players“ schnell zur Systemkrise.

Einen ersten Höhepunkt fand eine der tiefgreifendsten Finanzkrisen der Geschichte in der Insolvenz der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers Holding Inc., die infolge der Verwerfungen an den Kapitalmärkten im September 2008 Antrag auf Reorganisationsinsolvenz nach Chapter 11 des United States Bankruptcy Code stellte.⁷

Die Folge dieses historischen Ereignisses bekamen viele deutsche Privatanleger unmittelbar zu spüren. Allein in Deutschland hatten Zehntausende von Kleinanlegern ihre Ersparnisse in sog. „Zertifikate“ der Lehman Brothers gesteckt, die mit der Insolvenz des Emittenten wertlos verfielen.⁸ Viele der Anleger waren entsetzt, waren sie sich der Risiken, die mit einer entsprechenden Anlage verbunden waren, offenbar nicht bewusst.

Auf die anfängliche Ratlosigkeit vieler Anleger folgte Wut. Anleger versuchten ihrem Ärger durch Protestaktionen und Mahnwachen Luft zu verschaffen. Am Ende standen eine Vielzahl von Fragen: Was sind überhaupt Zertifikate? Warum lässt der Staat den Vertrieb solcher „toxischen Wertpapiere“ überhaupt zu? Sollte man sie nicht lieber verbieten? Sind Privatanleger durch den Staat ausreichend beim Erwerb von Zertifikaten und den damit verbundenen Risiken geschützt? Ist meine Bank wegen Falschberatung haftbar? Muss ich die Falschberatung beweisen? Wann kommt es zu einer Verjährung meiner Ansprüche? Welche Gerichtsurteile sind relevant?

B. Zielsetzung der Untersuchung

Die vorliegende Arbeit setzt sich zum Ziel, den bestehenden rechtlichen Rahmen für Emission, Vertrieb und Handel von Zertifikaten zu untersuchen und kritisch zu hinterfragen. Im Vordergrund der Betrachtung soll dabei die Frage stehen, inwieweit durch die bestehende Regulierung ein ausreichendes Schutzniveau für Anleger erreicht wird. In Fällen, in denen Regulierungslücken entdeckt werden, sollen Vorschläge de lege ferenda skizziert werden.

⁷ Dazu *Frisch*, VuR 2009, 43.

⁸ Nach Schätzungen der Verbraucherzentrale Hamburg gibt es allein in Deutschland etwa 40.000 Privatanleger, die knapp 700 Millionen Euro in Zertifikate der amerikanischen Lehman Brothers investiert haben. Das durchschnittlich investierte Kapital liegt bei etwa 17.000 Euro pro Anleger.

C. Gang der Untersuchung

Eine fundierte Auseinandersetzung mit der gesetzlichen Regulierung von Zertifikaten setzt voraus, dass zum einen der ökonomische Hintergrund von Zertifikaten erläutert wird, zum anderen die Notwendigkeit und die konzeptionellen Grundlagen einer anlegergerechten Regulierung dargelegt werden.

Diesbezüglich ist im **1. Teil** der Arbeit eine ökonomische Analyse des Phänomens „Zertifikate“ den rechtlichen Überlegungen voranzustellen. Ziel dieser Analyse ist es, dem Begriff des Zertifikates nähere Konturen zu verleihen. Dazu sollen Art, Funktionsweise und finanzwirtschaftlicher Aufbau einzelner Produkte aufgezeigt und näher erläutert werden. Weiterhin soll untersucht werden, ob Zertifikate als Produkttyp überhaupt wirtschaftlich sinnvoll sind, sowohl gesamtwirtschaftlich als auch für den einzelnen Investor.

Dem **2. Teil** ist die rechtliche Einordnung der am Markt als „Zertifikate“ bekannten Finanzinnovationen vorbehalten. Hierbei ist vor allem von Interesse, ob durch die rechtliche Einordnung die wirtschaftlichen Realitäten angemessen reflektiert werden.

Vor einer Auseinandersetzung mit einzelnen Regulierungsinstrumenten ist es zunächst zwingend notwendig, im **3. Teil** die Legitimation und die konzeptionellen Grundlagen einer anlegergerechten Regulierung herauszuarbeiten. Klärung bedarf die sachliche und personelle Reichweite des Anlegerschutzes. Es ist zu untersuchen, welchen Leitbildern und Leitprinzipien eine anlegergerechte Regulierung zu folgen hat.

Schwerpunkte der sich an diese grundsätzlichen Überlegungen anschließenden Analyse des aktuellen Rechtsrahmens bei Emission von Zertifikaten bilden im **4. Teil** die Frage nach einer AGB-rechtlichen Einbeziehungs- und Inhaltskontrolle von Zertifikatebedingungen und die prospektrechtlichen Informationspflichten, die der Emittent hat, wenn er Zertifikate öffentlich anbietet. Hierbei soll auch ein Vergleich zu den Informationspflichten und Transparenzanforderungen bei anderen, vornehmlich an Privatanleger vertriebenen Produkten, wie etwa Investmentfonds, angestellt werden, um daraus etwaige regulatorische Konsequenzen ziehen zu können.

Gegenstand des **5. Teils** sind neben dem durch das FRUG⁹ maßgeblich geänderten aufsichtsrechtlichen Pflichtenkatalog vor allem die zivilrechtlichen Verhaltenspflichten bei der Anlageberatung mit Blick auf das zivilrechtliche Haftungsrecht.

9 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom. 16. Juli 2007, BGBl. I, 1330.

1. Teil Ökonomischer Hintergrund

Vor einer Auseinandersetzung mit der Frage nach einer anlegergerechten Regulierung von Zertifikaten ist zunächst zu klären, welche Produkte sich überhaupt hinter dem Begriff des Zertifikates verbergen. Dazu soll neben einer allgemeinen Produktbeschreibung zunächst Art und Funktionsweise einzelner Zertifikatstypen erläutert werden, um im Weiteren den Versuch einer Systematisierung der einzelnen Produkte vornehmen zu können.

An dieser Stelle wird der Begriff des Zertifikates zunächst in einem praktischen, ökonomischen Sinne verstanden und eingeordnet. Die teilweise abweichende juristische Begriffsbildung und Einordnung soll dem nächsten Kapitel vorbehalten bleiben.¹⁰

Weiterhin von Interesse ist, welche Bedeutung Zertifikate für den deutschen Kapitalmarkt haben, warum sie gerade bei Privatanlegern so beliebt sind, ob sie als neue Anlageklasse überhaupt zu begrüßen sind und welchen wirtschaftlichen Nutzen sie sowohl volkswirtschaftlich als auch für den einzelnen Investor haben.

A. Zertifikate als innovatives Anlageprodukt

I. Allgemeine Produktbeschreibung

Zunächst soll versucht werden, sich dem Begriff des Zertifikates, vielmehr des Produktes, das sich hinter dieser Begrifflichkeit verbirgt, unter praktischen Gesichtspunkten anzunähern.

Für die mit dem Begriff Zertifikat¹¹ bezeichneten Produkte lassen sich kaum andere griffige Bezeichnungen finden.¹² Dies liegt vor allem daran, dass es sich bei solchen Produkten um künstliche Kreationen handelt, die in der Realität keine Entsprechung haben.¹³ Sie werden in den Abteilungen der Emittenten durch die Kombination von herkömmlichen Finanzprodukten, wie etwa Anleihen und Optionen, entwickelt. Für diesen Prozess gibt der englische Begriff des „Finan-

10 Vgl. dazu ausführlich unten den 2. Teil.

11 Das Wort „Zertifikat“ leitet sich ab von lat. certus = sicher, bestimmt und facere = machen.

12 Das erste Zertifikat wurde in Deutschland 1989 von der Dresdner Bank emittiert und damals noch als sog. „Partizipationsschein“ bezeichnet, *Klatt* BB 2008, 976.

13 So *Lehmann*, Vom Wertpapier zum Finanzinstrument, S. 110.

cial Engineering“ eine recht bildhafte Beschreibung.¹⁴ Allerdings darf man sich die Entwicklung von Zertifikaten nicht so vorstellen, dass hier tatsächlich verschiedene Produkte miteinander kombiniert würden. Vielmehr werden Auszahlungscharakteristika festgelegt, die sich durch die Kombination von bekannten Finanzprodukten nachbilden lassen.

Zertifikate sind Anlageprodukte. Sie verbrieften dem Anleger die Teilnahme an der Kursentwicklung anderer Wertpapiere und Finanzprodukte.¹⁵ Dabei werden diese Wertpapiere oder Finanzprodukte als Basiswert (*underlying*) bezeichnet. Bei diesem Basiswert kann es sich etwa um einen Index (Indexzertifikat), eine einzelne Aktie, einen speziell zusammengestellten Aktienkorb (Basketzertifikat), den Preis eines Rohstoffes (z.B. Gold, Rohöl), einen Wechselkurs oder einen Zinssatz handeln.¹⁶ Darüber hinaus kommt als Basiswert aber auch der Ausgang eines Sportereignisses (Sportzertifikate) in Betracht.

Der Unterschied zum Direktinvestment besteht darin, dass der Anleger nicht den zugrunde liegenden Basiswert selbst, sondern ein Recht auf Auszahlung eines bestimmten Betrages erhält, der von der Entwicklung des Basiswertes abhängt.¹⁷ Dieses Recht auf Auszahlung erwirbt der Anleger durch den Erwerb des Zertifikats gegenüber dem Emittenten, sodass die tatsächliche Rückzahlung insbesondere von der Bonität des Emittenten abhängt.¹⁸

Allerdings entwickelt sich, je nach Ausgestaltung des Zertifikates, die Höhe des Auszahlungsbetrages nicht immer parallel zum Basiswert. Vielmehr sind der Phantasie bei der Ausgestaltung der Auszahlungsbedingungen kaum Grenzen gesetzt. Der sich an der Entwicklung des Basiswertes orientierende Auszahlungsbetrag kann nach oben oder unten gedeckelt sein, er kann sich über- oder unterproportional zum Basiswert oder sogar spiegelbildlich (Reverse-Zertifikat) entwickeln. Außerdem können bestimmte Bonuszahlungen von dem Über- oder Unterschreiten von festgelegten Schwellenwerten abhängig gemacht werden.

Von der Entwicklung des Basiswertes hängt also, modifiziert durch die Ausgestaltung der Auszahlungsbedingungen, die Höhe der Summe ab, auf die

14 Der Begriff des Financial Engineering kann zusammenfassend als Entwurf, Entwicklung und Implementierung von innovativen Finanzinstrumenten und – prozessen sowie als Realisierung kreativer, maßgeschneiderter Lösungen für Kapitalanleger- und – nachfrager gesehen werden.

15 Definition des Deutschen Derivate Verband, abrufbar unter: <http://www.deutscher-derivate-verband.de/DEU/Wissen/Lexikon>

16 Als Basiswerte grundsätzlich ungeeignet sind dagegen illiquide Vermögensgegenstände, *Hutterli*, Strukturierte Produkte, S. 36.

17 *Lehmann*, Vom Wertpapier zum Finanzinstrument, S. 108.

18 *Dieckmann*, in: Deutsche Bank Research, Retail-Zertifikate: Eine deutsche Erfolgsgeschichte, S. 7.

der Anleger am Ende der Laufzeit einen Anspruch hat. Insofern läge es nahe, davon auszugehen, dass der Emittent eine eigene, sich entgegengesetzt zu der des Anlegers entwickelnde Risikoposition aufbaut. Allerdings besteht eine Besonderheit bei Zertifikaten darin, dass der Emittent in aller Regel keine eigene Risikoposition eingeht, sondern diese durch entsprechende Sicherungsgeschäfte an den Aktien- und Terminmärkten neutralisiert („Hedging“).¹⁹

II. Einzelne Zertifikatetyphen, Funktionsweise, Auszahlungsprofile

An dieser Stelle soll ein Überblick über die bedeutendsten Zertifikatetyphen, ihre Funktionsweise und die speziellen Chancen und Risiken, die ein Anleger beim Erwerb eines solchen Produktes eingeht, gegeben werden. In Anbetracht der Vielfältigkeit der Produkte und der großen Anzahl von Neuemissionen kann allerdings kein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben werden. Zunächst soll der Kategorisierung des *Deutschen Derivate Verbandes*²⁰ folgend zwischen Anlageprodukten, deren Verlustrisiko per Fälligkeit dem Basiswert gleichwertig und nicht gehebelt ist, und Hebelprodukten, bei denen ein in Relation zum Erwerb des Basiswertes geringer Kapitaleinsatz benötigt wird, um eine überproportionale Wertentwicklung zu erzielen, unterschieden werden.²¹

1. Anlageprodukte

a) Indezertifikat

Eine der am einfachsten zu verstehenden Produktgruppen ist das Indezertifikat. Ein zugrunde liegender Index wird im Verhältnis 1:1 als Basiswert (*underlying*) abgebildet.²² Bei Indezertifikaten muss darauf geachtet werden, ob sich das Zertifikat auf einen Performanceindex oder einen Kursindex bezieht. Der Unterschied zwischen beiden besteht darin, dass beim Performanceindex im Gegensatz zum Kursindex die gezahlten Dividenden nicht als Kursverluste eingehen,

19 *Dieckmann*, in: Deutsche Bank Research, Retail-Zertifikate: Eine deutsche Erfolgsgeschichte, S. 11; wie solche Sicherungsgeschäfte im Einzelnen ausgestaltet sind, siehe nachfolgend unter A II.

20 Die bisherigen beiden deutschen Interessengemeinschaften „Derivate Forum e.V.“ und „Deutsches Derivate Institut“ haben mit Wirkung zum 1.8.2008 einen neuen Verband gegründet, den „Deutschen Derivate Verband e.V.“.

21 Vgl. http://www.deutscher-derivate-verband.de/MediaLibrary/Document/ddv_klassifizierung_final.pdf

22 In den meisten Fällen wird der zugrunde liegende Index durch ein Teilungsverhältnis von 1:10 herunter gebrochen.

sondern reinvestiert werden. Dieser Umstand hat für den Anleger Bedeutung, da er, anders als bei einem Direktinvestment, grundsätzlich keinen Anspruch auf die Auszahlung der Dividenden hat.²³

Mit Indexzertifikaten lässt sich die Anlagestrategie des sog. *index investing*²⁴ umsetzen. Gerade Privatanlegern ermöglicht der Erwerb eines solchen Zertifikates schon bei geringem Kapitaleinsatz eine breite Risikostreuung.²⁵ Verluste einzelner Aktien können durch Gewinne bei anderen Aktien ausgeglichen werden.²⁶

Für Emittenten, die keine eigene Risikoposition eingehen wollen, ergeben sich verschiedene Möglichkeiten der Absicherung. Sie können sich entsprechend der Indexgewichtung mit den entsprechenden Aktien eindecken oder am Terminmarkt einen Future²⁷ auf den Index erwerben. Auf der anderen Seite lässt sich ein Indexzertifikat auch in ein festverzinsliches Kassainstrument sowie einen Future zerlegen.²⁸

b) *Discount-Zertifikate*

Speziell in unsicheren Börsenzeiten erfreuen sich Discount-Zertifikate großer Beliebtheit. Der Anleger erwirbt nicht die Aktie selbst, sondern das Recht, vom Emittenten des Zertifikates eine Zahlung zu verlangen, dessen Höhe vom aktuellen Börsenpreis der Aktie abhängt.

Die besondere Attraktivität des Discount-Zertifikates besteht nun gerade darin, dass der Preis, den der Anleger für den Erwerb eines solchen Anspruches bezahlen muss, zum Teil deutlich unter dem aktuellen Börsenkurs liegt (sog. Discount). Die Anleger erwerben damit nicht nur einen Renditevorsprung gegenüber dem Direktinvestment, sondern haben auch gegenüber dem Basiswert ein geringeres Verlustrisiko.²⁹

23 *Mülbert*, WM 2007, 1149, 1151.

24 Anlagestrategie, bei der der Anleger versucht, das Portfolio einem Index möglichst exakt nachzubilden.

25 *Wilkens/Entrop/Scholz*, Kredit und Kapital 2001, 473.

26 Vgl. Handbuch Zertifikate, S. 51 ff., abrufbar unter http://www.derivateverband.de/DE/MediaLibrary/Document/Studies/Handbuch_Zertifikate_Auflage4.pdf

27 Ein Future (Terminkontrakt) ist ein verbindlicher Börsenvertrag zwischen zwei Parteien (im Gegensatz zum halbseitig verpflichtenden Vertrag bei Optionen), der an der Börse gehandelt wird, vgl. dazu *Süchting*, Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensführung, S. 64.

28 *Walter*, Strukturierte Produkte, S. 52.

29 *Dieckmann*, in: Deutsche Bank Research, Retail-Zertifikate: Eine deutsche Erfolgsgeschichte, S. 10.

Diesem Vorteil gegenüber der Direktanlage steht aber der Nachteil gegenüber, dass der Inhaber eines Discount-Zertifikates bei Fälligkeit vom Emittenten maximal einen vorher festgelegten Maximalbetrag erhält (*sog. cap*). Die Differenz zwischen dem Preis des Discount-Zertifikates und dem Höchstrückzahlungsbetrag determiniert die für den Anleger maximal erreichbare Rendite.³⁰ Darüber hinaus verzichtet der Investor auch in diesem Fall auf die Dividendenzahlungen aus den zugrunde liegenden Basiswerten.

Anders als das Direktinvestment ist die Laufzeit bei einem Discount-Zertifikat begrenzt.³¹ Was der Anleger am Ende der Laufzeit erhält, ist zum einen von der Kursentwicklung, zum anderen von den vereinbarten Rückzahlungsmodalitäten abhängig. Liegt der dem Zertifikat zugrunde liegende Basiswert über dem *cap*³², erhält er den Maximalbetrag in Geld ausgezahlt (*cash settlement*).³³ Ist die Aktie am Rückzahlungstag unter dem *cap*, wird eine bestimmte Anzahl der zugrunde liegenden Aktien angedient oder deren Gegenwert ausbezahlt.

Aufgrund des dargestellten Auszahlungsprofils eignen sich Discount-Zertifikate besonders für Anleger, die mit leicht steigenden oder sich seitwärts entwickelnden Kursen rechnen.

Nach seiner wirtschaftlichen Struktur lässt sich ein Discount-Zertifikat aus zwei Basisbausteinen zusammensetzen: einem *zero-bond* und einer *put-Option*.³⁴

Bei einem *zero-bond* handelt es sich um eine Anleihe bzw. eine Schuldverschreibung ohne Zinsschein. Die Verzinsung ergibt sich bei einem *zero-bond* aus der Differenz zwischen dem Ausgabekurs, den der Anleger für die Anleihe zahlt, und dem Rückzahlungskurs, den der Anleger am Ende der Laufzeit ausgezahlt bekommt.³⁵

Ein *put* ist ein laufzeitbegrenzt Wertpapier, bei dem der Käufer gegen Zahlung einer Prämie das Recht erhält, einen zugrunde gelegten Basiswert zu einem vorher festgelegten Preis zu verkaufen.

30 *Wilkens/Scholz*, Finanzbetrieb 2000, 171, 173.

31 *Klatt*, BB 2008, 976.

32 Das vorher festgelegte Maximalniveau bezeichnet man als „*cap*“, dies ist die englische Bezeichnung für „Deckel“.

33 *Bloss*, Finanztermingeschäfte und Zertifikate, S. 33.

34 *Wiedemann/Achtert/Betz*, Emission und Vertrieb strukturierter Finanzprodukte, S. 97; *Bloss*, Finanztermingeschäfte und Zertifikate, S. 33; *Wilkens/Scholz*, Finanzbetrieb 2000, 171, 173; eine andere mögliche Duplikationsvariante ist auch der Erwerb einer Aktie auf den Basiswert sowie der Verkauf einer *call-Option* lautend auf den Basispreis, dazu *Hutterli*, Strukturierte Produkte, S. 48.

35 *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. § 2, Rn. 2.104.

Wirtschaftlich betrachtet kauft der Anleger beim Erwerb eines Discount-Zertifikates vom Emittenten einen *zero-bond* und verkauft dem Emittenten gleichzeitig eine *put*-Option. Damit erwirbt der Emittent gegen Zahlung einer Prämie das Recht, am Ende der Laufzeit eine vorher festgelegte Anzahl an Aktien zu liefern oder den entsprechenden Gegenwert an den Anleger auszus zahlen. Da der Ausübungspreis der *put*-Option (*strike*) dem in den Zertifikatebedingungen festgelegten Maximalbetrag (*cap*) entspricht, wird der Emittent von diesem Recht nur dann Gebrauch machen, wenn der Basiswert am Laufzeitende unterhalb des *cap* liegt.

Der Discount ergibt sich aus der „gezählten“ Prämie der *put*-Option und dem Abschlag auf den *zero-bond*.³⁶

Bis auf die unterschiedlichen Anleihearten ergeben sich damit kaum Unterschiede zwischen Discount-Zertifikaten und Aktienanleihen (*reverse convertible*). Beiden Anlagenprodukten ist gemeinsam, dass der Emittent zwischen einer Tilgung in Aktien und einer Rückzahlung in Geld wählen kann.³⁷

Neben den gerade beschriebenen „klassischen“ Discount-Zertifikaten gibt es noch eine Reihe weiterer spezieller Ausprägungen dieser Produktgruppe. So haben sog. Rolling-Discount-Zertifikate den Vorteil, dass sie im Gegensatz zu klassischen Discount-Zertifikaten eine unbegrenzte Laufzeit haben. Dies wird dadurch erreicht, dass mit solchen Zertifikaten im Monatsrhythmus in Discount-Zertifikate mit der Restlaufzeit von einem Monat investiert wird.³⁸ Darüber hinaus gibt es sog. Barrier-Discount oder Discount-Plus-Zertifikate. Der Vorteil dieser Produktinnovationen liegt im Vergleich zu „klassischen“ Discount-Zertifikaten darin, dass selbst bei geringen Kursrückgängen eine Tilgung zum Nominalbetrag möglich ist.³⁹ Diese Zertifikate verbiefen das Recht auf Auszahlung des Höchstbetrages (*cap*), solange der zugrunde liegende Basiswert während der gesamten Laufzeit oder während bestimmter Beobachtungstage über einer bestimmten knock-in-Schwelle notiert. Wird diese Schwelle unterschritten, verwandelt sich das Barrier-Discount-Zertifikat in ein „klassisches“ Discount-Zertifikat.

36 Vgl. *Wiedemann/Achtert/Betz*, Emission und Vertrieb strukturierter Finanzprodukte, S. 98 mit einem illustrativen Rechenbeispiel.

37 *Wiedemann/Achtert/Betz*, Emission und Vertrieb strukturierter Finanzprodukte, S. 98.

38 Solche Produkte wurden erstmals im Herbst 2002 von der UBS Investment Bank verkauft.

39 *Wilkens/Baule/Scholz*, Sparkasse 2001, 31.

Das Barrier-Discount Zertifikat lässt sich durch einen *zero-bond* und einen sog. *down-and-in-put* nachbilden.⁴⁰

c) Bonuszertifikate

Die Bonuszertifikate gehören zu den beliebtesten Zertifikatetypen. Dies liegt vor allem daran, dass von den Emittenten gern darauf verwiesen wird, dass das Bonuszertifikat gemessen an der reinen Kursentwicklung meistens besser abschneidet als der zugrunde liegende Basiswert.

„Klassische“ Bonuszertifikate erzielen bereits bei seitwärts oder leicht abwärts gerichteten Kursentwicklungen des Basiswertes eine Rendite und partizipieren gleichzeitig unbegrenzt an dessen Aufwärtsbewegungen. Erreicht wird dieser „Renditevorsprung“ dadurch, dass der Anleger zusätzlich zu dem Betrag, der von der Entwicklung des Basiswertes abhängt, einen Bonus ausgezahlt bekommt. Dieser Bonus wird allerdings dann nicht gewährt, wenn der Kurs des Basiswertes zu irgendeinem Zeitpunkt der Laufzeit eine vorher festgelegte Preisschwelle (Barriere-Level, Sicherheitslevel, Kursschwelle, Protect-Level)⁴¹ berührt oder unterschreitet.⁴²

Neben den „klassischen“ Bonuszertifikaten, die unbegrenzt an den Aufwärtsbewegungen des zugrunde liegenden Basiswertes partizipieren, gibt es sog. „Capped-Bonuszertifikate“. Im Unterschied zum „klassischen“ Bonuszertifikat ist hier die Partizipation am zugrunde liegenden Basiswert nach oben hin gedeckelt. Ähnlich dem Discount-Zertifikat kann die Gewinnbegrenzung nach oben dazu genutzt werden, noch attraktivere Bonuszahlungen in den Auszahlungsbedingungen festzulegen.

Gerade in jüngerer Zeit erfreuen sich *Multi-Asset*-Bonuszertifikate mit und ohne *cap* besonderer Beliebtheit.⁴³ Im Vergleich zum Ausgangsprodukt liegen hier nicht nur ein, sondern gleich mehrere Basiswerte zugrunde. Rein optisch lassen sich für die Anleger attraktivere Auszahlungsprofile durch noch attraktivere Bonuszahlungen mit noch höheren Sicherheitsschwellen anbieten.

40 Bei dem Down-and-In Put handelt es sich um eine spezielle Put-Option. Für den Fall, dass der Basiswert eine vorher festgelegten Schwellenwert unterschreitet, wird eine klassische (Plain Vanilla) Put Option aktiviert. In diesem Fall wandelt sich das Barrier-Discount-Zertifikat in ein klassisches Zertifikat.

41 Hier werden je nach Emittent für den gleichen Mechanismus völlig unterschiedliche Bezeichnungen gewählt, die die Vergleichbarkeit erschweren und für zusätzliche Verwirrung sorgen.

42 Gratz, BB 2005, 2678, 2680.

43 Auch für diesen Produkttyp gibt es keine einheitlichen Produktbezeichnungen; so werden sie von manchen Emittenten „Protect-Multi-Bonus-Zertifikat“, von anderen nur „Multi-Bonus-Zertifikat“ genannt.

Allerdings wird von den Emittenten gern verschwiegen, dass den attraktiveren Chancen auch erheblich höhere Risiken gegenüberstehen. Für den Fall, dass trotz großzügiger Sicherheitsabstände die vorher festgesetzte Preisschwelle unterschritten wird, drohen erhebliche Verluste. Dem Anleger wird dann nur der Betrag ausgezahlt, der der Entwicklung des Basiswertes entspricht, der die schlechteste Entwicklung bezogen auf die gesamte Laufzeit aufweist.

Ökonomisch lässt sich ein Bonuszertifikat in einen *zero-strike-call*⁴⁴ und einen *down-and-out put*⁴⁵ zerlegen. Die besonders ausgestaltete *put*-Option, aus der der Bonusbetrag bezahlt wird, wird von dem Emittenten mit den Dividenden aus den Basiswerten finanziert, da diese nicht dem Anleger, sondern dem Emittenten zufließen.⁴⁶

Festzuhalten bleibt, dass Bonuszertifikate für Anleger attraktive Renditechancen in steigenden oder leicht fallenden Märkten bieten. Im Gegenzug verzichtet der Anleger beim Erwerb des Basiswertes aber auf die Zahlung von Dividenden. Beim Erwerb eines Bonuszertifikates muss der Anleger maximale negative Kursschwankungen schätzen, damit von ihm nur solche Zertifikate gewählt werden, deren Absicherungsschwelle während der gesamten Laufzeit weder erreicht, noch unterschritten wird.⁴⁷ Gelingt ihm dies nicht, drohen erhebliche Verluste bis hin zum Totalverlust.

d) *Garantiezertifikate*

Garantiezertifikate sind bei deutschen Privatanlegern, die für ihr risikoaverses Verhalten bekannt sind, der gefragteste Produkttyp. Dies liegt wahrscheinlich daran, dass sie auf den ersten Blick kapitalmarkttheoretische Gesetzmäßigkeiten⁴⁸ auszuhebeln scheinen. Sie versprechen unbegrenzte Partizipationsmöglichkeiten an den Kursentwicklungen des zugrunde liegenden Basiswertes und garantieren gleichzeitig einen umfassenden Schutz vor dem Verlust des eingesetzten Kapitals.

Bei näherem Hinsehen erschließt sich allerdings relativ schnell, dass auch bei diesen Produkten Sicherheit mit geringeren Renditeerwartungen erkauf

44 Ein Zero-strike-call ist eine call-Option mit Basispreis Null des referenzierten Basiswertes, alternativ wäre auch ein Direktinvestment in den Basiswert möglich.

45 Ein *down-and-out-put* ist eine Verkaufsoption, welche verfällt, wenn eine vorher festgelegte Preisschwelle unter dem gegenwärtigen Basispreis erreicht wird, vgl. *Hull, Optionen, Futures und Derivate*, S. 685.

46 *Gratz*, BB 2005, 2678, 2680.

47 *Gratz*, BB 2005, 2678, 2680.

48 Das „Capital Asset Pricing Model“ (CAPM) beschreibt eine positive Korrelation zwischen Risiko und Rendite, vgl. *Hull, Optionen, Futures und andere Derivate*, S. 937.

werden muss. Entweder werden die Kosten bei der Emission in Form eines Aufschlages aufgegeben oder im Zertifikat verrechnet. Der Anleger verzichtet in der Regel auf die Zahlung von Dividenden. Teilweise wird die Originalperformance des zugrunde liegenden Basiswertes nicht voll abgebildet, sodass das Zertifikat nur in Höhe einer vorher vereinbarten geringeren Partizipationsrate teilnimmt.⁴⁹

Darüber hinaus wird der Begriff der „Garantie“ nicht einheitlich verwendet. Bei manchen Produkten ist diese Garantie nur auf einen Teil des Kaufbetrages beschränkt, der beim Erwerb des Zertifikates anfällt. Ohnehin bezieht sich diese Garantie nur auf das Ende der vorher vereinbarten Laufzeit. Gibt der Anleger das Produkt vor dem Laufzeitende zurück, hat er keinen Anspruch auf die eingeräumte Garantie.

Garantiezertifikate lassen sich vom Emittenten relativ einfach duplizieren. Der Emittent kann die Zahlungen, die er vom Anleger beim Erwerb erhält, dergestalt in einem *zero-bond*⁵⁰ anlegen, dass sich am Laufzeitende aus dem *zero-bond* die Rückzahlung zum Nominalwert decken lässt.⁵¹

Die Differenz zwischen Barwert des *zero-bond* und dessen Nominalwert kann nun vom Emittenten zum Kauf einer Option genutzt werden, welche die Beteiligung an der Entwicklung einer Aktie oder an einem Index ermöglicht.⁵²

Trotz der vorgenannten Kritik können Garantiezertifikate für Anleger ein durchaus sinnvolles Investment darstellen. Für sicherheitsorientierte Anleger, die ihr Geld nur kurzfristig binden wollen und trotzdem an den Entwicklungen der Kapitalmärkte partizipieren wollen, ist diese Anlageform durchaus interessant.

e) *Bandbreiten-, Outperformance- und Express-Zertifikate*

Bestimmte Zertifikatetypen profitierten aufgrund einer Hebelwirkung überproportional von steigenden Kursen des Basiswertes, werden aber nicht in die Gruppe der Hebelprodukte eingeordnet.⁵³ Dies lässt sich damit erklären, dass zwar die Gewinnchance, nicht aber das Verlustrisiko überproportional zum zugrunde liegenden Basiswert ist.

49 Vgl. Bloss, Finanztermingeschäfte und Zertifikate, S. 43.

50 Anleihe, die keine Kupon-Zahlungen vorsieht: Hull, Optionen, Future und Derivate, S. 954.

51 Walter, Strukturierte Produkte, S. 108.

52 Walter, Strukturierte Produkte, S. 109; abhängig davon, ob das Garantiezertifikat von fallenden oder steigenden Kursentwicklungen profitieren soll, kann eine put- oder eine call-Option erworben werden.

53 Vgl. Einordnung des Deutschen Derivate Verbandes, http://www.deutscher-derivateverband.de/MediaLibrary/Document/ddv_klassifizierung_final.pdf.

Bei Bandbreitenzertifikaten⁵⁴ profitiert der Anleger innerhalb einer vorher festgelegten Kursspanne gehebelt an den Kursentwicklungen. In der Regel liegt die Partizipation zwischen 120 bis 200 Prozent, was einem Hebel von 1,2 bis 2 entspricht. Allerdings ist die Partizipation bei solchen Produkten bis zu einem bestimmten Niveau des Referenzwertes durch einen *cap* begrenzt.

Vom Emittenten lassen sich solche Bandbreitenzertifikate durch ein Discount-Zertifikat und einen *bull spread*⁵⁵ duplizieren.⁵⁶ Dieser Zertifikatetyp stellt sich somit ebenfalls als Kombination von Kassainstrumenten und Optionsstrategien dar.

Im Gegensatz zu den Bandbreitenzertifikaten ist bei Outperformance-Zertifikaten⁵⁷ die Partizipationsrate nach oben hin unbegrenzt. Hier werden vom Emittenten Dividenden und andere Ausschüttungen des Basiswertes dazu genutzt, Optionsgeschäfte zu finanzieren, die das Zertifikat überproportional an der Kursentwicklung des Basiswertes partizipieren lassen.

Ein weiterer innovativer Produkttyp sind die sog. Express-Zertifikate. Dieser Zertifikatetyp vollzieht zunächst die Kursentwicklung des zugrunde liegenden Basiswertes eins zu eins nach. Zu einem vorher festgelegten Stichtag wird überprüft, ob der Kurs des Basiswertes über dem Startwert bei Emission des Zertifikates liegt. Ist das der Fall, kündigt die Bank das Zertifikat und zahlt dem Anleger das eingesetzte Kapital und einen vorher vereinbarten Zusatzbetrag zurück.

Liegt dagegen am Stichtag der Kurs des Basiswertes unterhalb des Startwertes, verlängert sich das Zertifikat bis zu einem nächsten Stichtag, an dem abermals überprüft wird, ob das Startniveau erreicht oder überschritten wurde. Erreicht der Kurs zu keinem der vereinbarten Stichtage sein Ausgangsniveau, bekommt der Anleger am Ende der Laufzeit sein eingesetztes Kapital zurück, sofern der Kurs des Basiswertes eine vorher vereinbarte Absicherungsgrenze niemals unterschritten hat.⁵⁸

54 Auch bei diesem Produkttyp werden je nach Emittent unterschiedliche Bezeichnungen verwendet: Sprint-, Kick Start-, Double- Chance, und Impact-Zertifikat.

55 Ein *bull spread* ist eine Anlagestrategie, bei der durch den gleichzeitigen Kauf und Verkauf von *call*- Optionen mit unterschiedlichen Ausübungspreisen auf steigende Kurse gesetzt wird, wobei die sog. Long Position (Kaufposition) einen niedrigeren Ausübungspreis hat als die Short-Position (Verkaufposition), vgl. auch *Hull*, Optionen, Futures und andere Derivate, S. 890.

56 Ausführlich dazu *Walter*, Strukturierte Produkte, S. 139 ff.

57 Vgl. zur Bewertung von Outperformance-Zertifikaten *Wilkens/Entrop/Scholz*, Kredit und Kapital, 2001, 473 ff.

58 Illustratives Beispiel eines Auszahlungsprofil eines Daimler-Chrysler-Express-Zertifikates bei *Reichling*, Magdeburger Wissenschaftsjournal 2007, 9, 15.

Die recht komplexe Duplikation von Express-Zertifikaten lässt sich nur von institutionellen Investoren durchführen. Neben Nullkuponanleihen werden Optionsketten auf Optionen (*compound options*) erworben.⁵⁹

Für den Anleger ergibt sich bei all diesen Zertifikatetypen die Möglichkeit, bei seitwärts tendierenden oder leicht steigenden Märkten überproportional zu profitieren, ohne das Risiko erhöhter Kursverluste einzugehen. Dafür muss er aber in der Regel in Kauf nehmen, dass seine Rendite nach oben hin gedeckelt ist und er auf Dividendenzahlungen verzichten muss.

Neben dem oben dargestellten Grundtypus des Express-Zertifikates haben sich eine Reihe von speziell ausgestalteten Untertypen herausgebildet. So gibt es das Alpha Express-, das Best Express-, das Easy Express-, das Express Bonus-, das Flex Express-, das Power Express-, Rally Express-, Reverse Express-, Relax Express- und Zins Express- Zertifikat.⁶⁰

f) Themen-, Strategie-, und Basket-Zertifikate

Mit Themen- oder Strategiezertifikaten werden bestimmte Investmentstrategien durch den Emittenten in einem entsprechenden Zertifikat verbrieft. Der Emittent kann mit einem solchen Zertifikat schnell und flexibel auf aktuelle Markttrends reagieren. Dies kann entweder dadurch erfolgen, dass der Emittent zu einem aktuellen Thema einen Korb von Aktien (*basket*) zusammenstellt, an dessen Kursentwicklung er das Auszahlungsprofil des Zertifikates koppelt. Andererseits können auch bestimmte Investmentstrategien in einem Zertifikat verbrieft werden.

Bei der Zusammenstellung verschiedener Aktienkörbe sind abermals der Phantasie keine Grenzen gesetzt. Als Beispiel sei hier ein Basket-Zertifikat auf Öl angeführt: Dem Trend der Öl-Hausse folgend werden hier besonders vielversprechende Ölk Aktien in einem Korb zusammengefasst. Der Anleger hat im Gegensatz zum Direktinvestment die Möglichkeit, mit einem vergleichsweise geringen Kapitaleinsatz ein Zertifikat zu erwerben, dessen Auszahlungsprofil eins zu eins an ein breit diversifiziertes Öl-Investment mit besonders aussichtsreichen Titeln gekoppelt ist. Darüber hinaus sind auch Basket-Zertifikate denkbar, die die Partizipation an einem Korb von Aktien aus Ländern ermöglichen, in denen zumindest Privatanleger sonst nicht investieren könnten.

Am Beispiel des sog. Kuba-Zertifikates⁶¹ lässt sich anschaulich illustrieren, wie eine solche Produktidee entsteht und umgesetzt wird: Nach dem Abgang des

59 Näher dazu *Reichling*, Magdeburger Wissenschaftsjournal 2007, 9, 16.

60 Vgl. Handelsblatt vom. 3.10.2006: Express-Zertifikate: Die Typen im Überblick.

61 Euro am Sonntag, 30.03.2008, Nr. 13, S. 79.