

plus Expertenrat

Die Elite der Vermögensverwalter

im deutschsprachigen Raum

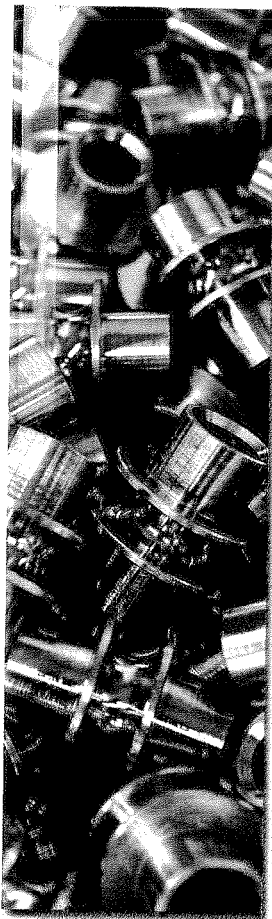
Handelsblatt
Elite Report Edition

Zertifikate gehören nicht in private Vermögensverwaltungsdepots!

Zahlreiche Vermögensverwaltungsdepots haben durch den Ausfall von Lehmann-Zertifikaten schmerzhaft Einbußen hinnehmen müssen. Durch den Ausfall der Lehmann-Zertifikate wurden auch in der verbraucherpolitischen Diskussion Stimmen laut, den Vertrieb von Zertifikaten nicht mehr an private Anleger zu erlauben, sondern nur noch an professionelle Anleger im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (§ 31 a Abs. 2 S. 1 WpHG). Unabhängig davon, ob und wann der Gesetzgeber tätig wird, sprechen die nachfolgend aufgeführten acht Gründe dafür, dass Vermögensverwaltungskunden ihren Vermögensverwaltern schon heute nicht (mehr) erlauben sollten, Zertifikate für ihr Depot zu erwerben:

1. So weisen Emittenten von Zertifikaten aufgrund der Komplexität dieser Finanzprodukte in den zur Emission herausgegebenen Basisprospekten regelmäßig daraufhin, dass diese nur für professionelle Anleger geeignet sind (zum Beispiel DZ-Bank Cobold-Balino Credit Linked-Schuldverschreibung, Lehmann Bonus Express-Zertifikate). Vor diesem Hintergrund haben solche Anlageprodukte in privaten Vermögensverwaltungsdepots auch nichts zu suchen und die Vermögensverwalter würden nur die Einstufung der Emittenten übernehmen, wenn sie von vornherein in ihren Standardvermögensverwaltungsverträgen vereinbaren würden, dass sie Zertifikate für den Kunden nicht erwerben dürfen.

2. Der zweite Grund, weshalb Kunden von Vermögensverwaltern den Erwerb von Zertifikaten ihren Vermögensverwaltern nicht gestatten sollten, ist die Tatsache, dass Privatkunden – von seltenen finanzmathematisch Vorgebildeten abgesehen – und auch Vermögensverwalter bei Zertifikaten regelmäßig nicht erkennen können, welche Leistung sie erhalten. Der Anleger hat wenig Chancen zu erkennen, ob und wenn ja, welchen Betrag, er unter welchen Voraussetzungen, zu welchem Zeitpunkt zurückerhält. Die häufig in den Anleihebedingungen sich über mehrere Seiten erstreckenden Aussagen zum Leistungsversprechen und den Rückzahlungsbedingungen, die mit mathematischen Formeln gefüllt sind, können der Privat-



anleger und sein Vermögensverwalter regelmäßig nicht verstehen. Auch wenn Vermögensverwalter behaupten, sie könnten das Risiko beurteilen, so sollte der Kunde trotzdem davon Abstand nehmen, Produkte in sein Depot hereinzunehmen, bei denen er nicht ansatzweise deren Wirkungs- und Funktionsweise verstehen kann.

3. Für einen generellen Ausschluss des Erwerbs von Zertifikaten im Rahmen eines Vermögensverwaltungsvertrages spricht auch, dass die Preisfeststellung etwa beim Ausgabepreis eines Zertifikats durch die Emittenten erfolgt und hierbei nicht von unabhängigen Dritten geprüft wird. Während beispielsweise bei über die Börsen gehandelten Wertpapieren die Börsenpreise gem. § 24 Abs. 2 BörsG ordnungsgemäß zustande kommen und der wirklichen Marktlage des Börsenhandels entsprechen müssen, sind Preisfeststellungen etwa bei Zertifikaten durch die Emittenten beeinflusst. So führt etwa die HVB in den Bedingungen des HVB Express Zertifikats aus: »Der Ausgabepreis des Zertifikats basiert auf den Preisfindungsmodellen der Emittentin und kann einen für

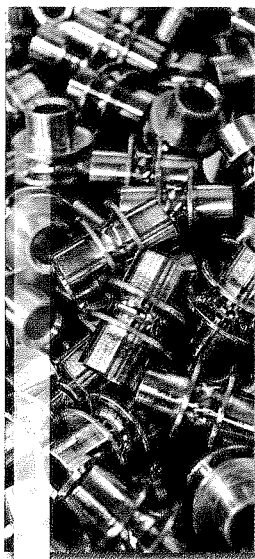
den Anleger nicht erkennbaren Aufschlag auf den rein mathematischen Wert aus diesen Modellen enthalten. Die Höhe des Aufschlages liegt im Ermessen der Emittentin und kann sich von Aufschlägen unterscheiden, die andere Emittenten für vergleichbare Produkte erheben«.

4. Der vierte Grund, weshalb Zertifikate in privaten Vermögensverwaltungsdepots nichts verloren haben, ist der Umstand, dass strukturierte Finanzinstrumente gegenüber Investmentfonds deutlich riskanter sind. Denn beim Erwerb eines Zertifikats erleidet der Anleger bei der Insolvenz des Emittenten einen Totalverlust. Demgegenüber muss der Erwerber von Investmentfonds keinerlei Verluste bei Insolvenz der Kapitalanlagegesellschaft befürchten, denn nach den Regelungen des Investmentgesetzes (§ 30 ff. InvG) ist das Fondsvermögen ein Sondervermögen, da es nicht für Verbindlichkeiten der Kapitalanlagegesellschaft haftet (§ 31 Abs. 2 S. 1 InvG). Selbst im Falle der Insolvenz der Kapitalanlagegesellschaft bleibt das Fondsvermögen davon unberührt und üblicherweise wird das Fonds-

vermögen dann von einer anderen Kapitalanlagegesellschaft weiterverwaltet. Allein durch die Insolvenz der Bank Lehman Brothers wurden circa 3 Milliarden Euro Ersparnisse von deutschen Privatanlegern und darunter auch von zahlreichen Vermögensverwaltungskunden vernichtet. Hätte es sich bei den Anlagen um Investmentfonds gehandelt, wäre dieser Verlust nicht eingetreten. Da es für den Kunden und seinen Vermögensverwalter regelmäßig nur schwer vorhersehbar ist, ob der Emittent am Ende der Laufzeit eines Zertifikats noch zahlungsfähig ist, sind Zertifikate ungeeignet für eine auf Dauer angelegte Vermögensverwaltung.

5. Privatkunden sollten auch deshalb dem Vermögensverwalter den Erwerb von Zertifikaten nicht gestatten, weil Zertifikate regelmäßig mit irreführenden und das tatsächliche Risiko verschleiern den Bezeichnungen etikettiert werden. Auf diese Weise wird dem Kunden oftmals eine Sicherheit vorgegaukelt, die in Wirklichkeit nicht besteht. So bewirbt etwa die Bayerische Landesbank unter dem Namen »Bayern Relax Express-Zertifikate« zahlreiche Zertifikate. Der im Zertifikat enthaltene Name »Relax« – englisch für »entspannen« – vermittelt dem Anleger den Eindruck, als könnte er entspannt anlegen. Dieses Produkt ist jedoch hochspekulativ und gerade nicht geeignet für eine entspannte Anlage, denn der Anleger erhält die Zinszahlung nur, wenn keines der in Bezug genommenen Basiswerte einen Kursverlust von mehr als 50 Prozent erleidet. Tritt doch bei nur einem Basiswert ein solcher Verlust ein, wie es beispielsweise bei der HRE der Fall war, so erleiden die Anleger einen Verlust von mehr als 90 Prozent. Auch die US-Investmentbank Morgan Stanley hat Zertifikate für deutsche Privatanleger mit der Bezeichnung »Schatzbrief« getarnt und damit den Kunden suggeriert, es handle sich in Anlehnung an die Bundes-schatzbriefe um eine sichere staatsgarantierte Anlage. Der Kunde meint deshalb möglicherweise, wenn er im Depotauszug den Begriff Schatzbrief liest, dass es sich um etwas Staatsgarantiertes handelt, obwohl es sich tatsächlich um ein weitaus riskanteres Anlageprodukt handelt.

6. Der sechste Grund, weshalb der Kunde im Vermögensverwaltungsvertrag den Erwerb von Zertifikaten nicht gestatten sollte, ist die Intransparenz der Kosten und Gebühren in diesen Produkten. Da der Emittent abgesehen von den großzügigen Grenzen der bürgerlich-rechtlichen Sittenwidrigkeit völlig frei in der Gestaltung seiner Zertifikatebedingungen ist, kann der Kunde nicht erkennen, welche Kosten im Einzelfall mit dem Erwerb des Produktes verbunden sind. Damit fehlt es auch an einer Vergleichbarkeit der zahlreichen Zertifikate mit anderen Anbietern.



Anders als bei der reinen Aktien- oder Anleiheninvestition kann der Vermögensverwaltungskunde gerade nicht erkennen, welche Kosten mit dem Produkt im Einzelfall verbunden sind. So räumt etwa die HVB unumwunden in den Anleihebedingungen des zitierten HVB Express Zertifikats ein, dass die von ihr erhobenen Aufschläge sich von den Aufschlägen anderer Emittenten unterscheiden und darin auch Provisionen enthalten sein können, die an Dritte bezahlt werden. Damit besteht die Gefahr, dass das Vermögen des Vermögensverwaltungskunden neben den direkt ersichtlichen Gebühren für die Vermögensverwaltung durch weitere intransparente Kosten, die innerhalb eines Zertifikats versteckt werden, geschmälert wird.

7. Der siebte Grund, weshalb Zertifikate für ein privates Vermögensverwaltungsdepot nicht erworben werden sollten, ist die strukturelle Unterlegenheit des Privatanlegers gegenüber den Emittenten. Während Emittenten mit gut ausgebildeten finanzmathematischen Abteilungen strukturierte Finanzinstrumente dahingehend konzipieren, dass die Emittenten im Zweifelsfall gewinnen, steht auf der anderen Seite der Privatanleger und sein Vermögensverwalter, die die eingegangenen Risiken und Chancen nicht angemessen beurteilen können. So gibt es zahlreiche Zertifikate, die von vornherein so konzipiert sind, dass der Emittent, wenn der Markt gegen den Emittenten läuft, ein Sonderkündigungsrecht hat und damit das Risiko nur sehr begrenzt tragen muss, weil er aus der »Wette« wieder aussteigen kann. Dem entgegen wird dem Anleger, wenn sich der Markt gegen ihn dreht, kein Sonderkündigungsrecht eingeräumt mit der Folge,

dass dieser das wirtschaftliche Risiko voll zu tragen hat und der Emittent in vollem Umfang gewinnt. Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass nur deutsche Privatanleger mit einer Flut von mehr als 300.000 Zertifikaten konfrontiert werden. Denn und dies ist der nächste Punkt:

8. Der achte Grund, weshalb Zertifikate für private Vermögen nicht erworben werden sollten. In den USA sind solche Produkte für private Anleger nicht zugelassen. Nicht ohne Grund hat deshalb einer der erfolgreichsten Anleger der Welt, Warren Buffett, Derivate, wozu Zertifikate auch gehören, als »Massenvernichtungswaffen« bezeichnet.



Klaus Rotter,
Rechtsanwalt
Dipl.-Betriebswirt (FH)
Fachanwalt für Bank-
und Kapitalmarktrecht

Klaus Rotter