

Zwölf Gründe, den Vertrieb strukturierter Finanzinstrumente zu beschränken

Von RA Klaus Rotter, Grünwald*

A. Einleitung und rechtlicher Hintergrund

Es wird seit geraumer Zeit diskutiert¹, ob Zertifikate und andere strukturierte und komplexe Finanzprodukte² (nachfolgend kurz als „strukturierte Finanzinstrumente“ bezeichnet) nicht mehr an Privatkunden, sondern nur noch an professionelle Kunden im Sinne des § 31a Abs. 2 WpHG veräußert werden dürfen. Die drei vom WpHG unterschiedenen Kundentypen sind der Privatkunde im Sinne des § 31a Abs. 3 WpHG, der professionelle Kunde im Sinne des § 31a Abs. 2 WpHG und die geeignete Gegenpartei. An die Kunden werden je nach dem, ob es sich um Privatkunden, um professionelle Kunden oder um geeignete Gegenparteien handelt, verschiedene Anforderungen gestellt.³ Ihnen wird Schutz auch nur in unterschiedlicher Intensität geboten.⁴ Für die vorliegende Betrachtung sind nur der Privatkunde und der professionelle Kunde von Interesse. Privatkunden im Sinne des § 31a Abs. 3 WpHG sind alle Kunden, die keine professionellen Kunden sind. Der professionelle Kunde wird in § 31a Abs. 2 S. 1 WpHG allgemein definiert als ein Kunde, bei dem das Wertpapierdienstleistungsunternehmen davon ausgehen kann, dass er über ausreichend Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügt, um seine Anlageentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können. Professioneller Kunde kann man nach der Systematik des WpHG auf zwei Wegen werden. Es gibt zum einen die sogenannten „geborenen“ professionellen Kunden. Das sind die Kunden, die im Katalog des § 31a Abs. 2 Satz 2 WpHG genannt sind. Darunter fallen insbesondere Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds, Regierungen, Zentralbanken etc. Neben den „geborenen“ professionellen Kunden können sich jedoch auch Privatkunden zum professionellen Kunden heraufstufen lassen, wenn sie auf ihren Antrag oder auf Initiative des Wertpapierdienstleistungsunternehmens als professioneller Kunde eingestuft werden. Voraussetzung hierfür ist, dass der Kunde mindestens zwei der in § 31a Abs. 7 S. 3 Nr. 1–3 WpHG genannten Voraussetzungen erfüllt.

B. Zwölf Gründe

I. Basisprospekte strukturierter Finanzinstrumente weisen darauf hin, dass diese Produkte nur für professionelle Anleger geeignet sind

Der erste Grund, der für eine Beschränkung des Vertriebs strukturierter Finanzinstrumente an professionelle Kunden spricht, ist die Tatsache, dass die für strukturierte Finanzinstrumente herausgegebenen Basisprospekte regelmäßig darauf hinweisen, dass diese Produkte nur für erfahrene Investoren, die die mit solchen Instrumenten verbundenen Risiken tragen können, geeignet sind. Beispielhaft seien hier die Prospekte zu den Cobold-Balino-, Lehmann-Bonus Express- und Kolibri-Zertifikaten herausgegriffen. Im Basisprospekt der Cobold-Balino-Zertifikate heißt es etwa, dass diese „nur

für den erfahrenen Investor, der die mit solchen Instrumenten verbundenen Risiken einzuschätzen weiß, zum Kauf geeignet“⁵ sind oder diese nur für solche Investoren geeignet sind, die „über Kenntnisse und Erfahrungen in finanziellen und geschäftlichen Angelegenheiten verfügen, die es ihnen ermöglichen, die Risiken und Vorteile einer Investition in die Teilschuldverschreibungen zu beurteilen“.⁶ In den Basisprospekten zu den zahlreichen Lehman-Zertifikaten, mit denen deutsche Anleger schätzungsweise 3 Mrd. Euro verloren haben⁷, wird darauf hingewiesen, dass Erwerber solcher Zertifikate „Erfahrung mit der Anlage in Derivate und im Besonderen in Optionen und mit Optionsgeschäften haben“ sollten.⁸ Ähnliche Formulierungen, dass diese Produkte nur für professionelle Anleger geeignet sind, finden sich auch in den Kolibri-Zertifikaten der Commerzbank.⁹ Diese Beispiele belegen, dass der Gesetzgeber nur der Einstufung der Emittenten folgen würde, wenn er gesetzlich festschreiben würde, dass strukturierte Finanzinstrumente nur an professionelle Kunden veräußert werden dürfen. Denn

* Der Autor ist Diplom-Betriebswirt (FH) und Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht in der Kanzlei Rotter Rechtsanwälte, die im Bereich des Bank- und Kapitalanlagerechts tätig ist.

1 Randenborgh, ZRP 2010, 76ff.; Handelsblatt vom 06.10.2009: „Politik diskutiert Zertifikateverbot“, in dem der finanzpolitische Sprecher der Union im Bundestag, Otto Bernhardt, zitiert ist mit der Bemerkung: „Wir diskutieren das Verbot bestimmter Zertifikate für Private. Das institutionelle Geschäft soll aber unangetastet bleiben.“

2 Witte/Mehrbrey bezeichnen Zertifikate als strukturierte Finanzprodukte, ZIP 2009, 744, 745.

3 Assmann/Schneider, WpHG, 5. Aufl., § 31a Rn. 1.

4 Seyfried, WM 2006, 1375 f.

5 Seite 5 des 218-seitigen Prospekts der 10 Mrd. Euro Cobold-Balino Credit Linked-Schuldverschreibung der DZ Bank AG vom 27. Juli 2007: „Die in diesem Prospekt beschriebenen Teilschuldverschreibungen sind komplexe, strukturierte Finanzinstrumente, die ein hohes Risiko in sich tragen, und nur für den erfahrenen Investor, der die mit solchen Instrumenten verbundenen Risiken einzuschätzen weiß, zum Kauf geeignet.“

6 Seite 27 des 218-seitigen Prospekts der 10 Mrd. Euro Cobold-Balino Credit Linked-Schuldverschreibung der DZ Bank: „Der Kauf von Teilschuldverschreibungen birgt wesentliche Risiken und ist nur für Investoren geeignet, die über Kenntnisse und Erfahrungen in finanziellen und geschäftlichen Angelegenheiten verfügen, die es ihnen ermöglichen, die Risiken und Vorteile einer Investition in die Teilschuldverschreibungen zu beurteilen. ... Potenzielle Käufer von Teilschuldverschreibungen sollten sich mit ihren Rechts-, Steuer- und Finanzberatern sowie Wirtschaftsprüfern beraten, sofern sie dies in Bezug auf die Teilschuldverschreibungen, die DZ Bank und die jeweiligen Referenzunternehmen bzw. Referenzkreditinstitute für notwendig erachten, ohne sich hierbei ausschließlich auf die Aussagen und Einschätzungen der Emittentin zu verlassen.“

7 Handelsblatt vom 12. November 2009: „Milliarden Forderungen an Lehmann“, in diesem Bericht sind u.a. die angemeldeten Kundenforderungen deutscher Banken aufgelistet. Allein die Citibank Privatkunden hat eine Forderung von 473.750.188 US-Dollar an Forderungen ihrer Kunden angemeldet.

8 Seite 35 des Basisprospekts der Lehman Brothers Treasury Co. B.V. über 250.000 Bonus Express-Zertifikate begeben als Serie 37 mit einem Volumen von US-\$ 3 Mrd.: „Potenzielle Investoren der Schuldverschreibungen sollten Erfahrung mit der Anlage in Derivate und im Besonderen in Optionen und mit Optionsgeschäften haben und die damit verbundenen Risiken kennen. Einer Anlageentscheidung sollte eine sorgfältige Prüfung, ob vor dem Hintergrund der eigenen Vermögenslage diese Anlageform geeignet erscheint, sowie eine Beratung durch die eigenen Rechts- und Steuerberater, Wirtschaftsprüfer oder sonstigen Berater vorausgehen.“

9 Seite 5 des Nachtrags Nr. 6 der 4,625 %igen Kolibri plus 11 Anleihe: „Eine Anlageentscheidung sollte nur gemeinsam mit einem unabhängigen Berater getroffen und dabei die Eignung einer Investition in die Teilschuldverschreibungen vor dem Hintergrund der finanziellen Situation des jeweiligen Anlegers und seiner Anlageziele sorgfältig geprüft werden. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund des deutliche erhöhten Risikos eines Totalverlustes. Die Teilschuldverschreibungen sind daher nur für Anleger geeignet, die in der Lage sind, die oben erwähnten Risiken einzuschätzen und zu tragen.“

nach der Definition der professionellen Kunden gemäß § 31a Abs. 2 Satz 1 WpHG sind dies Kunden, bei denen das Wertpapierdienstleistungsunternehmen davon ausgehen kann, dass sie über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um ihre Anlageentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können. Die Voraussetzungen, die an die Anleger in den Basisprospekten gestellt werden, gehen, wie die genannten Beispiele zeigen, über diese Anforderungen regelmäßig sogar hinaus.

Vor diesem Hintergrund ist es auf den ersten Blick verwunderlich, dass sich die Zertifikate- und Derivate-Branche entgegen der Angaben ihrer Mitglieder in Basisprospekten gegen eine solche gesetzliche Präzisierung der Zielgruppe solcher strukturierter Finanzinstrumente stemmt.¹⁰ Die Gründe für diese Abwehrhaltung liegen aber in der tatsächlichen Vertriebspraxis der Banken und anderer Marktteilnehmer. So werden und wurden diese strukturierten Finanzinstrumente weitgehend an unerfahrene Privatanleger veräußert, denen der Basisprospekt weder vor noch nach der Kapitalanlage übergeben wird. Im Regelfalle erfolgte der Erwerb solcher Zertifikate aufgrund eines Telefonanrufs oder eines kurzen persönlichen Gesprächs bei dem dem Kunden, wenn überhaupt, ein kurzer Flyer übergeben wurde, in denen die Risiken reduziert und regelmäßig verharmlost dargestellt werden. Vor allem die Tatsachen, dass solche strukturierten Finanzinstrumente an unerfahrene Anleger veräußert werden, bestätigt den Verdacht, dass hier bewusst zu Lasten von Anlegern solche Anlageprodukte aus reinem Vertriebsinteresse in den Markt gedrückt werden. So haben die Lehman-Zertifikate-Fälle zutage gefördert, dass vor allem älteren und unerfahrenen Kunden strukturierte Finanzinstrumente veräußert wurden.¹¹ Diese Kunden werden regelmäßig von Vertriebsmitarbeitern auch abfällig *leO's* genannt, was für „für leicht erreichbare Opfer“¹² steht. Anlässlich der Bankrechtstagung im Jahre 2009¹³ wurde diese Einschätzung von einem Richter des LG Frankfurt, der zahlreiche Lehmann-Fälle zu entscheiden hat, bestätigt. Er führte aus, dass die Kläger in den Lehman-Fällen zwischen Mitte 50 und 90 Jahren alt sind und er die Medienberichterstattung über die Kunden A und D, wobei die Buchstaben stellvertretend für „alt“ (A) und „doof“ (D) stehen sollte, nur bestätigen könne. Die Verbraucherzentrale Hamburg hat 400 Lehmann-Fälle ausgewertet und ein Durchschnittsalter der betroffenen Kunden von 64 Jahren festgestellt. Auch zahlreiche mit Lehmann-Fällen betreute Anwaltskanzleien bestätigen ein ähnlich hohes Durchschnittsalter der Lehmann-Geschädigten.

II. Intransparenz des Leistungsversprechens

Der zweite Grund, der für eine Beschränkung des Vertriebs strukturierter Finanzinstrumente an professionelle Kunden spricht, ist die Tatsache, dass Privatanleger das Leistungsversprechen dieser Finanzinstrumente nicht verstehen können. Abgesehen von einzelnen finanzmathematisch vorgebildeten Anlegern, können auch erfahrene Privatanleger nicht nachvollziehen, welches Risiko sie beim Erwerb solcher Produkte eingehen. Nicht ohne Grund hat deshalb einer der erfolgreichsten Anleger der Welt, *Warren Buffett*, Derivate als „Massenvernichtungswaffen“ bezeichnet. Anleger müssen selbst bei noch relativ einfachen Indexzertifikaten¹⁴ mehrere Seiten mit mathematischen Formeln gefüllte Rückzahlungsbedingungen verstehen und nachvollziehen können, um zu erfahren, welche Leistung sie unter welchen Voraussetzungen

zurückbekommen. Bei komplizierteren Zertifikaten, wie beispielsweise den von Lehman Brothers Treasury Co. B.V. gegebenen 30.000 Alpha Express Zertifikaten mussten noch komplexere und umfangreichere Formeln und Bedingungen gelesen und verstanden werden, um das Leistungsversprechen zu begreifen. Dies macht deutlich, dass Privatanleger schlicht keine Chancen haben, das Leistungsversprechen bei Erwerb solcher Produkte zu erkennen.

Das neue Schuldverschreibungsgesetz (SchVG) hat an dieser Intransparenz des Leistungsversprechens nichts geändert. Zwar wurde öffentlich von der alten Bundesregierung behauptet, es bestehe nun ein Transparenzgebot für Schuldverschreibungen. Diese Aussage ist aber bei Lichte betrachtet nicht haltbar. Denn der hierfür einschlägige § 3 SchVG führt entgegen seiner Überschrift „*Transparenz des Leistungsversprechens*“ zu keiner Transparenz. § 3 SchVG beschränkt sich als Transparenzklausel auf das Leistungsversprechen. Nicht nur das Leistungsversprechen muss aber transparent sein, sondern alle Anleihebedingungen. § 3 SchVG sieht nicht einmal vor, dass das Leistungsversprechen transparent zu sein hat, sondern es reicht aus, dass das Leistungsversprechen „ermittelt werden kann“. Damit wurde das vom Gesetzgeber in der Einleitung zum Regierungsentwurf vorgegebene Ziel (siehe dort A. Problem und Ziel) klar verfehlt. Dort heißt es: „*Gerade im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise hat sich gezeigt, dass viele Anleger die Risiken der teilweise hochkomplexen Produkte nicht hinreichend verstehen. Hier muss für mehr Verständlichkeit und Transparenz gesorgt werden.*“. Die Schwelle, dass ein Anleger die versprochene Leistung ermitteln kann, ist in Wirklichkeit keine Hürde. Denn ein Emittenten wird immer argumentieren können, dass man anhand der in den Anleihebedingungen wiedergegebenen, zum Teil finanzmathematischen, 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. Auch der genetische Code einer DNA kann ermittelt werden, aber eben nur von einem entsprechenden Experten mit entsprechenden Hilfsmitteln. Weiterhin wird die in § 3 SchVG ohnehin kaum vorhandene Hürde, wonach Voraussetzung ist, dass das Leistungsversprechen ermittelt werden kann, noch dadurch abgeschwächt, dass derjenige, der es ermitteln können muss, ein Anleger zu sein hat, der hinsichtlich der jeweiligen Art von Schuldverschreibungen sachkundig ist. Damit wird deutlich, dass es sich dabei letztlich nur um einen inhaltsleeren Programmsatz handelt und keinesfalls um eine Norm, die zur Transparenz des Leistungsversprechens führt. Schließlich fehlt in § 3 SchVG die Rechtsfolge. Der Gesetzgeber scheute sich aufzunehmen, was passiert, wenn die Klausel intransparent ist. Intransparente Anleihen können mit dieser Klausel jedenfalls nicht verhindert werden und man kann sich des Eindrucks nicht erwehren, dass man hier eher aus politischen Gründen etwas schreiben musste, was bei näherer Betrachtung aber keinem Anleger hilft. Diese Einschätzung, dass sich

10 Handelsblatt vom 06.10.2009: „Politik diskutiert Zertifikateverbot“, in dem der Präsident des DDV, Hartmut Krüppel, zu Plänen der CDU zur Beschränkung des Vertriebs der Zertifikate auf professionelle Kunden mit nachfolgenden Aussagen zitiert ist: „Irrwitzig“ und „Dann müsste die Bundesregierung knapp drei Millionen Anleger enteignen“.

11 Der Spiegel vom 10. März 2009, „A für alt, D für doof“.

12 Welt am Sonntag vom 12. April 2009, „Irrwege in Geldfragen“.

13 WM-Tagung zum Bankrecht am 30. September/1. Oktober 2009.

14 z.B. Bei dem Index Relax-Express Zertifikat der Bayerischen Landesbank muss der Anleger §§ 3 bis 6 auf vier Seiten durchlesen und verstehen, ob und wenn, ja was er bekommt.

durch § 3 SchVG nichts an der alten Praxis geändert hat, wird im übrigen zwischenzeitlich auch in der juristischen Fachliteratur geteilt. So resümiert der Aufsatz von Schmidt/Schrader in der BKR¹⁵, dass weder das Transparenzgebot noch das Prinzip der kollektiven Bindung Emittenten hindert, komplexe Anleihebedingungen zu begeben. § 3 SchVG schaffe, so die Autoren, keine strengeren Anforderungen als die aktuelle BGH-Rechtsprechung.

III. Keine unabhängige Preisfeststellung

Der dritte Grund dafür, dass strukturierte Finanzinstrumente nur an professionelle Anleger vertrieben werden sollten, ist die Tatsache, dass neben dem für Privatanleger kaum feststellbaren Leistungsversprechen, die Preisfeststellung etwa beim Ausgabepreis eines Zertifikats durch die Emittenten erfolgt und hierbei nicht von unabhängigen Dritten geprüft wird. Dem entgegen müssen etwa bei über die Börsen gehandelten Wertpapieren die Börsenpreise gem. § 24 Abs. 2 Satz 1 BörsG ordnungsgemäß zustande kommen und der wirklichen Marktlage des Börsenhandels entsprechen. Diese Börsenpreistransparenz gilt jedoch nicht für strukturierte Finanzinstrumente, bei denen die Emittenten selbst die Preise feststellen und ohne jegliche Sanktionen zu ihren Vorteil manipulieren können. Bei genauem Studium entsprechender Prospekte wird dies oftmals auch offen von den Emittenten eingeräumt. So führt 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 Aufschlages liegt im Ermessen der Emittentin und kann sich von Aufschlägen unterscheiden, die andere Emittenten für vergleichbare Produkte erheben.“*

IV. Intransparenz der in dem Produkt versteckten Kosten und Gebühren

Der vierte Grund, der für eine Beschränkung des Vertriebs strukturierter Finanzinstrumente an professionelle Kunden spricht, 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 Kunde 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 auf Seite 16 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.¹⁶

V. Gesetzgeberische Regelungslücke wird ausgenutzt

Der fünfte Grund, der für eine Beschränkung des Vertriebs strukturierter Finanzinstrumente an professionelle Kunden spricht, ist die Tatsache, dass mit dem ungehinderten Vertrieb solcher Produkte an Privatanleger eine gesetzliche Regelungslücke ausgenutzt wird, die vom Gesetzgeber so nicht vorgesehen und nicht gewollt war. Es gab in Deutschland

vom 22. Juni 1896 bis zum 12. März 2002 bzw. 1. November 2007 und damit eine seit mehr als 100 Jahren bewährte Rechtstradition, Privatanleger vor den erheblichen und für einen Unkundigen kaum überschaubaren wirtschaftlichen Risiken, die mit allen Arten von Termingeschäften verbunden sind, vorbeugend zu schützen. Privatanleger konnten sich beim Abschluss von Termingeschäften bis zum 30. Juli 1989 auf den so genannten Differenz- und Termineinwand berufen, was zur Folge hatte, dass das Geschäft nicht bindend war und etwaige von Privatanlegern geleistete Zahlungen zurückerstattet werden mussten. Mit Änderung des Börsengesetzes zum 1. August 1989 wurde diese generelle Unverbindlichkeit von Termingeschäften für Privatanleger aufgehoben und die so genannte Termingeschäftsfähigkeit kraft Information eingeführt. Der Gesetzgeber betonte allerdings in dem Regierungsentwurf¹⁷, dass dies keinesfalls eine uneingeschränkte Freigabe sämtlicher Termingeschäfte oder Termingeschäftsarten bedeute. Der Termineinwand, also die Berufung auf die Unverbindlichkeit des Geschäfts, sollte Privatanlegern jedoch dann versagt sein, wenn sie über die typischen Risiken, die aus Börsentermingeschäften entstehen, schriftlich unterrichtet sind.¹⁸ Privatanleger konnten fortan verbindlich Börsentermingeschäfte abschließen, wenn die Privatanleger börsentermingeschäftsfähig kraft Information wurden. Börsentermingeschäftsfähig wurden also diejenigen Privatanleger, die über die speziellen Risiken von Börsentermingeschäften schriftlich informiert wurden und sie diese schriftliche Risikobelehrung unterzeichneten. Diese Risikobelehrung musste nach der ersten Belehrung bereits nach Ablauf von zehn bis zwölf Monaten wiederholt werden und alle drei Jahre erneut unterzeichnet werden. In dieser Risikoinformationsschrift wurde insbesondere auf das Totalverlustrisiko und die anderen besonderen Risiken von Börsentermingeschäften deutlich hingewiesen. Festzuhalten bleibt an dieser Stelle, dass der Gesetzgeber diese besondere Risikobelehrung für alle Termingeschäfte und Termingeschäftsarten wollte.

Ende der 90er Jahre begannen Banken Aktienanleihen aufzulegen und diese massenweise an Privatkunden zu veräußern. Bei diesen Aktienanleihen handelte es sich um eine Sonderform der später populär werdenden Zertifikate. Rechtlich stellten diese Papiere Schuldverschreibungen dar, bei denen dem Anleger ein fester Zins versprochen wurde. Allerdings erhält der Anleger diesen Zins, der regelmäßig über dem von sicheren Rentenpapieren liegt, nur dann ausbezahlt, wenn der Kurs einer Aktie eine bestimmte Schwelle nicht unterschreitet. Die so konstruierten Anleihen lauteten auch etwa „Aktienanleihen auf Volkswagen“, „Aktienanleihen auf Bayer“, etc. In der Rechtsliteratur wurde heftig diskutiert, ob es sich bei Aktienanleihen um ein Börsentermingeschäft im Sinne des Börsengesetzes handelt oder nicht. Dies hätte zur Folge gehabt, dass Privatanleger vor dem Verkauf einer Aktienanleihe die besondere Risikoinformationsschrift für Börsentermingeschäfte hätten unterzeichnen müssen. Da konservative und unerfahrene Anleger diese Risikoinformationsschrift regelmäßig nicht unterzeichnet haben, wäre der Vertrieb solcher Aktienanleihen auf einen Bruchteil des Marktes der Privatanleger geschrumpft. Das Kammergericht

15 BKR 2009, 397, 404.

16 Seite 16 der Endgültigen Bedingungen der HVB Express Zertifikate: *„In diesem Aufschlag können auch Provisionen enthalten sein, die an Dritte im Zusammenhang mit Leistungen bei einer Platzung von derivativen Wertpapieren gezahlt werden. Der Aufschlag kann im Zeitverlauf den für die Wertpapiere gestellten Kurs mindern.“*

17 Gesetzentwurf der Bundesregierung, Drucksache 11/4177.

18 Gesetzentwurf der Bundesregierung, Drucksache 11/4177, S. 10.

Berlin¹⁹ hatte in einem Pilotverfahren am 16. Mai 2001 die Frage, ob es sich bei Aktienanleihen um Börsentermingeschäfte handelt, bejaht und die beklagte Bank zum Schadenersatz verurteilt, weil der Privatanleger, ein zum Zeitpunkt des Kaufabschlusses 77-jähriger Rentner, nicht schriftlich über die besonderen Risiken der Aktienanleihen aufgeklärt wurde. Nachdem sich bereits zahlreiche auf Bankenseite stehende Anwälte in rechtswissenschaftlichen Veröffentlichungen dafür ausgesprochen hatten, dass Aktienanleihen nicht als Börsentermingeschäfte anzusehen sind, hat einer der seiner Zeit führende Börsenrechtswissenschaftler, Prof. Eberhard Schwark, in einem 20-seitigen wissenschaftlichen Fachaufsatz²⁰ zu der Frage Stellung genommen, ob Aktienanleihen Börsentermingeschäfte sind. Er kam zu dem Ergebnis, dass Aktienanleihen keine Börsentermingeschäfte sind. Wurde dieser Fachaufsatz durch die Bankenseite finanziell unterstützt? Offengelegt wurde eine etwaige finanzielle Zuwendung jedenfalls nicht. In seinem Urteil vom 12. März 2002 schließt sich der Bundesgerichtshof²¹ der insbesondere auch von Prof. Eberhard Schwark gestützten herrschenden Meinung an und kommt zum Ergebnis, dass Aktienanleihen keine Börsentermingeschäfte sind. Der Bundesgerichtshof hat im Wesentlichen drei Gründe dafür angeführt, weshalb er Aktienanleihen nicht als Börsentermingeschäfte qualifizierte. Erstens befand er, dass es bei Aktienanleihen an einem hinausgeschobenen Erfüllungszeitraum fehle, da der Anleger die Aktienanleihen, also die Schuldverschreibung sofort erhalte und sich der Kaufvertrag nicht auf die zu liefernden Aktien beziehe. Als zweites Argument wurde vorgebracht, dass es dem Geschäft mit Aktienanleihen mangels hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt an der für Termingeschäfte spezifischen Gefährlichkeit fehle. Schließlich führte er als drittes Argument an, dass es an der für Termingeschäften spezifischen Hebelwirkung fehle, weshalb Aktienanleihen nicht als Börsentermingeschäfte einzustufen seien. Diese Argumente sind wenig überzeugend, denn der Privatanleger wettet letztlich darauf, dass der Kurs bestimmter Aktien ein bestimmtes Niveau nicht unterschreitet. Wird der Kurs unterschritten, bekommt er die Aktien geliefert. Letztlich führte der BGH rein technische Argumente an und ließ den ursprünglichen Zweck des Gesetzgebers, Privatanleger vor allen Arten von Anlageprodukten mit Wett- und Termincharakter und den damit einhergehenden Risiken zu schützen außer Acht.

Die Entscheidung des BGH vom 12. März 2002 darf als Geburtsstunde der ungehinderten Veräußerung von strukturierten Finanzinstrumenten an Privatanleger in Deutschland gewertet werden. So gab es bis zum 12. März 2002 noch ein sehr überschaubares Marktvolumen von strukturierten Finanzinstrumenten, die an Privatanleger veräußert wurden. Bereits 2004 war das Marktvolumen auf rund EUR 45 Mrd. angestiegen und betrug im Jahr 2007 knapp EUR 140 Mrd.. Infolge der Lehmann Insolvenz fiel das Marktvolumen wieder auf ca. 80 Mrd. EUR. Mit dem Inkrafttreten der Änderungen durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz zum 1. Juli 2002 wurden die Regelungen zur Börsentermingeschäftsfähigkeit aus dem Börsengesetz herausgenommen und in den §§ 37d ff. WpHG verankert. Inhaltlich hatte sich an dem Kern dieses Schutzes nichts verändert. Sprachlich wurde allerdings anstatt des Begriffes Börsentermingeschäftsfähigkeit der Begriff Finanztermingeschäftsfähigkeit eingeführt, mit der Folge, dass nur solche Privatanleger finanztermingeschäftsfähig wurden, die eine entsprechende Risikoinformationsschrift, die über die Risiken von Finanztermingeschäften aufgeklärt hat, alle zwei Jahre unterzeichneten (§ 37d Abs. 1

S. 2 und 3 WpHG a.F.). In der Folgezeit hatte der BGH die eine teleologische Auslegung vermissende Rechtsprechung zu Börsentermingeschäften fortgesetzt und entschieden, dass Indextifikate mangels hinausgeschobenem Erfüllungszeitpunkt keine Börsentermingeschäfte sind.²² Mit der Umsetzung der sogenannten EU-Richtlinie-MiFid durch das Finanzmarktrichtlinienumsetzungsgesetz (FRUG) am 1. November 2007 wurde die Finanztermingeschäftsfähigkeit kraft Information vollständig abgeschafft, so dass es keinen besonderen Schutz des Anlagepublikums vor Börsentermingeschäften bzw. Finanztermingeschäften mehr gibt.

Für eine Regelungslücke spricht auch, dass für Investmentfonds zwischenzeitlich wesentlich strengere Vorschriften gelten, als für strukturierte Finanzinstrumente, obwohl diese schon allein aufgrund des vom Anleger nicht zu tragenden Bonitätsrisikos des Emittenten wesentlich risikoärmer als strukturierte Finanzinstrumente sind. So ist einem Anleger, der in einen Investmentfonds investieren möchte, vor Vertragsabschluss gem. § 121 InvG der vereinfachte Verkaufsprospekt der Kapitalanlagegesellschaft oder der ausländischen Investmentgesellschaft in der geltenden Fassung kostenlos und unaufgefordert anzubieten. Bei Hedgefonds gibt es ein öffentliches Vertriebsverbot, obwohl diese regelmäßig wesentlich transparenter und weniger riskant als zahlreiche Zertifikate sind. So schreibt § 112 Abs. 2 S. 1 InvG vor, dass Hedgefonds nicht öffentlich vertrieben werden dürfen. Bei Dachhedgefonds gilt die Besonderheit, dass dem Kunden gem. § 117 Abs. 1 und Abs. 2 S. 1 InvG ein ausführlicher Verkaufsprospekt zugänglich zu machen ist und auf den Verkaufsprospekt an auffälliger Stelle drucktechnisch hervorgehoben ein Warnhinweis enthalten sein muss.²³ Vor diesem Hintergrund ist es nicht nachvollziehbar, dass strukturierte Finanzinstrumente, die schon allein aufgrund des vom Anleger zu tragenden Emittentenrisikos riskanter als Investmentfonds sind, ohne jegliche Warnhinweise bzw. Prospektüberlassungspflichten an völlig unerfahrene Anleger veräußert werden dürfen. Aufgrund der geschilderten Entwicklung wird jedoch deutlich, dass die Emittentenseite mit dem massenweisen Vertrieb von strukturierten Finanzinstrumenten an Privatanleger eine Gesetzeslücke ausnutzt, die so zu keiner Zeit vom Gesetzgeber beabsichtigt war. Die Argumente der Derivate- und Zertifikatebranche, dass eine Vertriebsbeschränkung ein Dambruch wäre und mit der Gesetzessystematik nicht vereinbar wäre²⁴, sind damit widerlegt. Das Gegenteil ist wie ausgeführt richtig. Im übrigen haben sich auch in anderen Bereichen, in denen Verbraucher das Risiko und die Gefahren nicht angemessen überschauen können, Vertriebsbeschränkungen bewährt. Zu benennen sind hier etwa die Bereiche des Handels mit Arzneimitteln, Alkohol, Zigaretten, Waffen und Feuerwerkskörpern.

19 WM 2001, 1369ff.

20 WM 2001, 1973ff.

21 BGH ZIP 2002, 748ff.

22 BGH ZIP 2004, 1636ff.

23 Der Bundesminister der Finanzen warnt: Bei diesem Investmentfonds müssen Anleger bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen.“ (§ 117 Abs. 1, Abs. 2 S. 1 InvG).

24 Zitat aus der Stellungnahme (nicht veröffentlicht) der Bankenseite im Rahmen der Arbeit der Bayerischen Verbraucherkommission.

VI. Erhöhtes Verlustrisiko bei strukturierten Finanzinstrumenten im Vergleich zu Investmentfonds

Der sechste Grund, der für eine Beschränkung des Vertriebs strukturierter Finanzinstrumente an professionelle Kunden spricht, ist der Umstand, dass strukturierte Finanzinstrumente gegenüber Investmentfonds deutlich riskanter sind. Denn beim Erwerb einer strukturierten Anleihe erleidet der Anleger bei der Insolvenz des Emittenten einen Totalverlust. Demgegenüber muss der Erwerb von Investmentfonds keinerlei Verluste bei Insolvenz der Kapitalanlagegesellschaft befürchten, denn gem. § 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 Fondsvermögen dann von einer anderen Kapitalanlagegesellschaft weiterverwaltet. Allein durch die Insolvenz der Bank Lehman Brothers wurden ca. 3 Mrd. EUR Ersparnisse von deutschen Privatanlegern vernichtet. Hätte es sich bei den Anlagen um Investmentfonds gehandelt, wäre dieser Verlust nicht eingetreten. Da es für den einzelnen Privatanleger nicht ansatzweise vorhersehbar ist, ob der Emittent am Ende der Laufzeit eines strukturierten Finanzinstruments noch zahlungsfähig ist, sind Zertifikate von vornherein ungeeignet für eine auf Dauer angelegte Kapitalanlage. Auch dies spricht dafür, dass strukturierte Finanzinstrumente aufgrund des vom Käufer zu tragenden Bonitätsrisikos des Emittenten nur für professionelle Anleger zugelassen werden dürfen, die in der Lage sind, sich langfristig über die Bonität eines Emittenten zuverlässige Informationen zu beschaffen.

VII. Anlegertäuschungen durch irreführende oder unrichtige Zertifikatsbezeichnungen

Der siebte Grund, der für eine Beschränkung des Vertriebs strukturierter Finanzinstrumente an professionelle Kunden spricht, sind die regelmäßig gezielt irreführenden und das tatsächliche Risiko verschleiern den Bezeichnungen dieser Anlageprodukte.²⁵ Folgende Beispiele sollen dies veranschaulichen:

- Die Bayerische Landesbank emittierte unter dem Namen „Bayern Relax Express-Zertifikate“ zahlreiche Zertifikate. Der Name „Relax“ – englisch für „sich entspannen“ – vermittelt dem Anleger den Eindruck, als könnte er ohne Risiko in diesem Zertifikat anlegen. So wirbt die Bayerische Landesbank insbesondere in einem Kurzflyer, der üblicherweise Kunden übergeben wird, mit dem Slogan: „Produktidee – Entspannt anlegen und bis zu 12,5 % Zinsen kassieren.“ Dieses Produkt ist jedoch hochspekulativ und gerade nicht geeignet für eine „entspannte“ Anlage, denn der Anleger erhält 12,5 % Zinsen nur dann, wenn die in Bezug genommenen Basiswerte keinen Kursverlust von mehr als 50 % aufweisen. Bei den Basiswerten handelte es sich um die Aktienkurse der BMW AG, Hypo Real Estate Holding AG, Siemens AG und Münchner Rückversicherungsgesellschaft AG. 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 dieses Produkt investierenden Anleger einen Verlust von mehr als 94 % erlitten. Mit einer „entspannten“ Anlage hat dies nichts zu tun. Hätten die Anleger ihre Ersparnisse zu 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 im Wert gestiegen sind, dass der Verlust mit dem Hypo Real Estate Papier ausgeglichen worden wäre. Dieses Beispiel zeigt, dass solche Produkte unsinnig sind und von einem halbwegs informierten Anleger nie erworben werden. Gerade das Prinzip der Risikostreuung wird mit diesem Produkt ad absurdum geführt. Denn es reicht für einen Totalverlust schon aus, wenn nur eines dieser Werte über einen längeren Zeitraum das in Bezug genommene Kursniveau um 50 % unterschreitet. Das LG Landshut²⁶ befand deshalb bei einem Fall, dem eine Cobold-Anleihe der DZ Bank zu Grunde 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.

- Die früher auf dem Markt agierende Investmentbank Credit Suisse First Boston hatte Ende der neunziger Jahre zahlreiche Anleihen mit der Bezeichnung „Synthetic Ecuador Bond“ über Tochtergesellschaften, die üblicherweise in Niedrigsteuereändern angesiedelt, und mit Eigenkapital von oftmals weniger als \$ 100,00 ausgestattet waren, in Höhe von mehreren 100 Millionen EUR begeben. In den Wirtschaftsmedien wurden diese Anleihen nicht selten in der Rubrik der Staatsanleihen, u.a. als Ecuadorianische Staatsanleihen geführt. Tatsächlich handelte es sich aber nicht um Ecuadorianische Staatsanleihen, sondern um Anleihen, bei denen die Anleger schon dann einen Totalverlust erlitten, wenn Ecuador nur ankündigte, ihre Staatsanleihen verspätet oder mit Zinsabschlägen zu bedienen. Zahlreiche Privatanleger hatten seiner Zeit in dem Glauben, es handle sich um Staatsanleihen der Republik Ecuador, diese Papiere erworben und mussten, obwohl Ecuador seine Staatsanleihen – wenn auch mit Verzögerung – zurückbezahlt, einen Totalverlust hinnehmen.
- Auch die Cobold-Zertifikate der DZ-Bank und Colibri-Anleihen der Commerzbank erwecken beim Verbraucher schon aufgrund der Bezeichnung den Eindruck, dass es sich um harmlose Finanzprodukte handelt. So sind Kolibris kleine niedliche Vögel. Bei Kobolde assoziieren die Menschen harmlos neckende Hausgeister, wie „Pumuckl“ aus den Kindergeschichten von *Ellis Kaut*. Dass sich dahinter hochkomplexe strukturierte Finanzinstrumente verbergen, die zum Totalverlust führen können, ist den Anlegern nicht bekannt. Es ist kein Zufall, dass die Finanzindustrie ihre strukturierten Finanzinstrumente nicht wahrheitsgemäß mit „High Risk“ oder „Double Risk“ oder „Mega Risk“ bezeichnet, weil sie dann an Privatkunden wohl kaum veräußerbar wären.
- Die US-Investmentbank Morgan Stanley tarnt ihre Zertifikate für deutsche Privatanleger mit der Bezeichnung „Schatzbrief“ und suggeriert damit den Kunden es handle sich in Anlehnung an die Bundesschatzbriefe um eine sichere staatsgarantierte Anlage.

²⁵ Die Stiftung Warentest/Finanztest hat sich in dem 2009 herausgegebenen Buch „Bankentricks... und was Sie dagegen tun können“ auch eingehend mit dem Misstand der Zertifikate auseinandergesetzt. Das einschlägige sich mit Zertifikaten beschäftigende Kapitel „Grüße aus Fantasialand: Zertifikate“ enthält zahlreiche Beispiele für irreführende Bezeichnungen.

²⁶ LG Landshut Ur. vom 26.11.2009, Az.: 24 O 988/09.

VIII. Fehlende Deckung durch Rechtsschutzversicherungen im Rahmen der Gültigkeit der ARB 2000

Der achte Grund, der für eine Beschränkung des Vertriebs strukturierter Finanzinstrumente an professionelle Kunden spricht, besteht in der Gefahr der fehlenden Deckung durch Rechtsschutzversicherungen bei Fällen mit strukturierten Finanzprodukten. Zahlreiche Privatanleger verfügen über Rechtsschutzversicherungen, bei denen die Allgemeinen Bedingungen für die Rechtsschutzversicherung 2000 (ARB 2000) gelten. Die ARB 2000 sehen in § 3 Abs. 2f einen Ausschluss für die Wahrnehmung rechtlicher Interessen vor, die in ursächlichem Zusammenhang mit Spiel oder Wettverträgen, Gewinnzusagen sowie Termin- oder vergleichbaren Spekulationsgeschäften stehen. Im Zusammenhang mit den zahlreichen Fällen der in Insolvenz gegangenen Lehman-Bank haben sich nunmehr zahlreiche Rechtsschutzversicherer auf den Standpunkt gestellt, dass es sich bei Zertifikaten um derartige „vergleichbare Spekulationsgeschäfte“ handelt.²⁷ Damit besteht für betroffene Anleger die missliche Situation, dass ihnen ihre Rechtsschutzversicherung keine Deckungszusage erteilt, weil sie in Zertifikate investiert haben und diese als mit Termingeschäften vergleichbare Spekulationsgeschäfte angesehen werden. Hätten die Anleger beispielsweise Investmentfonds, Aktien, Staatsanleihen oder andere Wertpapiere erworben, könnten sich die Rechtsschutzversicherer von vornherein auf diesen Ausschluss nach § 3 Abs. 2f der ARB 2000 nicht berufen.

IX. Fehlallokation von risikobereitem Kapital und damit volkswirtschaftlicher Schaden durch massenweisen Vertrieb von strukturierten Finanzinstrumenten

Der neunte Grund, der für eine Beschränkung des Vertriebs strukturierter Finanzinstrumente an professionelle Kunden spricht, ist die Tatsache, dass durch den massenweisen Vertrieb von strukturierten Finanzinstrumenten an Privatanleger wertvolles Kapital, das für Risikoinvestitionen bereit stünde, nicht in die volkswirtschaftlich wesentlich sinnvolleren Aktieninvestments oder Unternehmensanleihen angelegt wird. Es geht hier schlicht um die Frage, ob es volkswirtschaftlich sinnvoll ist, dass erhebliche Teile der Ersparnisse der Bevölkerung Deutschlands bei solchen Geschäften verloren gehen.²⁸ Ist es beispielsweise sinnvoll, dass die Bayerische Landesbank aus der Emission von Bayern Relax Express-Zertifikaten einen Gewinn von knapp EUR 100 Mio. vereinbart, weil Privatkunden es nicht vorhergesehen haben, dass der Kurs eines der vier in Bezug genommenen Basisaktienwerte, nämlich die Hypo Real Estate, in einem bestimmten Zeitraum einen Kursverlust von mehr als 50 % aufwies. Einen volkswirtschaftlichen Nutzen kann man hierbei nicht erkennen. Ganz im Gegenteil: Diese strukturierten Finanzprodukte sind geeignet die Ersparnisse weiter Bevölkerungskreise ohne adäquate Gegenleistung zu vernichten. Faktisch kommen diese Produkte einem reinen Glücksspiel gleich.

weiten Teilen der Bevölkerung, was letztlich den deutschen Unternehmen schadet, weil diese sich am Kapitalmarkt schwerer als in anderen Industrieländern Eigenkapital beschaffen können und damit auf Fremdkapital der Kreditwirtschaft angewiesen sind. Auf die negativen Konsequenzen des ungehinderten Vertriebs von Zertifikaten an Privatanleger hat auch *Prof. Dr. Jürgen Singer* von der Universität Leipzig anlässlich des sechsten Bank- und Kapitalmarktrechtstags³⁰ hingewiesen. So lauten seine Kernthesen zur volkswirtschaftlichen Schädlichkeit von Zertifikaten³¹:

- Kapital wird der Volkswirtschaft entzogen; Direktanlage (Aktie, Unternehmensanleihe) oder Investmentfonds liefern den Unternehmen Kapital für Investitionen
- Statt Kapital in Investitionen fließt Kapital in Spekulation oder in den Terminmarkt
- „Fehl“spekulationen verursachen Vermögensverluste und Zurückhaltung bei sinnvollen Anlagen (Bsp. Aktien als Anlageform sinkt kontinuierlich in der Bedeutung)
- großvolumige „Fehl“spekulationen können Misstrauen in das Wirtschaftssystem verursachen

Zur volkswirtschaftlichen Schädlichkeit dieser Anlagen sei ergänzend noch darauf hingewiesen, dass die Emittenten solcher strukturierter Finanztermingeschäfte nicht selten Tochtergesellschaften von US-Banken sind, die in Niedrigsteuereuländern ihren Sitz haben und deren Gewinne damit am deutschen Staat vorbeigeschleust werden. Auch dies kann nicht im volkswirtschaftlichen Interesse von Deutschland sein.

X. Emittent und Anleger agieren nicht auf gleicher Augenhöhe

Der zehnte Grund, der für eine Beschränkung des Vertriebs strukturierter Finanzinstrumente an professionelle Kunden spricht, 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 unerfahrene Privatanleger, der nicht ansatzweise Risiko und Chancen beurteilen kann. Es gibt zahlreiche strukturierte Finanzinstrumente, die 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. Mitarbeiter solcher Strukturierungsabteilungen räumen deshalb hinter vorgehaltener Hand auch offen ein, dass sie je nach Veränderung der Parameter und „Stellschrauben“ dem Emittenten den mit dem Produkt zu erzielenden Gewinn zuverlässig vorhersagen können. Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass nur deutsche Privatanleger mit einer Flut von mehr als 300.000 Zertifikate konfrontiert

XI. Vertrieb von Zertifikaten in den USA verboten

Der elfte Grund, der für eine Beschränkung des Vertriebs strukturierter Finanzinstrumente an professionelle Kunden spricht, ist die Tatsache, dass in dem größten und am meisten entwickelten Kapitalmarkt der Welt, den USA, insbesondere aus den bereits genannten Gründen der unkontrollierte Vertrieb von strukturierten Finanzinstrumenten verboten ist. Im Zusammenhang mit diversen Gesetzgebungsvorhaben, die sich mit der Regulierung des Kapitalmarktes befassen, wurde von Emittentenseite regelmäßig das Argument vorgebracht, dass der deutsche Kapitalmarkt gegenüber denen der USA und Großbritannien weiter an Wettbewerbsfähigkeit verlieren würde, wenn man den Vorschlägen der Emittentenseite zur Deregulierung nicht folgt. Im Zusammenhang mit der Regulierung des Vertriebs von strukturierten Finanzinstrumenten wird dieses Argument allerdings nicht vorgebracht. Dies deshalb, weil in den USA der Vertrieb von Zertifikaten verboten ist, worauf die Basisprospekte der verschiedenen strukturierten Finanztermingeschäfte auch hinweisen. Lehmann Brothers hätte 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 und einen umfangreichen Fragenkatalog beantworten, bevor eine solche Registrierung erfolgt. Denn die SEC führt anders als die BaFin eine vollumfängliche Prüfung des Finanzprodukts durch. Dem entsprechend wären die Zertifikate von der SEC nur zugelassen worden für sogenannte „accredited investors“, also besonders zertifizierte Investoren, die sehr erfahren sind und auch hohe Risiken einschätzen und tragen können. Festzuhalten bleibt damit, dass sogar der größte Kapitalmarkt der Welt Privatanleger effektiver vor strukturierten Finanzinstrumenten schützt als Deutschland dies tut.

XII. Wertung des AIFM-Richtlinienentwurfs sprechen gegen die Zulässigkeit des Vertriebs von strukturierten Finanzinstrumenten an Privatanleger

Der zwölfte Grund, der für eine Beschränkung des Vertriebs strukturierter Finanzinstrumente an professionelle Kunden spricht, sind die Wertungen des AIFM-Richtlinienentwurfs, der vorsieht, dass alternative Investmentfonds grundsätzlich nur an professionelle Anleger veräußert werden dürfen. Dieser Wertung liegt die richtige Einschätzung zu Grunde, dass es sich bei den alternativen Investmentfonds, wozu geschlossenen Fonds, Private Equity Fonds, Rohstofffonds, Infrastrukturfonds und Immobilienfonds gehören, nur für erfahrene Anleger geeignet sind, die die spezifischen Risiken angemessen beurteilen können. Nichts anderes gilt für strukturierte Finanzinstrumente. Diese sind regelmäßig, wie die obigen Ausführungen zur Transparenz des Leistungsversprechens gezeigt haben, noch sehr viel komplexer und intransparenter als Anlagen in geschlossenen Fonds. Auch im Lichte dieses Richtlinienentwurfs und dem damit zum Ausdruck gekommenen Willen der europäischen Legislative ist es nicht mehr tragbar, dass strukturierte Finanzinstrumente an Kleinanleger bzw. Privatkunden im Sinne des 31a Abs. 3 WpHG veräußert werden können.

C. Zumindest Warnhinweis

Sollte sich der Gesetzgeber zu einem Veräußerungsverbot von strukturierten Finanzinstrumenten an Privatanleger nicht

durchbringen können, müsste zumindest bei der Veräußerung solcher Produkte die Pflicht bestehen, dem Anleger einen schriftlichen Warnhinweis auszuhändigen, wie er bei Dachhedgefonds gem. § 117 InvG vorgeschrieben ist. Ein solcher Warnhinweis könnte etwa lauten: „Der Bundesminister der Finanzen warnt: Dies ist ein komplexes Anlageprodukt, das nur für erfahrene Anleger geeignet ist, die bereit und in der Lage sind, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen.“ Die Bayerische Verbraucherkommision hat sich einstimmig unter ausdrücklicher Zustimmung des Vertreters der Bankenseite für diese Lösung ausgesprochen.

D. Zusammenfassung

Zwölf Gründe sprechen für eine Beschränkung des Vertriebs von strukturierten Finanzinstrumenten an professionelle Kunden:

1. Die für strukturierte Finanzinstrumente herausgegebenen Basisprospekte weisen regelmäßig darauf hin, dass diese Produkte nur für erfahrene Investoren geeignet sind, die mit solchen Instrumenten verbundenen Risiken tragen können.
2. Privatanleger können das komplexe Leistungsversprechen dieser Finanzinstrumente nicht verstehen.
3. Grund: Die Preisfeststellungen erfolgen durch den Emittenten und werden nicht von unabhängigen Dritten geprüft. Damit wird Preismanipulation Tür und Tor geöffnet.
4. Kosten und Gebühren können in diesen Produkten verschleiert werden.
5. Mit dem ungehinderten Vertrieb solcher Produkte an Privatanleger wird eine gesetzliche Regelungslücke ausgenutzt, die vom Gesetzgeber so nicht vorgesehen und nicht gewollt war.
6. Strukturierte Finanzinstrumente sind aufgrund des Bonitätsrisikos gegenüber Investmentfonds deutlich riskanter, obwohl der Vertrieb letzterer sogar noch strenger reguliert ist.
7. Strukturierte Finanzinstrumente werden gezielt mit irreführenden und das tatsächliche Risiko verschleiern den Bezeichnungen verkauft.
8. Privatanleger laufen Gefahr im Streitfall keine Deckung durch Rechtsschutzversicherungen bei Fällen im Zusammenhang mit strukturierten Finanzprodukten zu erhalten.
9. Durch den massenweisen Vertrieb von strukturierten Finanzinstrumenten an Privatanleger fließt wertvolles Kapital, das für Risikoinvestitionen bereit stünde, nicht in die volkswirtschaftlich wesentlich sinnvolleren Aktieninvestments oder Unternehmensanleihen.
10. Privatkunden sind strukturell den mit finanzmathematischen Fachpersonal ausgestatteten Emittenten unterlegen, so dass die Bedingungen von vornherein zu Lasten des Anlegers nachteilig konzipiert werden.
11. In dem größten und am meisten entwickelten Kapitalmarkt der Welt, in den USA, ist der unkontrollierte Vertrieb von strukturierten Finanzinstrumenten an Privatkunden verboten.
12. Die Wertungen des AIFM-Richtlinienentwurfs legen nahe, dass alternative Investmentfonds grundsätzlich nur an professionelle Anleger veräußert werden dürfen, was erst Recht für den Vertrieb von strukturierten Finanzinstrumenten gelten muss.