

**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

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

I. Institutioneller Schutz	97
II. Individueller Schutz	98
III. Zwischenergebnis	99

C. Sachliche Reichweite des Anlegerschutzes

I. Informierte Transaktionsentscheidung	100
II. Markttransparenz	100
III. Marktintegrität	101
IV. Zwischenergebnis	102

D. Personelle Reichweite des Anlegerschutzes

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 Zertifikategläubiger	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) Marktstörungen 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) Mistrade-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 Aushändigspflicht	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