

Finanzkrise und Anlegerschaden – wer ersetzt was? / Rechtswahrnehmung in Deutschland, Österreich, der Schweiz und Luxemburg

Von Rechtsanwalt Dr. Wolfgang Lipps, Berlin

- [1. Zweck dieser Ausführungen](#)
 - [2. Zum besseren Verständnis: ein kleines Börsenlexikon](#)
 - [a. Strukturierte Produkte](#)
 - [b. Finanzderivate](#)
 - [c. Zertifikate](#)
 - [d. Zweckgesellschaften](#)
 -
 - [3. Rechtsmittel für den Anleger](#)
 - [a. Anlegerschutz in Deutschland](#)
 - [b. Ausland](#)
 - [4. Schlussbetrachtung](#)
-

1. Zweck dieser Ausführungen

Die schon vor geraumer Zeit in den USA ausgelöste Finanzkrise – tatsächlich zunächst eine Banken- und Finanzmarktkrise – hat inzwischen die ganze zivilisierte Welt erfasst, schwappt aus dem Bank- und Börsensektor über die Welt der Finanzdienstleister usw. in die sog. Realwirtschaft über, und droht zu einer weltweiten Wirtschaftskrise zu werden, deren Wirkungen und Ende noch nicht abzusehen ist. Sie hat bereits zahlreiche Schäden verursacht, wird noch erheblich mehr Schäden produzieren, und wird am Ende unzählige **Geschädigte** hinterlassen.

Deshalb überschlagen sich die Regierungen in den USA, der Schweiz, Österreich, Frankreich und anderen Staaten und die EU mit der Schaffung von Kriseninstrumenten, mit Hilfsplänen und mit massiven Stützungsaktionen. Die kommen allerdings zunächst einmal der Bankenwelt und damit dem internationalen Finanzsektor zugute, der – richtiger Weise – in zweierlei Richtungen Hilfe braucht: sein Funktionieren muss organisatorisch, und das heisst in erster Linie: finanziell, gesichert werden, und das Vertrauen der Anleger muss aufrechterhalten werden, damit es nicht zu einem Crash kommt.

Das soll nicht Gegenstand dieser Ausführungen sein.

Jedoch ist bereits jetzt abzusehen, dass, ungeachtet der zahlreichen Unklarheiten, die heute noch über die wirtschaftseigenen – z.B. Sicherungsfonds der Banken – und staatlichen –

öffentliche Sicherheitsfonds, Finanzspritzen und Staatsbürgschaften – Hilfeleistungen herrschen, eines schon klar ist: **zahlreiche Anleger werden auf der Strecke bleiben!**

Das betrifft weniger die Inhaber von Girokonten oder die Sparer. Es betrifft auch weniger die Aktien-Anleger, die traditionell in volatilen Märkten unter meist ziemlich klar erkannten Risiken leben.

Es betrifft die Millionen von Anlegern, die seit etwas über 10 Jahren in besondere Anlagen investiert haben, die ihnen von den Banken, Brokern, Vermögensberatern, Family Offices und anderen „Schlaumeiern“ an’s Herz gelegt wurden – Anlagen, die fast alle mit Triple-A-Ratings daher kamen, hohe Renditen versprachen, und mit allerlei „Garantien“ unterlegt waren. Wir werden derartige Anlagen im Folgenden noch kurz charakterisieren.

Diese Anlagen, lange bewundert und heiss gehandelt und jetzt oft pauschal verteufelt, werden heute gern mit dem Begriff „Lehman-Zertifikate“ bezeichnet, obwohl die Finanzinstrumente der Lehman-Holding und ihrer Tochtergesellschaften nur einen Teil der Problemanlagen ausmachen. Lehman-Holding, bis vor kurzem die wenn ich nicht irre drittgrösste Bank der Welt ist im Konkurs – richtiger: im chapter 11 - ihre Papiere werden nicht mehr gehandelt, Teile der Bank sind ohne die Verbindlichkeiten – sehr wahrscheinlich jedenfalls – übernommen worden, darunter von J.P. Morgan-Chase, die sich dabei angeblich 17 Milliarden USD „unter den Nagel gerissen“ haben soll, und die Anleger, die Papiere dieser Bank haben – und deren gibt es tausend verschiedene Arten – sehen möglicherweise einem Totalverlust ihrer Anlagen in’s Auge.

Da nimmt es nicht wunder, dass jetzt aller Orten „selbstlose“ Helfer dieser Geschädigten wie Pilze aus dem Boden schiessen – Anlageschützer, Vereinigungen der Bankengeschädigten, Vereinigungen der Lehman-Geschädigten, Schutzgemeinschaft der Lehman-Anlageopfer, spezialisierte Anwälte und jede Menge Berater. Das Internet wimmelt von ihnen. Was sie können, bleibt oft im Dunkeln, auch wenn häufig Anwälte, z. T. auch durchaus spezialisierte und fähige Anwälte, hinter den Hilfstruppen auszumachen sind.

2. Zum besseren Verständnis: ein kleines Börsenlexikon

Wer, ohne Investmentbanker zu sein (und auch unter denen gibt es erkennbar viele, die die sog. Strukturierten Produkte nicht oder nicht voll verstanden haben) die Presse der letzten Wochen liest, dem schwirrt der Kopf; wenn er dann seinen Banker oder Vermögensverwalter nach seinen Anlagen fragt, kriegt er Namen und Bezeichnungen aufgetischt, die ihn noch ratloser werden lassen.

Die Anlagen, die jetzt zu einem Teil – wie groß der ist, weiss keiner – mehr oder minder – wie mehr oder wie minder weiss auch noch keiner – durch den Rost fallen, haben interessante Namen und noch interessantere Strukturen. Anschliessend werden einige von ihnen geschildert.

Zunächst aber etwas Generelles.

Inzwischen haben wahrscheinlich alle Beobachter der Finanzszenen verstanden, was die sog. Sub-Prime-Krise ursprünglich war bzw. ist.

Die US-Regierung ermunterte alle Amerikaner, sich Häuschen zu bauen und zu kaufen, die üblichen Holz-oder-so-Behausungen. Dafür gab's jede Menge Kredit. Wer sich ein Haus für, sagen wir mal, \$ 50.000 baute, lieh sich \$ 100.00 gleich noch für's Auto, die Waschmaschine und das Sofa mit, und erhielt eine Zinsfreiheit von 3 Jahren. Die kreditgebende Bank packte diese Kredite, ohne Rücksicht darauf, ob der Häuslebauer denn nach 3 Jahren in der Lage sein würde, 6% auf 100.000 zu zahlen, in ein Wertpapier rein, rechnete ihre Marge drauf, packte noch ein anderes Risiko dazu, z.B. Kredite aus US-Kreditkarten, und noch 2 oder 3 andere, und liess von einer der 3 grossen Ratingagenturen Moody's, Fitch oder S&P, ein Rating erstellen. Da die Agenturen nach der Güte ihrer Ratings bezahlt werden, je höher desto mehr, bekamen diese Papiere das Triple-A. Dann verkaufte die Bank das mit teils ordentlichen, teils dubiosen Forderungen vollgestopfte Papier für \$ 300.000 an, sagen wir mal, die Deutsche Bank. Die verkaufte es für 320.000 an ihre Anleger oder andere Banken – weswegen Herr Ackermann heute sagen kann, er brauche keine Staatsgelder, weil er schlauerweise die miesen Papiere weitergegeben hat, während andere auf ihnen sitzen – inzwischen rudert er ja zurück.

Jetzt werden die unter den Papieren liegenden Risiken, die sog. „Basiswerte“, teils oder fast ganz Wirklichkeit und der Wert der Basiswerte zu einem Teil, möglicherweise total, vernichtet, und da haben wir den Salat!

Das ist jetzt natürlich etwas vereinfacht dargestellt, aber so etwa fing es an.

Als die Banken und Fonds merkten, dass man beim Anleger mit komplizierten und extrem gut „gerateten“ Papieren wunderbar verdienen kann, schossen die interessantesten Produkte wie Pilze aus dem Boden, darunter natürlich auch gute bis sehr gute, aber eben auch abenteuerliche bis schlicht entsetzliche.

Und deshalb betrachten wir anschliessend die kleine Auswahl aus dem Werke der Kreativen der Branche; zwar gibt es unzählige Varianten, aber ich erwähne nur die wichtigsten, wobei die Bezeichnungen nicht immer in gleicher Weise verwendet werden. Reden wir also über

- strukturierte Produkte
- Finanzderivate, und
- Zertifikate

a. Strukturierte Produkte

Strukturierte Produkte sind derivative Anlageinstrumente, die sich an den internationalen Finanzmärkten in den letzten Jahren einen festen Platz erobert haben. Dennoch empfinden viele Anleger diese Anlageinstrumente als komplex und undurchschaubar. Sind sie das? Oder sehen sie bloss komplizierter aus als sie sind?

Strukturierte Produkte sind nichts anderes als Finanzprodukte, die aus einer Kombination von Aktien, Obligationen und Derivaten bestehen. Sie können als flexible Alternativen zu den bekannten Anlagekategorien Geldmarkt, Obligationen, Aktien eingesetzt werden. Und sie bieten den Anlegern die Möglichkeit, im Rahmen einer längerfristigen Anlagestrategie Marktgelegenheiten kurzfristig auszunutzen.

Strukturierte Produkte können auf verschiedene zukünftige Marktszenarien setzen und je nach deren Eintreffen attraktive Gewinne erzielen. Dabei müssen die Anleger nicht zwangsläufig

zusätzliche Risiken in Kauf nehmen oder die bisherige Anlagestrategie ändern. Derivative Anlageinstrumente lassen sich durchaus in eine bestehende Anlagestrategie einpassen. Sie verfügen über verschiedene interessante Merkmale.

Einige Produkte bieten zum Beispiel einen Kapitalschutz auf Verfall sowie feste Zinszahlungen und können deshalb mit festverzinslichen Anlagen wie Geldmarktpapieren oder Obligationen gleichgesetzt werden. Da die Anleger einen Teil der fixen Verzinsung aufgeben und so eine bestimmte Marktsituation optimal ausnützen, winken ihnen interessante Gewinne.

Eine strukturierte Anlage setzt sich in der Regel aus zwei Elementen zusammen:

1. Ein Element des Kapitalschutzes, das normalerweise aus einem Obligationenprodukt besteht.
2. Ein Risikoelement, der sogenannte Alphagenerator, der ein hohes Ertragspotenzial beisteuert. Es kann sich um irgendein Finanzinstrument handeln wie Aktien, Indizes, Währungen oder Commodities.

Mit dem Obligationenelement werden normalerweise Zeithorizont und Höhe des Kapitalschutzes definiert. Der Alphagenerator trägt zur Renditesteigerung bei.

Das bereits stark diversifizierte Angebot an strukturierten Produkten wird durch vielfältige Kombinationen von festverzinslichen Instrumenten und Alphageneratoren unendlich breit. Trotzdem sind die meisten Produkte eine Variation eines einzigen Themas, nämlich der Null-Prozent-Anleihe.

In der **Anleihenwelt** entwickelte sich immer mehr eine besondere Gattung: die strukturierten Anleihen. Strukturierte Anleihen sind verzinsliche Wertpapiere, die sich durch individuelle Zusatzbedingungen auszeichnen. Diese Bedingungen beeinflussen die Rückzahlung oder auch die Zinszahlung der Anleihen. Beispiele: Credit-Linked-Notes und Corporate-Debt-Linked-Anleihen.

Credit Linked Notes sind Wertpapiere, deren Rückzahlung abhängig vom Eintritt sogenannter Kreditereignisse bei einem oder mehreren Referenzschuldern ist. Kann also der Referenzschuldner seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen, wird dieser Ausfall auf den Anleihegläubiger übertragen. Tritt kein Kreditereignis ein, kommt der Anleger in den Genuss einer attraktiven Rendite.

Corporate-Debt-Linked-Anleihen sind ebenfalls Finanzwetten nach dem gleichen Strickmuster mit anderem Namen. Kommt es bei nur einem der im Korb vertretenen Unternehmen (zum Beispiel mehrere DAX-Unternehmen) zur Zahlungsunfähigkeit, so wird die Anleihe nicht zum Nominalwert getilgt. Der Anleger erhält dafür entweder die nicht bediente Anleihe oder einen Barausgleichsbetrag, der dem Wert der Anleihe entspricht.

Daneben existieren viele weitere Anleihe-Erfindungen. Fazit: Ohne genaues Studium der Zusatzbedingungen (Emissionsbedingungen) sollte jeder Anleger die Finger hiervon lassen. Strukturierte Anleihen werden häufig von renommierten Emittenten auf den Markt gebracht. **Die deutliche höhere Verzinsung trägt so manches Mal. Das zusätzliche Risiko wiegt zumeist schwerer.** Bei einem Ausfall kann ein Privatanleger auch den Wertverlust steuerlich nicht geltend machen, während die höheren Zinserträge zu versteuern sind.

Aussen Fonds, innen Zertifikate: Grundsätzlich funktionieren strukturierte Fonds ähnlich wie Zertifikatefonds. Der Unterschied liegt in der Vorgehensweise: Investiert wird nicht in bestehende Derivate, sondern lediglich nach deren Prinzip. „*Wie Zertifikate haben strukturierte Fonds ein Auszahlungsprofil, das nach festen Regeln abläuft*“. Ein Fondsmanager für die Auswahl der richtigen Produkte wird daher nicht gebraucht. Anleger profitieren von niedrigeren Kosten, müssen dafür aber selbst entscheiden, welcher Marktmeinung sie folgen wollen.

b. Finanzderivate

Finanzderivate ermöglichen die Absicherung gegen Risiken von Preisänderungen und die Spekulation auf die Entwicklung bestimmter Preise

Die wichtigsten Typen von Finanzderivaten sind [Termingeschäfte \[1\]](#) und [Optionen \[2\]](#).

Im Folgenden sind verschiedene Derivate nach Art des zugrundeliegenden Risikos aufgeführt:

- Zinsbezogene Geschäfte ([Zinsderivate \[3\]](#)): [Forward Rate Agreement](#), [Zinsswaps \[4\]](#), [Zinsoptionen](#), [Swaption](#), [Zinsfutures](#), [Zinsscap](#) und [Zinsfloor](#)
- Währungsbezogene Geschäfte: [Devisentermingeschäfte](#), Devisenfutures, Devisenoptionen, Cross Currency Swaps
- Aktien- bzw. Indexbezogene Geschäfte: Aktientermingeschäfte, Aktienfutures, Indexfutures, [Aktienoptionen](#), Indexoptionen, Aktienswaps, Indexswaps.
- Sonstige Geschäfte: Edelmetalltermingeschäfte, [Credit Default Swaps \[5\]](#), Credit Default Options oder [Wetterderivate](#).

Den Chancen stehen auch **Risiken** gegenüber. Allerdings sind Derivate nicht per se risikoreicher als Kassageschäfte. Denn mikroökonomisch betrachtet wohnen Derivaten dieselben Marktrisiken der Art nach inne wie den zugrunde liegenden Kassageschäften und auch dem Ausmaß nach erzeugen Derivate keine Risiken, die in gleicher Weise nicht schon an den Kassamärkten existieren würden.

Erst im direkten Vergleich zwischen Termingeschäft und [Basiswert](#) ergeben sich Risikounterschiede. So ist die Preisbildung bei Derivaten insbesondere für Privatanleger oft intransparenter, da diese sich nicht (nur) wie bei Wertpapieren am Kassamarkt durch Angebot und Nachfrage ergibt, sondern neben dem Preis des Basiswertes auch andere Parameter (z.B. Restlaufzeit) eine entscheidende Rolle spielen können. Dies ist für private Anleger oft schwer nachvollziehbar (Komplexitätsrisiko).

Zusätzlich kann - je nach Ausgestaltung des Kontrakts - das Risiko bestehen, entgegen der ursprünglichen Absicht bei Fälligkeit zusätzliche Geldmittel aufbringen zu müssen (Kreditrisiko).

Des Weiteren gibt es das [Brokerrisiko](#). Einlagen bei Brokern sind oft nur bis zu einem bestimmten Betrag abgesichert. Im Jahre 2005 bei der Insolvenz der US-amerikanischen Brokers [Refco](#) mussten viele private Anleger Verluste hinnehmen, teilweise sind die dort eingelegeten Gelder heute noch eingefroren. Die größtmögliche Sicherheit bieten hier *segregierte Einzelkonten*, welche rechtlich den [Notarander-konten](#) ähneln. Segregierte

Einzelkonten werden in den [USA](#) meist erst ab einer Mindestkontoeinlage von 25.000 Dollar angeboten. Die Guthaben werden im Konkursfall des Brokers zu 100% ausgezahlt.

Zudem unterliegen auch die Preise von Derivaten derselben [stochastischen](#) (zufallsabhängigen) Unsicherheit wie der Basiswert (Marktrisiko), wobei der Hebeleffekt jedoch eine stärkere Partizipation auch an negativen Kursbewegungen bewirkt und so zu überproportionalen Verlusten bis hin zum Totalverlust und darüber hinaus führen kann.

c. Zertifikate

Generell: Zertifikate sind Zweitverbriefungen eines oder mehrerer Basiswerte und zählen zu den Derivaten und strukturierten Finanzprodukten. Erstmals wurde 1989 ein Zertifikat von einer Bank emittiert und an der Börse gehandelt. Zertifikate sind klassische Retail-Produkte für den privaten Anleger, wenn auch nicht nur, und werden vorwiegend direkt vertrieben. Rechtlich ist das Zertifikat eine Schuldverschreibung bzw. Anleihe, sodass bei Zahlungsunfähigkeit des Emittenten ein Totalverlust des investierten Kapitals eintreten kann – damit muss bei Lehman leider gerechnet werden.

Genauer und im Detail:

Ein Zertifikat verbrieft die Teilnahme an der Kursentwicklung bestimmter Wertpapiere oder Wertpapierkonstrukte, also an der Kursentwicklung eines [Basiswerts](#) [6].

Häufig sind das [Indizes](#) ([Index-Zertifikate](#)) oder speziell zusammengestellte Aktienkörbe ([Basket-Zertifikate](#)). Auch wenn Zertifikate sich zumeist auf [Aktien](#) oder [Aktienindizes](#) beziehen, sind sie rein rechtlich gesehen [Anleihen](#) und verbrieften keinerlei Eigentums- und Aktionärsrechte an den entsprechenden Unternehmen. Der Anleger erhält ein Schuldrecht gegenüber dem [Emittenten](#), dem er vorübergehend sein Geld überlässt.

Zertifikate sind börsentäglich frei handelbar und können in ihrer Laufzeit sowohl begrenzt als auch unbegrenzt sein. Sie haben keine laufenden Erträge und besitzen meist einen variablen Rückzahlungsbetrag. Ihre Kursentwicklung ist an einen Basiswert ([Underlying](#)) gekoppelt. Mögliche Basiswerte sind neben Aktien und Indizes auch [Devisen](#), Zinsen oder Rohstoffe.

Zertifikate gehören in die Gruppe der Anlageprodukte. Im Gegensatz zu den [Hebelprodukten](#) partizipieren Anleger bei diesen in der Regel, aber eben leider auch oft nicht, eins zu eins von der Entwicklung des Basiswerts. Aus diesem Grund eignen sie sich in diesem Falle besonders für konservative Anlagestrategien. Als Anlageprodukte gelten zum Beispiel [Discount-Zertifikate](#), Basket-Zertifikate, [Garantie-Zertifikate](#) und Index-Zertifikate, sowie [Aktienanleihen](#).

d. Zweckgesellschaften

Letztlich müssen wir uns, bevor wir auf den Rechtsschutz übergehen, noch mit einem wichtigen Detail beschäftigen, das in Deutschland mit dem Begriff der Zweckgesellschaften umschrieben wird, im angelsächsischen Raum mit dem Begriff Special Purpose Vehicle (SPV) oder Special Investment Vehicle (SIV).

Als Zweckgesellschaft oder auch Special Purpose Vehicle (SPV) wird regelmäßig eine juristische Person bezeichnet, die für einen klar definierten und eingegrenzten Zweck

gegründet wird. Nach Erreichen des Zwecks kann die Gesellschaft wieder aufgelöst werden. In Deutschland werden hierfür fast ausschließlich GmbHs eingesetzt. SPVs werden für verschiedene Zwecke eingesetzt, insbesondere aber für [strukturierte Finanzierungen](#), bei denen durch den Einsatz einer Zweckgesellschaft zum einen der Zugriff finanzierender Gläubiger auf Vermögenswerte des Investors vermieden werden soll (sog. "non-" oder "limited recourse-Finanzierungen") und zum anderen der Finanzierungsgegenstand gegen Insolvenzrisiken aus der Sphäre des Investors abgeschirmt werden soll (*bankruptcy-remote*).

Das Problem vieler der innovativen Finanzinstrumente ist es nun, dass die Emittenten, aber auch die handelnden Banken derartige Vehikel in Drittländern, häufig off-shore, z. B. Cayman Islands usw., eingerichtet haben und sich hinter diesen verstecken, sodass der Versuch einer Inanspruchnahme häufig schon daran scheitern dürfte, dass diese Gesellschaften als „cya“-Einrichtungen geschaffen worden sind.

Typische Beispiele für den Einsatz von Zweckgesellschaften sind:

(1) [Verbriefungstransaktionen](#): Bei [Conduits](#) und [SIVs](#) handelt es sich um SPVs für Refinanzierungszwecke. Diese kaufen einmalig oder laufend Forderungen (assets) an und refinanzieren den Kaufpreis im Wege der Verbriefung durch die Emission von Wertpapieren ([Asset Backed Securities](#)). SPVs werden von Banken auch eingesetzt, um bestimmte [Finanzrisiken](#) an den [Kapitalmarkt](#) weiterzugeben. So kann dem SPV entweder ein ausfallrisikobehaftetes Kreditportfolio übertragen werden, oder das SPV schließt mit einer Bank einen [Credit Default Swap](#) ab, in dem es als "Sicherungsgeber" [Ausfallrisiken](#) für ein [Kreditportfolio](#) übernimmt. Dadurch übernehmen das SPV beziehungsweise seine Gläubiger gegen eine gewisse Risikoprämie das Kreditrisiko der Bank, welche jene Risiken nun nicht mehr in ihren Büchern stehen hat. Eine neue Form des Risikotransfers bieten [Katastrophenanleihen](#), mit denen [Versicherungsgesellschaften](#) Risiken für [Naturkatastrophen](#) über Zweckgesellschaften an den Kapitalmärkten verkaufen können.

(2) [Projektfinanzierungen](#): SPVs werden auch gegründet, wenn sich mehrere Unternehmen zur Realisierung eines bestimmten Projektes wie dem Bau einer Großimmobilie, eines Kraftwerks oder der Entwicklung einer technischen Innovation zusammenschließen. Dadurch lässt sich das Risiko sowohl aus Sicht der Kreditgeber als auch aus Sicht der Unternehmer auf das Projekt eingrenzen.

(3) [Akquisitionsfinanzierungen](#) (*leveraged buy-out*)

SPVs haben ihren Sitz oft in Ländern mit günstiger Steuergesetzgebung oder geringen Gründungshürden, sog. Off-shore-Finanzplatz/Off-shore Bankplätze, wie auf den Bahamas, den Kaimaninseln oder der Isle of Man (Wikipedia).

Im Klartext, selbst die riskantesten und spekulativsten Investments können an der Bilanz eines Unternehmens vorbei außerhalb der Gesellschaft getätigt und abgewickelt werden. Das erklärt, wieso sowohl alle internen und externen Sicherungsinstrumente versagen können. Die Zweckgesellschaft erschwert es den Wirtschaftsprüfern, dem Aufsichtsrat, der Hauptversammlung der Aktionäre und den Aufsichtsbehörden, ihrer Prüfungsverantwortung nachzukommen. Vermutlich gelingt es den Gesellschaften bei Bedarf sogar, diese Investments allen Kontrollen zu entziehen. Das würde auch erklären, wieso es möglich war, dass in der Vergangenheit Verluste nur scheinbar offen gelegt wurden. Aus der Bilanz waren sie nicht ablesbar.

So meldete z. B. das *Handelsblatt* Nov. 2007:

Die Finanzkrise zieht weiter ihre Kreise: Noch immer schlummern in dreistelliger Milliardenhöhe Anlagen in außerbilanziellen Zweckgesellschaften. Experten zufolge steht diesen so genannten Structured Investment Vehicles, die die Finanzkrise wesentlich mit verursacht haben, das Schlimmste erst noch bevor.

Es sind Milliarden von Assets irgendwo im Raum und keiner verkauft sie", meint ein Brancheninsider, der seinen Namen lieber nicht in der Zeitung lesen will. "Es wird kein Boden gefunden und damit gibt es weiter keinen Markt."

SIVs werden meist von Banken, zum Teil auch von Hedge-Fonds verwaltet. Sie investieren in forderungsunterlegte Anleihen (ABS) oder Kreditderivate (CDOs) hoher Bonität. Ihre Refinanzierung läuft über Eigenkapitaltranchen sowie kurz- und mittelfristige Schuldentitel. Per Ende Oktober 2007 umfasste der gesamte SIV-Sektor nach Schätzungen von Standard & Poor's (S&P) noch ein Volumen von 289 Mrd. Dollar. Der Rating-Agentur zufolge wurden damit seit Beginn der Krise bereits um rund 100 Mrd. Dollar abgeschmolzen. Mehrere Vehikel wie etwa Rhinebridge von der Düsseldorfer Mittelstandsbank IKB gingen in die Abwicklung und verkauften zumindest Teile ihres Vermögens.

Wegen der Subprime-Krise haben die Investments in den SIVs massiv an Wert verloren. Mitunter lässt sich sogar nicht einmal mehr ein Marktpreis ansetzen. Im Falle deutlicher Wertverluste ihrer Anlagen sind die Zweckgesellschaften gemäß Statut aber dazu verpflichtet, Vermögenswerte zu verkaufen, was deren Bewertungen weiter drückt und letztlich wieder die SIVs belastet. "Ein Ende dieser Spirale ist momentan nicht zu sehen", heißt es in einer Studie der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW), die das also schon, und nicht als Einzige, im Jahre 2007 gesehen hat!

Als Folge versuchen die Vehikel oder die verwaltenden Banken, die die Anlagen mitunter auf die Bücher genommen haben, den Verkauf möglichst lange hinauszuzögern. Ein Insider berichtet etwa, dass selbst unter Verwaltung stehende SIVs darauf verzichten, Vermögenswerte zu veräußern. Denn die Investoren könnten vor Gericht ziehen und argumentieren, zu einem späteren Zeitpunkt wäre ein weit höherer Erlös zu erzielen gewesen. Zugleich werden Investments möglichst großzügig bewertet, um zu verhindern, dass in SIVs Schwellenwerte unterschritten werden, was die Abwicklung zur Folge hätten. "Was da gemacht wird, ist schon sehr wild", sagt ein Marktteilnehmer. "Und jeder weiß, dass es der andere macht, deshalb bildet sich kein Vertrauen im Markt." Auch in dem von mehreren US-Banken rund um Citigroup, die Bank of America und JP Morgan initiierten US-Rettungsfonds sehen viele nur den Versuch, Verluste künstlich zu verhindern oder zumindest hinauszuzögern. Der Fonds soll den krisengeschüttelten SIVs Vermögenswerte abkaufen - in der Hoffnung auf bessere Zeiten.

Und dann greift auch unsere Regierung noch zu einem höchst dubiosen Mittel, das die Bilanzierungstricks der Branche unterstützt: sie erlaubt es künftig den Finanzinstituten, die Finanzinstrumente nicht mit dem Zeitwert (Teilwert) zu bilanzieren, sondern mit dem heute höchst unrealistischen EK!

3. Rechtsmittel für den Anleger

Dabei geht es nicht um staatliche Hilfen und Einlagensicherungen, weil diese auf die vorbeschriebenen und ähnliche Produkte nicht angewendet werden, soweit heute zu sehen ist.

Wie kann sich also der einzelne Anleger helfen?

a. Anlegerschutz in Deutschland

Hier haben wir eine inzwischen höchst verästelte und komplizierte und einigermaßen im Detail unübersichtliche Rechtsprechung.

Generell gilt:

Grundsätzlich kommt zwischen dem Anbieter einer Anlage und dem Anleger unabhängig vom Kauf- oder sonstigen Anlagevertrag mit dem ersten Kontakt ein sogenannter konkludenter Vertrag zustande, der, inzwischen auch rechtlich im novellierten Schuldrecht abgesichert, Rechte und Pflichten enthält, wie dies früher im Institut der culpa in contrahendo, des Verschuldens beim Vertragsschluss, von der Rechtsprechung vor allem des BGH herausgearbeitet worden ist. Dieser Vertrag verpflichtet den Verkäufer dazu, den Anleger umfangreich, vollständig und wahrheitsgemäss über alle wichtigen Parameter der angebotenen Anlage zu unterrichten. Tut er das nicht, und hätte der Anleger, was in aller Regel vermutet wird und vom Anbieter zu entkräften ist, die Anlage bei richtiger Information nicht gekauft, so hat der Anleger den Anspruch auf den sog. „grossen Schadensersatz“, d. h. er ist so zu stellen, als ob er die Anlage nicht gekauft hätte, erhält also seinen Einsatz und zwischenzeitlich aufgewendete Kosten zurück.

Das hört sich einfach an, ist aber in der Rechtswirklichkeit erheblich komplizierter. In gewissem Masse muss auch der Anleger sich selbst unterrichten, in bestimmten Fällen endet die Aufklärungspflicht früher als dem Anlegeranwalt lieb ist, der Anleger kann durchaus ein Mitverschulden am Schaden haben und damit diesen prozentual oder ganz tragen müssen, der Anleger trägt weitgehend, mit Ausnahmen, die Beweislast, und die Verjährungsfristen betragen heute kurze 3 Jahre.

Ein dornenreicher Weg.

Wenn er aber erfolgreich durch den Anwalt gegangen wurde, und der Gegner z.B. eine potente – oder von der Regierung neu munitionierte – Bank ist, dann winkt der Erfolg unabhängig davon, ob und in welcher Höhe tatsächlich ein Schaden entstanden ist.

Das ist nämlich bei Zertifikaten und anderen innovativen Produkten zur Stunde fast nicht festzustellen. Selbst Lehman-Zertifikate können noch einen signifikanten Wert haben, obwohl Anwälte davon ausgehen, schon angesichts ihrer leidvollen Erfahrungen mit dem amerikanischen Recht und insbesondere den kreativen Abschöpfungsmöglichkeiten im chapter 11, dass aus Lehman-Papieren generell Totalverluste werden.

Grundsätzlich aber enthalten Zertifikate und andere Produkte häufig Basiswerte, die oft den Vertreibern unbekannt sind, sich nur aus den umfangreichen und nie gelesenen Prospekten der Emittenten einigermaßen ersehen lassen, und durchaus werthaltig sein können.

Nur zum Beispiel:

- Ein DAX-Discounter der BNP Paris Bas mit einem Cap von 4500 Punkten seit Auflegung etwa im September 2007 hat inzwischen ein Plus von 5,5% erzielt, und eine Steigerung ist möglich, obwohl der DAX stark gefallen ist.
- Ebenfalls bewährt haben sich Zertifikate mit Höchststandsicherung, wie die von der Hypo Vereinsbank emittierten All-Time-High-Zertifikate auf den Euro-Stoxx 50; das Zertifikat hat bisher fast 20% verdient und kann noch zulegen.

Was belegt das?

Es zeigt, dass auch ein Anwalt, der sein Geschäft versteht, erst einmal jede Anlage einer wirklich sorgfältigen Analyse unterziehen muss, gegebenenfalls mit externen Experten, bevor er den Mandanten in ein kostspieliges Verfahren stürzt, bei dem er vielleicht ein schönes Honorar verdient, der Mandant aber nicht richtig bedient wird! Und gleichzeitig ist dazu zu bemerken, dass auch innovative Finanzprodukte nicht notwendigerweise vom Teufel sein müssen, solange sie nicht vom Amerikaner kommen.

Mit einigen Besonderheiten müssen Anwälte auch zurechtkommen und deshalb die Presse, vor allem die internationale und da wieder besonders die amerikanische, beobachten und „das Ohr an der Schiene“ haben. So sollte man, auch wenn das wenig vielversprechend erscheint, bei Anlagen in der Schweiz oder in Liechtenstein durchaus sein Problem, sorgfältig recherchieren und wenn möglich mit Unannehmlichkeiten garnieren, der schweizerischen FMA, der Finanzmarktaufsicht, oder dem liechtensteinischen Pendant unterbreiten. In den USA gibt es die SIPC, die Securities Investors Protection Corporation, die ähnlich funktioniert wie die Entschädigungseinrichtung Deutscher Banken GmbH (EdB) bzw. die Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW). Die SIPC tritt allerdings nur in Fällen eines echten Verlustes ein, könnte also von Interesse werden, wenn das Lehman-Verfahren abgewickelt wurde, was allerdings lange dauern kann. Bei Lehman sollte man ausserdem prüfen lassen, ob die Ansprüche im amerikanischen Insolvenzverfahren angemeldet werden sollen.

Wenn Kapitalerhaltungsgarantien gegeben wurden, muss der Anwalt prüfen, ob und wie sie geltend gemacht und eingelöst werden können. In Europa sollte der Anwalt die EU-Prospektrichtlinie vom 01.07.05 kennen und beachten.

b. Ausland

Die Möglichkeiten, Anbieter, Vertreiber und Initiatoren in die Haftung zu nehmen, sind in der Schweiz und Österreich geringer als in Deutschland.

Österreich kennt wie wir das Recht der culpa in contrahendo (in Anlehnung an § 918 ABGB im Zusammenhang mit den Regeln über die Schlechterfüllung). Auch hier wird ein gesetzliches Vor-Schuldverhältnis begründet, das Aufklärungs- und Sorgfaltspflichten stipuliert. Die sind allerdings gegenüber dem deutschen Recht stark eingeschränkt, gelten vorwiegend bei Aufklärung „auf besonderes Verlangen“, bieten aber eine weitere Haftungsgrundlage für die sog. „unzutreffende Belehrung“. Es gibt eine reiche Judikatur, der Anbieter haftet wie bei uns für seine Erfüllungsgehilfen, die ähnlich definiert sind (§ 1313a ABGB), und beansprucht werden kann der Vertrauensschaden. Mitverschulden des Anlegers kann eingewendet werden. Die Anfechtungsgründe wegen List, so der schöne Gesetzeswortlaut, sind gegenüber unserem Recht zu eng, da auf vorsätzliche rechtswidrige

Täuschung beschränkt, die allerdings dann, wenn eine Aufklärungspflicht, z.B. nach der EU-Prospektrichtlinie besteht, auch durch Unterlassen begangen werden kann.

Insgesamt erscheint die Rechtsdurchsetzung in Österreich nicht ganz so ausgefeilt wie die in Deutschland.

Die Schweiz kennt ebenfalls das Recht der culpa in contrahendo, die hier aber als deliktische Haftung ausgebildet ist – streitig, aber so die Meinung des Bundesgerichts. Das Hauptinstrument ist die Propekthaftung in **Art. 752 OR**:

Sind bei der Gründung einer Gesellschaft oder bei der Ausgabe von Aktien, Obligationen oder anderen Titeln in Emissionsprospekten oder ähnlichen Mitteilungen unrichtige, irreführende oder den gesetzlichen Anforderungen nicht entsprechende Angaben gemacht oder verbreitet worden, so haftet jeder, der absichtlich oder fahrlässig dabei mitgewirkt hat, den Erwerbenden der Titel für den dadurch verursachten Schaden.

Hier gibt es also ein ziemlich weit auszulegendes und damit einigermaßen scharfes Schwert für den Anlegerschutz, zumal es zahlreiche behördliche Bestimmungen über die Zulassung von Finanzinstrumenten gibt. Eine Lücke besteht allerdings bei Emissionen von ausländischen Emittenten, die die Emission nicht nach schweizerischen Vorschriften vorgenommen haben, sondern die Produkte nur im rechtsfreien Raum in der Schweiz vertreiben lassen, was es gibt. Der ersatzfähige Schaden ist jeder Vermögensschaden, reicht also über das negative Interesse hinaus.

4. Schlussbetrachtung

Es gibt also durchaus Instrumente der Rechtsdurchsetzung, aber sie sind zahlreich, kompliziert, mit unterschiedlichen Risiken behaftet, und können naturgemäss den Erfolg nicht garantieren, selbst wenn der potentielle Schuldner die erforderliche Haftungsbonität hat, was keineswegs immer der Fall sein dürfte.

Die Risiken der Rechtsdurchsetzung liegen sicherlich im materiellen Recht, also der Frage: Auf welcher Anspruchsgrundlage kann ich welches Recht durchsetzen? Sie liegen aber im Vorfeld schon in den Fragen:

- Was wird mich die Rechtsdurchsetzung kosten?
- Wieviele Mandate entstehen hier – häufig nämlich mehrere, weil z.B. das Vorgehen gegen eine Bank, die Geltendmachung von Rechten bei der Finanzmarktaufsicht, und gegebenenfalls eine Insolvenzanmeldung eben 3 Mandate sind, mit allen kostenrechtlichen Folgen.
- Was muss ich beweisen?
- usw. usf.

Deshalb sollte für die erste Phase, das Fact-Finding, immer erst einmal eine pauschale Beratungsgebühr vereinbart werden, bevor mit einem Anwalt weitere Entscheidungen getroffen werden.

Zum Schluss - es gibt zwei Gesichtspunkte zu beachten: Zum einen sollten Anleger immer bedenken: Verzicht auf Rechtsschutz kann Verlust von Rechtsschutz bedeuten. Und zweitens: Wir erleben zur Zeit ein Windhundrennen der Anleger auf die Haftungsschuldner.

Da ist Eile geboten, wer zu spät kommt, den bestraft der Markt!

Referent:

Dr. Wolfgang Lipps
Rechtsanwalt
Auguste-Viktoria-Str. 65
14199 Berlin
Tel.: 030 – 885678-0
Fax: 030 – 885678-99
Email: kanzlei@dr-lipps.de
www.drlipps.de

[1] Ein **Termingeschäft**, auch **Zeitgeschäft** genannt, ist ein Vertrag über Lieferung und Abnahme zu einem fest vereinbarten Preis, der erst eine gewisse Zeit nach dem Abschluss erfüllt wird. Üblicherweise spricht man ab einem Zeitraum von mehr als zwei Tagen von einem Termingeschäft. Kunden, die Termingeschäfte durchführen wollen, müssen nach deutschem Recht gem. [§ 31](#) des [Wertpapierhandelsgesetzes](#) (WpHG) vom Wertpapierdienstleistungsunternehmen über die entstehenden Risiken aufgeklärt werden. Termingeschäfte gelten aufgrund ihrer [Hebelwirkung](#) als extrem riskante Geldanlagen, die im Erfolgsfall hohe Gewinnspannen ermöglichen, aber auch hohe Risiken bergen. Im Falle, dass eine solche Aufklärung unterlassen wird, macht sich die Bank bzw. der Broker gegenüber dem Kunden schadensersatzpflichtig. Termingeschäfte werden allerdings auch von [Unternehmen](#) eingesetzt, um dadurch ihre unternehmensspezifischen Risiken abzusichern. Sie sind daher für viele Unternehmen integraler Bestandteil des [Risikomanagements](#).

Der [Bundesgerichtshof](#) hat hierzu in zahlreichen – grundsätzlichen – Urteilen zur [Beratungshaftung](#) in Fällen, wo eine eindeutig mangelhafte Beratung durch den Finanzdienstleister erfolgte, den Schadenersatzanspruch des Klägers (Kapitalanlegers) befürwortet.

[2] Eine **Option** bezeichnet in der [Wirtschaft](#) ein abgeleitetes Finanzgeschäft (sogenanntes [Derivat](#)). Mit einer Option erhält man das Recht, ein [Wertpapier](#) oder ein Produkt zu einem späteren Zeitpunkt - falls bestimmte Bedingungen eingetreten sind - zu einem vorher vereinbarten Preis zu kaufen oder zu verkaufen. Es muss also nicht „unbedingt“ ge- oder verkauft werden, sondern man kann die Option auch verfallen lassen. Daher wird eine Option auch als „bedingtes [Termingeschäft](#)“ bezeichnet.

In der Praxis muss der Basiswert bei Ausübung der Option auch nicht unbedingt geliefert werden. Ggf. bezahlt der Verkäufer der Option dem Käufer oder umgekehrt einfach die Preisdifferenz. Diese Praxis wird als [Barausgleich](#) bezeichnet. Ob bei Ausübung ein

Barausgleich stattfindet oder ob der Basiswert geliefert wird, wird bei Vertragsabschluss festgelegt.

Eine Option darf nicht mit dem meist ähnlich konstruierten [Optionsschein](#) verwechselt werden.

[3] Ein **Zinsderivat** ist ein [Derivat](#), dessen Basiswert (Underlying) ein Zins oder eine zinsbezogene Größe ist. Einfache Zinsderivate sind z. B. [Caps](#) und [Floors](#) auf [Forward rates](#) und Optionen auf [Swaps](#) ([Swaptions](#)). Zu den komplexen Zinsderivaten zählen z. B. Zielzinsanleihen. Diese zahlen ähnlich einer Anleihe einen Kupon auf den Nominalwert, jedoch erfolgt die Rückzahlung des Nominalwerts nicht zu einem festen Zeitpunkt, sondern sobald die Kuponzahlungen einen gewissen Zielbetrag erreicht haben.

[4] Ein **Zinsswap** ist ein [Zinsderivat](#), bei dem zwei Vertragspartner vereinbaren, zu bestimmten zukünftigen Zeitpunkten Zinszahlungen auf bestimmte Geldbeträge auszutauschen. Die Zinszahlungen werden meist so festgesetzt, dass eine Partei einen bei Vertragsabschluss fixierten (festgesetzten) Festzinssatz zahlt, die andere Partei hingegen einen variablen Zinssatz. Dieser variable Zinssatz orientiert sich an den üblichen Referenzzinssätzen im Interbankengeschäft. Ein Zinsswap kann sowohl zur Absicherung gegen Zinsänderungsrisiken als auch als Spekulationsinvestment genutzt werden.

[Optionen](#) auf Zinsswaps werden [Swaptions](#) genannt.

[5] Ein **Credit Default Swap (CDS)** ist ein [Kreditderivat](#) zum Handeln von [Ausfallrisiken](#) von [Krediten](#), [Anleihen](#) oder [Schuldnernamen](#).

Der Sicherungsnehmer bezahlt normalerweise eine regelmäßige (häufig vierteljährliche oder halbjährliche) Gebühr und erhält bei Eintritt des bei Vertragsabschluss definierten Kreditereignisses, also beispielsweise dem Ausfall der Rückzahlung aufgrund [Insolvenz](#) des [Schuldners](#), eine Ausgleichszahlung.

Der CDS ähnelt einer Kreditversicherung. Dadurch erhalten Banken und Investoren ein flexibles Instrument, um Kreditrisiken zu handeln.

[6] **Das einem Derivat zugrunde liegende Handelsobjekt.**

[Basiswerte](#) können Waren oder Finanzinstrumente ([Aktien](#), [Anleihen](#), [Devisen](#), [Indizes](#) etc.) sein. Der Basiswert bei Aktienoptionen etwa ist die entsprechende Aktie, bei einem [DAX-Future](#) ist der DAX-Index das [Underlying](#), bei einem Rohstoff-[Zertifikat](#) der Rohstoff.

Neben konkret lieferbaren Basiswerten (z. B. Waren, Aktien, Anleihen, Devisen) gibt es fiktive (synthetische/abstrakte) Underlyings. Diese künstlich geschaffenen Basiswerte sind standardisierte Handelsobjekte, die als Bezugsgröße mit bestimmten Ausstattungsmerkmalen versehen werden. So liegt beispielsweise dem Bund-Future ein abstrakter Basiswert zugrunde, der eine idealtypische [Bundesanleihe](#) mit einer Verzinsung von 6 Prozent und einer Laufzeit von zehn Jahren repräsentiert. Indizes wie DAX können ebenfalls synthetische Basiswerte sein: Grundlage ist dann ein Aktienportfolio, das die DAX-Werte mit ihren entsprechenden Gewichtungen repräsentiert.

Synonyme: [Kontraktgegenstand](#), [Underlying](#), [Bezugswert](#)

