

werden. Eine solche freiheitliche Sicht baut aber auf eine Verantwortungszuweisung: Für die Bekämpfung von Gefahren auf der Ebene der Überzeugungen ist die Gesellschaft zuständig. Die Beunruhigung durch unheilvolle Lehren und Konzepte soll die Bürger dazu herausfordern, Verantwortung zu übernehmen, diesen entgegenzutreten und sie zu marginalisieren. Welche Positionen als tabu, als inakzeptabel oder als vertretbar beurteilt werden, bleibt eine Frage des politischen Diskurses und soll damit auch stets neu bewertet werden. Zugleich liegt hierin ein Ventil, das den Druck sozialer Spannungen abzulassen hilft. Insofern entspricht es einem auch auf die Ergebnisse hin begründeten materiellen

Freiheitskonzept, wenn einer Grenzverschiebung entgegengetreten wird, die die Auseinandersetzung um Tabus von der gesellschaftlichen in die staatlich-repressive Sphäre verlagert: Verbote können Gegendemonstrationen nicht ersetzen.

Unsere Ordnung ist auf das Vertrauen in die Kraft der Freiheit gegründet. Das Grundgesetz mit seinen Freiheitsgarantien und den konsequent begrenzten und veräußerlichten Bestimmungen zur wehrhaften Demokratie hat sich hierzu mit großem Mut bekannt. Ein solches Vertrauen müssen und dürfen wir auch heute noch haben. Verlieren wir dieses, verlieren wir, was wir zu retten versuchen, und verlieren wir uns selbst.

Professor Dr. Thomas M. J. Möllers und Dr. Kristian Puhle, Augsburg\*

## Know your product – Ermittlungspflichten von Zertifikate-Emittenten

Ein Beitrag zur Vergleichsfallmethode und zur Typenlehre

Nach der Insolvenz von Lehman Brothers wurden Zertifikate bundesweit bekannt. Das Marktvolumen von Zertifikaten beträgt allein in Deutschland mehr als 100 Mrd. Euro. Rechtlich noch völlig ungeklärt ist die Frage, welche Untersuchungspflichten den Emittenten hinsichtlich der Basiswerte treffen, wenn er Zertifikate etwa auf Hedgefonds auflegt. Der Vergleich mit den Pflichten typischer Marktteilnehmer zeigt, dass solche Untersuchungspflichten bestehen. Auch der den Zertifikaten zu Grunde liegende Risikovertrag spricht für entsprechende Nachforschungspflichten.

### I. Einleitung

Die Gerichte beschäftigen sich seit einigen Jahren mit Schadensersatzprozessen, welche die Beratungspflichten beim Vertrieb von Zertifikaten zum Gegenstand haben.<sup>1</sup> Der fremdnützige Bankenvertrag verpflichtet die Banken grundsätzlich, im bestmöglichen Interesse des Kunden zu handeln. In der Bond-Entscheidung hat der BGH auch die Rechtsfigur des „know your product“ entwickelt. Diese verpflichtet die Bank zu umfangreichen Recherchepflichten, damit sie ihr Produkt kennt, bevor sie es empfiehlt.<sup>2</sup> Einen „weißen Fleck in der Landschaft“ bilden aber die Beziehung zwischen dem Zertifikate-Emittenten und dem Anleger und die Pflichten, die den Herausgeber des Zertifikats bei Auflegung des Finanzprodukts treffen. Dies überrascht, da das Marktvolumen deutscher Zertifikate im November 2011 immerhin 101,4 Mrd. Euro betrug.<sup>3</sup> Die Relevanz dieser Problematik wird auch anhand des jüngsten Finanzskandals um den So-

zialpädagogen und Finanzmanager Helmut Kiener deutlich, der mit Hilfe mehrerer Dach-Hedgefonds ein Schneeballsystem finanzierte. Einige Kreditinstitute emittierten Zertifikate, die an die Performance dieser Fonds anknüpften.<sup>4</sup> Nach der Aufdeckung des Schneeballsystems entstand den Investoren ein Schaden von ca. 345 Mio. Euro.<sup>5</sup> Kiener wurde vom LG Würzburg zu 11 Jahren Gefängnis verurteilt.<sup>6</sup> Er sieht bei den Zertifikate-Emittenten ein erhebliches Mitverschulden am entstandenen Schaden, da diese bei der Überprüfung der Anlage wenig Sorgfalt walten ließen.<sup>7</sup>

Dieser Beitrag widmet sich daher der Untersuchung der Pflichtenstellung des Emittenten, wenn dieser einem Zertifikat das Finanzprodukt eines Dritten zu Grunde legt. Im Ergebnis sind Untersuchungspflichten anzunehmen, die ein Disclaimer nicht ausschließen kann. Vielmehr kann eine Verletzung Schadensersatzansprüche begründen.

### II. Funktionsweise und zivilrechtliche Einordnung von Zertifikaten

#### 1. Funktionsweise von Zertifikaten

Zertifikate sind Derivate. Der Wert eines Zertifikats leitet sich von einem anderen Wert ab (sogenannter Basiswert oder „underlying“). Dieser Basiswert kann ein Index, eine Aktie oder ein Aktienkorb sein. Möglich sind aber auch „exotische“ Basiswerte wie Hedgefonds, Private Equity Gesellschaften, Rohstoffe oder Währungen. Ein Investor kann mit Hilfe von Zertifikaten komplexe Strategien nachbilden und das regelmäßig zu einem Bruchteil des Kapitals, das bei tat-

\* Professor Dr. Thomas Möllers lehrt Bürgerliches Recht und Wirtschaftsrecht an der Universität Augsburg; Dr. Kristian Puhle war wissenschaftlicher Mitarbeiter an dem Lehrstuhl von Professor Möllers. Die folgenden Überlegungen beruhen auf einem Rechtsgutachten, das im Auftrag geschädigter Zertifikate-Anleger erstellt wurde.

<sup>1</sup> Eine Übersicht findet sich beispielsweise bei Märker NJOZ 2010, 524.

<sup>2</sup> BGH – III ZR 25/92 = BGHZ 123, 126, 129 – Bond.

<sup>3</sup> Deutscher Derivate Verband, Marktvolumen von derivativen Wertpapieren (Stand: November 2011), S. 1; <http://www.derivateverband.de/DE/MediaLibrary/Document/PM/11%20PM%20Marktvolumen%20November%202011.pdf> (Abruf 26. 1. 2012).

<sup>4</sup> So emittierte die Barclays Bank PLC Zertifikate ohne Kapitalgarantie auf das System X1 Global Index Zertifikat (WKN: BC0BMA), X1 Global II Index Zertifikat (WKN: BC0BTD), sowie Zertifikate mit Kapitalgarantie – X1 Global Garantie Index-Zertifikat (WKN: BC0EHF).

<sup>5</sup> N.N., Mutmaßlicher Millionen-Betrüger gesteht teilweise, <http://www.sueddeutsche.de/geld/finanzen-kompakt-guru-auf-bewaehrung-11085156-6> (Abruf 26. 1. 2012).

<sup>6</sup> N.N., Millionenbetrüger Kiener muss elf Jahre ins Gefängnis, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/0,1518,775905,00.html> (Abruf 26. 1. 2012).

<sup>7</sup> Aussage Kieners, zitiert nach N.N. (Fn. 5).

sächlicher Anschaffung des Basiswertes nötig wäre.<sup>8</sup> Da der Emittent bei der Ausgestaltung keinerlei Restriktionen unterliegt, gibt es eine große Bandbreite an Zertifikaten.<sup>9</sup>

Der Anleger erwirbt von einer Bank oder einem Unternehmen als Emittenten das Zertifikat.<sup>10</sup> Er erlangt hierbei keinerlei Rechte an dem Basiswert.<sup>11</sup> Der Investor kann die Zertifikate dem Emittenten nach Ablauf der Laufzeit bzw. jederzeit bei open end/unlimited Ausgestaltung andienen. Die Höhe des Rücknahmepreises richtet sich nach der Entwicklung des Basiswertes. Neben dem Emittenten stehen dem Anleger mit den Börsen Eurex und Scoach liquide Sekundärmärkte zur Verfügung.

## 2. Der schuldrechtliche Begebungsvertrag als Risikovertrag sui generis

Zertifikate sind Inhaberschuldverschreibungen gemäß § 793 BGB<sup>12</sup>, mithin Urkunden, in denen der Aussteller dem Inhaber eine Leistung verspricht. Der Erstinvestor erwirbt das Zertifikat vom Emittenten. Die Eigentumsübertragung an dem Finanzinstrument geschieht durch einen dinglichen Begebungsvertrag zwischen den Parteien. Davon zu unterscheiden ist der schuldrechtliche Begebungsvertrag.<sup>13</sup> Dieser ist beim Optionsschein ein Optionsvertrag<sup>14</sup>, bei der Aktienanleihe ein Vertrag gemäß den Anleihebedingungen<sup>15</sup> und bei Zertifikaten kommt der schuldrechtliche Vertrag entsprechend den Angebots- bzw. Zertifikatebedingungen zustande. In der Literatur wird er als Vertrag zur Verteilung der Risiken zwischen Zertifikate-Emittent und Investor bezeichnet.<sup>16</sup> Das Zivilrecht kennt derartige Risikoverträge.<sup>17</sup>

## III. Zivilrechtliche Prüfungspflichten verschiedener Kapitalmarktteilnehmer im Vergleich

### 1. Die fehlende Prüfung des Basiswertes durch den Zertifikate-Emittenten

Nach § 2 Nr. 1 lit. b WpPG sind Zertifikate Wertpapiere. Der Anbieter für Wertpapiere, die im Inland öffentlich angeboten werden, muss einen Prospekt veröffentlichen, § 3 Abs. 1 Satz 1 WpPG. In den Prospekten von Zertifikaten werden zumeist lediglich Informationen über den Basiswert wiedergegeben, die von den Initiatoren des Basiswertes stammen.<sup>18</sup>

<sup>8</sup> Bei DAX-Zertifikaten beträgt das Verhältnis von Euro zu Indexpunkten regelmäßig 1:100; siehe bspw. Tracker Zertifikat bezogen auf DAX 30 (WKN: CK4RAQ) der Commerzbank AG.

<sup>9</sup> Zu den vielfältigen Gestaltungsmöglichkeiten siehe nur *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2011, Rn. 14.209 ff.

<sup>10</sup> *Braun/Lang/Loy*, in: *Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang* (Hrsg.), *Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft*, 3. Aufl. 2010, Rn. 337.

<sup>11</sup> *Lehmann*, *Finanzinstrumente*, 2009, S. 108.

<sup>12</sup> *BGH* – XI ZR 178/03 = NJW 2004, 2967, 2968 – 2969 (Indexzertifikate); XI ZR 182/10 = JZ 2012, 255 mit Anm. *Köndgen* (Indexzertifikate); XI ZR 178/10 = NJW-RR 2012, 41, 44 (Basketzertifikate).

<sup>13</sup> Zum dinglichen und schuldrechtlichen Begebungsvertrag m. w. N. *Habersack*, in: *MünchKommBGB*, 5. Aufl. 2009, Vor §§ 793 ff. Rn. 24; *Stadler*, in: *Jauernig* u. a., *BGB*, 14. Aufl. 2011, § 793 Rn. 11; *Schulze*, in: *Schulze* (Hrsg.), *BGB*, 7. Aufl. 2011, § 793 Rn. 3.

<sup>14</sup> *Casper*, *Der Optionsvertrag*, 2005, S. 299; *Ostler*, *Stimmrecht ohne Beteiligungsinteresse*, 2010, S. 105.

<sup>15</sup> *Lenenbach* NZG 2001, 481, 485.

<sup>16</sup> *Lehmann* (Fn. 11), S. 111; ähnlich *Roberts* NJOZ 2010, 1717, 1718.

<sup>17</sup> So ist der Versicherungsvertrag nach h. M. ein Risikovertrag eigener Art; siehe *OLG Hamburg* – 11 U 160/88 = VersR 1990, 475, 477; *Dreher*, *Die Versicherung als Rechtsprodukt*, 1991, S. 73–74; *Looschelders*, in: *MünchKommVVG*, 2010, § 1 Rn. 83; *Brömmelmeyer*, in: *Rüffer/Halbach/Schimikowski* (Hrsg.), *VVG*, 2. Aufl. 2011, § 1 Rn. 42.

Dies geschieht in Übereinstimmung mit der Prospekt-VO. Bei Indexzertifikaten muss der Ort angegeben werden, wo Informationen zum Index zu finden sind, wenn der Index nicht vom Emittenten selbst zusammengestellt wird (Punkt 4.2.2 Anhang XII).

In einem nächsten Schritt übernehmen die Emittenten oft keine Gewähr für die Richtig- und Vollständigkeit dieser Informationen.<sup>19</sup> Damit scheint der Emittent keine alternativen Quellen zur Verifizierung der Informationen zu nutzen. Nicht unüblich ist es auch, dass der Zertifikate-Emittent in einem Disclaimer in den Prospekten formuliert, dass er keinerlei Aussage über die Plausibilität des Basiswert-Konzeptes abgibt.<sup>20</sup> Knüpft ein Zertifikat bspw. an die Performance eines Dach-Hedgefonds an, gibt der Emittent durch einen solchen Disclaimer zu verstehen, dass er die wirtschaftliche Tragfähigkeit des Fonds nicht überprüft hat.

Dass die Prospekt-VO lediglich die Angabe des Ortes verlangt, an dem Informationen zum Basiswert eingeholt werden können (etwa die Internetseite), bedeutet im Umkehrschluss nicht, dass der Emittent bei der Entwicklung des Finanzinstruments keine zivilrechtlichen Pflichten zur Überprüfung des Basiswertes hat, etwa indem er alternative Quellen heranzieht und/oder die Tragfähigkeit des Basiswert-Konzeptes prüft. Die Anforderungen an den Prospekt haben lediglich aufsichtsrechtliche Bedeutung und können zivilrechtlich die Prospekthaftung auslösen.<sup>21</sup>

Das Verständnis einiger Zertifikate-Emittenten von ihrem (fehlenden) zivilrechtlichen Pflichtenumfang überrascht. Ob dieses Verständnis der rechtlichen Realität entspricht, soll nachfolgend anhand dreier dogmatischer Ansätze untersucht werden. Die Vergleichsfallmethode stellt im Rahmen von Auslegung und Konkretisierung den Bezug eines Falles mit einem anderen Fall her.<sup>22</sup> Die erste Untersuchung basiert

<sup>18</sup> Siehe beispielsweise Barclays Bank PLC, Konditionenblatt Nr. 31 vom 20. 12. 2005 im Zusammenhang mit dem Basisprospekt vom 22. 9. 2005 für das Euro 1 000 000.000 German Note Programme der Barclays Bank PLC, S. 2: „Die hierin enthaltenen Informationen, die den Index betreffen, wurden Auszügen von, oder Zusammenfassungen von Geschäftsberichten oder anderen öffentlich verfügbaren Informationsquellen entnommen“; SEB AG, Endgültige Bedingungen Nr. 4 vom 24. 9. 2007 zum Basisprospekt für indexbezogene Hybrid Zertifikate vom 22. 6. 2007 für SEB Schwedenzertifikate IV der SEB AG Frankfurt am Main, S. 12: „Die Informationen für die Beschreibung des Index wurden der Internetseite ... entnommen. Die SEB AG übernimmt für den Inhalt dieser Internetseite keine Gewähr“.

<sup>19</sup> Siehe beispielsweise Barclays Bank PLC, Konditionenblatt Nr. 31 vom 20. 12. 2005 (Fn. 18), S. 2: „Die Emittentin übernimmt die Verantwortung für die Angaben in diesem Konditionenblatt und bestätigt, daß sie mit angemessener Sorgfalt überprüft hat, daß die in diesem Konditionenblatt enthaltenen Angaben nach bestem Wissen richtig sind und keine Angaben ausgelassen wurden, deren Auslassung die hierin enthaltenen Angaben irreführend erscheinen lassen könnte, mit Ausnahme der Informationen, die den Index betreffen“ (Hervorhebungen nicht im Original).

<sup>20</sup> Siehe beispielsweise Commerzbank AG, Verkaufsprospekt vom 18. 1. 2005 über Benchmark Opportunitas Turbo Hebel-Indexzertifikate bezogen auf den von der Benchmark Advisory Ltd. Sliema (Malta) entwickelten und fortgeführten Benchmark Opportunitas Index, S. 9: „Die Commerzbank Aktiengesellschaft als Emittenten der Indexzertifikate trifft in diesem Zusammenhang keinerlei Aussagen oder gibt keinerlei direkte oder indirekte Zusicherung gegenüber den Zertifikatsinhabern darüber ab, inwieweit das Konzept des Benchmark Opportunitas Index sowie die Auswahl der Indexkomponenten zum jeweiligen Zeitpunkt geeignet sind, die in der Indexbeschreibung genannten Strategien zu verfolgen und die dort genannten Ziele zu erreichen“ (Hervorhebungen nicht im Original).

<sup>21</sup> Gemäß §§ 44, 45 BörsG oder §§ 13, 13a VerkProspG; ab 1. 6. 2012 gem. §§ 20, 21 VermAnlG.

<sup>22</sup> Instruktiv *Haft*, *Juristische Rhetorik*, 6. Aufl. 1999, S. 89 ff.; *Bydlinski*, *Juristische Methodenlehre und Rechtsbegriff*, 2. Aufl. 1991, S. 548 ff.; *Zipfelius*, *Juristische Methodenlehre*, 10. Aufl. 2006, § 12; *Vogel*, *Juristische Methodik*, 1998, § 10.II. Zur Rechtsfindung im anglo-amerikanischen Recht siehe *Fikentscher*, *Methoden des Rechts*, Bd. 2, 1975, S. 95 ff.; *Langenbacher*, *Die Entwicklung und Auslegung von Richterrecht*, 1996.

auf einem Vergleich zur Pflichtenstellung der Emissionsbank im Rahmen eines Börsengangs. Die zweite vergleicht die Pflichtenstellung des Zertifikate-Emittenten mit anderen Kapitalmarktakteuren, bei denen auch ein vertragliches Schuldverhältnis zum Investor besteht. Im Anschluss wird der Risikovertrag zwischen Zertifikate-Emittent und Anleger analysiert, um Rückschlüsse auf die vertraglichen Pflichten zu ziehen.

## 2. Prüfungspflichten der Emissionsbank auf Grund der Prospekterstellung

### a) Die Prüfungspflichten der Emissionsbank im Rahmen eines IPO

Nach § 32 Abs. 2 Satz 1 BörsG ist die Zulassung für Wertpapiere zum geregelten Markt an einer Börse vom Emittenten der Wertpapiere zusammen mit einem Kreditinstitut zu beantragen. Bei dem für die Zulassung unter anderem nach § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG erforderlichen Prospekt hat die Emissionsbank den Emittenten zu unterstützen. Sie hat den Prospekt zu unterschreiben und gilt als Prospektverantwortliche.<sup>23</sup> Ein Prospekthaftungsanspruch scheidet aber aus, wenn die Bank die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit nicht gekannt hat und die Unkenntnis auch nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht, § 45 Abs. 1 BörsG.

Auf Verschuldensebene besteht Streit darüber, ob sich eine Bank nur exkulpieren kann, wenn sie beim Emittenten eine „Due Diligence“ durchgeführt hat, oder ob Nachforschungspflichten nur bei konkreten Anhaltspunkten im Hinblick auf die Fehlerhaftigkeit der Emittenten-Angaben bestehen<sup>24</sup>. Zielführender erscheint hingegen eine vermittelnde Ansicht. Nach dieser sind bei Unternehmen, die etwa auf Grund einer jungen Unternehmenshistorie nur über ein geringes Ansehen auf dem Kapitalmarkt verfügen, höhere Anforderungen an die Verifizierung der Emittenten-Angaben zu stellen als bei Unternehmen mit gutem „standing“.<sup>25</sup> Unabhängig vom Umfang ist man sich aber darüber einig, dass Prüfungspflichten über die Angaben des Emittenten bestehen.

Die Emissionsbank hat im Rahmen eines Börsengangs für Informationen über einen anderen (Emittent) die Verantwortung als Prospektverantwortliche zu übernehmen. § 45 Abs. 2 BörsG a.F.<sup>26</sup> regelte ausdrücklich, dass sich eine Emissionsbank im Rahmen der Prospekthaftung nicht exkulpieren kann, wenn sie die Angaben als von einem Dritten herrührend bezeichnet. Auch heute noch ist eine Exkulpation nicht möglich, wenn die Emissionsbank angibt, dass die Prospektinformationen vom Emittenten stammen.<sup>27</sup> Aus der

Tatsache, dass auch die Prospekt-VO explizit die Übernahme von Informationen Dritter zulässt<sup>28</sup>, kann also nicht geschlossen werden, dass keine Kontrollpflichten bestehen.<sup>29</sup>

### b) Haftung der Emissionsbank bei fehlender Prüfung aus unerlaubter Handlung

Kommt eine Emissionsbank ihren Prüfungspflichten nicht nach, so hat dies nicht nur Auswirkungen für ihre Exkulpationsmöglichkeiten im Rahmen der Prospekthaftung. Nach § 47 Abs. 2 BörsG sind weitergehende Ansprüche, die nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen oder vorsätzlichen oder grob fahrlässigen unerlaubten Handlungen erhoben werden können, von den Vorschriften über die gesetzliche Prospekthaftung unberührt. Zu Recht bejaht die Literatur eine Haftung der Emissionsbank aus § 826 BGB, wenn Zweifel an der Korrektheit der Prospektangaben bestehen, die Banken den Bedenken indes nicht nachgehen, oder wenn die Konsortialführerin eine völlig unzureichende Prüfung vornimmt.<sup>30</sup>

### c) Rückschlüsse auf den Zertifikate-Emittenten

Zertifikate-Emittenten geben wie die Emissionsbank im Rahmen eines Börsengangs auch Informationen über einen anderen (Basiswert) wieder. Diese Informationen entstammen zumeist der Internetseite des Basiswertes. Die Herausgeber der Zertifikate schließen aber die Verantwortung für die Richtigkeit dieser Informationen aus. Nachfolgend wird untersucht, ob die Unterschiede zwischen Zertifikate-Emittent und Emissionsbank divergierende Ermittlungs- und Prüfungspflichten rechtfertigen.

### aa) Das Vertragsverhältnis zwischen Emittent und Emissionsbank

Naturgemäß hat die Emissionsbank vereinfachte Möglichkeiten, an Informationen über den Emittenten heranzukommen. Grundlage der Rechtsbeziehungen zwischen Emittent und Emissionsbank ist der Übernahmevertrag.<sup>31</sup> Die Emissionsbank hilft dem Emittenten bei der Strukturierung der Platzierung und stellt einen Zeitplan für den Ablauf auf.<sup>32</sup> Sie hilft dem Emittenten bei Marketing- und Werbemaßnahmen sowie der Planung von Road-Shows.<sup>33</sup> Im Rahmen eines Bookbuilding-Verfahrens legt sie Preisspannen fest und übernimmt die Verantwortung im Preisbildungsverfahren.<sup>34</sup> Sie weist den Konsortialbanken Platzierungsquoten zu und entscheidet nach Ablauf der Angebotsfrist über die Zuteilung der Aktien.<sup>35</sup> Eine derartige Rechtsbeziehung muss nicht immer zwischen Zertifikate-Emittent und Basiswert bestehen. So kann eine Bank ein Discount-Zertifikat auf ein DAX-Unternehmen emittieren, ohne dass das Unternehmen daran mitwirken muss. Insofern sind die Möglichkeiten des Zertifikate-Emittenten zur Überprüfung geringer, weil etwa keine rechtliche Grundlage besteht, um die Herausgabe weiterer, klarstellender Dokumente zu verlangen.

Dieses Argument greift allerdings nicht immer. So kann bei Indexzertifikaten der Index durch einen Indexsponsor, wie etwa dem Initiator des Basiswertes, verwaltet werden, der dafür wiederum eine jährliche Gebühr vom Emittenten

<sup>23</sup> § 5 Abs. 3 Satz 2 WpPG sowie §§ 44, 45 BörsG. Wird die Emission von einem Konsortium betrieben, so ist nur der Konsortialführer Prospektverantwortlicher; siehe *Germer-Beuerle*, Die Haftung von Emissionskonsortien, 2009, S. 289.

<sup>24</sup> So *Schanz*, Börseneinführung, 3. Aufl. 2007, § 8 Rn. 37; *Nägele*, in: *Habersack/Milbert/Schlitt* (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2. Aufl. 2008, § 27 Rn. 44; *Groß*, Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2009, §§ 44, 45 BörsG Rn. 81; *ders.*, in: *Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn* (Hrsg.), Handlungsgesetzbuch, 2. Aufl. 2009, Rn. IX444; *Schwark*, in: *Schwark/Zimmer* (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, §§ 44, 45 BörsG Rn. 51; *Hutter/Leppert* NJW 2002, 2208, 2212.

<sup>25</sup> *Willamowski*, in: *Heidel* (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011, 17. Buch Rn. 39–40; *Hamann*, in: *Schäfer/Hamann* (Hrsg.), Kapitalmarktgesetz, 2. Aufl. (1. Lfg., 1/2006), §§ 44, 45 BörsG Rn. 226; ähnlich *Hopt*, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, 1991, Rn. 192.

<sup>26</sup> In der Fassung vor dem Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 24. 3. 1998, BGBl. I, S. 525.

<sup>27</sup> *Schwark*, in: *Schwark/Zimmer* (Fn. 24), § 45 Rn. 12 und 48.

<sup>28</sup> So Punkt 23.2 Anhang I und Punkt 7.4 Anhang V Prospekt-VO.

<sup>29</sup> *Germer-Beuerle* (Fn. 23), S. 257 Fn. 1296.

<sup>30</sup> *Germer-Beuerle* (Fn. 23), S. 285–286.

<sup>31</sup> *Groß*, in: *Bankrecht und Bankpraxis* (Stand: 52003), 10/321c–f.

<sup>32</sup> *Bösl* FB 2009, 608, 610.

<sup>33</sup> *Meyer*, in: *Marsch-Barner/Schäfer* (Hrsg.), Handbuch börsennotierte Gesellschaft, 2. Aufl. 2009, § 8 Rn. 92.

<sup>34</sup> *Meyer*, in: *Marsch-Barner/Schäfer* (Fn. 33), § 8 Rn. 92.

<sup>35</sup> *Schanz* (Fn. 24), § 9 Rn. 20.

erhebt.<sup>36</sup> Nicht unüblich ist auch, dass der Emittent in Folge eines Lizenzvertrages mit dem Indexsponsor Lizenzgebühren zahlen muss.<sup>37</sup> Es können damit durchaus Rechtsbeziehungen zwischen dem Emittenten und dem Basiswert bestehen. Zum anderen darf sich auch die IPO-Emissionsbank zur Erfüllung ihrer Pflichten nicht ausschließlich auf den Emittenten als Informationsquelle beschränken, sondern hat die Prüfung „durch eigene Ressourcen, etwa die Durchsicht externer Gutachten,“<sup>38</sup> durchzuführen. Insofern ist ein Vertragsverhältnis für die Verifizierung der Angaben nicht per se erforderlich.

#### bb) Der Provisionsanspruch der Emissionsbank

Gegen eine unabhängige Prüfung des Basiswertes könnte sprechen, dass die Emissionsbank im Rahmen eines IPO vom Emittenten ein Entgelt erhält, das ihr derartige kostenintensive Prüfungen ermöglicht. Die Emissionsbanken erhalten als Gegenleistung für ihre umfangreichen Dienstleistungen Provisionen. Ein festgelegter Prozentsatz am Emissionserlös, den der Emittent im Wege der Platzierung erzielen konnte, steht den Banken als Platzierungsprovision zu.<sup>39</sup> Die Mehrheit dieser Provision (ca. 60 %) dient der Vergütung des individuellen Verkaufserfolgs der Emissionsbanken.<sup>40</sup> Die Platzierungsprovision ist vom Emittenten an die Emissionsbank zu entrichten. Auch bei Zertifikaten fällt die sogenannte Emissions-/Zertifikatsgebühr an, welche die Anlaufkosten decken soll. Diese Gebühr wird vom Investor getragen.<sup>41</sup> Es bestehen damit auch keine ökonomisch indizierten Unterschiede zwischen Zertifikate-Emittent und IPO-Emissionsbank, welche die fehlende Prüfung des Basiswertes rechtfertigen könnten.

#### cc) Prospektangaben als Grundlage für einen Vertrauensstatbestand

Letztendlich spricht die Rechtsnatur der Prospekthaftung als Vertrauenshaftung für Untersuchungspflichten des Zertifikate-Emittenten im Hinblick auf den Basiswert: So formulierte der *BGH* schon vor mehr als 30 Jahren, dass sich die Haftung des Prospektverantwortlichen daraus rechtfertigt, dass die Investoren „typischerweise denjenigen ihr Vertrauen [schenken], die hinter der ... [Anm. Anlage] stehen, d.h. vor allem den Initiatoren und Gründern ...; aufgrund ihrer Stellung und Eigenschaft wird persönliche Zuverlässigkeit erwartet“<sup>42</sup>. Die Investoren „dürfen sich auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben in einem solchen Prospekt verlassen und davon ausgehen, daß die insoweit unmittelbar Verantwortlichen ihn mit der erforderlichen Sorgfalt geprüft haben und sie über alle Umstände aufklären werden, die für den Entschluß ... von wesentlicher Bedeutung sind“<sup>43</sup>. Das

Vertrauen bezieht sich mithin auf den Prospektverantwortlichen. Eine IPO-Emissionsbank schafft durch die Veröffentlichung von Angaben über den Emittenten im Prospekt Vertrauen beim Anleger. Damit kann eine namhafte Emissionsbank das Risiko des Scheiterns der Emission entscheidend absenken.<sup>44</sup>

Man könnte nun argumentieren, dass hier der entscheidende Unterschied zum Zertifikate-Emittenten bestehe: Der Zertifikate-Emittent kann im Prospekt auf eine Beschreibung des Index verzichten und stattdessen den Ort angeben, an dem Investoren Informationen zum Basiswert finden können.<sup>45</sup> Macht der Zertifikate-Emittent aber keine Angaben zum Basiswert, nimmt er beim Anleger auch kein Vertrauen in Anspruch. Dieses Argument zu Lasten von Prüfungspflichten des Zertifikate-Emittenten geht aber fehl: Die Emittenten verweisen häufig nicht lediglich auf den Ort, an dem Informationen zum Basiswert eingeholt werden können. Vielmehr machen sie in ihren Prospekten ausführliche Angaben zum Basiswert. Sie beschreiben den Index, dessen Ziele und Komponenten, insbesondere die Auswahlkriterien.<sup>46</sup> Insofern schaffen sie als Prospektverantwortliche durch derartige Angaben Vertrauen beim Anleger. Diese Vorgehensweise ist auch verständlich: Nur eine Minderheit von (Privat-)Investoren würde sich die Mühe machen und diese Informationen über den Basiswert unter Zuhilfenahme der im Prospekt angegebenen Orte selbst zusammensuchen. Ein „informationsfreies“ Zertifikat würde sich gerade bei exotischen Basiswerten wie etwa Hedgefonds schlicht nicht verkaufen. Wenn die Inanspruchnahme von Vertrauen durch die Veröffentlichung von Informationen über den Basiswert im Prospekt begründet wird, ist es aber nur gerechtfertigt, dass damit auch entsprechende Untersuchungspflichten einhergehen.

### 3. Prüfungspflichten von Anlageberatern und Kapitalanlagegesellschaften auf Grund von Schuldverhältnissen

Einen anderen Ansatzpunkt für die Untersuchung der Pflichtenstellung des Emittenten bei Kreierung des Zertifikats bildet der Vergleich mit anderen professionellen Kapitalmarktakteuren, bei denen schuldrechtliche Vertragsbeziehungen zum Investor bestehen. Aus derartigen Schuldverhältnissen können eine Vertragspartei Prüfungspflichten im Hinblick auf Finanzprodukte treffen. Nachfolgend wird der Pflichtenkanon von Anlageberatern/-vermittlern sowie von Kapitalanlagegesellschaften vorgestellt, um Rückschlüsse auf die Pflichtenstellung des Zertifikate-Emittenten ziehen zu können.

#### a) Der Auskunftsvertrag des Anlageberaters und Anlagevermittlers

Die Grundlage der schuldrechtlichen Beziehungen zwischen einem Investor und einem Anlageberater/-vermittler bildet der Auskunftsvertrag.<sup>47</sup> Dieser verpflichtet den Auskunftgeber zunächst zu richtiger und vollständiger Information

<sup>36</sup> So emittierte beispielsweise die Commerzbank AG 2004 ein Zertifikat auf den Star Hedge AS Dynamic Index. Indexsponsor war die Rising Star AG, die für die Verwaltung des Index eine jährliche Gebühr von 2 % erhob; siehe Commerzbank AG, Verkaufsprospekt vom 6. 8. 2004 über Star Hedge AS Dynamic Indexzertifikate bezogen auf den von der Rising Star AG entwickelten und fortgeführten Star Hedge AS Dynamic Index, S. 5 und 9.

<sup>37</sup> Siehe dazu beispielsweise den Sachverhalt (DAX-Indexzertifikate) des *OLG Frankfurt a.M.* – 11 U 40/06 = GRUR-RR 2007, 104.

<sup>38</sup> *Schwarke*, in: *Schwarke/Zimmer* (Fn. 24), § 45 Rn. 49, der dies bereits für die Nachprüfung von Angaben annimmt, die sachverständige Dritte erstellt haben.

<sup>39</sup> *Meyer*, in: *Marsch-Barnert/Schäfer* (Fn. 33), § 8 Rn. 102; ausführlich *Möllers/Puhle ZBB* 2011, 212.

<sup>40</sup> *Bösl* FB 2009, 608, 610.

<sup>41</sup> Sie beträgt beispielsweise bei den Euro Star Garant Zertifikaten der Landesbank Berlin AG (WKN: LBB 2Y0) 3 %.

<sup>42</sup> *BGH* – II ZR 172/76 = NJW 1978, 1625.

<sup>43</sup> *BGH* – II ZR 172/76 = NJW 1978, 1625.

<sup>44</sup> So auch *Willamowski*, in: *Heidel* (Fn. 25), 17. Buch Rn. 37; siehe auch *Carter/Manaster* 45 *Journal of Finance* 1045 (1990): „Prestigious underwriters are associated with lower risk offerings.“

<sup>45</sup> Punkt 4.2.2 Anhang XII Prospekt-VO.

<sup>46</sup> So umfasst die Beschreibung des Basiswertes bei folgenden Zertifikaten acht bzw. neun Seiten: Commerzbank AG, Verkaufsprospekt v. 6. 8. 2004, S. 12–20; Barclays Bank PLC, Konditionenblatt Nr. 31 v. 20. 12. 2005 (Fn. 18), S. 21–28.

<sup>47</sup> *BGH* – III ZR 25/92 = NJW-RR 1993, 1114, 1114–1115.

über das Anlageprodukt.<sup>48</sup> Die *Aufklärung* muss sich auf die Eigenschaften und Risiken der Anlage beziehen, die für den Investor von wesentlicher Bedeutung sind. Die Bond-Rechtsprechung hat diese unbestimmte Auskunftspflicht konturiert. In den letzten Jahren häufen sich Urteile, die Auskunftspflichten beim Zertifikate-Vertrieb zum Gegenstand haben. So ist etwa bei einem Zertifikat über den Basiswert aufzuklären, sofern der Anleger diesen nicht bereits vertieft kennt.<sup>49</sup> Fehlen dem Auskunftgeber selbst entsprechende Informationen, muss er sich diese vor dem Kundengespräch verschaffen. „Know your product“<sup>50</sup> bedeutet in diesem Zusammenhang auch, dass der Anlageberater/-vermittler seinen Kenntnisstand über ein Produkt aktualisieren muss.<sup>51</sup> Dazu hat er nicht zuletzt die Wirtschaftspresse auszuwerten.<sup>52</sup> Bei hochspekulativen Anlagen muss sich der Auskunftgeber Informationen über die Seriosität der Initiatoren verschaffen.<sup>53</sup> Die Existenz der an dem Anlagemodell beteiligten Gesellschaften ist zu kontrollieren.<sup>54</sup> Anlagevermittler haben über die Nachforschungspflicht hinaus die Pflicht zur Überprüfung des Anlagemodells auf Plausibilität, insbesondere auf wirtschaftliche Tragfähigkeit, da sie andernfalls keine sachgerechten Auskünfte etwa über die Rentabilität geben können.<sup>55</sup>

Bei einer *Anlageberatung* ist die Prüfungspflicht intensiver und beschränkt sich gerade nicht lediglich auf Plausibilität.<sup>56</sup> Dies rechtfertigt sich daraus, dass der Anlageberater im Gegensatz zum Anlagevermittler die für den Anleger entscheidungserheblichen Umstände bewerten muss.<sup>57</sup> In jedem Fall haben die Auskunftgeber sich bei der Überprüfung nicht nur auf die (subjektiven) Angaben des Anlageprodukts zu beschränken, da diese keinen objektiven Aussagewert haben.<sup>58</sup> Verletzt der Anlageberater/-vermittler schuldhaft seine Pflichten, können Schadensersatzansprüche geschädigter Anleger aus Vertrag, culpa in contrahendo oder unerlaubter Handlung in Betracht kommen.<sup>59</sup>

## b) Kapitalanlagegesellschaften

Eine Kapitalanlagegesellschaft (KAG) verwaltet ein Sondervermögen, das aus dem Geld der Anleger besteht, § 2 Abs. 1 InvG. Diese dingliche Trennung des Vermögens der Anleger vom Vermögen der KAG schafft Sicherheit im Falle der Insolvenz der KAG für die Investmentsparer. Das Sondervermögen ist dann an die Anleger auszusondern.<sup>60</sup> Zwischen den Investoren und der KAG besteht ein als Dienstvertrag

mit Geschäftsbesorgungscharakter typisierter Investmentvertrag.<sup>61</sup> Dieser verpflichtet die KAG zur Verwaltung des Sondervermögens mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit, § 9 Abs. 2 Nr. 2 InvG. Im Gegensatz zum Anlageberater/-vermittler ist die KAG mithin nicht bloßer Auskunftgeber, sondern hat selbst die Dispositionsbefugnis über das Vermögen der Anleger inne. Dieses „Mehr an Rechten“ sollte natürlich nicht mit einem „Weniger an Pflichten“ einhergehen. Zu Recht wird in Anlehnung an die Pflichten der Anlageberater gefordert, dass sich die KAG „Sachkenntnis ... aller für die Wertentwicklung einer Anlage relevanten Merkmale, d. h. sowohl anlage-(produkt-)bezogene als auch marktbezogene Umstände,“<sup>62</sup> verschaffen muss. Dies umfasst das „Analysieren und Bewerten von Markt- und Produktkenntnissen“<sup>63</sup>, womit die KAG wohl zumindest zur Überprüfung des Produkts auf Plausibilität verpflichtet ist. Verletzt die KAG ihre Pflichten, kommen Schadensersatzansprüche der Anleger aus dem Investmentvertrag in Betracht.<sup>64</sup>

## c) Rückschlüsse auf den Zertifikate-Emittenten

Wiederum soll nach Kriterien gesucht werden, welche die Ermittlungs- und Prüfpflichten des Zertifikate-Emittenten begründen können. Wie aufgezeigt, treffen Anlageberater/-vermittler die aus dem Auskunftsvertrag resultierende Pflicht, sich über den Basiswert eines Zertifikats zu informieren. Des Weiteren hat der Auskunftgeber das Anlageprodukt zumindest auf Plausibilität zu überprüfen, wobei er objektive Informationsquellen heranziehen muss. Würde man Prüfungspflichten des Zertifikate-Emittenten verneinen, käme man zu einem kuriosen Ergebnis: Den von der Informationsquelle weiter entfernten *Vertriebspartner* von Zertifikaten träfen höhere Prüfungspflichten als den die Quelle bildenden Zertifikate-Emittenten als *Vertragspartner*.

## aa) Die besondere Pflichtenstellung von Wertpapierdienstleistern und Kapitalanlagegesellschaften

Eine solche Divergenz des Pflichtenumfangs könnte dadurch gerechtfertigt sein, dass mit den § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG für Wertpapierdienstleister und § 9 Abs. 2 Nr. 1 InvG für die Kapitalanlagegesellschaften Vorschriften existieren, die ihre Adressaten gerade zur gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit verpflichten. Diese Regelwerke greifen für Zertifikate-Emittenten nicht.<sup>65</sup>

Dieser Umstand kann die behaupteten fehlenden Prüfungspflichten aber nicht rechtfertigen. Den Sorgfaltsmaßstab legen diese Normen nämlich nicht konstitutiv fest. Vielmehr dürfen Kapitalanlagegesellschaften nach § 6 Abs. 1 Satz 2 InvG nur in der Rechtsform der AG oder der GmbH betrieben werden. Diese Gesellschaften sind nach § 3 Abs. 1 AktG bzw. § 13 Abs. 3 GmbHG Formkaufmann und damit nach § 347 HGB bereits einem höheren Sorgfaltsmaßstab

48 BGH – IVa ZR 286/80 = NJW 1982, 1095, 1096.

49 LG Hamburg – 318 O 4/08 = NJOZ 2009, 827, 830 (DJ Euro Stoxx Select Dividend 30).

50 So Eisele/Faust, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, 4. Aufl. 2011, § 109 Rn. 41; diese Pflicht wird auch als „know your merchandise“ umschrieben, siehe G. H. Roth, in: *Assmann/Schütze* (Hrsg.), *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, 3. Aufl. 2007, § 11 Rn. 84; *Märker* NJOZ 2010, 524, 527; *Arendts* DStR 1997, 1649, 1649; *Edelmann* BKR 2003, 438, 439; *Renner* DStR 2001, 1706, 1706; *Lang* WM 2000, 450, 453.

51 BGHZ 123, 126, 131 – Bond; zuletzt BGH – III ZR 302/08 = NZG 2010, 466, 468.

52 BGHZ 123, 126, 131 – Bond; ausführlich *Lang*, Informationspflichten, 2002, § 10 Rn. 88 ff.; *Assmann* ZIP 2002, 637; *Möllers*, in: *Hirte/Möllers* (Hrsg.), *WpHG*, 2007, § 31 Rn. 69; *Wagner* WM 2002, 1037.

53 OLG Köln – 3 U 106/98 = MDR 2000, 99.

54 OLG Hamburg – 11 U 118/87 = WM 1989, 1239.

55 BGH – III ZR 62/99 = WM 2000, 426, 427.

56 BGH – XI ZR 89/07 = NJW 2008, 3700, 3701.

57 BGH – III ZR 25/92 = NJW-RR 1993, 1114, 1114.

58 BGH – III ZR 62/99 = WM 2000, 426, 428.

59 *Feyerabend*, in: *Martinek/Semler/Habermeier/Flobr* (Hrsg.), *Vertriebsrecht*, 3. Aufl. 2010, § 48 Rn. 134; v. *Heymann/Edelmann*, in: *Assmann/Schütze* (Fn. 50), § 4 Rn. 92 ff.

60 *Ganter*, in: *MünchKommInsO*, 2. Aufl. 2007, § 47 Rn. 424.

61 *Köndgen/Schmies*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, 3. Aufl. 2007, § 113 Rn. 115; *Schmitz*, in: *Berger/Steck/Lübbehüsen* (Hrsg.), *InvG InvStG*, § 43 InvG Rn. 7; *Schödermeier/Baltzer*, in: *Brinkhaus/Scherer* (Hrsg.), *KAGG AuslInvestmG*, 2003, § 15 Rn. 8; *Baur*, in: *Assmann/Schütze* (Fn. 50), § 20 Rn. 213.

62 *Köndgen*, in: *Berger/Steck/Lübbehüsen* (Fn. 61), § 9 InvG Rn. 25.

63 *Beckmann*, in: *Beckmann/Scholtz/Vollmer* (Hrsg.), *Investment*, Bd. 1 (Losebl.), 410 § 9 Rn. 105.

64 *Beckmann*, in: *Beckmann/Scholtz/Vollmer* (Fn. 63), 410 § 9 Rn. 105.

65 Das Emissionsgeschäft i. S. des § 2 Abs. 3 Nr. 5 WpHG greift nur bei Übernahme von Finanzinstrumenten für eigenes Risiko zur Platzierung (Alt. 1) oder bei Übernahme gleichwertiger Garantien (Alt. 2).

verpflichtet.<sup>66</sup> Auch Wertpapierdienstleister sind nach der Legaldefinition in § 2 Abs. 4 WpHG Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen allein oder zusammen mit Wertpapiernebenleistungen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert. Damit ist § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG auf Grund des ohnehin anwendbaren § 347 HGB rein deskriptiv.<sup>67</sup> Zertifikate-Emittenten sind zumeist Banken und Unternehmen<sup>68</sup>, womit auch sie Adressat des § 347 HGB sind.<sup>69</sup> Insofern mag die Einbeziehung von Zertifikaten aus aufsichtsrechtlicher Sicht in das InvG wünschenswert sein.<sup>70</sup> Zur Begründung eines erhöhten Sorgfaltsmaßstabes des Zertifikate-Emittenten ist die Einbeziehung in das InvG aber keine Voraussetzung.

#### bb) Informationspflichten und Informationsgefälle

Als weiteres Kriterium ließe sich vorbringen, dass der Auskunfts- bzw. Investmentvertrag typischerweise die Pflicht der anderen Partei beinhaltet, zu informieren. So muss der Anlageberater/-vermittler den Investor im Rahmen des Auskunftsvertrages aufklären, während sich die Kapitalanlagegesellschaft im Rahmen des zwischen ihr und dem Investor bestehenden Investmentvertrages selbst über taugliche Anlageprodukte für das Sondervermögen zu informieren hat. Der Zertifikate-Emittent gibt dagegen aber nicht primär Auskunft, sondern „verkauft“<sup>71</sup> dem Anleger sein Produkt.<sup>72</sup> Im Kaufrecht hat der *BGH* aber festgestellt, dass den Verkäufer grundsätzlich keine Pflicht trifft, ein Produkt zu überprüfen.<sup>73</sup>

Eine Untersuchungspflicht besteht ausnahmsweise aber dann, wenn „dem fachlich geschulten Verkäufer konkrete Anzeichen für Mängel eher auffallen als dem Käufer“<sup>74</sup>. Insofern besteht aber eine Kongruenz zu dem Rechtsgrund für die Untersuchungspflichten von Anlageberatern/-vermittlern. Das *OLG Düsseldorf* führt in einer aktuellen Entscheidung aus, dass „eine Aufklärung über die konkreten Produkteigenschaften des empfohlenen Anlageproduktes ... notwendig [ist], damit ... die Informationsasymmetrie zwi-

schen Berater und Kunde beseitigt wird“<sup>75</sup>. Im Ergebnis können somit weder die fehlenden spezialgesetzlichen Vorschriften für Zertifikate-Emittenten noch die Unterschiede in den schuldrechtlichen Verträgen der einzelnen Kapitalmarktakteure einen (völligen) Prüfungsverzicht des Herausgebers der Zertifikate rechtfertigen.

### IV. Begründung von Prüfungspflichten des Zertifikate-Emittenten aus dem schuldrechtlichen Risikovertrag

Die Vergleichsfallmethode konnte die beträchtlichen Unterschiede der nahezu kongruenten Pflichten von IPO-Emissionsbanken, Anlageberatern/-vermittlern und Kapitalanlagegesellschaften im Vergleich zum fehlenden Pflichtenkanon (aus Sicht) der Zertifikate-Emittenten aufzeigen. Es wurde zudem dargetan, dass die Unterschiede zwischen den professionellen Akteuren am Kapitalmarkt zu gering sind, um ein solches Pflichtengefälle zu rechtfertigen. Die Vergleichsfallmethode kann aber nur zu sachgerechten Ergebnissen führen, wenn der hier vorliegende Vertrag nach seinem Typus und Zweck Ermittlungspflichten des Zertifikate-Emittenten begründen kann.<sup>76</sup>

#### 1. Das Risikoelement bei Zertifikaten

##### a) Das zukünftige Risiko als Vertragselement

Das charakteristische Risiko eines Risikovertrages bildet das „Zukunftselement“<sup>77</sup>. Beide Vertragsparteien haben im Hinblick auf die zukünftige Entwicklung des Produkts ein Informationsdefizit, das aber gerade nach beiderseitigem Willen Grundlage des Vertrages sein soll.<sup>78</sup> Diese Unsicherheiten beschreiben die Zertifikate-Emittenten ausführlich in ihren Prospekten. So wird bei Zertifikaten, denen etwa ein Dach-Hedgefonds zu Grunde liegt, auf die Risiken hingewiesen, die sich aus dem Einsatz von Fremdkapital ergeben können, die Bedeutung der Entscheidungen und Expertise des Hedgefonds-Managements für die Performance des Basiswertes sowie die Gefahren, die sich aus den Strategien der Fonds ergeben können (Derivate, Leerverkäufe). Zudem wird auch auf Risiken aufmerksam gemacht, die den Zertifikate-Emittenten als Vertragspartner betreffen, wie beispielsweise dessen Insolvenzrisiko.<sup>79</sup>

Tatsächlich sind die Umstände, wie etwa der (Miss-)Erfolg einer Hedgefonds-Strategie, zukunftsgerichtet. Geht eine Hedgefonds-Strategie nicht auf und entwickelt sich in der Folge der Basiswert negativ, liegt auf der Hand, dass der Investor keinerlei Regressansprüche gegen den Emittenten haben darf. Es hat sich nur ein vertragliches (Spekulations-) Risiko verwirklicht, das nach dem Willen beider Parteien Vertragsgegenstand und dem jeweils anderen zugewiesen war. Insofern ist hier die Zivilrechtsordnung nicht interve-

<sup>66</sup> Im Ergebnis auch *Köndgen/Schmies*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Fn. 61), § 113 Rn. 121.

<sup>67</sup> *Rothenböfer*, in: *Schwarz/Zimmer* (Fn. 24), § 31 Rn. 17; *Fuchs*, in: *Fuchs* (Hrsg.), *WpHG*, 2009, § 31 Rn. 20; *Möllers*, in: *KK-WpHG*, 2007, § 31 Rn. 66.

<sup>68</sup> *Braun/Lang/Loy*, in: *Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang* (Fn. 10), Rn. 337.

<sup>69</sup> Nach § 1 Abs. 1 Satz 1 KWG sind Kreditinstitute Unternehmen, die Bankgeschäfte gewerbsmäßig oder in einem Umfang betreiben, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert.

<sup>70</sup> Für eine Einbeziehung von Index- und Hedgefonds-Zertifikaten plädieren *Köndgen/Schmies*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski* (Fn. 61), § 113 Rn. 56.

<sup>71</sup> Im rechtstechnischen Sinn wurde bereits festgestellt, dass das Geschäft aus einem schuldrechtlichen Risikovertrag und einem dinglichen Begegnungsvertrag besteht. Richtigerweise betont aber *Reiner*, dass Zertifikate finanzwirtschaftlich Darlehenscharakter haben: *Reiner*, *Derivative Finanzinstrumente im Recht*, 2002, S. 35–36.

<sup>72</sup> Zwar muss der Emittent bei Wertpapieren, die im Inland öffentlich angeboten werden, gemäß § 3 Abs. 1 Satz 1 WpPG einen Prospekt erstellen. Unstreitig sollen die Informationen im Prospekt den Anleger über das zu Grunde liegende Investment informieren. Da die Prospekt-VO aber bei Zertifikaten rudimentäre Angaben über den Basiswert genügen lässt, ja sogar den Verweis auf externe Informationen erlaubt, könnte man auf den Gedanken kommen, dass die Informationen des Anlegers über den Basiswert – aus Sicht des Emittenten – „zweitrangig“ ist.

<sup>73</sup> Im konkreten Fall handelte es sich um importierten und von einem Zwischenhändler weiterverkauften Kraftstoff; siehe *BGH* – VIII ZR 108/66 = *NJW* 1968, 2238, 2239; gleichwohl muss betont werden, dass sich dies daraus ergibt, dass ohnehin Gewährleistungsrechte bestehen, wenn die Sache mangelhaft ist.

<sup>74</sup> *BGH* – VIII ZR 10/80 = *NJW* 1981, 928, 929.

<sup>75</sup> *OLG Düsseldorf* – I-6 U 200/09 = *BKR* 2011, 25, 28.

<sup>76</sup> Siehe *Larenz*, *Methodenlehre des Rechts*, 6. Aufl. 1991, S. 303 ff. Zum daraus folgenden Beweglichen System *Röhl/Röhl*, *Allgemeine Rechtslehre*, 3. Aufl. 2008, S. 616 ff.

<sup>77</sup> *Henssler*, *Risiko als Vertragsgegenstand*, 1994, S. 13; zum Risikoelement bei Finanzderivaten *Reiner* (Fn. 71), S. 28; *Roberts* *NJOZ* 2010, 1717, 1719.

<sup>78</sup> *Reiner* (Fn. 71), S. 28.

<sup>79</sup> Risiken ausschnittsweise entnommen aus den endgültigen Angebotsbedingungen Nr. 5 der Vontobel Financial Products GmbH v. 18. 8. 2006 gemäß § 6 Abs. 3 Wertpapierprospektgesetz zum Basisprospekt v. 28. 6. 2006 für die Emission von Open End Basket Zertifikaten (Dynamic HFRX Hedgefonds Style Rotation), S. 1 ff.

nierend gefordert: Die Aufgabe des Vertragsrechts besteht in einer angemessenen Verteilung der Risiken unter den Parteien, wobei die dem Geschäft zu Grunde liegenden Bedingungen berücksichtigt werden müssen.<sup>80</sup> In der Literatur wird zu Recht betont, dass es gar nicht erst zu einem Vertragsschluss kommen würde, wenn die Höhe des Basiswertes bei Ausübung des Andienungsrechts schon im Voraus feststehen würde, da dann eine Vertragspartei bereits wüsste, dass sie Verluste machen wird.<sup>81</sup>

### b) Untersuchungspflichten, um die gegenwärtigen Umstände zutreffend zu beschreiben

Ein Zertifikate-Emittent könnte gegen Prüfungspflichten einwenden, dass die Untersuchung des Basiswertes in das Vertragsgegenstand gewordene Informationsdefizit eingreifen würde. Dieses Argument greift aber nicht. Die Begründung von zivilrechtlichen Untersuchungspflichten verschiebt nicht die vertragliche Risikoverteilung zu Gunsten bzw. Lasten der einen oder anderen Partei. Im Gegenteil sichern Prüfungspflichten erst ab, dass die in den Prospekten beschriebenen Risiken Vertragsgegenstand werden: Verbirgt sich hinter einem Hedgefonds ein Schneeballsystem, verwirklicht sich bei dessen Aufdeckung gerade keine Gefahr, die etwa aus dem Einsatz von Fremdkapital durch den Fonds resultiert. Wird das Risiko des (Fehl-)Einsatzes von Derivaten und Leerverkäufen durch Hedgefonds Gegenstand des Zertifikate-Vertrages, realisiert sich gerade kein Vertragsrisiko, wenn der sich als Hedgefonds ausgebende Basiswert tatsächlich nur in risiko- und renditearme Finanzprodukte investiert hat. Die Prüfungspflichten betreffen damit nicht *zukünftige* (Erfolg einer Strategie), sondern *gegenwärtige* Umstände (Schneeballsystem). Sie ändern damit den Charakter des Zertifikate-Vertrages nicht, denn die Unsicherheit im Hinblick auf die zukünftige Entwicklung<sup>82</sup> des Basiswertes bleibt erhalten.

Gegen die Begründung der Prüfungspflichten kann auch nicht angeführt werden, dass neben dem Investor auch der Zertifikate-Emittent ein Verlustrisiko für gegenwärtige Umstände trägt. Regelmäßig tätigen die Institute sogenannte Gegengeschäfte in gleicher Höhe. Sie werden den Basiswert effektiv anschaffen<sup>83</sup> und etwaige Verluste auf Grund der Zertifikate durch den Verkauf des Basiswertes ausgleichen.

## 2. Die ergebnisoffene Spekulation als Verkaufsgegenstand

Nachforschungspflichten, die etwa die Seriosität der Initiatoren sowie die Existenz des zu Grunde liegenden Fonds betreffen, sowie die Pflicht zur Überprüfung des Basiswertes auf wirtschaftliche Tragfähigkeit sorgen mithin dafür, dass es überhaupt erst zu der vertraglich versprochenen Risikoverteilung kommt. Untechnisch ausgedrückt, besteht das Vertragsgegenstand gewordene Risiko in dem Verlauf bzw. Ausgang des „Spiels“, nicht aber darin, dass das „Spiel“ überhaupt erst zustande kommt.

Das lässt sich mit einem Beispiel eines anderen Risiko-Vertrages verdeutlichen: Bei Sportwetten tippt der Spieler beispielsweise auf das Ergebnis eines Fußballspiels. Unzwei-

felhaft handelt es sich beim Ausgang des Ereignisses um einen aleatorischen Umstand.<sup>84</sup> Gegenstand dieses Risiko-Vertrages<sup>85</sup> ist mithin auch der Verlauf bzw. Ausgang des Spiels, nicht aber, dass das Spiel überhaupt zustande kommt. Diesem Umstand werden die AGB bei Sportwetten vollständig gerecht, wenn sie ausführen, dass „[a]bweichend von den festgesetzten Quoten ... alle Quoten der Voraussagemöglichkeiten für ein TOP-Ereignis, das nicht gespielt wird oder nicht stattfindet, ... generell auf 1,00 gesetzt [werden]“<sup>86</sup>, was bedeutet, dass der Spieler seinen Einsatz zurückerhält.

Dieser Vergleich verdeutlicht, dass der Zertifikate-Emittent dem Käufer eine *ergebnisoffene* Spekulation verspricht und schuldet. Dies ist bei einem Schneeballsystem gerade nicht der Fall: Hierbei kann der Investor nur verlieren – ein diesbezügliches Risiko (Stichwort: Risikovertrag) besteht gerade nicht. Die Diskussion um Untersuchungspflichten der Zertifikate-Emittenten geht mithin nicht darum, den Anlegerschutz zu Lasten „einer uferlosen, kaum erfüllbaren Ausweitung der Pflichten“<sup>87</sup> noch weiter zu stärken. Die Prüfungspflichten stellen ausschließlich sicher, dass der Zertifikate-Emittent die von ihm versprochene Leistung, nämlich eine ergebnisoffene Spekulation, erbringen kann. In diesem Zusammenhang haben sich die bereits bekannten Nachforschungspflichten und die Pflicht zur Plausibilitätsprüfung bewährt. Andernfalls würden sie nicht nahezu kongruent für drei professionelle Kapitalmarktteilnehmer<sup>88</sup> Anwendung finden.

## 3. Die Zumutbarkeit als Grenze der Prüfungspflichten

### a) Verzicht auf Untersuchungspflichten beim DAX-Index als Basiswert

Den Zertifikate-Emittenten trifft damit die Pflicht, sich über den Basiswert zu informieren sowie das dem Wert zu Grunde liegende Anlagekonzept auf Plausibilität hin zu prüfen. Allerdings finden diese Pflichten ihre Grenze, wenn der Bereich der Unzumutbarkeit erreicht ist. So ist eine Bank nicht verpflichtet, alle dreißig im DAX gelisteten Titel einer entsprechenden Prüfung zu unterziehen. Der DAX ist ein Index, dessen Unternehmen im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) – einem organisierten Markt<sup>89</sup> – teilnehmen. Einen organisierten Markt kennzeichnet, dass er von staatlichen Stellen genehmigt, geregelt und überwacht ist, § 2 Abs. 5 WpHG. Der DAX hat international ein herausragendes „standing“ und blickt auf einen 23-jährigen „track record“ zurück. Die FWB unterliegt der staatlichen Aufsicht durch die zuständige oberste Landesbehörde, § 3 Abs. 1 BörsG. Die Unternehmen auf dem organisierten

<sup>84</sup> Zum aleatorischen Charakter siehe *Habersack*, in: MünchKommBGB, 5. Aufl. 2009, § 762 Rn. 4ff.; zur Typisierung von Sportwetten als Glücksspiele siehe *OLG Köln* – 6 U 53/98 = GRUR 2000, 538, 539.

<sup>85</sup> Siehe *BGH* – 5 StR 181/06 = NJW 2007, 782, 785, der feststellt, dass bei „Sportwetten mit festen Quoten (sog. Oddset-Wetten) ... die auf Grund eines bestimmten Risikos ermittelte Quote gleichsam den ‚Verkaufspreis‘ der Wette dar[stellt]“.

<sup>86</sup> Toto-Lotto Niedersachsen GmbH, ODDSET-TOP-Wette AGB Punkt 15.11 1. Spiegelstrich v. 5. 1. 2010.

<sup>87</sup> Mit dieser Argumentation verneint der *BGH* die Pflicht des Anlageberaters, kritische Berichte in sämtlichen Brancheninformationsdiensten uneingeschränkt zur Kenntnis zu nehmen; *BGH* – XI ZR 89/07 = JZ 2009, 263 mit Anm. *Einsele*.

<sup>88</sup> Anlageberater/-vermittler, Kapitalanlagegesellschaften, IPO-Emissionsbanken.

<sup>89</sup> Siehe Übersicht über die geregelten Märkte und einzelstaatliche Rechtsvorschriften zur Umsetzung der entsprechenden Anforderungen der Wertpapierdienstleistungs-RiL (RiL 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates), ABL. EG 2009 Nr. L 158, S. 3.

<sup>80</sup> *Henssler* (Fn. 77), S. 13.

<sup>81</sup> *Reimer* (Fn. 71), S. 30.

<sup>82</sup> Ein Schneeballsystem entwickelt sich nicht, sondern besteht bereits bei Vertragsschluss – der innere Wert des Systems ist von Anfang an „Null“; gleiches gilt im Hinblick auf die Investitionsstrategie des Fonds (Leerverkäufe vs. Bundesschatzbriefe).

<sup>83</sup> *Stark*, Grundsätze zur Privatfinanz, 2004, S. 321.

Markt überwacht hingegen die BaFin. Es existiert damit eine unabhängige Aufsicht, die das Handeln der Börse, insbesondere die Auflegung ihrer Indizes, sowie die am organisierten Markt gelisteten Unternehmen nachprüft. Bei einem solchen Basiswert, wie dem DAX, wird man auf eine Überprüfung der Einzeltitel des Indexes komplett verzichten können.

### b) DAX-Werte und Hedgefonds als Basiswert

Diese Maßstäbe können aber nicht für einen unbekannt und bislang<sup>90</sup> keinem Regelungsregime unterworfenen Hedgefonds als Basiswert gelten. Verfügt der Basiswert über ein geringes Ansehen etwa auf Grund einer jungen Unternehmenshistorie, sind höhere Anforderungen an die Prüfungspflichten zu stellen, als bei Basiswerten mit gutem „standing“ wie etwa einem Blue-Chip-Unternehmen. Diese Pflicht entspricht den Prüfungspflichten der IPO-Emissionsbanken.<sup>91</sup> Ein solches Ergebnis stimmt auch mit der Gebührenstruktur von Zertifikaten überein und entspricht damit der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit der Zertifikate-Emittenten. Bei DAX-Zertifikaten werden i. d. Regel keine Gebühren mehr erhoben.<sup>92</sup> Dagegen können die Gebühren bei riskanten Basiswerten hoch sein.<sup>93</sup> Da bei DAX-Zertifikaten eine Untersuchung des Emittenten entfällt, muss der Herausgeber der Zertifikate insoweit auch keine Ressourcen aufwenden. Bei exotischen Basiswerten ist zwar nach den dargelegten Grundsätzen eine Prüfung geboten. Die Umsetzung solcher Ermittlungspflichten kann aber durch die höheren Gebühreneinnahmen bei derartigen Finanzprodukten realisiert werden.

## V. Disclaimer und Haftung

### 1. Disclaimer

#### a) Disclaimer bei der Anlageberatung

Im Anschluss an die Begründung zivilrechtlicher Pflichten der Zertifikate-Emittenten schließt sich die Problematik an, ob sie mit Hilfe eines Disclaimers der Verantwortlichkeit entgehen können, indem sie darauf hinweisen, dass die Pflichten gerade nicht erfüllt wurden. Ein derartiger Hinweis ist üblich<sup>94</sup> und etwa auch im Rahmen eines Auskunftsvertrages zwischen Investor und Anlageberater möglich: Im Bond-Urteil hat der *BGH* der beratenden Bank die Möglichkeit eröffnet, „dem Kunden mitzuteilen und offenzulegen, dass sie zu einer Beratung zum Beispiel über das konkrete Risiko eines Geschäfts mangels eigener Informationen nicht in der Lage ist“<sup>95</sup>.

Gleichwohl darf diese Aussage des Gerichtshofs nicht missinterpretiert werden. Könnte sich jede Bank mit einem pauschalen Hinweis auf die fehlende Untersuchung von der Haftung aus dem Auskunftsvertrag freisprechen, liefen die

zivilrechtlichen Pflichten zur Nachforschung und Plausibilitätsprüfung weitgehend leer. Schon im Bond-Urteil hatte der *BGH* darauf hingewiesen, dass nur für den Fall eine Exkulpation durch Offenbarung in Betracht kommt, dass eine Bank zur Aufklärung nicht in der Lage ist.<sup>96</sup> Dieselben Maßstäbe finden auch bei der IPO-Emissionsbank Anwendung. So argumentiert auch die Rechtsliteratur, dass ein Disclaimer nur im Bereich der unzumutbaren Kontrolle eingreifen kann.<sup>97</sup>

#### b) Disclaimer bei Zertifikaten

Bei exotischen Basiswerten ist der Zertifikate-Emittent zumeist lediglich die Indexberechnungsstelle. Der Indexsponsor, also derjenige, der über die Zusammensetzung des Indexes entscheidet, ist regelmäßig der Hedgefonds selbst. Dieser erhält für seine Dienstleistungen Managementgebühren und wird üblicherweise auch an der Performance beteiligt.<sup>98</sup> Dadurch besteht ein Schuldverhältnis zwischen Zertifikate-Emittent und Basiswert. Die Zertifikate-Emittenten sind damit durchaus in der Lage, auch Einblick in Unterlagen exotischer Basiswerte zu erhalten, die sie verifizieren können.<sup>99</sup> Wird eine Untersuchung mangels Angaben vom Hedgefonds verhindert, können die Zertifikate-Emittenten ihre Tätigkeit davon abhängig machen, dass entsprechende Nachweise erbracht werden.<sup>100</sup> Eine pauschale Behauptung, dass bei der Untersuchung eines Hedgefonds als Zertifikate-Basiswert diese Unzumutbarkeit gegeben ist, greift somit nicht. Mit Hilfe eines Disclaimers darf sich folglich der Zertifikate-Emittent ausschließlich im Bereich der unzumutbaren Kontrolle exkulpieren.

### 2. Rechtsfolgen der Verletzung von Prüfungspflichten

Der Zertifikate-Emittent schuldet dem Käufer eine ergebnisoffene Spekulation. Kommt diese nicht zustande, etwa weil der Basiswert ein Schneeballsystem ist, stellt sich die Frage nach Regressansprüchen geschädigter Investoren, deren Zertifikate wertlos geworden sind.

#### a) Kein Rücktrittsrecht wegen Wegfalls der Geschäftsgrundlage

Wie gezeigt, bezieht sich die Unsicherheit des zwischen dem Emittenten und dem Käufer bestehenden Risikovertrages auf die zukünftige Entwicklung des Basiswertes. Das Risiko, das dem Vertrag zu Grunde liegt, betrifft mithin zukünftige, nicht gegenwärtige Umstände.<sup>101</sup> Handelt es sich bei dem Basiswert aber um ein Schneeballsystem, betrifft dies einen gegenwärtigen Umstand, der nicht vom Zertifikate-Käufer auf Grund vertraglicher Risikoüberweisung zu tragen ist. Insofern könnte er eine Rückabwicklung des Risikovertrages nach den Grundsätzen über den Wegfall der Geschäftsgrundlage anstreben. Hiernach besteht ein Rücktrittsrecht, wenn sich Umstände, die zur Grundlage des Vertrages gewor-

<sup>90</sup> Siehe aber RiL 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. 6. 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der RiL 2003/41/EG und 2009/65/EG und der VO (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABl. EG 2011 Nr. L 174, S. 1–73; dazu *Möllers/Harrer/Krüger* WM 2011, 1537.

<sup>91</sup> Siehe Fn. 25.

<sup>92</sup> Siehe beispielsweise Commerzbank AG, Unlimited Index Zertifikate (Stand: 12. 8. 2011), S. 4, [www.zertifikate.commerzbank.de/SiteContent/1/1/2/805/6/Unlimited\\_Index\\_Zertifikate.pdf](http://www.zertifikate.commerzbank.de/SiteContent/1/1/2/805/6/Unlimited_Index_Zertifikate.pdf) (Abruf 22. 1. 2012).

<sup>93</sup> So betrug im Fall des Kiener-Schneeballsystems die jährliche Emissionsgebühr 0,4 Prozent sowie die jährliche „Laufende Gebühr“ 0,8 Prozent. Barclays Bank PLC, Konditionenblatt Nr. 233 v. 9. 5. 2007 im Zusammenhang mit dem Basisprospekt v. 29. 6. 2006 für das Euro 5 000 000.000 German Note Programme der Barclays Bank PLC, S. 40.

<sup>94</sup> Siehe ausführlich oben unter III. 1.

<sup>95</sup> *BGHZ* 123, 126, 129.

<sup>96</sup> *BGHZ* 123, 126, 129; siehe auch *BGH* – XI ZR 286/97 = NJW 1998, 2675, 2676.

<sup>97</sup> *Spindler* DStR 2002, 1576, 1578; *Lang* (Fn. 52), S. 369 ff.; *Leisch*, Informationspflichten nach § 31 WpHG, 2004, S. 153; *Horn*, in: *Horn/Krämer* (Hrsg.), Bankrecht, 2002, S. 105; *Fuchs*, in: *Fuchs* (Fn. 67), § 31 Rn. 24.

<sup>98</sup> Siehe oben III. 2. c) bb).

<sup>99</sup> Behauptet ein Basiswert bspw. 5 % der Aktien an einem börsennotierten Unternehmen an einem organisierten Markt zu besitzen, so lässt sich diese Aussage durch die Analyse entsprechender Stimmrechtsmitteilungen verifizieren.

<sup>100</sup> So die Argumentation des *BGH* im Hinblick auf den Anlageberater; *BGH* – VII ZR 259/77 = NJW 1979, 1449, 1450.

<sup>101</sup> Siehe oben IV. 1.

den sind, als falsch herausstellen und die Parteien den Vertrag bei Kenntnis dieser Umstände nicht geschlossen hätten, § 313 BGB. Ohne Zweifel hätte ein Investor bei Kenntnis des dem Basiswert zu Grunde liegenden Schneeballsystems kein Zertifikat erworben, da er dann ausschließlich mit (Total-)Verlusten rechnen muss.<sup>102</sup>

Dennoch sind die Grundsätze des Wegfalls der Geschäftsgrundlage vorliegend nicht anwendbar. Die sich als falsch herausgestellten Umstände betreffen die ergebnisoffene Spekulation. Diese stellt gleichzeitig den Verkaufsgegenstand dar. Fehler, die sich auf diesen beziehen, betreffen mithin nicht die Geschäfts-, sondern die Vertragsgrundlage.<sup>103</sup> Betrifft der Umstand aber den Vertragsgegenstand, ist gesetzliches Leistungsstörungsrecht anzuwenden, sofern der Vertrag nicht ebenfalls Regelungen für die Leistungsstörung enthält.<sup>104</sup>

### b) Schadensersatz aus dem Risikovertrag

In Betracht kommt somit ein Schadensersatzanspruch wegen Verletzung des Vertrages. Nach dem schuldrechtlichen Risikovertrag wird eine ergebnisoffene Spekulation geschuldet. Bei einem Schneeballsystem als Basiswert steht das Ergebnis, nämlich der Totalverlust des Investors, aber bereits fest. Insofern verspricht der Zertifikate-Emittent dem Käufer ein Produkt, das er ihm von Anfang an nicht leisten kann. Das steht nach § 311a Abs. 1 BGB der Wirksamkeit des (Risiko-)Vertrages zwar nicht entgegen. Gleichwohl kann der Zertifikate-Käufer nach § 311a Abs. 2 Satz 1 Alt. 1 BGB Schadensersatz verlangen, weil er die Pflicht zur ergebnisoffenen Spekulation verletzt hat. Nach Satz 2 ist der Anspruch aber ausgeschlossen, wenn der Zertifikate-Emittent das Leistungshindernis bei Vertragsschluss nicht kannte und seine Unkenntnis auch nicht zu vertreten hat. Bei der Verschuldensfrage kommen nun die oben dargelegten zivilrechtlichen Pflichten des Zertifikate-Emittenten und die Zumutbarkeits-erwägungen zum Tragen. Zudem profitiert der geschädigte Anleger dann von der Verschuldensvermutung des § 311 Abs. 2 Satz 2 BGB.<sup>105</sup>

### c) Schadensersatz aus unerlaubter Handlung

Neben kommt ein Anspruch aus § 826 BGB in Betracht, wenn der Zertifikate-Emittent in einer gegen die guten Sitten verstoßenden Weise dem Anleger vorsätzlich einen Schaden zufügt. Für die Annahme eines sittenwidrigen Handelns kann ein leichtfertiges und gewissenloses Verhalten genügen.<sup>106</sup> Ein solches Verhalten wird man bei Zertifikate-Emittenten annehmen, wenn sie eine gebotene Prüfung des Basiswertes unterlassen oder eine völlig unzureichende Prüfung vornehmen, bei der man sich nur auf die subjektiven Äußerungen des Basiswertes verlässt.<sup>107</sup> Auch der *BGH* stellt fest, dass „ein bewußtes Sichverschließen schon dann vorliegen [kann], wenn starke Verdachtsmomente für ein kriminelles Handeln sprechen und Aufklärung insoweit verlangen und derjenige, auf dessen Wissen es ankommt, eine sich ihm bietende Möglichkeit, sich Klarheit zu verschaffen, bewußt nicht wahrnimmt, weil er gerade vermeiden will, daß aus

einem begründeten Verdacht Gewißheit wird“<sup>108</sup>. Eine Prüfung ist etwa dann geboten, wenn mit hohen Renditeerwartungen geworben wird<sup>109</sup>, Hinweise auf die fehlende Seriosität der Betreiber des Basiswertes bestehen<sup>110</sup> oder ein Unternehmen mit am Kapitalmarkt schlechten „standing“ (etwa auf Grund einer jungen Unternehmenshistorie) dem Zertifikat zu Grunde liegt.

Unter Beachtung dieser Maßstäbe hätte der Finanzskandal um Helmut Kiener verhindert werden können. Dieser warb mit einer durchschnittlichen Jahresrendite von 20,42 Prozent.<sup>111</sup> Zu Recht fordert die Rechtsprechung bereits für Anlagevermittler, bei „einem ... hochspekulativen Geschäft ... die Seriosität der Initiatoren nachzuprüfen“<sup>112</sup>. Überträgt man diese Recherchepflichten auf Zertifikate-Emittenten, wären in diesem Zusammenhang die Untersagungsverfügungen der zuständigen Aufsichtsbehörde un schwer aufgefallen.<sup>113</sup> Auch die Wirtschaftspresse hat vor den Kiener-Produkten gewarnt.<sup>114</sup> Es bestanden damit genug Hinweise, die eine detaillierte Überprüfung des Basiswertes erforderlich machten. Bei der Prüfung, ob das Konzept plausibel ist, muss untersucht werden, ob die Gesellschaft überhaupt besteht.<sup>115</sup> Hier hätte auffallen müssen, dass die K1 Invest Ltd. nicht, wie im Prospekt beschrieben, als *private fund* registriert war.<sup>116</sup> Auf Grund der zwischen dem Emittenten und dem Basiswert bestehenden Geschäftsbeziehung<sup>117</sup> hätte sich der Zertifikate-Emittent Depotauszüge zeigen lassen müssen. Dann wäre aufgefallen, dass der Kiener-Fonds nicht in mindestens zwanzig Zielfonds, sondern nur in fünf investierte.<sup>118</sup> Es lag damit gerade kein plausibles Investitionskonzept vor.<sup>119</sup>

## VI. Fazit

Mit Hilfe der Vergleichsfallmethode wurde aufgezeigt, dass die rechtlichen und ökonomischen Unterschiede zwischen den drei professionellen Kapitalmarktakteuren (IPO-Emissionsbanken, Anlageberater, -vermittler und Kapitalanlage-

<sup>102</sup> Im Ergebnis auch *Reiner* (Fn. 71), S. 30.

<sup>103</sup> *BGH* – VII ZR 176/88 = NJW-RR 1990, 601, 602.

<sup>104</sup> *BGH* – V ZR 267/93 = NJW-RR 1995, 853, 854.

<sup>105</sup> Schuldrechtsmodernisierungsgesetz-E BT-Drs 14/6040, S. 166.

<sup>106</sup> *BGH* – XI ZR 157/88 = NJW 1990, 389, 390; s. auch *BGH* – VII ZR 237/60 = VersR 1962, 803; VI ZR 120/71 = NJW 1973, 321, 322; VI ZR 132/77 = VersR 1979, 283; IVa ZR 86/85 = NJW 1987, 1758, 1758–1759; VI ZR 293/90 = NJW 1991, 3282, 3283.

<sup>107</sup> Mit dieser Argumentation für eine Haftung der IPO-Emissionsbank *Germer-Beuerle* (Fn. 23), S. 285–286.

<sup>108</sup> *BGH* – I ZR 326/91 = NJW 1994, 2289, 2291.

<sup>109</sup> *OLG Köln* – 3 U 106/98 = MDR 2000, 99, das eine Nachforschungspflicht bei *hochspekulativen Geschäften* bejaht; *BGH* – III ZR 62/99 = NJW-RR 2000, 998, 999, der eine Untersuchungspflicht bei einem Anlagemodell mit 15-prozentiger Rendite bejaht.

<sup>110</sup> *Arendts* DStR 1997, 1649, 1650.

<sup>111</sup> Berechnet aus den Angaben des K1 Invest Ltd. Kurzprospekt, S. 3, sowie dem Prospekt über die Begebung von Genussrechten der Klasse A der K1 Invest Ltd. v. 15. 5. 2006, S. 49.

<sup>112</sup> *OLG Köln* – 3 U 106/98 = MDR 2000, 99.

<sup>113</sup> Pressemitteilung des BaKred v. 28. 9. 2001, die auf die Verfügung hinweist, dass Kiener vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BaKred) die Finanzportfolioverwaltung für das Beteiligungskapital der Gesellschafter der K1 Fonds Gesellschaft bürgerlichen Rechts (K1 Fonds GbR) untersagt wurde; Pressemitteilung der BaFin v. 5. 9. 2003, die auf die Verfügung hinweist, dass die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) der K1 Invest GbR und der K2 Invest GbR die Finanzportfolioverwaltung untersagte.

<sup>114</sup> *N.N.*, Terminhandel K1 Fonds – Vermeintliche Gewinn-Maschine mit Haken, *Gerlach Report* Ausgabe-Nr. 22/2000. Siehe auch: *Balzli*, Diagnose Größenwahn, *Der Spiegel* 46/2009, S. 80 f.; *Pohl*, Wer zahlt, wenn der Bank das Geld ausgeht? *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung* v. 14. 10. 2001, Nr. 41, S. 50.

<sup>115</sup> *OLG Hamburg* – 11 U 118/87 = WM 1989, 1239.

<sup>116</sup> *N.N.*, BaFin hätte Helmut Kiener frühzeitig auffliegen lassen können, <http://www.capital.de/finanzen/100026377.html> (Abruf 26. 1. 2012).

<sup>117</sup> Siehe III. 2. c) aa).

<sup>118</sup> Barclays Bank PLC, *Konditionenblatt* Nr. 31 v. 20. 12. 2005 (Fn. 18), S. 34.

<sup>119</sup> Der Vorwurf des Schneeballsystem-Betreibers, dass die Zertifikate-Emittenten bei der Überprüfung der Anlage wenig Sorgfalt walten ließen, trifft damit zu (siehe oben Fn. 7).

gesellschaften) und Zertifikate-Emittenten zu gering sind, um einen völligen Prüfungsverzicht zu Gunsten des Zertifikate-Emittenten zu rechtfertigen. Ausschlaggebend für die Bejahung von Prüfungspflichten ist als Typus der den Zertifikaten zu Grunde liegende Risikovertrag zwischen Emittent und Investor. Sein charakteristisches Element ist die Unsicherheit beider Parteien über die zukünftige Entwicklung des Basiswertes. Der Emittent schuldet dem Käufer eine ergebnisoffene Spekulation. Bei einem Schneeballsystem oder der falsch dargestellten Strategie des Basiswertes steht das Ergebnis – der Verlust des Investors – aber schon bei Abschluss des Vertrages fest.

Nachforschungspflichten und die Pflicht zur Plausibilitätsprüfung des Basiswertes sorgen dafür, dass der Emittent seine vertragliche Pflicht erfüllen kann. Bei Basiswerten mit gutem „standing“, wie etwa dem DAX, kann auf eine Untersuchung vollständig verzichtet werden. Bei exotischen „underlyings“, wie etwa Hedgefonds mit junger Historie, sind die Prüfungsanforderungen hoch. Mit einem Disclaimer kann sich der Emittent hingegen nur für den Fall der Unzumutbarkeit einer Untersuchung exkulpieren. Erfüllt der Zertifikate-Emittent seine Untersuchungspflichten schlecht oder gar nicht, können sich Schadensersatzansprüche aus § 311a Abs. 2 BGB in Verbindung mit dem Risikovertrag sowie aus § 826 BGB ergeben.

Professor Dr. Tobias Singelstein, Berlin\*

## Verhältnismäßigkeitsanforderungen für strafprozessuale Ermittlungsmaßnahmen – am Beispiel der neueren Praxis der Funkzellenabfrage

Ermittlungsmaßnahmen gemäß der StPO müssen als staatliche Grundrechtseingriffe verhältnismäßig sein. Diese meist ungeschriebene Voraussetzung erlangt angesichts zunehmender Ermittlungsmöglichkeiten der Strafverfolgungsbehörden eine neue Relevanz, die sich in der Praxis erst noch Geltung verschaffen muss. Vor diesem Hintergrund werden hier die Anforderungen des Verhältnismäßigkeitsprinzips am Beispiel der Funkzellenabfrage dargestellt. Die Maßnahme hatte zuletzt für erhebliche Diskussionen gesorgt.

### I. Verhältnismäßigkeitsanforderung an Ermittlungsmaßnahmen im Allgemeinen

Strafprozessuale Zwangs- und Ermittlungsmaßnahmen müssen dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit genügen.<sup>1</sup> Teilweise hat bereits der Gesetzgeber diese Abwägung weitgehend vorgenommen – in Form von einschränkenden Voraussetzungen bei den einschlägigen Eingriffsbefugnissen. Hier kommt dem Verhältnismäßigkeitsprinzip als eigenständiger Voraussetzung nur noch eine untergeordnete Bedeutung zu. Daher fristet es in der Praxis bei vielen Ermittlungsmaßnahmen – anders etwa als bei der Untersuchungshaft – eher ein Schattendasein.<sup>2</sup> Mit der stetigen Zunahme gerade heimlicher und auf Daten zielender Ermittlungsmöglichkeiten erlangt das Verhältnismäßigkeitsprinzip als eigenständige, ungeschriebene Voraussetzung strafprozessual allerdings neue Bedeutung. Dies gilt einerseits für Eingriffsnormen, die durch den Gesetzgeber nicht besonders eingegrenzt oder hinreichend bestimmt formuliert worden sind, wie etwa die

Ermittlungsgeneralklauseln der §§ 161 Abs. 1, 163 Abs. 1 StPO<sup>3</sup>, die Beschlagnahme im Fall von Datenbeständen oder die Funkzellenabfrage nach § 100g Abs. 1, 2 Satz 2 StPO. Andererseits wird die kumulative Anwendung verschiedener derartiger Maßnahmen durch die Verhältnismäßigkeitsanforderungen eingeschränkt.<sup>4</sup> In diesen Situationen kommt dem Grundsatz die Rolle zu, Grundrechtseingriffe im Einzelfall zu begrenzen.<sup>5</sup> Er verlangt, dass der jeweilige Eingriff im Hinblick auf den damit angestrebten Zweck geeignet, erforderlich und angemessen ist.<sup>6</sup> Dem müssen sowohl die Rechtsgrundlagen als auch die darauf basierenden Einzelakte genügen. Neben dem Bestimmtheitsgebot und dem absoluten Schutz des Kernbereichs privater Lebensgestaltung misst das *BVerfG* vor allem diesen Anforderungen zentrale Bedeutung für die Begrenzung heimlicher Informationsbeschaffung sowohl im präventiv-polizeilichen und geheimdienstlichen, als auch im strafrechtlichen Bereich zu.<sup>7</sup> Für den Bereich strafprozessualer Maßnahmen ergeben sich danach folgende Konkretisierungen.

Als legitimer Zweck des Eingriffs gelten die Strafverfolgung als öffentliche Aufgabe und das öffentliche Interesse an einer möglichst vollständigen Wahrheitsermittlung im Strafverfahren.<sup>8</sup> Während es bei der Untersuchungshaft zumeist um die Sicherung des Verfahrens geht, dienen Ermittlungsmaßnahmen der Aufklärung mutmaßlicher Straftaten vor allem durch Beschaffung von Beweismitteln.<sup>9</sup> Zu diesem Zweck geeignet sind alle Maßnahmen, bei denen nicht von vorneherein ausgeschlossen ist, dass entsprechende Informa-

\* Der Autor ist Juniorprofessor für Strafrecht und Strafverfahrensrecht an der Freien Universität Berlin.

1 Pfeiffer/Hannich, in: Karlsruher Kommentar (KK) StPO, 6. Aufl. 2008, Einl. Rn. 30 f.; Meyer-Göbner, StPO, 54. Aufl. 2011, Einl. Rn. 20 f.; Wohlers, in: Systematischer Kommentar (SK) StPO, 4. Aufl. 2010, Vor §§ 94 ff. Rn. 3. 2 Siehe aber *BVerfG* NJW 2009, 281; 2011, 1859 ff.; BayVBl 2011, 315 zur Durchsuchung, wo das Verhältnismäßigkeitsprinzip durchaus von Bedeutung sein kann; allgemein Schäfer, in: Löwe-Rosenberg, StPO, 25. Aufl. 2004, Vor § 94 Rn. 121 ff.

3 Dazu Hefendehl StV 2001, 700 ff.

4 *BVerfGE* 112, 304 (319 f.); dazu Puschke, Informationsbeschaffungsmaßnahmen im Rahmen der Strafverfolgung, 2006, S. 132 ff.

5 S. etwa zu § 100a StPO *BGH* NStZ-RR 2011, 148; zur Beschlagnahme von E-Mails *BGH* NJW 2010, 1297.

6 So die ständige Rechtsprechung; siehe nur *BVerfGE* 100, 313 (359 f.); 109, 279 (335 ff.); 113, 348, (385 ff.); 115, 320 (345); 118, 168 (193); 120, 274 (318 f.) (dazu T. Böckenförde JZ 2008, 825); 125, 260 (333 f.) (= JZ 2010, 611 mit Anm. Ohler und Kleszczewski); zur Herleitung Stern, Staatsrecht der Bundesrepublik Deutschland, Bd. III/2, 1994, S. 762 ff.

7 Dazu Puschke/Singelstein NJW 2005, 3534 ff.

8 *BVerfGE* 107, 299 (316).

9 Schäfer, in: Löwe-Rosenberg (Fn. 2), Vor § 94 Rn. 118.