

# Der mündige Anleger – Ideal oder Irrweg?

**VERTRIEB** Der möglichst umfassend aufgeklärte, dabei aber autonom und uneingeschränkt entscheidende Anleger galt viele Jahre lang als Leitbild. Es wird jedoch durch Politik und konkretes Aufsichtsrecht aktuell infrage gestellt. Dies bringt im Einzelfall Einschränkungen, kann aber mittelfristig auch positive Effekte haben.

**O**ftmals unbemerkt haben sich in der letzten Zeit in verschiedenen Anlageklassen konkrete Verbotsmöglichkeiten auch für „an sich“ zulässige Anlageprodukte etabliert. Soweit sie überhaupt von Fachleuten als Randscheinungen in Gesetzestexten bemerkt wurden, herrschte die Meinung vor, dass sie jedenfalls für die Praxis vernachlässigt werden könnten. Ein erster aktueller Fall zeigt, dass dies nicht so ist. Schon der schlichte Entwurf eines Verbots der BaFin hat dazu geführt, dass die dadurch betroffenen sogenannten Bonitätsanleihen Privatkunden fast nirgendwo in Deutschland mehr angeboten werden.

**Nach Schätzungen** sind in dieser Anlageklasse rund sechs Milliarden Euro investiert. Bonitätsanleihen sind ein Kreditderivat. Sie gehören zu den sogenannten Credit Linked Notes und werden in der Regel von Banken begeben. Die Besonderheit liegt darin, dass Banken dabei in ihrer verzinslichen Schuldverschreibung (Anleihe) ein Kreditereignis definieren, das wiederum bei einem oder mehreren ihrer Referenzschuldner eintreten könnte. Tritt dieses Kreditereignis (Insolvenz, Zahlungsausfall, Zahlungsverzug etc.) ein, ist der Emittent seinerseits gegenüber den Anleihegläubigern berechtigt, Zins und/oder die Rückzahlung insgesamt zu kürzen oder auch ganz einzustellen. Der Emittent überträgt damit im Regelfall auf seiner Seite bestehende Kreditrisiken in gewissem Umfang auf seine Kreditgeber; diese erhalten für dieses – zusätzliche – Risiko einen höheren Zins. Der höhere Zinssatz wird mit einem besonderen Risiko erkaufte.

Während manchen solche Finanzinstrumente als interessantes Produkt zur

Bereicherung der Palette der Finanzinstrumente ansehen und die dadurch mögliche Risikodiversifikation hervorheben, sehen andere dies eher als Wette gegen den Kreditausfall von Unternehmen. Auch hinter der lediglich bis zur Ankündigung gereiften Überlegungen der BaFin über ein entsprechendes Produktverbot stand der Gedanke, dass solche Produkte für Privatanleger zu komplex seien und in der Praxis Privatanleger gegenüber dem Kapitalmarktumfeld erhöhte Rendite gern in Anspruch nähmen, aber sich der besonderen Risiken, gerade wenn sie von namhaften Emittenten begeben würden, doch nicht adäquat bewusst wären.

Aufgrund einer Selbstverpflichtung der Emittenten wurde das geplante Verbot am 16. Dezember 2016 zurückgestellt. Die meisten Banken haben inzwischen ihr Neugeschäft gegenüber Privatkunden eingestellt. Egal, wie man zu Credit Linked Notes inhaltlich steht. Der Fall zeigt, dass Produktverbote keineswegs Papiertiger sind und sogar schon im Vorfeld erhebliche Auswirkungen haben können. Tatsächlich greifen diese auch bei anderen Assetklassen weiter um sich. Das Wertpapierhandelsgesetz, das sich auf alle an Finanzmärkten handelbare Aktien, Gesellschaftsanteile, Anleihen, Genussscheine und Derivate einschließlich der Termingeschäfte im Sinne des dortigen Paragraph 2 bezieht, enthält seit 2015 in Paragraph 4b die Möglichkeit umfangreicher, aber abgestufter Produktinterventionen bis hin zu konkreten Produktverboten.

Voraussetzung ist, dass „erhebliche Bedenken für den Anlegerschutz“ bestehen oder „eine Gefahr für den ordnungsgemäße Funktionieren und die Integrität



der Finanz- oder Warenmärkte“ oder die Stabilität des Finanzsystems. Bei Derivaten können auch negative Auswirkungen auf den Preisbildungsmechanismus zur Begründung herangezogen werden.

**Diese Ziele** sind sicher anerkanntswert – dass derart unbestimmte Rechtsbegriffe natürlich einen weiten Auslegungsspielraum zulassen und für Produktgeber wie Vertriebe keine trennscharfe Definition erhalten, gilt aber genauso. Hier wie bei dem daneben noch fortgeltenden „alten“ Paragraph 37g des Wertpapierhandelsgesetzes (Verbot einzelner Finanztermingeschäfte) gilt aber die Besonderheit, dass solche Interventionen auch dann möglich



Thomas Zacher: „Anbieter, Vertrieb und Kunden haben einen Anspruch auf klare Regelungen – für alle Assetklassen und im Vorhinein.“

sind, wenn eigentlich alle Produkt- und Vertriebsanforderungen erfüllt sind. Ähnliche Regelungen finden sich in Art. 42 der MiFIR vom 15. Mai 2014, welche zum 3. Januar 2018 national unmittelbar anwendbares Recht wird. Auch in Art. 17 Abs. 1 der PRIIP-Verordnung von 2014 findet sich die Möglichkeit einer Produktintervention durch die nationale Aufsichtsbehörde.

Ein entsprechender delegierter Rechtsakt zur PRIIP-Verordnung mit Konkretisierungen zu den Produktinterventionsregelungen wurde jedoch vom EU-Parlament im September 2016 zunächst zurückgewiesen. Auch bei anderen Finanzprodukten haben sich oftmals unbemerkt Produktver-

bote etabliert. Während etwa das KAGB immerhin noch mit offenen Visier und abstrakt Spezial-AIFs von dem Angebot an Kleinanleger ausnimmt (§ 1 Abs. 6 KAGB), findet sich ein verstecktes – und wiederum schwierig greifbares – Produktverbot auch in der in deutsches Recht umgesetzten Wohnimmobilienkreditrichtlinie.

**Denn der Gesetzgeber** schreibt in Paragraph 505a Abs. 1 BGB nun ausdrücklich vor, dass der Darlehensgeber bei einem Verbraucherdarlehensvertrag keine erheblichen Zweifel an der Kreditwürdigkeit des Darlehensnehmers bestehen dürfen. Anderenfalls darf ein Vertragsab-

schluss – auch wenn der Kreditgeber über alle Bedenken und Risiken aufgeklärt wurde und dies trotzdem wünscht – nicht erfolgen. Über die Sanktionen streiten derzeit noch die Fachleute.

Während aus Paragraph 505d BGB „nur“ für den Darlehensgeber negative Sanktionen im Rahmen des Darlehensverhältnisses selbst bis hin zur jederzeitigen Kündbarkeit resultieren, mehren sich andere Stimmen, welche auch hier unter Rekurs auf die Verletzung allgemeiner Beratungspflichten ein Recht des Kunden sehen, bei Verstößen gegen diese „paternalistische“ Kreditwürdigkeitsprüfung alle Risiken aus dem Darlehen und dem

finanzierten Objekt auf den Darlehensgeber abzuwälzen. Dieser Punkt wird in den nächsten Jahren sicher noch die Gerichte beschäftigen. Auch hier steht im Übrigen eine Neuregelung ins Haus, welche im Einzelfall trotz dieser Regelungen Interventionen der BaFin bei der Kreditvergabe im Falle einer Störung der Finanzmärkte zusätzlich erlauben soll. Tatsächlich besteht damit schon jetzt für fast alle wichtigen Anlageprodukte (Aktien, Anleihen, Derivate und sonstige Wertpapiere sowie Termingeschäfte und auch Beteiligungsprodukte wie AIFs) eine Situation, welche unabhängig von einer generell erteilten Erlaubnis im Einzelfall ein Produkt einschränken oder gar verbieten kann. Weitere Produktinterventionsregelungen werden folgen.

**Nach Art. 39 ff. MiFIR** werden ab 3. Januar 2018 nicht nur die nationalen Behörden solche Maßnahmen ergreifen können, sondern auch die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) und für bestimmte strukturierte Anlagen die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) Produktinterventionsbefugnisse haben. Dies insbesondere auch dann, wenn aus europäischer Sicht die nationale Aufsicht keine hinreichenden Maßnahmen ergreift. In Großbritannien hat die FCA bereits vor einiger Zeit sogenannte CoCos (Contingent Convertible Bonds – festverzinsliche Anleihen mit zwingender Umwandlung in Aktien bei bestimmten Ereignissen) verboten. Auch die BaFin hält diese für Privatkunden nicht geeignet.

Dies steht in einem gewissen Gegensatz der Entwicklung der letzten Jahrzehnte. Zwar gab es auch früher schon vereinzelt anlegerschützende Produktinterventionsregelungen (so z. B. in den Paragrafen 63, 64, 69 u. 70 Börsengesetz 1998), der grundsätzliche Ansatz war jedoch ein anderer: Unter den Stichworten des informationsbasierten Anlegerschutzes der Sichtweise des Anlegers als aufgeklärter „homo oeconomicus“ oder mit Schlagworten wie „sunlight is the best disinfection“ wurde ein Anlegerschutz propagiert, welcher den Kunden eine Anlageentscheidung auf möglichst „gleicher Augenhöhe“ mit dem Anbieter oder Vertrieb ermöglichen sollte.

Auch dem Privatanleger konnten – und sollten, jedenfalls in Phasen des wirtschaftlichen Aufschwungs – nahezu alle Produkte angeboten werden, unabhängig

von ihrer Komplexität und den Risiken. Bedingung war und ist lediglich, dass ihm alle Informationen hierzu vom Produktgeber (in der Regel durch einen Prospekt und ergänzende Kurzinformativen) wie auch den Vertrieb durch Erläuterung, Plausibilitätsprüfung und Anpassung an seine persönlichen Wünsche und Bedürfnisse nahegebracht wurden. Dies wird durch immer differenziertere Regelungen zur Produktdarstellung und Aufklärung präventiv sichergestellt, aber auch durch eine leider nicht deckungsgleiche Entwicklung der zivilrechtlichen Rechtsprechung, welche im Rahmen von Schadensersatzprozessen zum Teil sehr weite diesbezügliche Anforderungen stellt.

Nicht ganz zu Unrecht haben manche Marktbeobachter – man denke etwa an die zunächst recht einseitige Rechtsprechung zu den Aufklärungspflichten bei geschlossenen Fonds Mitte der 1990er-Jahre oder die nach wie vor andauernde Unsicherheit über den Umfang der Aufklärungspflichten bei Swap-Geschäften – darauf hingewiesen, dass den Finanzmarktanbietern hier manchmal Steine statt Brot gegeben worden ist: Statt eindeutige und im Vorhinein klare Regelungen zu definieren, wann ein bestimmtes Produkt erlaubt und für den Privatkundenvertrieb zulässig ist, würde im Nachhinein bei Problemen in dieser Produktklasse ein Anforderungskatalog kreiert, an dem im Vorhinein – weder auf Anbieter- noch auf Kundenseite – niemand gedacht habe.

Auch eine aufsichtsrechtliche Gestattung und eine zusätzliche Prüfung durch externe Fachleute, wie etwa im Rahmen von IDW-S-4-Gutachten, schütze dabei nicht, wie die Rechtsprechung zeige. Es verwundert dabei nicht, dass mancher Marktteilnehmer, aber auch entsprechende Verbände, einer maßvollen Regulierung und Einschränkung durchaus begrüßt haben – in der Hoffnung, damit aber auch zugleich eindeutige „Spielregeln“ für die von ihnen angebotenen Produkte zu erhalten. Dieses Kalkül hat sich bisher aber nur selten bewahrheitet – die aufsichtsrechtlichen Anforderungen sind gestiegen, ohne dass hierdurch zugleich ein „save harbor“ für seriöse Produkthanbieter und den entsprechenden Vertrieb geschaffen wurde.

Insoweit könnten Produkteinschränkungen – wie sie im Übrigen auch schon in vielen durchaus nicht finanzmarkt-

feindlichen Ländern, wie etwa der Schweiz, für Privatkunden gelten – tatsächlich eine „ehrlichere Lösung“ sein. Dies allerdings nur dann, wenn sie eindeutig und im Vorhinein bestimmbar wären und damit auch als Alternative zu manchen erst im Nachhinein greifende Sanktion zunächst erlaubter Produkte eingreifen würden. Man kann sicher über die (mangelnde) Eignung mancher Produkte für Privatanleger nachdenken, wenn gleichzeitig diesseits der „red line“ eine Zulässigkeit ohne Wenn und Aber und klar definierten Angebots und Vertriebsbedingungen besteht.

Schafft man hingegen trotz Beibehaltung manchmal schon praxisferner Aufklärungsanforderungen eine neue Kategorie „nachträglich im Einzelfall verbotener Produkte“, eröffnet man tatsächlich wiederum einen neuen, diesmal staatlich verursachten „grauen Kapitalmarkt“. Neben der Abkehr vom Leitbild des „mündigen Verbrauchers“ – zu der man sich dann offen bekennen müsste – entstünden weitreichende Folgefragen. Welche „Ausstrahlungswirkung“ haben solche Produktverbote auf andere benachbarte Assets bzw. die Angebote bis zum Verbotstichtag – wären diese etwa bis dahin aufsichtsrechtlich erlaubt, aber generell zivilrechtlich pflichtwidrig?

**Anbieter, Anlagevertrieb** und Kunden haben Anspruch auf klare Regelungen. Für alle Assetklassen und im Vorhinein. Wenn es der Klarheit hilft und es wohl abgewogener politischer Wille ist, kann man mit präventiven – und konjunkturunabhängigen – Produktverboten besser leben als mit späteren Haftungs-sanktionen, wenn sich im Nachhinein Risiken für die Privatkunden realisiert haben sollten. Mit einem unklaren und jeweils erst in der Nachschau eingreifenden Nebeneinanderher von unbegrenztem Vertrauen in den mündigen Anleger bei extensiver Aufklärung und zugleich nachträglicher Intervention (trotz dieser Aufklärung) werden jedoch Märkte nur verunsichert. Der europäische und deutsche Gesetzgeber sollten sich für einen Weg entscheiden – und dabei dann konsequent, aber mit Augenmaß auf ihm bleiben. ■

Autor Professor Dr. **Thomas Zacher** ist Partner der Kanzlei Zacher & Partner Rechtsanwälte in Köln und Professor an der FHDW Bergisch Gladbach.