



# infobrief 3/09

**Mittwoch, 21. Januar 2009**

**AT / MF in Zus. mit RA Husack**

- Seit 1995 - **Ein Service des iff für die Verbraucherzentralen und den VZBV** - Seit 1995 -

Infobriefe im Internet: <http://news.iff-hh.de/index.php?id=2599>

## Stichwörter

Zertifikate, Garantie-Zertifikate, Alpha-Express-Zertifikate, Risiken, Aufklärungs- und Beratungsverschulden, Lehman Brothers, Dresdner Bank, Citibank, Urteile LG Hamburg

## 1 Sachverhalt

Aufgrund des Hinweises von Rechtsanwalt Husack bezüglich der unterschiedlichen Zertifikate, die in den letzten Jahren verkauft wurden, insbesondere auch im Zusammenhang mit Lehman Brothers, und einem entsprechenden Anerkenntnis-Urteil des LG Hamburg geht der folgende Infobrief noch einmal im Detail auf die unterschiede bestimmter Zertifikate ein und beleuchtet insbesondere die Risiken von so genannten Alpha-Zertifikaten.

## 2 Stellungnahme

### 2.1 Urteile des LG Hamburg

In einem Anerkenntnisurteil des Landgerichts Hamburg vom 30.06.2008 (Az. 319 O 125/08) hat das Landgericht Hamburg die Dresdner Bank verurteilt, an ihren Kunden 21.179,13 EUR Zug um Zug gegen Rückgabe des Lehman Brothers Treas.co.b.v. Glob.ChamZT07 (13.3.10) index Bskt. Zertifikats mit der ISIN DE000A0MJHE1 zu zahlen. Die Entscheidung erging zeitlich vor dem Bekanntwerden der Insolvenz der Lehman-Brothers.

Bei dem zweiten Urteil des Landgerichts vom 15.12.2008 (Az. 318 O 4/08) wurde die Dresdner Bank verurteilt, 12.249,61 EUR an den Verbraucher zu bezahlen. Dem Verbraucher wurde ein Dresdner Alpha Express Zertifikat II am 07.05.2007 nach einem Beratungsgespräch als Alternative zu einem bestehenden Geldmarktfonds angeboten. Der Verbraucher kaufte daraufhin für 34.965 EUR Nennwert das empfohlene Alpha Zertifikat. Es wurde von der Bankmitarbeiterin als sichere Anlage dargestellt. Nachdem das Zertifikat kontinuierlich an Wert verlor, verkaufte der Verbraucher das Zertifikat im Dezember 2007 zu einem Kurswert von ca. 22.000,- EUR.

Beide Entscheidungen stehen nicht mit der Insolvenz von Lehman Brothers direkt in Bezug. Das Emittentenrisiko hat sich in diesen Fällen nicht verwirklicht. Vielmehr handelt es sich um Fälle von Aufklärungs- und Beratungsverschulden beim Verkauf von komplexen Zertifikaten, wie es in den vergangenen Jahren oft vorgekommen ist. Beide Urteile wurden von Rechtsanwalt Husack aus Hamburg mitgeteilt.

## 2.2 Garantie-Zertifikate

Ein Garantie-Zertifikat ist „ein Anlageprodukt mit garantierter Rückzahlung des Kapitals zum Nennwert bei stark begrenzter Beteiligung an Kursgewinnen. Garantie-Zertifikate sichern die Rückzahlung des eingesetzten Kapitals und gewähren meistens eine, wenn auch geringe, Verzinsung. Zudem erlauben sie dem Anleger, an Kursgewinnen zu partizipieren. Allerdings erkaufte sich der Anleger die gewonnene Sicherheit mit geringeren Gewinnen. Deshalb ist die Partizipationsrate an der Wertentwicklung des zugrunde liegenden Basiswertes geringer als z.B. bei Index- oder Aktienzertifikaten, die die Entwicklung eins zu eins nachbilden. Je höher die garantierte Verzinsung (Kupon), desto geringer ist die Partizipationsrate.“ Quelle: <http://deutsche-boerse.com>

Gemeinsam ist allen (**klassischen**) Garantie-Zertifikaten die **Kapitalgarantie zum Ende der Laufzeit**. Meistens sollten die Kunden bei Anstieg von vorher festgelegten Börsenkursen (Aktien, Indizes) über die garantierte Verzinsung hinaus davon profitieren, allerdings in geringerem Maße als der eigentliche Börsenanstieg betrug. Bei Garantie-Zertifikaten bestand neben einer möglicherweise niedrigen Verzinsung und verhältnismäßig geringen Partizipation von Börsenanstiegen das **Risiko vor allem im Ausfall des Emittenten**, der die Garantie gegeben hat. Sicherungsinstrumente wie Einlagensicherungsfonds existieren bei Zertifikaten als Inhaberschuldverschreibungen nicht, so dass die Zahlungsunfähigkeit des Emittenten in der Regel einem Totalverlust gleichkommt.


Angebote & Produkte → Aktuelle Angebote → Asset Allokation

### Asset Allokation




#### Sicherheitsorientiert anlegen - mit Asset Allokation.

Mit der richtigen, individuellen Zusammensetzung steigen die Erfolgchancen eines Depots erheblich. Allerdings ist die gezielte Streuung des Vermögens auf die unterschiedlichen Wertpapierklassen und -regionen auch eine komplexe Angelegenheit.

Damit Sie Ihre Anlageentscheidungen so gut und souverän wie möglich treffen können, bietet Ihnen die DAB bank neben den üblichen Produktinformationen wie Auflassungsschwerpunkt und Chancen-Sicherheitsklasse eine weitere wichtige Orientierung für Ihre Anlageentscheidung: Die Strukturierung unseres Angebots in **Basisinvestments** und **Beimischungen**.



Mit nachfolgenden Angeboten bieten wir Ihnen die Gelegenheit, das Chancen-Sicherheits-Verhältnis Ihres Depots individuell zu optimieren. [Mehr zum Thema Sicherheit →](#)

<b>Fonds des Monats - 209,42 % in 5 Jahren</b>	<b>6% p. a. für 4 Jahre!</b>	<b>Chance auf 40% Ertrag!</b>
 <p>Setzen Sie mit dem M&amp;G Global Basics Fund auf langfristige und in jeder Wirtschaftsphase stabile Erträge. Und das mit <b>70% Discount</b> auf den regulären Ausgabeaufschlag!</p> <p><a href="#">Zum Fonds →</a></p>	 <p>Sichern Sie sich mit der 4x8 % Deutschland Garant Anleihe sichere Kupons und die Chance auf mehr!</p> <p><a href="#">Mehr zur Anleihe →</a></p>	 <p>Setzen Sie mit dem Garant Cap Zertifikat auf den DJ Euro Stoxx 50 gut gesichert auf Europas Blue Chips!</p> <p><a href="#">Mehr zum Zertifikat →</a></p>
<b>Basisinvestments</b> <p>Basisinvestments können den Grundstock jedes Depots bilden. Sie haben bestimmte Eigenschaften wie eine besonders breite Streuung (globale Aktienfonds und Zertifikate), hohe Sicherheit (Zinsangebote, Anleihen) oder integrierte Vermögensverwaltung (Verwalter-Fonds).</p> <ul style="list-style-type: none"><li>■ Setzen Sie auf langfristige und stabile Erträge: <b>M&amp;G Global Basics Fund*</b> →</li></ul>	<b>Beimischungen</b> <p>Beimischungen können für Depots das Salz in der Suppe sein. Sie geben einem Portfolio - je nach individueller Strategie - erst den richtigen Kick in die gewünschte Richtung. Das können beispielsweise Branchen- und Länderfonds bzw. Zertifikate oder Beteiligungen sein.</p> <ul style="list-style-type: none"><li>■ Mit bis zu 40 % Ertrag - inklusive Kapitalschutz: <b>HVB Garant Cap Zertifikat auf den DJ Euro Stoxx 50*</b></li></ul>	

/...3

Garantie-Zertifikate wurden und werden von unterschiedlichen Banken verkauft, vorstehend befindet sich das Beispiel einer Werbung der Direktbank DAB Bank vom 12.07.2008 für Lehman Brothers Zertifikate mit einer „Garantie“ von 4 x 6 % (vier Jahre lang 6 % Zinsen), garantiert durch den „Emittenten“, Lehman Brothers. Die Süddeutsche Zeitung berichtete über die bestehenden Risiken am 15.09.2008 nach Ausfall des Emittenten: „Lehman-Kollaps: Garantiert riskant“ von Thomas Öchsner.

Ein weiteres Risiko sind zwischenzeitliche Wertzuwächse. Wer klassische Garantie-Zertifikate zu einem höheren **Börsenwert** kauft, als die Garantie am Ende der Laufzeit, kann ebenso Kursverluste erleiden.

Garantie-Zertifikate haben sich in viele **unterschiedliche Produktarten** aufgeteilt: Capped Garantie Zertifikat, Average Garantie Zertifikat, Twin-Win Garantie Zertifikat, Alpha Garantie Zertifikat, Kurs-Garantie-Zertifikat etc. Inwieweit eine Kapitalerhaltgarantie mit einem „Garantie-Zertifikat“ verbunden ist, hängt von den einzelnen Bedingungen ab, die in der Regel **schwer zu durchschauen** sind:

### Beispiel

Ladder-Garantie Zertifikat auf DJ EuroStoxx 50 (Kurs) [HSBC Trinkaus & Burkhardt], WKN: TB0N1Z, ISIN: DE000TB0N1Z2:

„Das Zertifikat partizipiert an der Entwicklung des Underlyings und ist gegen gewisse Kursrückgänge während der Laufzeit gesichert. Zusätzlich bestimmen einmal erreichte Sicherungsniveaus die zukünftige Mindestrückzahlung. So ergeben sich in Abhängigkeit vom Kursverlauf des Underlyings bei Fälligkeit folgende Rückzahlungsvarianten: Variante 1) Wird ein Sicherungsniveau erreicht oder überschritten, wird der Nennwert multipliziert mit dem Performancefaktor ausgezahlt. Der Performancefaktor ergibt sich aus dem höchsten erreichten Sicherungsniveau (prozentual) und der tatsächlich erzielten Underlyingperformance (Schlusskurs / Anfangskurs) wie folgt:  $\text{Performancefaktor} = 100\% + \text{Partizipationsrate} * (\max [\text{Sicherungsniveau}; \text{Underlyingperformance}] - 1)$ . Variante 2) Wenn kein Sicherungsniveau erreicht wurde, aber auch der Schwellenkurs nicht erreicht oder unterschritten wurde, wird der Nennbetrag ausgezahlt. Variante 3) Wenn kein Sicherungsniveau erreicht wurde, aber der Schwellenkurs erreicht oder unterschritten wurde, partizipiert das Zertifikat an der Underlyingentwicklung, unterhalb des Anfangskurses zu 100% und oberhalb des Anfangskurses mit der Partizipationsrate.“

*Kurzbeschreibung entnommen von: [www.comdirect.de](http://www.comdirect.de)*

Zudem ist der Begriff „Garantie-Zertifikat“ **juristisch nicht geschützt**. Daher können Produkte auch als Garantie-Zertifikate bezeichnet werden, ohne dass der volle Kapitalerhalt am Ende der Laufzeit besteht. Zum Beispiel können nur bestimmte Rückzahlungen garantiert werden (90 %) oder die **Garantie von bestimmten Bedingungen abhängen** (maximaler Verlust

/...4

eines Indices um 30 % in einer definierten Periode). Tritt die Bedingung nicht ein, zum Beispiel weil es zu Kursverlusten über 30 % oder 40 % kam, wie im Jahr 2008 an den Börsen, kann es sein, dass der Verbraucher statt seines eingesetzten Kapitals Aktien zum aktuellen Börsenwert erhält, die gesamten Verluste des Indices trägt oder Totalverlust eintritt.

## 2.3 Alpha-Zertifikate

Alpha-Zertifikate sind dagegen völlig anders aufgebaut. Sie stellen eine Wette zwischen verschiedenen Kursverläufen, in der Regel Börsenindices, dar. Der Begriff „Alpha-Zertifikat“ wird von der Deutschen Börse nicht ausgewiesen. Der Anbieter Börse-Online definiert ein Alpha-Zertifikat folgendermaßen: „Diese Struktur bietet die Überrendite oder den Mehrertrag (das Alpha) eines Anlageinstruments im Verhältnis zu einem Referenzmarkt. Das kann zum Beispiel die Outperformance einer Dividendenstrategie im Vergleich zu einem Standardindex sein. Sofern der Mehrertrag stabil bleibt, verdient der Anleger bei steigenden wie bei fallenden Kursen. Deshalb gelten Alpha-Zertifikate als marktneutral. Ändert sich jedoch die Relation, wird aus dem Mehrertrag ein Minderertrag, wird Alpha negativ. Dann fallen Verluste an. Alpha-Zertifikate werden häufig mit anderen Zertifikatmerkmalen kombiniert, zum Beispiel mit Bonus-, Expressstrukturen sowie Kapitalschutz.“

Alpha-Zertifikate wurden im Jahr 2006 von den Banken und in den Medien als interessante Geldanlageform beworben. Siehe zum Beispiel den Beitrag der ARD vom 13.10.2006 „Alpha-Zertifikate: Wetten auf den Sieger“. Die Risiken bei Alpha-Zertifikaten sind aber vielfältig:

- Das Anlegerrisiko hängt von der unterschiedlichen Marktentwicklung verschiedener Indices ab. Selbst bei steigenden Kursen kann das für das Zertifikat einen Totalverlust bedeuten, da es nur auf den relativen Performanceunterschied der Indices ankommt. Daher bedarf es vertiefter Kenntnisse über die Entwicklung der zugrunde liegenden Indices, ihrer Korrelation zueinander und der Wahrscheinlichkeiten ihrer zukünftigen Entwicklung, um das Anlegerrisiko wirklich beurteilen zu können.
- Die Verkäufer der Bank können in der Regel nicht darlegen, wieso der eine Index den anderen Index in Zukunft schlagen soll, welche Faktoren dafür und welche dagegen sprechen und wie die Faktoren zum derzeitigen Zeitpunkt zu bewerten und miteinander zu gewichten sind.
- In der Regel wird an eine mögliche Outperformance von bestimmten Indices – zum Beispiel dividendenorientierte Anlagenindices gegenüber normalen Indices – angeknüpft.
- Schließlich erwirbt der Anleger keine Beteiligung an einem Unternehmen, sondern erhält nur eine ungesicherte Inhaberschuldverschreibung der Bank.

/...5

Rechtsanwalt Husack (Hamburg) weist zudem darauf hin, dass

- in der Regel kein Sekundärmarkt für Zertifikate existiert. Zertifikate werden daher in der Regel von den Emittenten zu von ihnen gebildeten Ankaufskursen zurückgenommen, die nicht den Markt widerspiegeln.
- **Kick-Backs, Margen und Provisionen** oft nicht ausgewiesen werden. Banken kaufen manchmal große Kontingente von Zertifikaten an und verkaufen sie zu einem höheren Preis weiter. Die ausgewiesene Transaktionsgebühr entspricht nicht der Summe, die die Bank an dem Verkauf tatsächlich verdient. Die Rechtsprechung zu Kick-Backs kann hier entsprechend herangezogen werden, denn durch die höhere Marge der Bank reduzieren sich die Chancen des Anlegers, ohne dass er dies erkennen kann. Zudem dürfte die Bank auch hier ihre eigene Interessenlage am Verdienen der Marge offenbaren müssen.
- zum Teil **unterschiedliche Indices** verglichen werden, die zum Teil einen Performance-Index (z.B. DAX), zum Teil einen Preis (= Kurs)-Index (z.B. DivDAX) darstellen. Selbst wenn sich die Einzelwerte gleich verhalten, kommt es dadurch zu Abweichungen, weil Dividenden teilweise mit einberechnet (Performance-Index), teilweise beim Index außen vor gelassen werden (Preis-Index),
- durch die **Festlegung der Bewertungstermine** die Chancen zum Nachteil der Anleger verringert werden können. Etwa dann, wenn der anfängliche Bewertungstag vor den Hauptversammlungen der Aktiengesellschaften war und die Bewertungstage nach den Hauptversammlungen, weil der Preis-Index dann nach den jährlich zu erwartenden Dividendenausschüttungen automatisch fällt (Kurs Ex-Dividende).
- die Emittenten schon vorab Indices wählen können, bei denen sich einem Anleger innewohnende Nachteile nicht erschließen, zum Beispiel die Übergewichtung von Finanzdienstleistern im DivDAX (ca. 20 %), verglichen z.B. mit dem DAX (ca.9 %).
- durch Erreichen von so genannten **Schwellenwerten bzw. durch ein Knock-Out** ein Totalverlust selbst bei steigenden Aktienkursen eintreten kann.

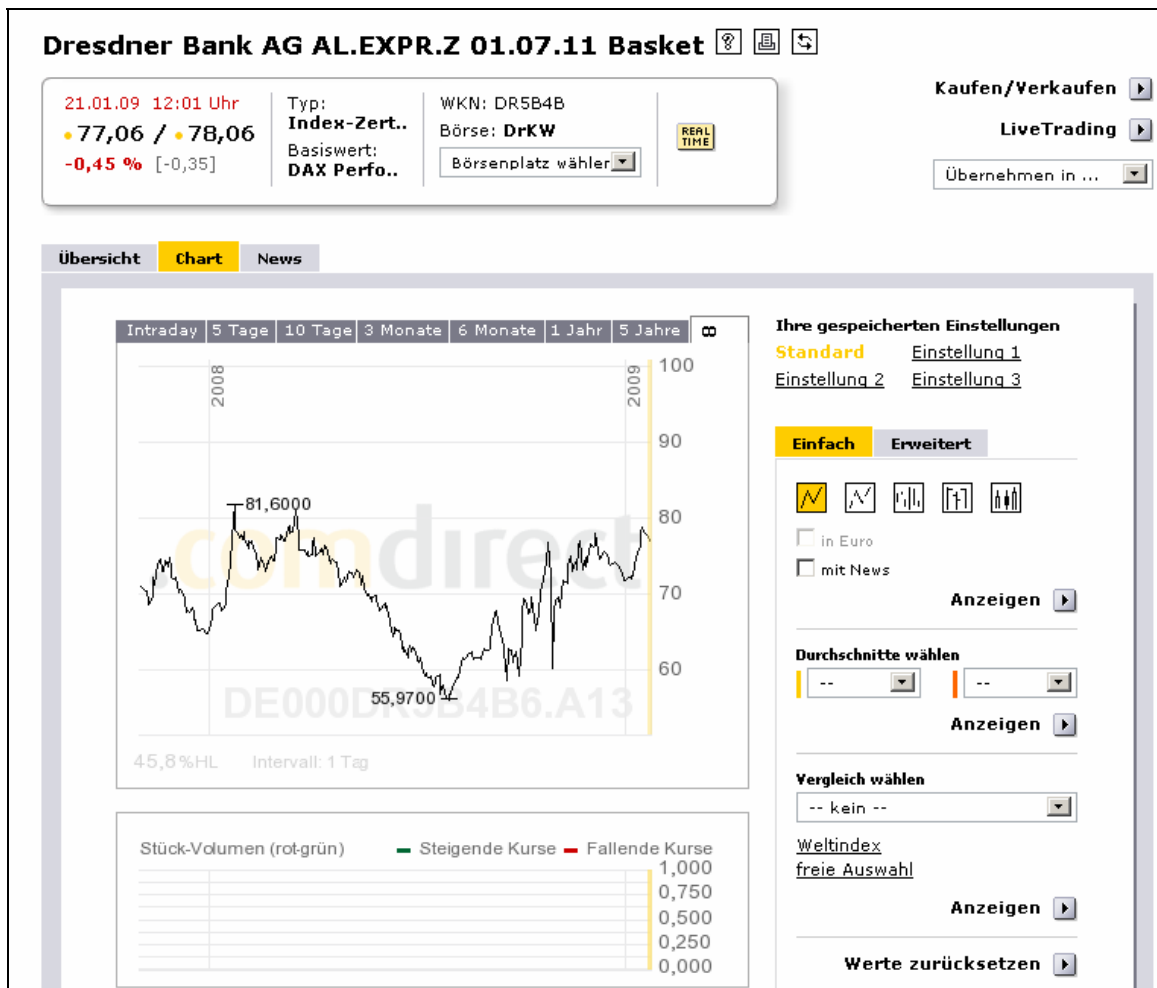
## 2.4 Das Alpha-Express-Zertifikat der Dresdner Bank

Bei dem hier vorgestellten Alpha-Express-Zertifikat gibt es keinen Knock-Out, nur Schwellenwerte, am Ende kann aber der Wert insgesamt auf 0 fallen. Der Kurs dieses Zertifikats hat sich im letzten Jahr wieder relativ erholt. Am 23.07.2008 war der erste Stichtag. Soweit sich der DJ Eurostoxx Select Dividend 30-Index prozentual besser in dieser Zeit entwickelt als der DAX 30 Total Return Index, erhält der Anleger neben dem Kapital 16,75 % Prämie. Ausgangsdatum für die Bewertung ist der 24.04.2007. Tritt die Bedingung ein, werden die Prämie und das eingesetzte Kapital komplett ausgezahlt. Es gibt weitere drei Stichtage am 23.07.2009, 26.07.2010 und 01.07.2011, bei denen jeweils höhere Prämien mit dem eingesetzten Kapital ausgeschüttet werden, wenn die oben genannte Bedingung eintritt. Die Berechnung erfolgt immer im Ver-

/...6

hältnis zum ersten Stichtag. Bemerkenswert ist hier, dass der anfängliche Bewertungstag (24.04.2007) vor den meisten Hauptversammlungen der in den Indices enthaltenen Aktiengesellschaften liegt und die jeweiligen Bewertungstage im Juli nach den Hauptversammlungen. Bereits hieraus ergibt sich eine Wahrscheinlichkeit für eine tendenziell bessere Bewertung des DAX.

Der Schwellenwert liegt bei 40 % relativem Verlust zwischen den beiden Indices. Schneidet der genannte Eurostoxx um 40 % oder schlechter als der DAX im Verhältnis ab, erhält der Anleger nach einer Formel einen anteiligen Wert, der bis auf 0 fallen kann. Dies ist zum Beispiel dann der Fall, wenn der genannte Dividendenindex um 50 % zu seinem Ausgangswert fällt und der genannte DAX Index in der Zeit um 50 % steigt. Ein Totalverlust ist daher bei diesem Papier möglich, aber eher unwahrscheinlich, da Dividendenindex und DAX miteinander über gemeinsame Werte verfügen und damit unmittelbar korrelieren. Erhebliche Wertschwankungen sind dagegen bei derartigen Papieren auf Grund der Konstruktion zu erwarten, wie die bisherige Entwicklung dieses Zertifikats zeigt. Die wirklichen Risiken kann ein normaler Anleger in der Regel nicht einschätzen, zumal bei dem Zertifikat zwei unterschiedliche Prinzipien miteinander verbunden wurden (Express und Alpha) und auch das iff selbst kann die Risiken und zukünftige Entwicklung nicht im Ansatz abschätzen.



/...7

Grundsätzlich gilt bei derartigen Zertifikaten: Beide Indices können gut laufen, trotzdem kann der Anleger Kapital verlieren, wenn der DAX relativ an den Stichtagen besser dasteht als der genannte Dividendenindex. Dafür kann aber auch bei fallenden Kursen der Anleger positiv dastehen, weil es nur auf die relative Performancedifferenz ankommt. Daher entwickelt sich der Wert dieser Papiere nicht wie die Indices (Alpha-Prinzip). Volkswirte sprechen davon, dass das Marktrisiko dadurch eliminiert wird. Empfohlen wurden diese Papiere daher von Anlageberatern und in den Medien in der Regel als Beimischung wegen der geringen Korrelation mit der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung.

Express-Zertifikate sind eigentlich für einen erwarteten Seitwärtstrend konstruiert und nur bis zum ersten Beobachtungszeitpunkt ausgelegt. Auch bei geringen Aktiengewinnen kann ein derartiges Zertifikat in einem Jahr eine Rendite von 16,75 % erwirtschaften. Ein Anleger erwartet eigentlich einen Rückfluss nach einem Jahr aufgrund seiner eigenen Markteinschätzung. Darüber hinausgehende Prognosen sind bei derartigen Zertifikaten nicht möglich.

## 2.5 Bewertung

Alpha-Express-Zertifikate sind hoch risikobehaftet und dienen der kurzfristigen Spekulation auf eine bestimmte Marktentwicklung. Sie sind weder mit der langfristigen Anlage in Aktien- und Rentenfonds zu vergleichen noch mit einer liquiden Anlage von Kapital in Geldmarktfonds. Sie werden darüber hinaus nur als Beimischung zu einem Depot empfohlen. Nicht nachzuvollziehen ist, wie eine Bank bzw. der Mitarbeiter einen Privatanleger von einem Geldmarktfonds hin zu einem Alpha-Express-Zertifikat beraten konnte.

Die Konstruktion von Alpha-Zertifikaten ist für einen Anleger in der Regel nicht zu durchschauen. Der Aufwand und die Risiken der Bewertung sind selbst für professionelle Anleger so hoch, dass sie in der Regel nicht in derartige Zertifikate investieren, sondern nur in ganz einfach gestrickte Zertifikate, die zum Beispiel Indices exakt nachbilden.

Aufgrund der besonderen Risiken hat das Landgericht Hamburg Alpha-Zertifikate als eine „völlig andere Anlageform als bei dem Erwerb von Aktien oder dem Erwerb von Anteilen an Aktiefonds“ bezeichnet. (LG Hamburg S. 9). Das Gericht kommt daher zum Fazit, dass es sich bei derartigen **Alpha-Zertifikaten** um ein

### **„reines Spekulationspapier mit Wettcharakter“**

handelt (LG Hamburg vom 15.12.2008, Az. 318 O 4/08, S. 9). Dies entspricht auch der Einschätzung des iff.

Anzumerken ist noch, dass die Citibank auch entsprechende Alpha-Express-Zertifikate von Lehman Brothers vertrieben hat. Die Entscheidung des Landgerichts Hamburg kann daher auch für entsprechende Lehman-Fälle von Bedeutung sein.

/...8

### 3 Fazit

Der Begriff „Garantie-Zertifikate“ ist juristisch nicht geschützt. Klassischerweise bezeichnet man damit Inhaberschuldverschreibungen, die am Ende der Laufzeit eine Garantie des Kapitalerhalts durch den Emittenten beinhalten und bei dem der Käufer an Kursgewinnen von Aktien oder Indices partizipieren kann. Garantien können im Einzelfall sehr unterschiedlich ausfallen und auf bestimmte Situationen begrenzt sein.

Bei klassischen Garantie-Zertifikaten besteht vor allem ein Emittentenrisiko (Ausfallrisiko), weil die Einlagensicherungen hier nicht greifen. Die Insolvenz von Lehman Brothers hat das deutlich gemacht. Darüber wurden Kunden in der Regel nicht aufgeklärt bzw. korrekt beraten.

Alpha-(Express)-Zertifikate sind dagegen eine Form von Zertifikaten, die ein „Spekulationspapier mit Wettcharakter“ darstellen (LG Hamburg). Selbst professionelle Anleger meiden derartige Anlageformen, weil die Risiken und Chancen selbst von Mathematikern sehr schwer zu durchschauen sind und nur von den Emittenten selbst wirklich abgeschätzt werden können. Das Risiko einer Übervorteilung der Anleger und einer Falscheinschätzung der Risiken sind dadurch gegeben. Für Privatanleger sind derartige Papiere grundsätzlich nicht zu empfehlen.

Die Verkäufer selbst können in der Regel nicht die Risiken und Chancen derartiger Papiere wirklich erklären. Die Unterlagen zu den Zertifikaten kann ein privater Anleger ohne professionelle Unterstützung nicht verstehen. Oft verstößt daher eine Bank hier beim Verkauf gegen ihre Beratungs- und Aufklärungspflichten. Das kann bei fehlender oder unzureichender Aufklärung auch eine Direktbank treffen.