

Die Komplexität internationaler Finanzmärkte - Einfallstor für Kriminalität

Prof. Dr. Christian Schröder*

Manuskript des Vortrags im Rahmen der BKA-Herbsttagung 2008.

I. Einführung

Die Finanzmärkte der Gegenwart sind international eng miteinander verwoben. Die Marktteilnehmer haben den Prozess der Globalisierung nicht nur beschleunigt, sondern teilweise angeführt. Das letzte Jahrzehnt war jedoch nicht nur von einer Internationalisierung des Finanzgeschäfts geprägt, sondern zeitgleich nahm die Zahl von Akteuren mit höchst unterschiedlichen Motiven oder Geschäftsansätzen (Hedgefonds, Private Equity, Venture Capital) und die Zahl der sogenannten Finanzprodukte (Verbriefung von Kreditrisiken, Derivate, Zertifikate) zu. Dadurch ist eine sehr komplexe und selbst für Fachleute bisweilen nur schwer zu durchschauende Finanzwelt entstanden, weshalb man von einer Komplexität internationaler Finanzmärkte sprechen kann.

II. Komplexität als Einfallstor für Kriminalität

Es entspricht gefestigtem kriminalistischem und strafrechtlichem Erfahrungswissen, dass ein fehlendes Verständnis für komplexe Finanzgeschäfte und für die damit einhergehende Gefahrenlage zu einer entsprechenden Kriminalität führen kann, durch welche die Komplexität ausgenutzt wird. Lassen Sie mich dazu ein Beispiel benennen: In Deutschland ist es in den 70er und 80er Jahren Warenterminoptionsvermittlern immer wieder gelungen, zumeist gut verdienende oder sonst wohlhabende Privatleute zum Kauf von „Call-Optionen“ (also Kaufoptionen) auf Rohstoffe wie Öl oder Gold zu bewegen. Da der Abschluss

* Prof. Dr. Christian Schröder, Berlin, Universitätsprofessor für Straf- und Strafprozessrecht an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, www.jura.uni-halle.de/schroeder; Kontakt über schroeder@jura.uni-halle.de.

solcher Geschäfte bis zum Jahre 1990 in Deutschland für Private nicht möglich war, wurden ausländische Rohstoffbörsen als Handelsplatz gewählt. Die von den Privatleuten eingegangenen Geschäfte wurden von den Vermittlern mit derart hohen Provisionsaufschlägen versehen, dass bei Abschluss solcher Geschäfte ein Gewinn von Anfang an ausgeschlossen war. Zahlreichen Gerichtsentscheidungen dazu ist zu entnehmen, dass die Privatanleger die Gefahrenlage des Optionskaufs, also die Möglichkeit des Totalverlusts des eingesetzten Kapitals, nicht im Auge hatten und dass sie insbesondere auch nicht erkannt hatten, dass die Nebenkosten des Geschäfts in Gestalt von Provisionen und Vermittlungsaufschlägen so hoch waren, dass der Abschluss von Anfang an ohne jede Ertragschance war.¹ Der Anleger meinte also, eine realistische Gewinnchance zu haben, die es jedoch nicht gab. Freilich wurde der Anleger regelmäßig darüber, eine Gewinnchance zu haben, vom Vermittler auch getäuscht, was aber nichts am Befund ändert: Der Anleger war ein Geschäft eingegangen, dessen Risiken und Ertragschancen er nicht überblickte.

Damit haben wir es mit einem Phänomen zu tun, das einen Nährboden für Kriminalität am Kapitalmarkt darstellt. Kapitalanlagebetrügereien bei Steuersparmodellen bestätigen diesen Befund. Auch hier gehen Anleger bis in die Gegenwart Risiken ein, die sie letztlich nicht überblicken.

Diese Entwicklung hat nunmehr auch den Finanzmarkt selbst erfasst, an dem professionelle Marktteilnehmer offenbar nicht mehr in der Lage sind, die Risiken des Marktes und seiner Produkte voll zu erfassen. Die Geschehnisse um einige Landesbanken und die Mittelstandsbank IKB lassen nach meiner Auffassung den Schluss zu, dass das Management letztlich die mit den Geschäften verbundene Gefahrenlage unterschätzt hat. Wie ein Privatanleger, der Gelder in ein von ihm nicht überschautes Optionsgeschäft investiert, sind hier Gelder investiert worden, ohne die Risikolage zu überblicken. In dem Kreis der professionellen Marktteilnehmer hat sich damit das oben beschriebene Phänomen wiederholt, das wir aus dem Kreis der Privatanleger schon viele Jahrzehnte kennen.

¹ BGHSt 30, 177, 180; BGHSt 32, 22 ff.; BGH, wistra 1989, 19 ff.; BGH, NStZ 2000, 36 f.; OLG München, NJW 1980, 794.

III. Komplexität und Vertrauen

Fragt man nach den Ursachen, so ist der Erfindungsreichtum der Finanzbranche als ein Grund zu nennen. In den Banken tüfteln findige Köpfe an immer neuen Finanzprodukten.

Die bekannte Verbriefung von Krediten stellt ein Beispiel unter vielen dar. Die dahinter stehenden Verträge und Vorgänge sind so komplex, dass sogar der Fachmann, der am Anleihemarkt investieren möchte, nach Orientierung sucht und diese Orientierung in einer vermeintlich zuverlässigen Klassifizierung durch Rating-Agenturen auch findet. Man verlässt sich auf ein AAA-Rating, weil man das dahinter stehende Geschäft oder die Konstruktion einer Anleihe selbst nicht sicher beurteilen kann. Das hat ein anderer gemacht, der alles überblickt und vermeintlich geprüft hat, die Rating-Agentur eben. Die Sehnsucht nach Orientierung und Sicherheit wird durch drei Buchstaben gestillt: AAA. Ein fataler Irrtum, wie wir heute wissen. Banken, die diesen Versprechen von Rendite und Sicherheit vertraut haben, traf die Krise mit voller Wucht. Als der Markt für diese Anleihen schon taumelte und der eigene Aktienkurs bereits bröckelte, gab es noch immer Vorstände, die naiv und trotzig meldeten, man sei nicht betroffen, man habe ja nur in AAA-Anleihen investiert. Sie hatten offenbar bis zum Schluss nicht verstanden, welche Risiken sie eingegangen waren.

Es stimmt nachdenklich, wenn wir heute von Rating-Agenturen hören, man habe sich bei der Konstruktion einzelner Anleihen auf die Angaben der Banken hinsichtlich der Einzelkredite verlassen und diesbezüglich auch nichts weiter geprüft. Das provoziert die Gegenfrage, warum es diese Ratings dann eigentlich gibt. Das vermeintliche Gütesiegel entpuppt sich als eine Art Abklatsch von Angaben derjenigen Banken, die ein von ihnen eingegangenes Kreditrisiko mittels der Verbriefung weitergeben wollten. Das von ihnen veranlasste Rating benötigten sie, um die Anleihen verkehrsfähig zu machen. Das Vertrauen des Marktes in die Ratings

erstreckte sich auch darauf, dass Ratings im Wege eines verlässlichen Verfahrens erstellt werden. Ob diese Verfahren tatsächlich verlässlich waren, erscheint aus heutiger Sicht zumindest fraglich. Es ist zu hoffen, dass die US-Strafverfolgungsbehörden an dieser Stelle nachhaken. Freilich haben auch die Käufer Fehler gemacht, weil sie den Ratings blind vertrauten, anstatt die bisweilen sehr komplizierten Vertragsbedingungen kritisch zu prüfen. Das mag man als fahrlässig ansehen, ändert aber nichts an der Notwendigkeit, die Angaben auf dem Weg zum Rating daraufhin zu untersuchen, ob getäuscht wurde und wer getäuscht hat.

Auch viele Privatanleger haben komplexe Finanzprodukte erworben, deren Risiken sie nicht überblickten. Der Markt der sogenannten Zertifikate, der in Deutschland seit Jahren boomt, hat den Anlegern bisweilen eine trügerische Sicherheit vorgespiegelt. Bei Zertifikaten handelt es sich schlicht um Schuldverschreibungen, also um Kredite. Wer ein Zertifikat kauft, das ihm für den Fall des Anstiegs des deutschen Aktienindex DAX einen bestimmten Zins verspricht, geht zwei Risiken ein. Das erste Risiko liegt darin, dass die eingegangene Wette auf die Entwicklung des Index nicht aufgeht und der versprochene Zins ausbleibt. Das zweite Risiko liegt darin, dass der Emittent dieser Schuldverschreibung, regelmäßig eine Bank, solvent bleiben muss, da anderenfalls die Rückzahlung des Zertifikats fraglich ist. Das letztere Risiko hat sich im Fall der von Lehman ausgegebenen Zertifikate verwirklicht und wird nun lebhaft diskutiert. Die Komplexität von Finanzprodukten kann mithin Banken und Private gleichermaßen überfordern. Dort, wo der Einzelne nicht mehr weiß, was er tut, öffnet sich auch das Einfallstor für betrügerische Handlungen.

Gleiches gilt für die Internationalisierung des Rechts der Kapitalgesellschaften. Durch die Einführung der IFRS-Rechnungslegungsvorschriften hat die Verständlichkeit von Jahresabschlüssen zumindest teilweise gelitten. Insbesondere die Eröffnung von Bewertungsspielräumen bei Unternehmenskäufen kann nach meiner Auffassung zu latent irreführenden Gewinnausweisen führen. Es leuchtet mir z. B. für den Fall, dass eine börsennotierte Aktiengesellschaft ein defizitär arbeitendes Unternehmen kauft und hierfür nur einen symbolischen Kaufpreis zahlt, nicht ein,

dass diese Aktiengesellschaft im Zuge einer gutachterlich unterlegten Neubewertung des erworbenen Unternehmens etwaige stille Reserven (Grundstücke, evtl. auch Patente) sofort als Ertrag ausweisen darf. Der Käufer mag zwar ein Schnäppchen gemacht haben, aber das gekaufte Unternehmen schreibt nun einmal rote Zahlen, und der vermeintliche Ertrag kommt nicht durch einen effektiven Zahlungsfluss oder sonstige Erfolge im operativen Geschäft zustande. Genau das assoziiert aber der Anleger, wenn er nur die Ertrags- und Gewinnausweise liest und sich nicht auch durch den Anhang des Jahresabschlusses kämpft. Diese Form der Rechnungslegung mag nach IFRS zulässig sein, ist aber intransparent. Mit derart komplexen Regeln über die Rechnungslegung und mit der Eröffnung großer Bewertungsspielräume schlägt man dem Strafrecht zugleich das Schwert aus der Hand, weil das Strafrecht nicht bestrafen darf, was das Bilanzrecht zulässt. Nach meiner Einschätzung werden wir über diese Art der Bilanzierung in der Zukunft noch einiges hören.

IV. Komplexität der Börsen und ihrer Regeln

Der Zusammenhang zwischen Komplexität und Kriminalität an Finanzmärkten zeigt sich auch dort, wo die öffentliche Handelbarkeit von Aktien für kriminelle Zwecke ausgenutzt wird. Wir haben heute in Europa weitgehend beaufsichtigte und regulierte Märkte. Es gibt aber weiterhin kaum oder nicht regulierte, privatrechtlich ausgestaltete Marktsegmente, die man in Frankfurt als „Entry Standard“ und „Open Market“ bezeichnet. Früher sprach man insoweit vom Freiverkehr, den es neben Frankfurt auch an weiteren Börsenplätzen gibt.

Den erleichterten Marktzugang zu diesen Marktsegmenten haben sich Wirtschaftskriminelle wie folgt zunutze gemacht: Sie gründen eine Aktiengesellschaft im Ausland und zahlen dort das Kapital ein. Anschließend kommt es zu einer Kapitalerhöhung gegen vermeintlich werthaltige Sacheinlagen, oder es kommt zu einem hohen Aktiensplit. Jedenfalls wird die Zahl der Aktien um ein Vielfaches erhöht. Sodann wird die so genannte Einbeziehung in den Freiverkehr (z.B. in den „Open Market“ in Frankfurt) betrieben. Bemerkenswert daran ist, dass diese

Gesellschaft nunmehr keinen Emissionsprospekt veröffentlichen und kein öffentlich normiertes Börsenzulassungsverfahren durchlaufen muss. Die schlichte Einbeziehung in den Freiverkehr nach den vergleichsweise blassen Bedingungen des Börsenbetreibers genügt.

In der Folgezeit kommt es in zweifelhaften Börsenbriefen, in Internetforen und auf Homepages (mitunter auch auf der der Gesellschaft) zu geradezu abenteuerlichen Aussagen über die Geschäftsaussichten der Gesellschaft. In der Sprache des Börsenjournalismus wird über vermeintlich chancenreiche Patente, in Aussicht stehende Großaufträge etc. berichtet. Dadurch werden gutgläubige Anleger auf die Aktie aufmerksam, aus deren Sicht die Aktie ja an einem seriösen Börsenplatz gehandelt wird. Angestachelt durch die vermeintlich guten Geschäftsaussichten kaufen Privatanleger nunmehr die Aktien.

Die Gründer der Aktiengesellschaft oder Personen, die mit ihnen zusammenarbeiten, geben ihre Aktien sodann sukzessive an die gutgläubige Anlegerschaft ab. Das Umfeld Börse mit der Börsenaufsicht, den Zulassungsverfahren etc. dient unfreiwillig als Plattform, um letztlich wertlose Aktien zu vertreiben. Nach meiner Auffassung kann es sich hierbei um Fälle des Betruges und sogar um Fälle des gewerbs- und bandenmäßig verübten Betruges handeln.² Zahlreichen Anlegern ist nicht bewusst, dass im Freiverkehr das staatliche Börsenaufsichtsrecht nicht oder nur deutlich abgeschwächt gilt und die Anforderungen an die Finanzberichterstattung der Unternehmen vergleichsweise gering sind. Börse ist eben nicht gleich Börse.

Allerdings wäre es ein Fehler, den Freiverkehr als solchen als unseriös einzustufen oder gar verbieten zu wollen. Auch gilt es zu differenzieren. Es ist sinnvoll, den Zugang zur Börse für junge und mittelständische Unternehmen zu erleichtern, damit sich diese Eigenkapital beschaffen können. Allerdings muss man den Missbrauch des Freiverkehrs stärker bekämpfen. Letztlich können auch die Betreiber des Freiverkehrs kein Interesse daran haben, dass dieses Marktsegment in Verruf gerät.

² Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 1. Auflage 2007, Rn. 621 ff., 635, 648, 650, 654 ff.

Volkswirtschaftlich sollte man bedenken, dass betrügerische Handlungen im Freiverkehr auf die Börse insgesamt zurückfallen.

Das Landeskriminalamt Hamburg hat im Oktober 2008 über eine weitere Spielart derartiger Kriminalität berichtet. Der Fall betrifft im regulierten Markt gehandelte Aktien, die nahezu wertlos geworden waren. Mehrere Beschuldigte sollen diese Aktien systematisch aufgekauft haben, um die Papiere anschließend mittels irreführender Unternehmensmeldungen im Kurs nach oben zu treiben und mit Gewinn wieder abstoßen zu können. Mit der Komplexität der Finanzmärkte als Einfallstor für Kriminalität hat diese plumpe Art der Marktmanipulation³ und wohl auch des banden- und gewerbsmäßigen Betruges zwar wenig zu tun. Die Ermittlungen verdienen jedoch der Erwähnung. Es zeichnet sich ab, dass die Strafverfolgungsbehörden solchen Fällen verstärkt nachgehen. Das ist zu begrüßen und sollte durch Fortbildung von Fahndern, Staatsanwälten und Richtern unterstützt werden, damit auch die Fälle komplexer Kapitalmarktkriminalität besser aufgeklärt werden können.

V. Kapitalmarktkriminalität und die Komplexität des Rechts und seiner Sprache

Die Komplexität der Kapitalmärkte und ihrer Handelsobjekte spiegelt sich auch in ihrem Recht und ihrer Sprache wider. Unsere Kapitalmarktgesetze, die ganz überwiegend auf EG-Vorgaben beruhen, bedienen sich oftmals einer synthetisch anmutenden Sprache, die selbst Juristen Probleme bereitet. Ich will Ihnen ein Beispiel nennen. Unser Recht verbietet in § 20a Abs. 1 WpHG die Marktmanipulation, also die unlautere Beeinflussung von Börsenpreisen. Eine der verbotenen Handlungen besteht darin, unrichtige oder irreführende Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Finanzinstruments erheblich sind. Die dort verwendete Vokabel „Finanzinstrument“ ist für sich gesehen nichtssagend, sie ist eine Worthülse, die das Gesetz an anderer Stelle, nämlich in § 2 Abs. 2b WpHG definiert. Finanzinstrumente im Sinne des Gesetzes sind danach u. a. Wertpapiere und

³ Zur Marktmanipulation ausführlich *Schröder* (oben Fußnote 2), Rn. 370 ff.

Geldmarktinstrumente(!). Wir entnehmen dem Gesetz also, dass Geldmarktinstrumente Finanzinstrumente sind. Das ist eine unfreiwillig komisch wirkende Leerformel, mit der nichts gesagt wird. Die Begriffe „Wertpapiere“ und „Geldmarktinstrumente“ etc. werden wiederum an anderer Stelle des Gesetzes (§ 2 Abs. 1a WpHG) definiert, wo der Leser u. a. erfährt, dass Zahlungsinstrumente keine Geldmarktinstrumente sind. Ich möchte an dieser Stelle darauf verzichten, diesen Definitions-Marathon durch das Gesetz fortzuführen, allerdings auf Folgendes hinweisen: Eine solche Gesetzgebung, die sich blutleerer Begriffe bedient und den Rechtsanwender durch ein Gesetz schickt, das an einen Irrgarten erinnert, ist einer effektiven Strafverfolgung abträglich und rechtsstaatlich bedenklich.

Man könnte diese Art der Gesetzgebung akzeptieren, wenn der sprachlichen Anämie und dem Verweisungs-Marathon ein erkennbarer Gewinn gegenüberstünde. Das ist jedoch nicht der Fall.⁴ Die Normenflut und die verquaste Sprache des durch die EU veranlassten Rechts überfordern alle Beteiligten, vom Ministerialbeamten bis zum Rechtsanwender. Strafgesetze müssen lesbar und verständlich sein, nur dann bieten sie dem Rechtsanwender ausreichende Orientierung. Das ist in weiten Teilen des Kapitalmarktstrafrechts fraglich, weil man den Fehler gemacht hat, keine aus sich heraus lesbaren Straftatbestände zu formulieren, sondern eine Verweisungstechnik zu wählen, bei der vom Straftatbestand aus auf die Ge- und Verbote des entsprechenden Aufsichtsrechts verwiesen wird. Diese Ge- und Verbote verweisen z. B. im Recht der Marktmanipulation oder des Insiderhandels ihrerseits auf weitere Vorschriften, und auf diese Weise ist ein Normengestrüpp entstanden, das von Experten sogar bereits als verfassungswidrig angesehen wird.⁵ Soweit möchte ich (noch) nicht gehen und diesen Punkt hier auch nicht vertiefen, jedoch darauf hinweisen, dass es jenseits der Frage der Verfassungswidrigkeit auch um die weitere Frage geht, ob unser Kapitalmarktstrafrecht den Herausforderungen gewachsen ist. Wir benötigen nicht immer mehr neues, sondern handhabbares Recht. Das von der Praxis anzuwendende

⁴ Durch die gedankenlose Verweisung auf umgesetztes EG-Recht droht vielmehr die Gefahr einer Extension von Strafnormen ohne kriminalpolitischen Willensbildungsprozess, die man als Wucherung oder Mutation des Strafrechts bezeichnen kann, näher *Schröder*, Europäische Richtlinien und deutsches Strafrecht, 2002, S. 445 ff.

⁵ Statt vieler nur *Altenbain* in Hirte/Möllers (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, 1. Auflage 2007, § 38 Rn. 17 ff. und *Sorgenfrei* in Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 2. Auflage 2008, Teil 3 Kap. 4 T1 Rn. 19 ff. mit weiteren Nachweisen.

Recht ist unnötig kompliziert und unübersichtlich geworden. Es war zudem ein Fehler, dieses Recht im letzten Jahrzehnt immer wieder zu ändern. Strafrecht muss sich setzen, um präventiv wirken und Rechtssicherheit stiften zu können. Die in diesem Zusammenhang immer wieder zu hörende Entschuldigung, dass man EG-Richtlinien umsetzen musste und es nicht anders ging, geht fehl. Die Ausformung des Strafrechts ist nach wie vor Aufgabe der Mitgliedstaaten. Der Gesetzgeber ist keineswegs gezwungen, Änderungen des Kapitalmarktrechts auf eine strafrechtliche Verweisungskette durchschlagen zu lassen. Die Anwendung neueren Rechts in der Praxis wird nicht dadurch erschwert, dass man Straftatbestände so formuliert, dass sie lesbar und damit aus sich heraus verständlich sind. Das Gegenteil ist der Fall. Straftatbestände werden im Übrigen seit jeher so ausgelegt und angewandt, dass außerstrafrechtliche, hier also kapitalmarktrechtliche, Änderungen zu beachten sind.

Wir haben es also nicht nur mit einer Komplexität der Finanzmärkte zu tun, die ein Einfallstor für Kriminalität darstellt. Wir haben es zudem mit einem unnötig komplexen Recht zu tun, das Gefahr läuft, sich selbst zu ersticken. Wenn der Gesetzgeber aus der derzeitigen Finanzkrise auch Konsequenzen auf dem Gebiet des Strafrechts ziehen will, sollte er inne halten und sich nicht an seiner bisherigen Strafgesetzgebung im Zuge der Umsetzung von EG-Richtlinien orientieren.

VI. Komplexität der Finanzmärkte und neues Recht

Die Finanzmarktkrise ruft dazu auf, das einschlägige Recht zu verbessern. Auch das Strafrecht kann dazu gehören, es ist jedoch vor Übereilung zu warnen. Das Recht der Finanzmärkte ist so komplex, dass man vor dem Ruf nach schärferen Gesetzen sorgfältig prüfen muss, wo Reformbedarf besteht. Die einer Strafgesetzgebung vorgelagerte kriminalpolitische Diskussion muss danach fragen, welche Verhaltensweisen so unerträglich oder gefährlich sind, dass sie der Bekämpfung durch strafrechtliche Mittel bedürfen. Dazu muss man freilich die jeweiligen Verhaltensweisen, also die Komplexität von Vorgängen oder Finanzprodukten, verstehen - und an dieser Stelle hege ich mitunter gewisse Zweifel. Ich möchte die

aktuelle Diskussion um die sog. Leerverkäufe als Beispiel anführen. Leerverkäufe wurden zuletzt von Personen, die in dieser Krise zu Entscheidungen berufen sind, als Betrug bezeichnet. Man müsse dagegen vorgehen, jedenfalls würden Kurse manipuliert. Diese Einschätzung teile ich für den Fall des klassischen Leerverkaufs von Aktien jedenfalls nicht.⁶ Diese Art des Leerverkaufs ist zwar spekulativ, aber gewiss kein Betrug. Man verkauft eine Sache, über die man im Zeitpunkt des Verkaufs noch keine Verfügungsgewalt hat. Dieser Vorgang findet tagtäglich statt. Wenn ein Autohändler einen Neuwagen verkauft, der nach den Wünschen des Kunden ausgestattet werden soll, dann hat der Händler im Zeitpunkt des Vertragsschlusses noch keine Verfügungsgewalt über das Fahrzeug, das es noch gar nicht gibt. Auch an der Börse werden Aktien verkauft, die man noch nicht hat. Beispiel: Der Kurs der X-Aktie steht morgens um 9 Uhr bei 20 €. Der Börsenhändler erwartet, dass der Kurs fällt. Er verkauft 1.000 Aktien, die er nicht hat, zu 20 €. Dieses Geschäft muss er aber noch erfüllen, also die verkauften Aktien liefern können. Wenn seine Prognose zutrifft und der Kurs um 14 Uhr auf 18 € gefallen ist, kauft er 1.000 Aktien zu diesem Preis und kann nun seinen Verkauf auch effektiv erfüllen. Das Risiko dieses Geschäfts ist hoch, denn wenn der Kurs wider Erwarten um zwei Euro steigt, muss der Leerverkäufer das Eindeckungsgeschäft zu 22 € vornehmen und er macht Verluste. Man kann das als Spekulation bezeichnen, aber betrügerisch ist das gewiss nicht. Niemand wird geschädigt. Die Gefahr von Leerverkäufen besteht in Krisenzeiten vielmehr darin, eine Kurspanik zu verstärken,⁷ Stop-Loss-Orders auszulösen oder den Leerverkäufer in die Insolvenz zu treiben. Letzteres kann man als Gefahr begreifen, die aber niemanden stört. Man gönnt es den Leerverkäufern, wenn sie schief liegen. Im Übrigen sind Leerverkäufe „unter dem Strich“ für die Börsenpreisbildung (zeitversetzt) weitgehend neutral, weil dem ursprünglichen Verkauf immer ein späterer Kauf gegenübersteht. Unser Recht muss nur gewährleisten, dass für den Rückkauf ausreichend Liquidität vorhanden ist, aber das war bisher stets gegeben.

⁶ Schröder (oben Fußnote 2), Rn. 499 ff., 626; 832 f.

⁷ Deshalb war es richtig, dass die BaFin Leerverkäufe in Aktien von Banken und Versicherungen zeitweilig untersagt hat, vgl. Schröder (oben Fußnote 2), Rn. 502.

Anders liegt es im Fall der Wertpapierleihe, bei der Wertpapiere gegen ein Entgelt „geliehen“ werden, um sie zu verkaufen. In diesen Fällen hängt es u. a. von den Bedingungen der Wertpapierleihe ab, ob und wann es zum Gegengeschäft kommt und das Risiko der Marktstörung steigt. Die Einzelheiten können hier dahinstehen, das Beispiel des klassischen Leerverkaufs zeigt jedoch, dass die Komplexität der Finanzmärkte nicht dazu verleiten darf, alles, was komplex erscheint, verbieten zu wollen.

Auch die Diskussion um die Zertifikate trifft das eigentliche Problem der Überforderung des Privatanlegers durch komplexe Finanzprodukte nicht. Man hat zwar richtigerweise im Fall der durch Lehman ausgegebenen Zertifikate das Realität gewordene Ausfallrisiko des Emittenten diskutiert. Darin ruht aber nicht das eigentliche Problem. Es kann nicht ohne Kritik bleiben, dass in den letzten Jahren zunehmend Risiken in Zertifikaten verbrieft wurden, die typische Risiken des Optionsmarktes sind. Anleger, die ein Zertifikat mit einem attraktiven Zins gezeichnet haben, sind vertraglich teilweise in eine Position des Verkäufers einer Put-Option eingerückt.

Ich möchte das kurz erläutern: Bei Put-Optionen handelt es um Verkaufsoptionen, die ihrer Idee nach der Kurssicherung dienen. Der Käufer einer Put-Option erwirbt das Recht, eine bestimmte Sache (z. B. Aktien) innerhalb einer bestimmten Zeit zu einem bestimmten Preis verkaufen zu können. Der Verkäufer der Put-Option bekommt dafür, dass er dem Käufer dieses Recht einräumt, ein Entgelt, das man als Optionsprämie bezeichnet. Das Risiko des Verkäufers einer Put-Option besteht darin, die Aktien im Fall eines Kurseinbruchs zu einem Preis erwerben zu müssen, der erheblich über dem dann gültigen Marktpreis liegt.

Solche Risiken wurden u. a. in Zertifikaten verpackt. Dazu ein Beispiel: Für den Fall, dass der deutsche Aktienindex oder eine bestimmte Aktie über ein Jahr im Kurs stagniert oder steigt, wird dem Käufer des Zertifikats ein attraktiver Zins versprochen. Das klingt gut, der Haken ist jedoch, dass einige Zertifikate für den Fall

starker Kursverluste einen Rückzahlungsbetrag vorsehen, der sich proportional zur Entwicklung des DAX oder der Aktie verhält. Wer bei einem DAX-Stand von 8.000 ein solches Zertifikat gezeichnet hat, hat bei einem Rückgang des Index auf 5.000 Punkte 37,5% seines eingesetzten Kapitals verloren. Letztlich hat der Käufer eines solchen Zertifikats eine geschickt verpackte Put-Option verkauft, wurde aber mit einer attraktiv anmutenden Verzinsung geködert.

Gleiches gilt für sogenannte Aktienanleihen, die Aktien wie Daimler oder SAP in Bezug nehmen. Dem Käufer wird ein hoher Zins für den Fall versprochen, dass die Aktie am Ende oder während der Laufzeit der Anleihe einen bestimmten Kurs nicht unterschreitet. Auch das klingt gut, kommt es jedoch zu einem Kursverfall der Aktie, sehen die Vertragsbedingungen vor, dass dem Käufer nicht das Kapital zurückgezahlt wird, sondern eine im vorhinein bereits festgelegte Anzahl von Aktien eingebucht wird. Anfangs entspricht der Wert dieser Aktien in etwa zwar dem Nominalkapital der Anleihe, wenn die Aktie aber stark fällt (z. B. um 50%), kann es z. B. passieren, dass der Anleger zwar eine Anleihe über 10.000 € mit 10% Zinsen gezeichnet hat, am Ende jedoch Aktien im Wert von 5.000 € nebst Zinsen in sein Depot gebucht werden, also ein Verlust von 40% entsteht. Das ist in den letzten Monaten leider sehr oft passiert.

Die Risiken solcher Konstruktionen dürften einigen Anlegern nicht bewusst gewesen sein. Ich erinnere in diesem Zusammenhang daran, dass das Verleiten Unerfahrener zu Börsenspekulationsgeschäften gemäß §§ 26, 49 BörsG eine Straftat darstellen kann. Hier soll nicht der Frage nachgegangen werden, ob es insoweit tatbestandsmäßige Handlungen gab.⁸ Interessant ist jedoch, dass sich in der Diskussion um die Zertifikate alles um das im Fall Lehman konkret gewordene Insolvenzrisiko dreht, aber nicht darum, dass in diesem überwiegend seriösen Markt teilweise eben auch termingeschäftsähnliche Risiken verbrieft werden.

⁸ Für die überwiegende Zahl der Zertifikate dürfte das zu verneinen sein. Da der Anleger zudem unerfahren und in unlauterer Weise zum Abschluss von Spekulationsgeschäften verleitet worden sein muss, dürfte die Vorschrift für den Normalfall nicht zur Anwendung kommen, ausführlich *Schröder* (oben Fußnote 2, Rn. 771 ff.)

Warum diese Kritik an der gegenwärtigen Diskussion? Es genügt eben nicht, die Komplexität von Finanzgeschäften als ein mögliches Einfallstor für kriminogene Erscheinungen am Kapitalmarkt zu benennen und allgemein zu beklagen. Es steht ohnehin zu befürchten, dass uns infolge der Finanzmarktkrise eher großflächige Überlegungen über eine internationale Finanzmarktarchitektur ermüden werden. Wichtig ist die Analyse im Detail. Es gilt, die risikobehafteten Fälle der Komplexität von den Fällen abzuschichten, von denen keine grundsätzliche Gefahr ausgeht, wozu etwa die klassischen Leerverkäufe von Aktien gehören. Abgesehen von den allgemeinen Insolvenzrisiken in Märkten, entstehen Risiken fast immer durch das einzelne Finanzgeschäft oder das Finanzprodukt, wobei freilich starke Verflechtungen und Derivate das Risiko potenzieren können. Hier muss die Analyse ansetzen.⁹

Die Einzelheiten dazu würden den Rahmen dieses Überblicks sprengen, bei den sogenannten Finanzprodukten oder Finanzinnovationen sollte jedoch ein Nachdenken darüber einsetzen, welche dieser Konstruktionen für Privatanleger überhaupt geeignet sind. Wir dürfen nicht vergessen, dass sich der Staat immer weiter aus der sozialen Daseinsvorsorge zurückzieht. Der Einzelne ist aufgerufen, selbst vorzusorgen. Das mag man begrüßen oder kritisieren, aber an einem Punkt sollte ein Konsens zu erzielen sein. Wenn sich der Staat aus der Altersversorgung zurückzieht und Verantwortung auf den Einzelnen überwälzt, dann muss er auch einen Rechtsrahmen schaffen, der den Bürger vor deliktischen Angriffen auf sein Vermögen schützt und es ihm erlaubt, die fortan bei ihm liegende Verantwortung wahrzunehmen. Das ist kein Ruf nach einem Verbot von Risikogeschäften. Komplexe Finanzprodukte, die Risiken überspielen, sollten jedoch der Vergangenheit angehören.

⁹ Erst wenn man weiß, über welches Risikopotenzial einzelne Geschäfte und Produkte verfügen, kann man sinnvoll darüber diskutieren, was und wie man Märkte regulieren will.