

# Börsen- und kapitalmarktrechtliche Abhandlungen

Herausgegeben von Horst Hammen

Band 12

Elisabeth Heuser

## Mistrades bei Börsengeschäften



# Kapitel 1 Grundlagen

## A. Einführung

Wie bei allen Verträgen kann es auch bei Wertpapiergeschäften zu Fehlern beim Abschluss des Vertrags kommen. Durch menschliches oder technisches Versagen gelangen fehlerhafte Orders in das Handelssystem, die zu Geschäftsabschlüssen führen, welche von dem bestehenden Marktkurs abweichen. Derartige fehlerhafte Geschäfte, die als „Mistrade“ tituiert werden, können zu erheblichen Verlusten führen. Der bisher aufsehenerregendste Fall eines Mistrades ereignete sich im Jahr 2005 an der Tokioter Börse. Hauptakteur war das Brokerhaus Mizuho Securities. Dieser Handelsteilnehmer verkaufte Aktien des Telekomdienstleisters J-Com. Der Händler wollte eine Aktie für mindestens 610 000 Yen verkaufen. Aufgrund eines Tippfehlers lautete die Order jedoch auf 610 000 J-Com-Aktien für je 1 Yen. Auch als der Fehler kurz darauf bemerkt wurde, konnte der Auftrag nicht mehr zurückgenommen werden. Als fatal erwiesen sich dabei die unzureichenden Schutzmechanismen im Handelssystem der Tokyo Stock Exchange. Den einzigen Schutz bot eine Regelung, wonach Verluste einer Aktie auf 15 % pro Tag begrenzt sind.<sup>1</sup>

Zwar sollte das Handelssystem an der Tokioter Börse bis 2009 verbessert werden, so dass unter anderem Fehlorder frühzeitig aus dem System genommen werden können.<sup>2</sup> Die technischen Schutzmechanismen im elektronischen Handelssystem einer Börse stellen aber nur eine Seite der Problembewältigung bei Mistrades dar. Bei (hohen) Verlusten durch eine Fehlorder schließen sich auf Vertragsaufhebung und Schadensersatz gerichtete Forderungen an. Fraglich ist daher, wie ein Mistrade rechtlich einzuordnen ist und unter welchen Voraussetzungen fehlerhafte Wertpapiergeschäfte aufgehoben werden können. Eine verlustreiche Fehlorder ereignete sich ferner an der Options- und Futuresbörse Eurex in Frankfurt. In diesem Fall kam es durch eine Falscheingabe der skandinavischen Großbank Nordea zu einer Fehlorder, die zu einem Verlust von 20 Mio. Euro führte.<sup>3</sup>

---

1 Börsen-Zeitung Nr. 240 v. 13.12.2005, S. 8.

2 Börsen-Zeitung Nr. 58 v. 23.03.2006, S. 18.

3 Börsen-Zeitung Nr. 24 v. 03.02.2006, S. 4.

Die Mistrade-Problematik ist auch an der Frankfurter Wertpapierbörse (im Folgenden: FWB) nicht unbekannt. Hier geht es aber nicht um durch Mistrades verursachte Verluste eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens. Vielmehr kritisiert die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK) im „Schwarzbuch Börse 2006“ die Handhabung von Mistrades. Die Kritik betrifft den Handel von Zertifikaten im Marktsegment Scoach, wo nach Ansicht der SdK Geschäftsabschlüsse beinahe willkürlich aufgehoben werden könnten.<sup>4</sup> Die Kritik der SdK hinsichtlich strukturierter Produkte reißt auch später nicht ab. Dieser Kritik wird teilweise mit dem Argument begegnet, Mistrades stellen eine zu vernachlässigende Ausnahmerecheinung dar.<sup>5</sup> Begründet wird dies mit der Zahl der Mistrade-Anträge. So sind an der FWB 2007 insgesamt 219 Mistrade-Anträge gestellt worden. In 55 Fällen wurde der Antrag abgelehnt.<sup>6</sup> An der Stuttgarter Börse sind im Jahr 2007 insgesamt 253 Mistrade-Anträge gestellt worden.<sup>7</sup> Diese vergleichsweise geringen Zahlen dürfen indes gerade für den Börsenhandel, der auf faire Handelsmöglichkeiten ausgerichtet ist, kein Argument sein, Rechtsfragen beiseite zu schieben. Zudem ist davon auszugehen, dass auch Verträge außerhalb des Börsenhandels, verglichen mit der Zahl der Abschlüsse, nur in den wenigsten Fällen aufgrund eines Fehlers beim Vertragsschluss aufgehoben werden.

## **I. Allgemeiner Begriff des Mistrades**

Der Mistrade ist nicht gesetzlich definiert. Allgemein wird darunter ein Geschäftsabschluss zu einem nicht marktgerechten Preis verstanden.<sup>8</sup> Zur Feststellung des marktgerechten Preises wird der Ausführungspreis des fehlerhaften Geschäftes mit einem der Marktlage entsprechenden fairen Preis (sog. Referenzpreis) verglichen.<sup>9</sup> Im Einzelnen unterscheiden sich die Voraussetzungen, unter denen ein Vertrag aufgehoben werden kann, erheblich. Dies erklärt sich durch die unterschiedlichen Quellen von Mistrade-Regelungen. Zunächst enthalten die Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Emittenten von Wertpapieren Klauseln, in denen die Aufhebung eines Geschäfts geregelt wird. Außerdem haben die Wertpapierbörsen in ihren Geschäftsbedingungen eigene Mistrade-Regelungen.

---

4 Straub, Aktionärsreport, Schwarzbuch Börse Januar/Februar 2007, S. 84, 85.

5 Börsen-Zeitung Nr. 30 v. 13.02.2008, S. 19; Börsen-Zeitung Nr. 29 v. 12.02.2008, S. 1.

6 Börsen-Zeitung Nr. 30 v. 13.02.2008, S. 19.

7 Börsen-Zeitung Nr. 30 v. 13.02.2008, S. 19.

8 Fleckner/Vollmuth, WM 2004, 1263, 1264; Koch, ZBB 2005, 265, 266.

9 Fleckner/Vollmuth, WM 2004, 1263, 1264.

Daher gibt es keine einheitlichen Voraussetzungen für eine Vertragsaufhebung aufgrund eines Mistrades.

Im Folgenden sollen Mistrade-Regelungen an der Börse in der heute geltenden Form der Börsen-Satzung sowie als privatrechtliche Regelung behandelt werden. Die Darstellung der Mistrade-Problematik erfordert eine Ausrichtung an bestimmten Mistrade-Regelwerken. Insoweit werden beispielgebend die Regelungen der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) herangezogen. Bei den angeführten Vorschriften der Börsenordnung oder der Börsengeschäftsbedingungen handelt es sich daher um Regelungen der FWB. Im letzten Kapitel werden auch die Mistrade-Regelungen der übrigen Wertpapierbörsen in Deutschland behandelt. Das Anliegen dieser Arbeit ist die rechtliche Einordnung von Mistrades, die Bewertung der Voraussetzungen einer Vertragsaufhebung sowie die Ermittlung möglicherweise bestehender Schadensersatzansprüche.

## II. Derivative Finanzinstrumente

Gemäß § 2 Abs. 2 BörsG können an einer Wertpapierbörse neben Wertpapieren auch sich hierauf beziehende Derivate i.S.v. § 2 Abs. 2 WpHG gehandelt werden. Derivate werden beispielsweise an der Terminbörse Eurex in Form von Optionen und Futures gehandelt.<sup>10</sup> Gem. § 2 Abs. 2 S. 2 BörsG können auch andere Finanzinstrumente i.S.v. § 2 Abs. 2 b WpHG an einer Wertpapierbörse gehandelt werden. Dazu gehören gemäß der Auflistung des WpHG auch Geldmarktinstrumente. Diese Instrumente gehören jedoch nicht zu den Kapitalmarktpapieren<sup>11</sup> und sollen daher ausgeklammert bleiben.

Dem Bericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (im Folgenden: BaFin) für das Jahr 2003 ist zu entnehmen, dass vor allem Verträge über Optionsscheine und Zertifikate oft nicht beanstandungslos abgewickelt werden.<sup>12</sup> Auch die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger kritisiert die Handhabung von Mistrades bei verbrieften Derivaten als willkürlich.<sup>13</sup> Dagegen wird vorgebracht, an den Börsen bestünden Regelungen für die Vertragsaufhebung, weshalb man nicht von einer willkürlichen Aufhebung sprechen könne.<sup>14</sup> Im Folgenden soll aufgezeigt werden, dass die Mistrade-Anfälligkeit bei derivativen Finanzinstru-

---

10 Nr. 2.1 der Bedingungen für den Handel an der Eurex Deutschland und der Eurex Zürich, Stand: 03.12.2012, abrufbar unter [www.eurexchange.com](http://www.eurexchange.com).

11 Kümpel/Hammen, Börsenrecht, S. 220.

12 Jahresbericht BaFin 2003, S. 67.

13 Vgl. Straub, Aktionärsreport, Schwarzbuch Börse Januar/Februar 2007, S. 84 ff.; Straub, Aktionärsreport, Schwarzbuch Börse Januar/Februar 2006, S. 64 ff.

14 Börsen-Zeitung Nr. 30 v. 13.02.2008, S. 19.

menten, den sogenannten strukturierten Produkten, zu einem guten Teil schon aus deren Aufbau und dem Handelsablauf resultiert.

Zunächst ist klärungsbedürftig, wie derartige Wertpapiere aufgebaut und rechtlich einzuordnen sind. Es gibt keine allgemeine gesetzliche Definition des Begriffs des strukturierten Produkts. Da diese Produkte auch als verbrieft Derivate bezeichnet werden, soll zunächst der Begriff des Derivats kurz behandelt werden, wobei auch hier eine allgemeine gesetzliche Definition fehlt.<sup>15</sup> Derivate werden als gegenseitige Verträge angesehen, deren Wert vom Betrag einer zugrunde liegenden marktabhängigen Bezugsgröße (Basiswert, Underlying) abhängig ist.<sup>16</sup> Als Basiswert können beispielsweise Wertpapiere, Devisen oder Zinssätze dienen.<sup>17</sup> Erforderlich ist nur ein empirischer, kontinuierlich ermittelbarer Marktpreis dieses Basiswerts.<sup>18</sup> Derivate, nämlich Ansprüche aus solchen Verträgen, können auch verbrieft sein.<sup>19</sup>

Bei den verbrieften Derivaten lassen sich zunächst Anlageprodukte und Hebelprodukte unterscheiden. Zum Erwerb der Hebelprodukte ist im Vergleich zum Erwerb des Basisprodukts ein geringerer Kapitaleinsatz nötig, um bei richtiger Markteinschätzung eine überproportionale Wertentwicklung zu erzielen. Zu den Hebelprodukten zählen u.a. Optionsscheine. Das Verlustrisiko der Anlageprodukte entspricht dem des Basiswertes. Damit sind Anlageprodukte weniger risikoreiche Anlagen als Hebelprodukte. Zu den Anlageprodukten zählen Zertifikate und Aktienanleihen.<sup>20</sup> Im Folgenden sollen nur diese als Grundtypus strukturierter Produkte angesehenen Wertpapiere<sup>21</sup> behandelt werden.

Optionsscheine verbrieften das Recht, während einer bestimmten Laufzeit eine Sache oder ein Finanzinstrument zu kaufen oder zu verkaufen. Der Preis (Basispreis) und die Anzahl der Aktien werden vorher festgelegt. Es gibt zwei verschiedene Optionsscheine. Unterschieden werden Call- und Put-Optionsscheine. Call-Optionsscheine berechtigen zum Kauf. Mit Call-Optionsscheinen können Anleger auf steigende Kurse spekulieren. Put-Optionsscheine berechtigen zum Verkauf. Mit Put-Optionsscheinen kann auf sinkende Kurse spekuliert werden. Wenn innerhalb dieser Frist die Option nicht ausgeübt wird, kommt es zu einem Totalverlust der für den Erwerb des Papiers eingesetzten Mittel. Je kürzer die

---

15 In § 2 Abs.2 WpHG ist lediglich eine für dieses Gesetz geltende Definition des Begriffs „Derivate“ enthalten.

16 Reiner, Derivative Finanzinstrumente im Recht, S. 1.

17 Reiner, Derivative Finanzinstrumente im Recht, S. 23.

18 Reiner, Derivative Finanzinstrumente im Recht, S. 26.

19 Reiner, Derivative Finanzinstrumente im Recht, S. 13.

20 Ein Überblick über verbrieft Derivate ist abrufbar auf der Internetseite des Deutschen Derivate Instituts e.V. unter [www.ddi.de](http://www.ddi.de).

21 Jungmann, WM 2007, 1537, 1543, 1544.

Laufzeit, desto risikoreicher ist der Optionsschein.<sup>22</sup> Optionsscheine stellen regelmäßig Inhaberschuldverschreibungen gem. § 793 Abs.1 BGB dar.<sup>23</sup> Die Grundform des Optionsscheins ist in § 221 Abs.1 S.1 AktG geregelt.<sup>24</sup> Inzwischen gibt es eine Vielzahl unterschiedlicher Ausgestaltungen, die vom Emittenten vorgenommen werden.<sup>25</sup> Gestaltungsfaktoren sind etwa die Laufzeit, das Basisinstrument und die verschiedenen Modalitäten beim Umgang mit dem Instrument. Dies führt dazu, dass sich ein vom Emittenten gestalteter Optionsschein von allen am Markt handelbaren Papieren unterscheidet.

Zertifikate bieten dem Anleger die Möglichkeit der Teilnahme an der Kursentwicklung eines Basisprodukts. Dies können Wertpapiere oder andere Finanzprodukte sein. Der Inhaber eines Zertifikats partizipiert zum Beispiel an der Kursentwicklung eines festgelegten Indexes (Indexzertifikat) oder eines bestimmten zusammengestellten Aktienkorbs (Basketzertifikat). In den jeweiligen Zertifikatsbedingungen ist das im Zertifikat verbriefte Recht festgelegt. Dies kann beispielsweise ein Anspruch auf Barausgleich für die Entwicklung des Basiswertes oder auf Andienung des Basiswertes sein.<sup>26</sup> Da Zertifikate schuldrechtliche Ansprüche verbiefen, sind sie rechtlich als Inhaberschuldverschreibungen gem. § 793 Abs.1 S.1 BGB einzuordnen.

Die Aktienanleihe ist eine spezielle Anleiheart, die mit einem Zinssatz ausgestattet ist und deren Preisentwicklung an die Kursentwicklung eines der Anleihe zugrunde liegenden Basiswertes gebunden ist. Die bei Emission einer Aktienanleihe festgelegten Rahmenbedingungen enthalten u.a. den Basiswert, den zugehörigen Basispreis, die Laufzeit, die Höhe des Zinscoupons und den Nennwert. Die Aktienanleihe wird zu einem relativ hohen Zinssatz fest verzinst. Der Emittent hat neben den Zinsen entweder den eingezahlten Geldbetrag zurückzugewähren oder eine vorher festgelegte Menge von Aktien (oder eines anderen Basiswertes) zu liefern.<sup>27</sup> Die Aktienanleihe wird ebenfalls als Inhaberschuldverschreibung gem. § 793 Abs.1 S.1 BGB angesehen.<sup>28</sup>

Auch wenn die genannten Produkte regelmäßig der Vorschrift in § 793 Abs.1 S.1 BGB zuzuordnen sind, unterscheiden sie sich aufgrund ihrer komplexen und risikoreichen Auszahlungsstruktur erheblich von gewöhnlichen Inhaberschuld-

---

22 Beschreibung abrufbar unter [www.ddi.de](http://www.ddi.de).

23 Staudinger/Marburger, BGB, Vorbemerkung zu §§ 793-808 Rn. 68.

24 Staudinger/Marburger, BGB, Vorbemerkung zu §§ 793-808 Rn. 68

25 Beispiele bei Staudinger/Marburger, BGB, Vorbemerkung zu §§ 793-808 Rn. 68.

26 Beschreibung abrufbar unter [www.ddi.de](http://www.ddi.de).

27 Beschreibung der Aktienanleihe bei Staudinger/Marburger, BGB, Vorbemerkung zu §§ 793-808 Rn. 45.

28 Köndgen, ZIP 2001, 1197; Staudinger/Marburger, BGB, Vorbemerkung zu §§ 793-808 Rn. 45.

verschreibungen.<sup>29</sup> Im Jahre 2007 gab es in Deutschland ca. 186.902 verschiedene Zertifikate, Optionsscheine und ähnliche Finanzkreationen.<sup>30</sup> Im Jahre 2011 ist deren Zahl bereits auf über 640.000 gestiegen. Damit gibt es in Deutschland die weltweit größte Auswahl an strukturierten Wertpapieren.<sup>31</sup> Bereits im Oktober des Jahres 2011 soll es sogar mehr als 838 000 Zertifikate und sonstige Hebelpapiere gegeben haben.<sup>32</sup> Diesem Trend entsprechend konnten im Jahre 2012 mehr als eine Million strukturierte Produkte gehandelt werden.<sup>33</sup>

Die vorstehenden Ausführungen zeigen, dass weniger die rechtliche, als die tatsächliche Ausgestaltung der strukturierten Produkte komplex ist. Der Komplexitätsgrad ist bei diesen Produkten unterschiedlich hoch. Gelegentlich werden etwa mehrere Basiswerte verwendet, deren Entwicklung dann den Wert des strukturierten Produktes bestimmen. Diese Entwicklungen fließen somit direkt in die Preisberechnung ein. Wenn die computergestützten Preisberechnungsverfahren Entwicklungen der Basiswerte nicht richtig aufnehmen oder verwerten und der Emittent einen hierauf gegründeten Preis verlangt, wird er versuchen, das mit diesem Preis zustande gekommene Geschäft wegen eines Mistrades aufzuheben.<sup>34</sup> Die komplexe Struktur derartiger Wertpapiere überfordert mithin nicht selten sogar die Emittenten selbst.

### **III. Das Zustandekommen der Preise für strukturierte Produkte**

Die Konstruktion dieser Wertpapiere erklärt für sich genommen noch nicht deren Mistrade-Anfälligkeit. Hierzu muss der Handelsablauf und die Preisermittlung mitbetrachtet werden. Die aus der Vielzahl unterschiedlicher derivativer Produkte folgende spezielle Ausgestaltung führt dazu, dass es bei diesen Papieren oft keine konkurrierenden Angebote gibt. Demnach kann ein Anleger auch keinen direkten Vergleich anstellen.<sup>35</sup> Demzufolge herrscht auch bei Papieren mit gleichen Merkmalen kaum Wettbewerb.<sup>36</sup> Allgemein besteht auf dem Markt für strukturierte Produkte hingegen eine hohe Konkurrenz. Hierbei geht es darum, Anleger für neu gestaltete Finanzprodukte zu gewinnen – dies zeigt allein schon

---

29 Jungmann, WM 2007, 1537, 1544.

30 Börsenzeitung Nr. 93 v. 16.05.2007, S. 19.

31 Reuss, Börsenzeitung Nr. 54 v. 18.03.2011, S. B.

32 Mohr, FAZ Nr. 239 v. 14.10.2011, S. 19.

33 FAZ Nr. 218 v. 18.09.2012, S. 20.

34 Vgl. Aktionärsreport, Schwarzbuch Börse Januar/Februar 2006, Zertifikate Spezial, S. 60, 61.

35 Straub, Aktionärsreport, Schwarzbuch Börse Januar/Februar 2007, S. 79.

36 Mülbert, WM 2007, 1149.

die ständig wachsende Anzahl neuer Finanzkreationen.<sup>37</sup> Da die Produkte oftmals keine identischen Ausstattungsmerkmale aufweisen, stehen sie nicht in Konkurrenz zu anderen Produkten, da sie einzigartig sind. Dies wirkt sich auf ihre Handelbarkeit aus. Von den inzwischen mehr als eine Million handelbaren Papieren wird nur jedes zehnte Papier überhaupt niemals gehandelt.<sup>38</sup>

An der Frankfurter Wertpapierbörse werden strukturierte Produkte in der fortlaufenden Auktion gem. § 69 BörsO FWB<sup>39</sup> gehandelt. Zudem bestehen für diese Papiere besondere, in den §§ 99 ff. BörsO FWB geregelte Vorgaben, damit ein kontinuierlicher Handel in diesen Produkten möglich ist. Hierzu geben an der Frankfurter Wertpapierbörse der Quote-Verpflichtete im Market – Maker – Modell (§ 101 BörsO FWB) und der Quote-Verpflichtete auf Anfrage des Spezialisten im Spezialisten-Modell (§ 102 Abs. 2 BörsO FWB) verbindliche Geld- und Briefkurse an.

Im Market – Maker – Modell stellt sich die Situation wie folgt dar. In den §§ 100, 101 BörsO FWB<sup>40</sup> ist die Quote-Verpflichtung geregelt. Im Wesentlichen ist die Bereitstellung eines Quote-Verpflichteten durch den Emittenten festgelegt. Der Emittent kann selbst Quote-Verpflichteter sein oder einen anderen Handelsteilnehmer benennen. Gemäß § 101 Abs.1 BörsO FWB muss der Quote-Verpflichtete fortlaufend verbindliche Quotes eingeben. Unter einem Quote versteht man gleichzeitig abgegebene Kauf- und Verkaufsangebote für eine bestimmte Menge von Wertpapieren. Hierdurch wird eine ständige Handelbarkeit bei nicht selten umsatzlosen Papieren sichergestellt (vgl. § 101 Abs. 2 BörsO FWB). Freilich ist der Emittent meist zugleich Market Maker, Ersteller und Risikoggeber des strukturierten Produkts.<sup>41</sup> Der Preis bei diesen Wertpapieren wird daher maßgeblich vom Emittenten bestimmt.

Im Spezialisten-Modell wird wie folgt verfahren. Spezialisten sind gem. § 80 BörsO FWB<sup>42</sup> vom Börsenträger beauftragte Unternehmen. Die Aufgabe des Spezialisten besteht beim Handel mit strukturierten Produkten in der Bereitstellung zusätzlicher Liquidität durch die Eingabe von indikativen Quotes. Die Tätigkeit des Spezialisten unterstützt die Quotierung des Quote-Verpflichteten. Denn der Quote-Verpflichtete ist lediglich zur Stellung eines einzigen Quotes pro Handelstag verpflichtet. Demgegenüber stellt der Spezialist ständig (indika-

---

37 Diesen Wettbewerb meinte wohl Bremser in Börsenzeitung Nr.140 v. 25.07.2007, Kommentar S.1.

38 FAZ Nr. 218 v. 18.09.2012, S. 20.

39 In der Fassung v. 03.12.2012.

40 In der Fassung v. 03.12.2012.

41 Mülberr, WM 2007, 1149.

42 In der Fassung v. 03.12.2012.



tive) Quotes bereit. Zudem bestimmt § 88 Abs. 1 BörsO FWB<sup>43</sup> für die Preisermittlung in der Fortlaufenden Auktion, dass derjenige Preis zustande kommt, zu dem die meisten Aufträge zum Quote des Spezialisten bzw. des Quote-Verpflichteten ausgeführt werden können. Hiernach hat der Emittent des Wertpapiers ebenfalls eine bestimmende Position bei der Preisstellung. Zwar besteht im Spezialisten-Modell die Möglichkeit, dass der Spezialist selbst einen engeren und damit besseren Quote<sup>44</sup> abgibt. Gemäß § 103 Abs.1 BörsO FWB<sup>45</sup> muss hierbei aber auch der Quote eines Quote-Verpflichteten berücksichtigt werden.

Hieraus folgt, dass der Emittent des Finanzinstruments einen erheblichen Einfluss auf den Kurs hat, weshalb man nur mit gewissen Einschränkungen von einem Markt sprechen kann, da der Handel mit strukturierten Produkten nicht durch Angebot und Nachfrage von Handelsteilnehmern geprägt ist.

Der teilweise komplexe Aufbau sowie die Umstände der Quotierung begründen aber ebenfalls noch nicht die tatsächlichen Schwierigkeiten der Preisbestimmung von strukturierten Produkten. Hinzu kommen die von den Emittenten festgesetzten Preisaufschläge. Die vorstehend schon beschriebene beherrschende Stellung bei der Preisfestsetzung nutzen die Emittenten oft dazu, hohe, nur schwer zu erkennende Preisaufschläge festzusetzen.<sup>46</sup>

Wer zum Beispiel<sup>47</sup> ein Indexzertifikat auf den deutschen Leitindex DAX erwirbt, schließt einen Vertrag mit der Emissionsbank. Diese bildet den Kursverlauf des DAX nach, indem sie DAX-Futures am Terminmarkt erwirbt. Der Veräußerer der Futures wird damit zum eigentlichen Gegenspieler des Zertifikateerwerbers. Der Future-Veräußerer profitiert, wenn die Kurse sinken; der Zertifikateerwerber hofft, dass die Notierungen steigen. Die Bank dazwischen bezieht eine neutrale Position. Ihr Gewinn entsteht aus der Marge, die sie aus dem Geschäft erzielen kann, sei es der Aufschlag für eine komplizierte Konstruktion, eine jährlich anfallende Managementgebühr oder – zu einem kleinen Teil – die Spanne zwischen Kauf und Verkauf. Diese Marge ist oft erheblich. Es wird gelegentlich behauptet, sei ein Geschäft aufgrund eines Berechnungsfehlers des Emittenten für diesen doch einmal nachteilig, könne dieser mittels Herauf- oder Herabsetzung des Ausgabeaufschlags behaupten, dass eine Abweichung vom

---

43 In der Fassung v. 03.12.2012.

44 Da der Ankaukurs niedriger ist als der Verkaufskurs, der Emittent also günstiger ein- als verkauft, ist ein möglichst geringer Abstand zwischen An- und Verkaufskurs von Vorteil für den Erwerber sowie den Veräußerer strukturierter Produkte.

45 In der Fassung v. 03.12.2012.

46 Straub, Aktionärsreport, Schwarzbuch Börse Januar/Februar 2007, S. 84.

47 Dieses Beispiel ist Aktionärsreport, Schwarzbuch Börse Januar/Februar 2006, S. 60 entnommen.

marktgerechten Preis gegeben sei. Tatsächlich könne der selbst gestellte Kurs auch so umgestaltet werden, dass es zu „nicht marktgerechten Preisen“ komme.<sup>48</sup>

Hinsichtlich der Feststellung des Aufschlags helfen dem Erwerber der Produkte auch die im Wertpapierprospekt enthaltenen Angaben nicht weiter. Die in den Prospekt aufzunehmenden Angaben bestimmen sich für verbrieftete Derivate nach § 7 WpPG<sup>49</sup> i.V.m. Anhang XII der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG.<sup>50</sup> Die Prospektspflicht gilt aber nur für das öffentliche Angebot von Wertpapieren. Die in den Freiverkehr einbezogenen Wertpapiere sind nicht von der Prospektspflicht betroffen, da die dortige Aufnahme und Notierung kein öffentliches Angebot darstellen.<sup>51</sup> Auch bei bestehender Prospektspflicht muss der Emittent seine Kalkulation und Gewinnmarge nicht offenlegen. Dementsprechend wird eine eventuelle Differenz zwischen dem fairem Wert und dem tatsächlichen Ausgabebetrag nicht erläutert. Diese Regelung entspricht auch dem allgemeinen Grundsatz, dass beim Abschluss zweiseitiger Verträge keine Verpflichtung besteht, dem Vertragspartner die eigene Gewinnspanne offen zu legen.<sup>52</sup> Das ist gerechtfertigt, weil der Emittent aus dem Verkauf seines Produktes einen Gewinn erzielen möchte und dies auch für den anderen Teil klar erkennbar ist.<sup>53</sup> Hieraus folgt aber zugleich, dass es nicht möglich sein darf, dass der Emittent durch die willkürliche Veränderung des Ausgabeaufschlags nachträglich Einfluss auf den Preis eines abgeschlossenen Börsengeschäfts nehmen kann. Eine Grenze für versteckte Ausgabeaufschläge ergibt sich erst dort, wo die Grundsätze der Prospektwahrheit und Prospektklarheit verletzt werden.<sup>54</sup>

Demgegenüber müssen Fonds Verwaltungsgebühren, Bestandsprovisionen und andere Kostenfaktoren in Form einer Gesamtkostenquote (sog. Total Expense Ratio, kurz TER) ausweisen. Daher wird teilweise gefordert, dass bei strukturierten Produkten ebenfalls die TER ausgewiesen werden soll.<sup>55</sup>

---

48 Aktionärsreport, Schwarzbuch Börse Januar/Februar 2006, S. 60.

49 Abgedruckt in: Kümpel/Hammen/Ekkenga, KMR Kennz. 103.

50 Abgedruckt in: Kümpel/Hammen/Ekkenga, KMR Kennz. 905/1.

51 Ekkenga/Maas, Das Recht der Wertpapieremissionen, § 2 Rn. 112.

52 OLG Celle, WM 2009, 2171, 2174.

53 Insofern besteht ein Unterschied, wenn z.B. Banken fremde Produkte an ihre Kunden verkaufen und hierfür Gelder – Provisionen – von Dritten erhalten. In diesem Fall soll für den Kunden klar sein, wie hoch das Eigeninteresse der Bank ist. Diese muss die Höhe der Provision, sog. „Kickback-Zahlungen“ offenlegen, BGH NJW 2001, 962, 963; BGH NJW 2007, 1876, 1878, BGH NJW-RR 2010, 1064, 1065.

54 Vgl. als Ausdruck der Prospektwahrheit- und klarheit § 5 Abs.1 S. 1 WpPG, abgedruckt in: Kümpel/Hammen/Ekkenga, KMR Kennz. 103.

55 So die Forderung von Mathias Bauer, Präsident des europäischen Fondsverbands Efama, Börsenzeitung Nr. 130 v. 11.07.2007, S. 3.

Dass der Handel mit strukturierten Produkten auch ohne Produktvielfalt erfolgen kann, zeigt das Beispiel der USA: Anders als in Europa, wo die Optionsbörsen eine relativ geringe Produktüberlappung haben, sind die Produkte der sechs US-Optionsbörsen zu einem großen Teil identisch.<sup>56</sup> Dadurch können die Produkte miteinander verglichen werden, was zu mehr Konkurrenz bei den Emittenten führt. Ein größerer Wettbewerb kann wiederum zu besseren Preisen für die Anleger führen. Nach der Finanzmarktkrise besteht diese Tendenz auch in Deutschland. Entsprechend der Nachfrage der Privatanleger, die sich auf einfach strukturierte Produkte bezieht, wird allgemein für eine größere Transparenz bei Derivaten geworben.<sup>57</sup> Zu dieser Transparenz zählt die Veröffentlichung sämtlicher Vertriebskosten, die Angabe der börslich und außerbörslich gehandelten Stückzahlen zur Übersicht über die Liquidität sowie die Ausgabe von Standardpapieren statt Papieren mit komplexen Strukturen.<sup>58</sup>

Dies alles zeigt, dass der komplexe Aufbau der strukturierten Wertpapiere eine Voraussetzung für deren Mistrade-Anfälligkeit schafft, was durch den Handelsablauf weiter begünstigt wird. Daher kann der Ansicht, die Aufhebung eines Geschäftsabschlusses sei wegen der bestehenden Mistrade-Regelungen keine willkürliche Entscheidung des Emittenten<sup>59</sup>, nicht ohne weiteres gefolgt werden. Die an den Börsen bestehenden Mistrade-Regelungen müssen vielmehr daraufhin überprüft werden, ob es zu einer willkürlichen Aufhebung von Geschäftsabschlüssen seitens des Emittenten kommen kann, weil der Emittent die Herbeiführung der Voraussetzungen für einen begründeten Mistrade-Antrag unter Umständen selbst in der Hand hat.

## **B. Der marktgerechte Preis**

Da ein Mistrade ein Geschäftsabschluss zu einem nicht marktgerechten Preis ist, stellt sich die Frage, wann von einem marktgerechten Preis gesprochen werden kann. Eine diesbezügliche Regelung findet sich zunächst in § 24 Abs. 2 S.1 BörsG. Hiernach müssen Börsenpreise u.a. der wirklichen Marktlage des Bör-

---

56 Börsen-Zeitung Nr. 96 v. 22.05.2007, S. 8.

57 Weber, Nach guter alter Sitte; Weyand, Abschied vom Wettrüsten, beides in: Financial Times Deutschland (FTD), Wochenendausgabe v. 25./ 26. / 27. 09.2009, Sonderbeilage Derivate A6.

58 Weyand, Abschied vom Wettrüsten, FTD, Wochenendausgabe v. 25./ 26. / 27. 09.2009, Sonderbeilage Derivate A6.

59 Börsen-Zeitung Nr. 30 v. 13.02.2008, S. 19; Schmitz, Börsen-Zeitung Nr. 29 v. 12.02.2008, S. 1.