finma
Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA
Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari FINMA
Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA

VR-Geschäft

Datum:	10.03.2009	Verwaltungsratssitzung vom vom 18. / 19. März 2009
Kontakt:	[redacted]	
Abteilung:	Märkte	
Telefon direkt:	031 [redacted]	
E-Mail:	[redacted]@finma.ch	
Ausstand:		
Referenz:	gop	

Geschäftsprozess

- ☐ Interne Revision
- ☐ Planung/Strategie/ Ziele
- ☐ Regulierung
- ☒ Geschäfte von grosser Tragweite
- ☐ Zusammenarbeit/ Internationales Betriebliches
- ☐ Geschäftsbereiche/ Aufsichtsthemen
- ☐ Diverses
- ☐ vertrauliches Spezialthema
- ☐ vertrauliches Personalgeschäft

Titel

Verkauf strukturierter Produkte i.Z. mit dem Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers

Zusammenfassung

Im Rahmen der bisherigen Untersuchung wurde geprüft, wie sich unterstellte Institute in den Bereichen Beratung, Risikoaufklärung, Vertrieb und Verkauf von strukturierten Produkten organisieren und ob systematische Mängel bei einzelnen Instituten bestehen. Wir stellten fest, dass die Institute durch den Lehman-Konkurs unterschiedlich stark betroffen sind und mitunter unterschiedliche Defizite bestehen. Bei verschiedenen Banken vertiefen wir deshalb gegenwärtig unsere Abklärungen. Es ist nicht auszuschliessen, dass gegen einzelne Institute aufsichtsrechtliche Verfahren einzuleiten sind. Nach Abschluss dieser Untersuchung sehen wir vor, die Marktteilnehmer über unsere Erkenntnisse in geeigneter Form zu informieren.

Antrag

Kenntnisnahme

Beilage: Termsheet der Credit Suisse

Management Summary **4**

1 Ausgangslage **6**

2 Definition und Arten von strukturierten Produkten **6**

2.1 Definition 6

2.2 Kredit- und Gegenparteirisiko 7

2.3 Arten von strukturierten Produkten 7

3 Lehman Brothers als Emittentin von strukturierten Produkten **8**

3.1 Lehman Brothers Inc. 8

3.2 Bedeutung Lehmans als Emittentin von strukturierten Produkten in der Schweiz 8

4 Untersuchung der FINMA **9**

Erste Umfrage 9

Zweite Umfrage 10

4.1 Credit Suisse und UBS im Vergleich 10

4.1.1 Vertrieb 10

4.1.2 Beratung und Verwaltung 12

4.1.3 Risikoaufklärung der Investoren 13

4.1.4 Zahlen 13

4.1.5 Investorenverluste 15

4.1.6 Das Kompensationsmodell der Credit Suisse 16

4.1.7 Fazit und weiteres Vorgehen 16

4.2 Die 15 weiteren Institute im Vergleich 17

4.2.1 Vertrieb 17

4.2.1.1 Vertriebsmodelle und Gebühren 17

4.2.1.2 Anreizsysteme 17

4.2.1.3 Selektionsprozess für Emittenten 18

4.2.1.4 Einschätzung der Kreditrisiken 18

4.2.2 Beratung und Verwaltung 21
4.2.3 Risikoaufklärung der Investoren 22
4.2.3.1 Broschüre „Besondere Risiken im Effektenhandel" der SBVg / „White Labelling" 22
4.2.3.2 Risikoaufklärung vor dem 1. Juli 2007 / Versand von Emittenten-Termsheets 22
4.2.4 Zahlen 23
4.2.4.1 Anzahl betroffene Kunden 23
4.2.4.2 Kundengelder in Lehman-Effekten 24
4.2.4.3 Anteil strukturierter Produkte von Lehman in Vermögen von institutionellen Kunden 24
4.2.4.4 Anteil strukturierter Produkte von Lehman in den verwalteten Vermögen 25
4.2.4.5 Anteil strukturierter Produkte von Lehman bei den Beratungskunden 26
4.2.4.6 Vertriebskonzentrationen bei internen Organisationseinheiten 26
4.2.5 Eigenbestand 27
4.2.6 Investorenverluste / Entschädigungszahlungen 28
4.2.7 Fazit und weiteres Vorgehen 28

5 Rechtliche Aspekte 29

5.1 Verhaltensregeln für Effektenhändler gemäss Art. 11 BEHG 30
5.2 Vertragliche Sorgfaltspflichten 31
5.3 Prospektpflicht gemäss Art. 5 KAG 32

6 Folgen des Lehman-Konkurses 32

6.1 Massnahmen der betroffenen Schweizer Institute 32
6.2 Markt für kotierte strukturierte Produkte 33
6.3 Verbesserung der Transparenz 33
6.4 Begrenzung des Emittentenrisikos bei strukturierten Produkten durch Pfandbesicherung 34

7 „Best Practice" im Umgang mit strukturierten Produkten 34

Management Summary

Seit Mitte September 2008 führten wir verschiedene, im Zusammenhang mit dem Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers stehende, Abklärungen durch. In einem ersten Schritt wurden bei über 100 Instituten generelle Daten zu den von Lehman Effekten betroffenen Nostrobeständen und Kundendepots erhoben. In einem zweiten Schritt vertieften wir bei 15 Bankinstituten[1], die vergleichsweise stark betroffen waren, sowie bei den zwei Grossbanken unsere Abklärungen. Dabei ging es insbesondere um die Erörterung von Fragen zum Vertrieb von strukturierten Produkten der Lehman Brothers an Kunden und der damit zusammenhängenden Beratung und Risikoaufklärung. Ebenfalls geprüft wurden Fragen der Anreizsysteme (Retrozessionsproblematik, Vergütungen an Kundenberater) und der Handelstätigkeit im Eigenhandel. Wir richteten unser Augenmerk dabei auf allfällige systematische und grundsätzliche Missstände bei den regulierten Instituten.

Grossbanken

Die Stellungnahmen der Grossbanken zeigen zusammengefasst, dass die UBS die Prozesse rund um den Verkauf von strukturierten Produkten durchdacht konzipierte, steuerte und laufend zu verbessern versucht. Die Antworten der Credit Suisse fielen weniger überzeugend aus und lassen mögliche Mängel in dieser Geschäftstätigkeit erkennen. Namentlich folgende Aspekte und Prozesse erscheinen bei der Credit Suisse schlechter geregelt zu sein als bei der UBS (oder auch bei der HSBC oder der J.P. Morgan):

- Emittenten-Selektionsprozess
- „White Labelling" / kein Versand von Original-Termsheets
- Monitoringsysteme in Bezug auf Retail- und Beratungskunden
- Risikoaufklärung für geschäftsunerfahrene Kunden
- Beachtung der Sorgfaltspflichten (Diversifikation)
- Kundenzielgruppen für strukturierte Produkte

Aufgrund dieser Ausgangslage haben wir die Credit Suisse eingeladen, uns in Form einer Präsentation umfassend über den „Fall Lehman", die erkannten internen Schwachstellen, die ergriffenen bzw. geplanten Massnahmen und namentlich auch über ihr Kompensationsmodell zu informieren.

Aufgrund der Präsentation, die in der zweiten Märzhälfte stattfinden wird, und den bereits vorliegenden Informationen werden wir sodann entscheiden, wie in dieser Angelegenheit aufsichtsrechtlich weiter vorzugehen ist.

Die übrigen 15 untersuchten Institute

Die Mehrzahl der untersuchten Institute sahen Kleinanleger bzw. Retailkunden nicht als Zielgruppe für strukturierte Produkte vor. Dies, weil sie diese Kundengruppe generell nicht bedienten oder weil sie strukturierte Produkte für Kleinanleger als nicht geeignete Anlageklasse werteten.

[1] Bank Hapoalim, Julius Bär, Bank Leumi, Bank Sarasin, Banque Cantonale du Valais, Berner Kantonalbank, BSI, Deutsche Bank (Suisse), Dresdner Bank (Schweiz), EFG, HSBC (Suisse), J.P. Morgan (Suisse), Luzerner Kantonalbank, RBS Coutts, Valiant Bank.

Die Auswertung zeigt weiter, dass die Institute Emittenten von strukturierten Produkten teils nach unterschiedlichen Kriterien auswählten. Bei einigen Instituten ist der vom Emittenten offerierte Preis das ausschlaggebende Kriterium. Emittenten sollten aber nicht nur aufgrund des Preiskriteriums selektioniert werden. Auswahlkriterien wie After-Sales-Service und Innovation, Kreditrating, CDS-Spreads, Tier-1-Kernkapitalquote, v.a. aber eine betragsmässige Begrenzung pro Emittent, scheinen angebracht. Die Untersuchung legt auch offen, dass Lehman im Markt nicht aggressiver als andere Emittenten von strukturierten Produkten auftrat.

Direkte Anreize und Vorgaben für Berater, strukturierte Produkte von Lehman privilegiert zu verkaufen, bestanden angeblich bei keinem Institut. Indirekte Anreize waren aber durchaus gegeben, indem Berater aufgrund der relativ hohen Verkaufsmargen eher geneigt waren, strukturierte Produkte zu verkaufen. Dadurch, dass strukturierte Produkte begrenzte Laufzeiten aufweisen, können bei Verfall der Produkte die Gelder stetig neu angelegt werden. Solche „Roll-Gebühren" wirken sich ebenfalls ertragsfördernd für Berater und Bank aus.

Von der Lehman-Pleite besonders und stark betroffen sind die Berner Kantonalbank (BEKB) und die Luzerner Kantonalbank (LUKB). Auch die Walliser Kantonalbank fällt im Kundensegment der Institutionellen, im Bereich Risikoaufklärung und im Verkaufsverhalten auf. Bei diesen Instituten vertiefen wir zurzeit die Untersuchung. Bei den anderen Banken haben wir keine Hinweise auf grundsätzliche oder systematische Fehlleistungen oder Mängel festgestellt. Dabei ist nicht ausgeschlossen, dass es bei diesen Instituten in Einzelfällen zu Verletzungen von Kundeninteressen gekommen ist, dies ist aber nicht Gegenstand unserer aufsichtsrechtlichen Abklärungen.

Im Weiteren laufen derzeit noch separate Abklärungen bei der BEKB, der Deutschen Bank (Schweiz) und der RBS Coutts in Bezug auf eine mögliche Kursschnittproblematik im Primärmarkt.

Im letzten Kapitel werden aufgrund des Vergleichs der befragten Institute einige u.E. empfehlenswerte und teilweise auch geforderte Verhaltensweisen im Vertrieb von strukturierten Produkten (als zu erreichender Standard) zusammengefasst.

1 Ausgangslage

Am 15. September 2008 stellte die Muttergesellschaft von Lehman Brothers Schweiz ein Gesuch um Gläubigerschutz („Chapter 11"). Von dem Bankrott der Lehman Brothers (nachfolgend Lehman) waren mitunter auch zahlreiche schweizerische Kunden betroffen, die in von Lehman begebene strukturierte Produkte investierten. Nach dem Bankrott ist unklar, wie viel Geld betroffene Investoren zurück erhalten werden. In den ersten Tagen nach der Verkündung des Konkurses war von einer Konkursquote von maximal 60% die Rede, allerdings kann auch ein Totalverlust nicht ausgeschlossen werden. Der Konkurs der US-Investmentbank führte den schweizerischen Investoren und Anbietern von strukturierten Produkten in dieser Form erstmalig und drastisch das Ausfallrisiko des Emittenten vor Augen.

Sowohl die FINMA wie auch der Bankenombudsmann erhielten in der Folge zahlreiche Beschwerdebriefe von geschädigten Anlegern, die in strukturierte Produkte der Lehman (vorab Kapitalschutzprodukte) investierten. Die grosse Mehrzahl der Beschwerden betraf Kunden der Credit Suisse (nachfolgend CS). Gemäss den Beschwerden wurden anscheinend viele klassische Sparer (d.h. Kunden, die ihr Geld bisher auf Konten anlegten und keine oder wenig Erfahrungen mit anderen Produkten aufwiesen) von ihrem Kundenberater aktiv angegangen und liessen sich aufgrund des sogenannten Kapitalschutzes zum Kauf eines strukturierten Produktes überzeugen. Ein Hinweis, dass der Käufer beim Erwerb eines strukturierten Produkts ein Kreditrisiko gegenüber einer Drittpartei (Emittent, Garantiegeber) eingeht, soll in zahlreichen Fällen unterblieben sein. Aufgrund der Produktunterlagen sind sodann scheinbar viele Kunden davon ausgegangen, dass es sich um bankeigene Produkte handelte (Problem des sog. „White Labelling", → 4.1.1) und waren im Glauben, dass ein Kreditrisiko gegenüber der verkaufenden Bank eingegangen wurde. Auch in den Medien wurde der Konkurs der Lehman und die daraus resultierenden Verluste für die Anleger stark thematisiert. Dabei wurde namentlich die Beratungsqualität und die Verkaufspraktiken einiger Schweizer Institute (vorab die CS) bei strukturierten Produkten kritisch hinterfragt.

2 Definition und Arten von strukturierten Produkten

2.1 Definition

Strukturierte Produkte sind Anlageinstrumente, deren Rückzahlungswert von der Entwicklung eines oder mehrerer jeweiliger Basiswerte abgeleitet ist. Sie können eine feste oder unbeschränkte Laufzeit aufweisen und auf einzelnen oder mehreren Teilen basieren, ungeachtet derer Gewichtung.[2] Ein strukturiertes Produkt setzt sich demnach aus herkömmlichen Finanzanlagen wie Aktien[3] und Obligationen, verbunden mit derivativen Elementen, zusammen. Diese Konstruktion wird in einem Wertpapier verbrieft.

Nicht als strukturierte Produkte gelten Anlagen, bei denen im Wesentlichen der Finanzierungszweck oder ein Risikotransfer im engeren Sinne im Vordergrund steht wie Collaterali-

[2] Definition gemäss „Richtlinien über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten" der SBVg.

[3] Zum Beispiel: 7.00 % Reverse Convertible auf Roche Holding, 6.3.08 – 13.3.09; das Kreditrisiko hierzu besteht nicht gegenüber der Roche Holding AG, sondern gegenüber den drei Schweizer Kantonalbanken.

zed Debt Obligations (CDO), Credit Linked Notes (CLN), Asset Backed Securities (ABS), Convertible Bonds und Anleihensobligationen.[4]

2.2 Kredit- und Gegenparteirisiko

Der Erwerber von strukturierten Produkten setzt sich einem Gegenparteirisiko aus, da es sich dabei rechtlich um Inhaberschuldverschreibungen handelt, für deren Erfüllung die Emittentin mit ihrem ganzen Vermögen haftet.[5] Der Anleger in strukturierte Produkte trägt demnach ein Ausfallrisiko, das von der Bonität des Emittenten abhängt. Anders als bei Anlagefonds beteiligen sich die Zeichner nicht an einem Sondervermögen, sondern die Forderungen fallen im Konkursfall vollumfänglich in die Konkursmasse (dies gilt selbstverständlich auch für die sogenannten Kapitalschutzprodukte). Investoren von strukturierten Produkten sind Gläubiger der 3. Klasse, d.h. Inhabern von Anleihen und Bonds gleichgestellt.

2.3 Arten von strukturierten Produkten

Es werden drei Arten von strukturierten Produkten unterschieden: Die Partizipations-, die Renditeoptimierungs- und die Kapitalschutzprodukte. Diese Produktarten unterteilen sich jeweils wieder in verschiedene Typen, wie aus der folgenden Darstellung entnommen werden kann:

Zum Zeitpunkt der Lehman-Pleite (09/08) waren 7'502 strukturierte Produkte an der Börse Scoach ausstehend. Von diesen wiederum waren 34 % in Partizipations-, 52 % in Renditeoptimierungs- und 14 % Kapitalschutzprodukte investiert.[6] Die nahezu gleichen Prozentsätze werden auch in Bezug auf die an der Derivatebörse Scoach erzielten Umsätze erreicht. Der

[4] Erläuterungen zu Ziffer 2 der „Richtlinien über die Information der Anlegerinnen und Anleger zu strukturierten Produkten", SBVg August 2007.

[5] Vgl. hierzu Steffen Tolle, „strukturierte Produkte in der Vermögensverwaltung", S. 90.

[6] http://www.scoach.ch/DE/Showpage.aspx?pageID=84

Anteil von Lehman am Total der Produkte betrug 1.11 % (83 Produkte). Es gilt zu beachten, dass sich diese Zahlen auf die im Sekundärmarkt kotierten Produkte beziehen. Insgesamt (inkl. den nicht kotierten strukturierten Produkten) dürften vom Konkurs Lehmans rund CHF 4 Mrd. an ursprünglich investierten Nennwerten betroffen sein.

Die Mehrzahl der öffentlich angebotenen strukturierten Produkte wird heute kotiert.

3 Lehman Brothers als Emittentin von strukturierten Produkten

3.1 Lehman Brothers Inc.

Lehman war eine US-amerikanische Investmentbank mit Hauptsitz in New York. Im Jahr 2007 beschäftigte die Bank noch weltweit 28'600 Angestellte. Im Zuge der Subprime-Krise musste die Bank zunächst 3.3 Milliarden US-Dollar abschreiben. Im April 2008 hatte das Institut eine Kapitalerhöhung von 4 Milliarden US-Dollar durchgeführt, eine weitere in der Höhe von 5 Milliarden US-Dollar folgte im Juni 2008.

Die angeschlagene Investmentbank hatte am 10. September 2008 verlauten lassen, dass sie Verluste in Höhe von 3,9 Milliarden US-Dollar für das dritte Quartal 2008 erwartet. Richard Fuld, CEO von Lehman, kündigte daraufhin den Verkauf eines Mehrheitsanteils an der Investmentsparte, die Ausgliederung von Gewerbeimmobilien und weiteren illiquiden Vermögenswerten an. Als weitere Massnahme sollte ebenfalls die Dividende auf 0,05 US-Dollar pro Aktie verringert werden. Die Verkaufsbemühungen scheiterten jedoch wenige Tage später und Lehman musste am 15. September 2008 die Insolvenz gemäss „Chapter 11" beantragen.

Am 17. September 2008 gab die britische Universalbank Barclays bekannt, dass sie grosse Teile des US-Geschäfts von Lehman, einschliesslich der gesamten Infrastruktur mit 9'000 Mitarbeitern und den Hauptsitz in New York, aus der Insolvenzmasse heraus übernehmen werde. Japans grösstes Brokerhaus, Nomura Holdings, kaufte am 22. September 2008 das Asiengeschäft sowie die Investmentbanksparte Lehmans in Europa und im Nahen Osten.

3.2 Bedeutung Lehmans als Emittentin von strukturierten Produkten in der Schweiz

Lehman war in der Schweiz eine bedeutende Anbieterin strukturierter Produkte.[7] Zum Zeitpunkt der Insolvenz hatte Lehman am Schweizer Markt 83 kotierte strukturierte Produkte, davon 46 Kapitalschutz-, 11 Partizipations-, 23 Renditeoptimierungsprodukte und 3 weitere Produkte mit einem Emissionsvolumen von insgesamt CHF 650 Millionen ausstehend.

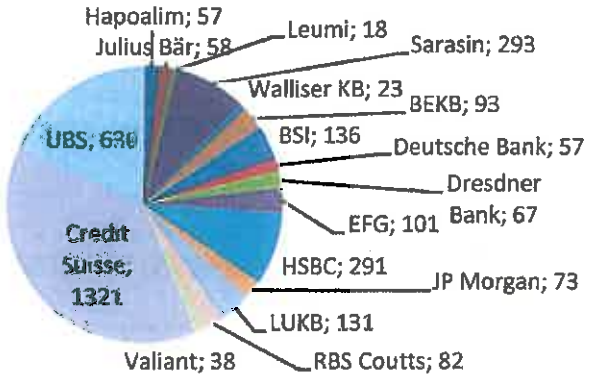
Lehman war aber auch ein wichtiger Anbieter für strukturierte Produkte, die eigens für gewisse Kunden geschaffen wurden (sog. OTC- oder massgeschneiderte Produkte). Oft wird hierzu eine Anlagesumme von mindestens CHF 20'000 verlangt. Eigens für bestimmte Kunden konzipierte strukturierte Produkte werden i.d.R. nicht öffentlich angeboten und fallen

[7] Neben Lehman waren in der Schweiz v.a. folgende Institute bedeutende Emittenten: ABN Amro, Julius Bär, Sal. Oppenheim, Sarasin, Vontobel, BCV, Bayerische Hypovereinsbank, Clariden Leu, Credit Suisse, Deutsche Bank, Dresdner Bank, EFG, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Société Général, UBS, ZKB.

dementsprechend nicht unter den Geltungsbereich von Art. 5 KAG. Solche Produkte müssen i.d.R. bis zum Verfall gehalten werden, denn für sie existiert kein Sekundärmarkt. Für den ausserbörslichen Bereich sind keine verlässlichen Zahlen bekannt, es wird aber geschätzt, dass die gesamten Wertschriftenvermögen in strukturierten Produkten in der Schweiz per Ende Oktober 2008 rund CHF 249 Milliarden betrugen.[8]

Gesamthaft dürfte der Ausfall Lehmans über CHF 4 Milliarden an ursprünglich investierten Nennwerten strukturierter Produkte in Kundendepots von Schweizer Banken betroffen haben.[9] Die kumulierten Nennwerte der von Lehman ausgegebenen strukturierten Produkte in Kundendepots der untersuchten Institute ergeben einen Gesamtbetrag von CHF 3.5 Mrd. (→ 4.1.4, → 4.2.4), wovon alleine bei den beiden Grossbanken knapp CHF 2 Mrd. an Nennwerten betroffen sind (UBS 630 Mio., Credit Suisse CHF 1.321 Mrd.):

Nennwerte in strukturierten Lehman-Produkten in Mio. CHF je Institut



4 Untersuchung der FINMA

Erste Umfrage

Am 19. September 2008 wurden 113 Institute per E-Mail aufgefordert, über ihr Lehman-Exposure in den eigenen Büchern sowie über Kundenpositionen in Lehman-Papieren bis zum 22. September 2008 zu informieren (die Banken Finter und Edmond de Rothschild waren auch nach der Einräumung einer Nachfrist bis zum 23.9.08 ausser Stande, die Fragen fristgerecht zu beantworten).

27 Institute teilten mit, dass per 15.9.08 Lehman-Positionen in ihren Büchern waren. 92 Institute gaben an, dass Lehman-Positionen in Kundendepots enthalten waren.

Die Umfrage ergab aus prudentieller Sicht folgendes: Kein Institut geriet aufgrund von Lehman-Positionen in Eigenmittelprobleme. Bei wenigen Instituten (Hapoalim, Julius Bär, Bank

[8] SVSP/Scoach: Dienstleistung ohne Emittentenrisiko für strukturierte Produkte, AWP 18.2.09

[9] Derivate-Branche geht wieder in die Offensive / Pfandgesicherte Produkte und altbekannte Risikokennzahl, NZZ 19.2.09.

Leumi, Vontobel, DZ Privatbank, Swissquote) beeinflussten die Abschreiber auf Lehman-Anlagen den Jahresgewinn 2008 deutlich.

Für die weitere Untersuchung wurde der Fokus auf mögliche Verletzungen von Kundeninteressen im Vertrieb von strukturierten Produkten der Lehman gelegt und damit auf Institute, welche relativ stark in den Vertrieb und Verkauf entsprechender strukturierter Produkte involviert waren und deren Kunden relativ hohe Anteile in den Depots hielten.

Basierend auf die Umfrage wurden 15 Institute identifiziert, die u.a. mindestens CHF 10 Mio. strukturierte Lehman Produkte in den Kundendepots sowie insgesamt einen hohen Anteil von Lehman Produkten (gemessen am gesamten Kundendepotvolumen) aufwiesen. Bei diesen Instituten handelte es sich um die Bank Hapoalim, Julius Bär, Bank Leumi, Bank Sarasin, Banque Cantonale du Valais, Berner Kantonalbank, BSI, Deutsche Bank (Suisse), Dresdner Bank (Schweiz), EFG, HSBC (Suisse), J.P. Morgan (Suisse), Luzerner Kantonalbank, RBS Coutts und die Valiant Bank.

Zweite Umfrage

Am 16. Oktober 2008 wurde diesen 15 Bankinstituten und den zwei Grossbanken ein Fragekatalog mit rund 25 konkreten Fragen zugestellt. Dabei ging es insbesondere um Fragen zum Vertrieb von strukturierten Lehman-Produkten an Kunden und der damit zusammenhängenden Beratung, Verwaltung und Risikoaufklärung. Ebenfalls geprüft wurden Fragen der Anreizsysteme (Retrozessionsproblematik, Vergütungen an Kundenberater) und der Handelstätigkeit im Eigenhandel. Weiter mussten die angeschriebenen Banken detaillierte Zahlen über den Vertrieb von strukturierten Produkten im Zeitraum Januar bis September 2008 angeben.

4.1 Credit Suisse und UBS im Vergleich

4.1.1 Vertrieb

Sowohl die Credit Suisse wie auch die UBS agierten als Vertriebsträger von strukturierten Lehman-Produkten. Beide Institute verfügen über eine sog. „offene Architektur", d.h. sie vertreiben neben ihren eigenen strukturierten Produkten auch solche von Drittinstituten. Das Anbieten von Fremdprodukten ist grundsätzlich zu begrüssen, da es möglichen Interessenskonflikten (Bevorzugung von Eigenprodukten) entgegenläuft, das Dienstleistungsangebot für Kunden erweitert und letztlich zu kompetitiveren Preisen führt.

Beide Grossbanken verfügen für Drittprodukte über ähnliche Strukturierungsprozesse. Die Produktstrukturen (Basistitel, Ausübungspreise etc.) werden intern festgelegt. Die definierten Parameter werden dann den offerierenden Emittenten vorgegeben (sog. „co-structuring"). Die Selektion des Emittenten erfolgt in einem weiteren Schritt. Das Emittenten-Selektionsmodell der UBS erscheint gegenüber demjenigen der CS etwas stringenter bzw. weist klare, verbindliche Kriterien und Gewichtungen auf. Die CS wird uns hierzu ihre Prozesse noch genauer definieren müssen. Beide Modelle legen aber grundsätzlich die

Schwergewichte auf den After-Sales-Service, den Preis und die Produktinnovation. Der Preis scheint bei der Credit Suisse aber die hauptbestimmende Komponente gewesen zu sein.[10]

Beide Institute geben an, keine Anreize für Berater zum Vertrieb von Lehman-Produkten geschaffen zu haben oder Lehman-Produkte gegenüber anderen Anbietern bevorzugt zu haben. Lehman soll sich nach ihren Angaben bezüglich Preisgestaltung im Markt nicht aggressiver als andere Emittenten verhalten haben. Die CS habe aber im Verlauf der Jahre (erste Strukturierung im Jahr 2001) aufgrund des ausgezeichneten Services und der Innovationskraft den Verkauf von Lehman-Produkten forciert. Aufgrund des erhöhten „Funding Levels"[11] habe die CS aber seit März 2007 auf die Dienste Lehmans teilweise verzichtet („Berücksichtigung nur noch für kurzfristige Strukturen").

Deutliche Unterschiede zwischen den beiden Instituten bestanden hinsichtlich der adressierten Kundenzielgruppen beim Vertrieb von Lehman-Papieren. Während die UBS strukturierte Produkte nur an das Kundensegment High Net Worth Individual (HNWI)[12] und CorA (Kunden mit einem Wertschriftenvermögen von mehr als CHF 250'000) offerierte, wurden bei der Credit Suisse Privat-, Geschäfts- und Retailkunden angegangen. Die Verkäufe an die Retailkunden erweisen sich nach der Lehman-Pleite nun bekanntermassen als Bumerang. Bei kleineren Vermögen ist eine sinnvolle Streuung des Emittentenrisikos mit strukturierten Produkten aufgrund der Minimalzeichnungsvolumen kaum zu realisieren. Auch können – je nach Kursverlauf des Basistitels und des Typus des Produkts (z.B. Reverse Convertible[13]) – Titel ins Depot eines Kleinanlegers eingebucht werden, was zu weiteren Klumpenrisiken z.B. in Bezug auf Währungen und Anlageklasse führen kann. Es fragt sich deshalb grundsätzlich, ob strukturierte Produkte für Retailkunden geeignete Anlageinstrumente sind.

Nach Angaben der Credit Suisse zeichneten Retailkunden v.a. Kapitalschutzprodukte, weil diese ihrem Risikoprofil entsprächen. Viele von ihnen wurden offenbar aktiv vom Kundenberater angegangen und überzeugt, Lehman-Kapitalschutzprodukte zu erwerben.[14]

Im Gegensatz zur UBS verwendete die Credit Suisse - wie im Übrigen die meisten der angefragten Banken - vorwiegend Termsheets, die prominent mit dem Label der Credit Suisse versehen waren (sog. „White Labelling", vgl. Beilage 1).[15] Dieses Vorgehen entspricht einer weitverbreiteten Praxis, ist aber nicht unproblematisch. Für den nicht sophistizierten Anleger (was auf Retailkunden i.d.R. zutrifft) ist aufgrund des Produktbeschriebs kaum erkennbar, dass es sich um ein Fremdprodukt handelt, er ein Kreditrisiko gegenüber einer Drittbank eingeht und sein eingesetztes Kapital nicht von der vertreibenden Bank garantiert wird.

Es stellt sich die Frage, ob Kunden ohne grosse Geschäftserfahrung vorliegend nicht in guten Treuen davon ausgehen konnten, dass es sich bei den erworbenen Produkten der Leh-

---

[10] „Lehman war führend", NZZ am Sonntag vom 29.1.09.

[11] Für einen gegebenen Ertrag muss mehr Kapital aufgebracht werden, d.h. mit einem steigenden Funding Level sinkt die Rendite des strukturierten Produkts.

[12] US-Dollar-Millionäre werden im World Wealth Report, der jährlich von der Investmentbank Merrill Lynch und der Beratungsgesellschaft Capgemini herausgegeben wird, als High Net Worth Individuals (HNWI) bezeichnet.

[13] Ein Reverse Convertible wird auch als Aktienanleihe oder GOAL-Anleihe (Geld Oder Aktien Lieferung) bezeichnet. Es handelt es sich um ein strukturiertes Produkt, das eine über dem Marktzins liegende Rendite abwirft. Am Ende der Laufzeit verfügt der Emittent über das Recht, entweder den Nominalbetrag zu 100 % zurückzuzahlen oder eine bestimmte Anzahl an (vorher festgelegten) Aktien zu liefern.

[14] Diese Aussagen decken sich mit diversen Medienberichten (z.B. „Wenn Banken nicht eindeutig auf Risiken hinweisen, haften sie für Schäden", Saldo vom 18.2.09), sowie mit Auskünften des Bankenombudsmann.

[15] White Label-Produkte sind Produkte eines Herstellers, die nicht unter der Marke des Herstellers, sondern als (scheinbares) Produkt eines anderen Herstellers bzw. Händlers unter anderer, meist bekannterer Marke verkauft werden.

man um CS-Produkte handelte. Die UBS war sich dieses Problems scheinbar bewusst, denn sie verschickte bei Primärmarktzeichnungen zusammen mit der Emissionsabrechnung in jedem Fall (d.h. auch bei Verwendung von eigenen Termsheets) zusätzlich das finale Termsheet des jeweiligen Emittenten. Dadurch sind Missverständnisse hinsichtlich des Emittentenrisikos von vornherein ausgeschlossen.

4.1.2 Beratung und Verwaltung

Die verwalteten Vermögen beider Institute werden hinsichtlich des Emittentenrisikos breit diversifiziert. Betreffend das Emittentenrisiko besteht bei der Credit Suisse eine klare Regelung: Mit Ausnahme von Government Bonds, Supranational Bonds[16] und Schuldverschreibungen der Credit Suisse selber, besteht pro Emittent eine Limite von 10 % des verwalteten Vermögens. Die UBS verweist hinsichtlich der verwalteten Vermögen auf den „Four-Step-Advisory-Process": Vermögensverwaltungs-Mandate werden permanent vom Portfolio-Management auf Segmentsrisiken wie Währungs-, Branchen-, Länder-, Kreditrisiken überwacht.

Hinsichtlich der Beratungs- und Retailkunden unterscheiden sich die Grossbanken in Bezug auf die Risikoüberwachung der Depots deutlich:

Die UBS überwacht bereits auf Stufe der Transaktion mit dem System „Risk Management Pending Items" Konzentrations- und Segmentsrisiken im Depot. Weiter prüft sie laufend die Kundenportfolios elektronisch („Suitability Risk Rating Tool"); der Fokus liegt auf Portfolios mit erhöhten Risiken. Dieses System produziert eine Meldung, wenn im Depot Effekten sind, die nicht auf der UBS Empfehlungsliste enthalten sind, ein tieferes Rating als A aufweisen, nicht in gewissen UBS Produktegruppen enthalten sind, segmentspezifische Grenzwerte überschreiten (z.B. Grenzwerte pro Emittent) oder im Falle von Hedge Funds, die nicht auf der Liste „qualified for active sale" der Aufsichtsbehörden oder der UBS sind. Falls Finanzinstrumente auf Kredit erworben werden, ändert sich das Risikoprofil des jeweiligen Produkts. Die Meldungen müssen vom Kundenberater innert 10 Banktagen abgearbeitet werden.

Die Credit Suisse verfügt gemäss ihrer Antwort nicht über diese Systeme. Lapidar stellt sie fest: „Im Bereich der Privatkunden (Private und Retail Banking) entscheidet immer der Kunde, welches Produkt er erwerben möchte. Es gibt keine schriftlichen Vorgaben auf die Diversifikation von Kundenportefeuilles. Der Kundenberater sollte darauf achten, dass der getroffene Anlageentscheid innerhalb des mit dem Kunden ermittelten Risikoprofils liegt". Diese Antwort ist unbefriedigend, denn der Berater kann im Gespräch mit dem Kunden sehr wohl Einfluss auf dessen Entscheidungen nehmen. Die Credit Suisse ist offenbar der Auffassung (dies im Gegensatz zur UBS), dass kapitalgeschützte strukturierte Produkte besonders gut für Retailkunden geeignet seien, da die Einlage ja garantiert sei. Das Gegenparteirisiko wurde beim Verkauf an Retailkunden hierbei offenbar nicht oder in ungenügender Weise berücksichtigt (Verhältnis Minimalzeichnungsvolumen zum Anlagevermögen). Die CS macht aber geltend, dass bei jedem Kunden das Risikoprofil ermittelt würde und das gewählte Produkt zu diesem passen sollte.

[16] „Supranationals" sind Institutionen, die von staatlichen Entitäten kontrolliert werden wie die Europäische Investitionsbank (EIB) und die Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (IBRD).

4.1.3 Risikoaufklärung der Investoren

Beide Institute verweisen darauf, dass die Kundenberater verpflichtet seien, den Kunden über die produktinhärenten Risiken aufzuklären und dies im Kundendossier festzuhalten. Sie verwenden dabei meist Termsheets und Produktbeschriebe. Während die UBS in jedem Fall nach der Zeichnung eines strukturierten Produktes im Primärmarkt dem Kunden das finale Termsheet des jeweiligen Emittenten mit der Emissionsabrechnung physisch per Post zustellt, händigt die Credit Suisse diese Dokumentationen (z.B. Termsheets, Prospekt) den Kunden nur auf Anfrage aus. Im Falle von Sekundärmarkttransaktionen erhält der Kunde von beiden Banken nur die blosse Abrechnung. Gegenwärtig prüft die UBS, ob auch bei Sekundärmarkttransaktionen dem Kunden ein finales Termsheet des Emittenten zugestellt werden soll. Weiter erklären beide Institute, dass den Kunden bei Depoteröffnung die Broschüre der SBVg „Besondere Risiken im Effektenhandel" zugestellt würde; diese enthält Hinweise auf das Emittentenrisiko bei strukturierten Produkten.

Die Buy-Side-Research-Abteilungen beider Institute haben Mitte 2008 Lehman-Finanzinstrumente herabgestuft, doch führte das ermittelte Rating nicht zu Verkaufsempfehlungen.

Im Produktbeschrieb (fixierte Bedingungen, Beilage 1) der Credit Suisse findet sich hinsichtlich des Emittentenrisikos nur folgende Bemerkung: „Kapitalschutz bei Verfall: 100 % (durch den Emittenten)"; auf Seite 3 im standardisierten „Disclaimer" wird auf mögliche Kursveränderungen aufgrund von Bonitätsänderungen der Emittenten hingewiesen.

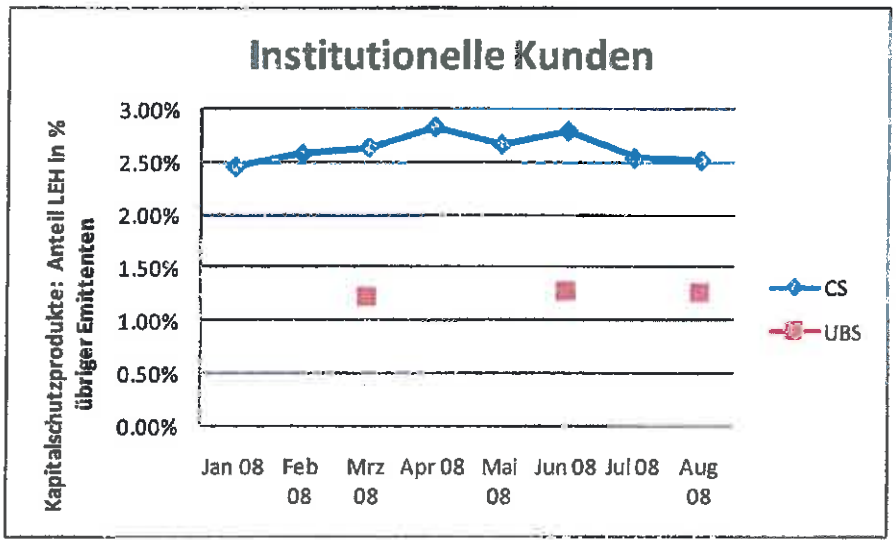
Der Fall Lehman hat für die UBS keine Konsequenzen auf die Risikoaufklärung; sie prüft, wie oben erwähnt, ob den Kunden zukünftig Produktbeschriebe zusammen mit den Handelsabrechnungen aus dem Sekundärmarkt zugestellt werden sollen. Die Credit Suisse hingegen ortet primär Schulungsbedarf im Frontbereich.

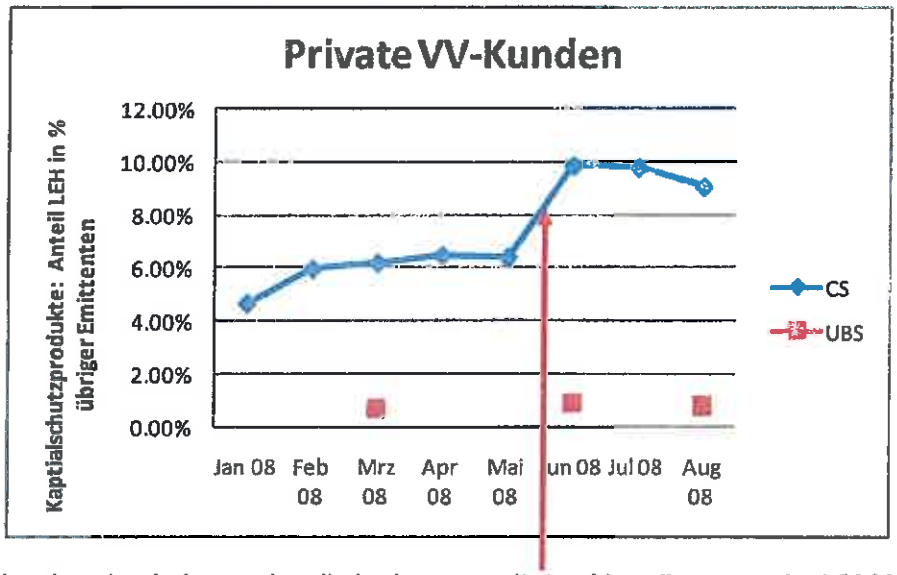
4.1.4 Zahlen

Die UBS weist sowohl im Vergleich mit der Credit Suisse als auch zu den übrigen angefragten Banken ausgezeichnete Kennzahlen aus. Der Anteil von strukturierten Lehman-Produkten in Prozent strukturierter Produkte sämtlicher übriger Anbieter ist mit 1.08 % äusserst gering.

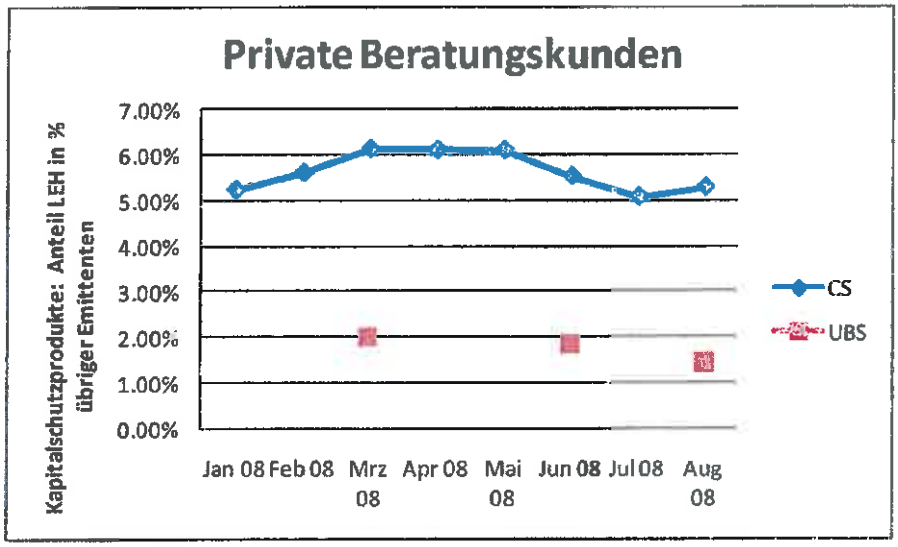
Die CS-Werte sind mit Ausnahme des Anteils an Lehman-Produkten in den verwalteten Vermögen nicht alarmierend (vgl. nachfolgende Grafiken). Die Hintergründe für den Ausbau von Lehman-Produkten in den verwalteten Vermögen sind in Abklärung. Bemerkenswert ist die hohe Anzahl an betroffenen Retail- und Private Banking-Kunden. Gesamthaft sind bei der CS rund 10'000 Kunden betroffen (gegenüber knapp 5'000 bei der UBS). Auch ist das Kundenexposure in Lehman-Produkten bei der Credit Suisse mit über CHF 1.3 Mrd. mehr als doppelt so hoch wie dasjenige der UBS (CHF 630 Mio.).

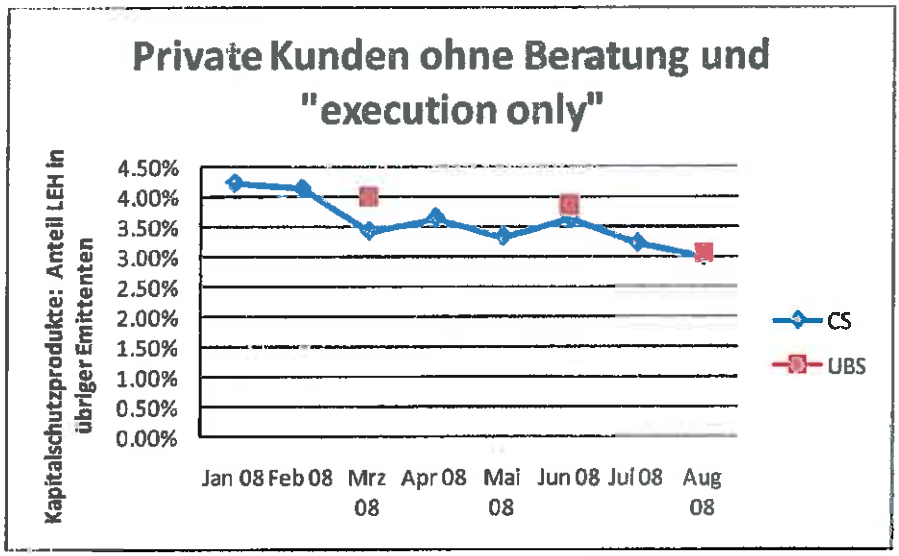
Die nachfolgenden Grafiken geben einen Überblick über den Lehman-Anteil in Prozent zum Anteil der strukturierten Kapitalschutz-Produkte der übrigen Emittenten in den einzelnen Kundensegmenten der beiden Grossbanken:





Der steile Anstieg des Lehman-Anteils in den verwalteten Vermögen per Juni 2008 ist zurzeit noch Gegenstand von Abklärungen.





4.1.5 Investorenverluste

Die UBS rechnet mit keinen Kompensationszahlungen an geschädigte Lehman-Investoren. Anders sieht es bei der Credit Suisse aus: Sie ging noch im November 2008 von Zahlungen über CHF 61.4 Mio. aus; ausbezahlt waren zu diesem Zeitpunkt CHF 25 Mio. Gemäss einem aktuelleren Interview mit Walter Berchtold[17], Head Private Banking, habe die „Task Force Lehman" jeden Einzelfall untersucht. Rund 2'000 Kunden hätten eine Rückkauf-Offerte erhalten. Gesamthaft habe die Credit Suisse geschädigten Lehman-Investoren rund CHF 100 Mio. ausbezahlt. Berchtold gesteht im übrigen Fehler in der Beratung und der Risikoaufklärung ein.

[17] „Lehman war führend", NZZ am Sonntag vom 29.1.09.

4.1.6 Das Kompensationsmodell der Credit Suisse

Das Kompensationsmodell der Credit Suisse sieht für eine mögliche Rückkaufofferte an Kunden folgende Kriterien vor, die per 15.9.08 kumulativ erfüllt sein müssen:

- Es handelt sich um Lehman-Kapitalschutzprodukte.
- Mindestens 50 % des Kundenvermögens bei der Credit Suisse müssen in Lehman-Kapitalschutzprodukte investiert sein.
- Das Gesamtvermögen bei der Credit Suisse beträgt nicht mehr als CHF 500'000.

Das Modell der Credit Suisse wirft verschiedene Fragen auf: Bei den verwalteten Vermögen der Credit Suisse darf der Anteil eines Emittenten im Kundenportfolio 10 % nicht übersteigen. Gemäss Kompensationsmodell werden Retail- und Private Banking-Kunden aber nur dann entschädigt, wenn die kapitalgeschützten Lehman-Produkte mehr als 50 % des Kundenvermögens (bei der Credit Suisse) ausmachen und das Vermögen CHF 500'000 nicht übersteigt. Die sehr hohe Hürde von 50 % erscheint fragwürdig (bereits ein Klumpenrisiko von z.B. 15 % wäre klar problematisch) und für (unerfahrene) Kunden, die möglicherweise auf Anraten des Beraters strukturierte Lehman-Produkte erwarben, nicht haltbar. Es stellt sich diesbezüglich die Frage, ob die Kunden hinsichtlich der Diversifikation genügend sorgfältig beraten wurden. Ebenfalls ist zu prüfen, ob die Überwachungsprozesse der Bank dem Standard vergleichbarer Institute genügen.

Gemäss Medienberichten seien sodann wiederholt Lehman-Kapitalschutzprodukte als Alternative zu Kassascheinen, Festgeld- oder Sparkonti angeboten worden.[18] CS-Kunden seien auch nicht immer gleich behandelt worden, die Bank habe sich gegenüber vermögenden Privatkunden wesentlich kulanter gezeigt. In Einzelfällen sei vom Kompensationsmodell abgewichen worden.

Wir werden uns den gesamten Bereich der Kundenentschädigung von der Credit Suisse detailliert erklären lassen und kritisch prüfen.

4.1.7 Fazit und weiteres Vorgehen

Die Auswertung zeigt, dass die UBS sämtliche Prozesse rund um den Verkauf von strukturierten Produkten durchdacht konzipierte, gut steuerte und laufend zu verbessern versucht. Es sind keine grundsätzlichen Mängel feststellbar. Weitere Abklärungen bei der UBS sind insofern nicht notwendig.

Bei der Credit Suisse scheinen hingegen verschiedene Schwachstellen in der Organisation und in den Prozessen zu bestehen. Im Vergleich zu anderen Banken verkaufte die Credit Suisse überdurchschnittlich viele strukturierte Produkte an Retailkunden. Daraus ergeben sich verschiedene Problemstellungen, z.B. im Bereich der Risikoaufklärung oder der Überwachung der Kundenportfolien. Hier und in anderen Bereichen fällt die Credit Suisse im Vergleich zur UBS (aber auch z.B. zur HSBC oder der J.P. Morgan) ab.

Mit Schreiben vom 18. Februar 2008 luden wir die Credit Suisse ein, uns in Form einer Präsentation umfassend über den „Fall Lehman", die erkannten internen Schwachstellen und die ergriffenen bzw. geplanten Massnahmen zu informieren.

[18] „CS-Lehman-Opfer: Grenzenloser Ärger", 20Minuten vom 24.12.08

Aufgrund der Präsentation, die in der zweiten Märzhälfte stattfinden wird, und den bereits vorliegenden Informationen werden wir sodann entscheiden, wie in dieser Angelegenheit aufsichtsrechtlich weiter vorzugehen ist.

4.2 Die 15 weiteren Institute im Vergleich

Nachfolgend werden die wesentlichen Antworten der Bank Hapoalim, Julius Bär, Bank Leumi, Bank Sarasin, Banque Cantonale du Valais, Berner Kantonalbank, BSI, Deutsche Bank (Suisse), Dresdner Bank (Schweiz), EFG, HSBC (Suisse), J.P. Morgan (Suisse), Luzerner Kantonalbank, RBS Coutts und der Valiant Bank kurz zusammengefasst und im Vergleich dargestellt:

4.2.1 Vertrieb

4.2.1.1 Vertriebsmodelle und Gebühren

Die meisten der 15 angefragten Banken agierten als Vertriebsträger von Lehman Produkten. Wenige (Sarasin, BEKB, LUKB) übten weitergehende Aktivitäten als Co-Lead-Manager, Lead Distributor oder Marketing-Partner aus. Die Vertriebsmodelle der Banken mit Lehman scheinen sich von Vertriebsmodellen mit anderen Emittenten nicht zu unterscheiden. Wie die Emittenten selektioniert werden, legten nicht alle Banken genügend klar dar. Einige Institute verfügen über eine „offene Architektur" (Julius Bär, Sarasin, Deutsche Bank, Dresdner Bank Schweiz, J.P. Morgan, HSBC).[19] Die anderen Banken emittieren keine eigenen strukturierten Produkte sondern vertreiben ausschliesslich Drittprodukte.

Die meisten Institute vereinnahmen beim Vertrieb von Drittprodukten im Primärmarkt eine sogenannte „Up-Front-Fee"[20] oder Platzierungsgebühr, meistens in Form eines Diskonts auf dem Emissionspreis. Die Marge ist abhängig von der Komplexität des Produkts und beträgt für den Vertriebsträger i.d.R. zwischen 1 % bis 2 %; der Co-Lead-Manager erzielt eine etwas höhere Marge zwischen 1.25 % und 3 %. Pro Jahr Laufzeit beträgt die Minimalmarge i.d.R. 0.5 %. Im Sekundärmarkt nehmen die Banken Courtagen ein.

4.2.1.2 Anreizsysteme

Viele der angefragten Banken geben an, sie hätten für den Vertrieb von strukturierten Produkten weder Anreize für Berater oder Vermögensverwalter geschaffen noch seien Lehman-Produkte beim Verkauf privilegiert behandelt worden. Strukturierte Produkte seien gegenüber anderen Finanzinstrumenten nicht bevorzugt oder offensiver verkauft worden. Es hätten keine diesbezüglichen Vorgaben an die Berater bestanden.

Einzig die Banken Julius Bär und Sarasin räumen offen ein, dass strukturierte Produkte hochmargig seien und deshalb generell ein Anreiz gegeben sei. Es würden jedoch keine Anreize geschaffen, fremde Produkte gegenüber eigenen zu bevorzugen. Die Walliser Kantonalbank räumt ein, dass im Jahr 2007 „punktuelle Aktionen"[21] stattfanden. Die Berner Kan-

[19] Vgl. zum Begriff der offenen Architektur Ziffer 4.1.

[20] Die Upfront-Fee ist eine einmalige Bearbeitungsgebühr in % des Emissionsvolumens, die der Vertriebsträger erhält.

[21] Gegenwärtig laufen hierzu weitere Abklärungen.

tonalbank spricht von Zielvorgaben[22] im Jahr 2008 an die Berater für ein strukturiertes Produkt, bei dem die BEKB als Co-Lead-Manager beteiligt war.

Indirekt scheinen aufgrund der höheren Marge beim Verkauf von strukturierten Produkten gewisse Anreize für Berater und Vermögensverwalter zu bestehen: Die Kommissionsspanne ist ein Kriterium unter einigen anderen (wie z.B. Nettoneugeld, Anlagerendite, Nettoproduktion Aktivgeschäft, qualitative Faktoren etc.), das im Allgemeinen in die Berechnung der Entschädigung für Berater und Verwalter einfliesst. Die BEKB und die Deutsche Bank (Suisse) scheinen gemäss ihren Antworten im Primärmarkt sowohl Rückvergütungen und Courtagen verrechnet zu haben, die RBS Coutts Bank AG eine Up-Front-Fee plus einen Diskont auf dem Emissionspreis (Kursschnittproblematik). Diesen drei Fällen gehen wir separat, d.h. unabhängig von den Abklärungen i.S. Lehman, nach.

4.2.1.3 Selektionsprozess für Emittenten

Den Vertriebsträgern von strukturierten Produkten in der Schweiz stehen mehr als 15 Anbieter zur Verfügung, die sich im Angebot in verschiedenen Punkten teils klar unterscheiden. Der vom Emittenten offerierte Preis sollte nicht das alleinige, ausschlaggebende Kriterium sein. Für den Anleger, der in strukturierte Produkte investiert, ist mitunter der After-Sales-Service wichtig, d.h. die Möglichkeit, das Produkt zu einem späteren Zeitpunkt zu attraktiven Preisen im Sekundärmarkt verkaufen zu können. Ebenso zählen für ihn die Innovationskraft und die Bonität des Anbieters. Die Kreditwürdigkeit des Anbieters kann über sein Kreditrating, die CDS-Spreads und die Tier-1-Kernkapitalquote ermittelt werden (→ 6.3). Der Vertriebsträger sollte eine betragsmässige Begrenzung des Emissionsvolumens pro Emittent festlegen. Diese Massnahme dient der besseren Verteilung von Emittentenrisiken in Kundendepots, beugt aber auch Reputationsrisiken vor, denen sich der Vertriebsträger bei der Wahl von einem oder wenigen Emittenten potenziell aussetzt.

Im Selektionsprozess für strukturierte Produkte zählt gemäss Antwort der LUKB neben dem Mindestrating einzig die Rendite; dies wäre problematisch, denn für die Kundenzufriedenheit bzw. eine adäquate Kundenbetreuung zählen ebenso der Produktservice (z.B. After-Sales-Service, attraktive Spreads im Sekundärmarkt, → 4.2.7) und die Produktinnovation des Emittenten.

4.2.1.4 Einschätzung der Kreditrisiken

Interessant und entlarvend sind die deutlichen Unterschiede zwischen den Banken hinsichtlich der Einschätzung des Gegenparteirisikos von Lehman: Die Banken JP Morgan (Sept. 2007!), Julius Bär (Ende 2007), HSBC (Nov. 2007), Deutsche Bank (März 2008), EFG (März 2008) und BSI (Juli 2008) stoppten den Vertrieb von Lehman-Produkten aufgrund der Bonität bzw. des Kreditrisikos teilweise bereits früh im Laufe der Kreditkrise.

Die Berner Kantonalbank sicherte im Umfang von CHF 50 Mio. einen Grossteil ihrer Kundenpositionen mit Hilfe eines CDS[23] auf Lehman im April 2008 ab. Die BSI führte im Juli 2008 aufgrund der Analysen des internen „Investment Specialist" und der Rating-Rückstufung Lehmans von A+ auf A (mit negativem Outlook) im Juni 2008 Kundengespräche mit dem Ziel durch, Lehman-Positionen abzubauen. Die Geschäftsleitung der Luzerner Kantonalbank

[22] Inhalt der Zielvorgaben werden zurzeit abgeklärt.

[23] Ein Credit Default Swap (CDS) ist ein Kreditderivat zum Handeln von Ausfallrisiken von Krediten, Anleihen oder Schuldnernamen.

entschloss sich nach der Rating-Rückstufung Lehmans, Kunden mit Lehman-Exposure aktiv zu informieren, was allerdings in gewissen Fällen unterblieb. Sie ordnete im Juni 2008 Lehman-Papiere intern der „Risikokategorie hoch" zu.

Andere Institute sahen sich nicht veranlasst, die Beziehung zu Lehman zu überdenken; die Dresdner Bank verweist in Bezug auf das im Mai 2008 vertriebene Produkt auf die einwandfreie Bonität Lehmans. Lehman verfügte übrigens bis zum 9. September 2008 noch über ein Kreditrating von A-, was als Investment Grade[24] gilt. Auch die Banken Hapoalim, Leumi und Sarasin verkauften Lehman-Produkte bis Mitte 2008.

Neben dem Schuldner-Rating (S&P, Moody's, Fitch) und der Tier-1-Kernkapitalquote ist der Preis, welcher für einen CDS eines Schuldners bezahlt werden muss, ein wichtiger Indikator für die Markteinschätzung von Kreditausfallrisiken eines bestimmten Emittenten. Diese Kennzahl wird derzeit bereits von UBS, HSBC und J.P. Morgan zur Risikobeurteilung verwendet. Inskünftig will auch die Luzerner Kantonalbank diese Kennzahl für die Einschätzung der Kreditrisiken beiziehen.

Die nachfolgenden Charts geben einen Überblick über die CDS-Spread-Entwicklung der US-Investmentbanken vom 1.1.08 bis zum 13.1.09 (obere Bildhälfte: CDS-Spread in Basispunkten / untere Bildhälfte: Aktienpreis):

Lehman Brothers:

[24] Als Investment Grade werden Wertpapiere mit gutem bis sehr gutem Rating (d.h. S&P BBB und besser) bezeichnet.

Morgan Stanley:

Merrill Lynch:

Goldman Sachs:

Aus den Charts kann gefolgert werden, dass der Markt im März 2008 (rote Pfeile) ein erhöhtes Kreditausfallrisiko für Lehman (im Vergleich mit der US-Peer-Group) ortete. Während die CDS-Spreads für langfristige Verbindlichkeiten bei Lehman über 450 Basispunkten (Bp) betrugen, notierten die der US-Konkurrenzinstitute deutlich tiefer (Goldman Sachs 250 Bp, Morgan Stanley 250 Bp, Merrill Lynch 350 Bp).

Im März und Juni 2008 hatten die Institute aufgrund der beiden Ereignisse (CDS-Preisanstieg und Downgrade) die Gelegenheit, die Gegenparteirisiken gegenüber den US-Investmentbanken generell und bezüglich Lehman im Besonderen neu einzuschätzen.

4.2.2 Beratung und Verwaltung

Die Banken, welche über eine Vermögensverwaltungseinheit verfügen, geben an, die Richtlinien der SBVg und interne Weisungen zur Risikodiversifikation anzuwenden. Die verwalteten Vermögen der Institute sind deshalb hinsichtlich des Emittentenrisikos breit diversifiziert. Die Banken Hapoalim und RBS Coutts weisen darauf hin, dass strukturierte Produkte nicht in VV-Depots gelegt wurden. Diejenigen Institute, die Dienstleistungen an Retail- oder Private Banking-Kunden erbringen, erklären, diese grundsätzlich über sämtliche Risiken aufgeklärt zu haben und für jeden Kunden ein Risiko- und Anlageprofil erstellt zu haben. Die BEKB[25] und Dresdner Bank (Schweiz) weisen darauf hin, dass für Retailkunden nur Fondsprodukte vorgesehen sind; die Bank Hapoalim erwähnt, dass strukturierte Produkte für Kunden mit Vermögen über CHF 250'000 empfohlen werden. Die Banken Julius Bär, Leumi, Sarasin, Dresdner, EFG, HSBC, J.P. Morgen und RBS Coutts geben an, das Segment der Retailkunden nicht zu bedienen.

Es fällt auf, dass die Mehrzahl der untersuchten Institute Retailkunden und Kleinanleger nicht als Kundenzielgruppe für den Verkauf von strukturierten Produkten vorsehen. Bei kleineren

[25] Die BEKB bezeichnet Kunden mit einem Wertschriftenvermögen von unter CHF 100'000 als Retailkunden.

Vermögen ist eine sinnvolle Streuung des Emittentenrisikos mit strukturierten Produkten aufgrund der Minimalzeichnungsvolumen schwierig bzw. gar nicht zu realisieren. Je nach Kursverlauf des Basistitels und des Typus des Produkts (z.B. Reverse Convertible) werden bei Verfall des Produkts Titel in Depots von Kleinanlegern eingebucht. Dies kann zu weiteren Klumpenrisiken (u.a. in Bezug auf Währungen und Anlageklassen) führen (vgl. dazu bereits die Ausführungen zu Credit Suisse).

4.2.3 Risikoaufklärung der Investoren

Die Institute geben an, dass die Kundenberater verpflichtet seien, über sämtliche Risiken im Primär- und Sekundärmarkt aufzuklären. Neben dem Beratungsgespräch, den Termsheets und weiteren Produktunterlagen diente primär die Broschüre der SBVg „Besondere Risiken im Effektenhandel" der Risikoaufklärung. Die Banken weisen darauf hin, dass jeder Kunde, der über ein Wertschriftendepot verfügt, diese Broschüre, die auch auf das Emittentenrisiko von strukturierten Produkten hinweist, erhalten habe.[26] In den Produktbeschrieben findet sich oft der Hinweis aufs Emittentenrisiko erst im standardisierten „Disclaimer".

J.P. Morgan (Suisse) stellt in jedem Fall sicher, dass jeder Kunde, der ein strukturiertes Produkt erwirbt, zwingend das entsprechende Termsheet erhält. Die Termsheets der Walliser Kantonalbank und der Valiant Bank enthielten bis zum 1. Juli 2007 keine Hinweise auf das Emittentenrisiko. Einige der Termsheets der Vetriebsträger bzw. des Emittenten sind in englischer Sprache verfasst.

Die Mehrheit der Banken verwendete „White Label-Termsheets" (→ 4.1): Valiant (deutsch), Sarasin (englisch), RBS Coutts (englisch), LUKB (deutsch), Leumi (englisch), J.P. Morgan (englisch), HSBC (englisch), Hapoalim (englisch), BEKB (deutsch) und EFG (englisch).

Die Erfahrungen rund um den Konkurs von Lehman führten dazu, dass Julius Bär und Sarasin den Hinweis auf das Emittentenrisiko im Termsheet deutlicher zum Ausdruck brachten.

4.2.3.1 Broschüre „Besondere Risiken im Effektenhandel" der SBVg / „White Labelling"

Es fragt sich ernsthaft, ob Institute, die zwar die Broschüre der SBVg „Besondere Risiken im Effektenhandel" verschickten, aber in Kundenberatungsgesprächen mit unerfahrenen Anlegern (Sparer und Kleinanleger) nicht auf Kreditrisiken von strukturierten Produkten hinwiesen, ihren Informationspflichten in genügender Weise nachkamen. Wie bereits unter Ziffer 4.1.1 ausgeführt, erscheint es problematisch, wenn ein Institut fremde Produkte als „kapitalgarantiert" vertreibt, aus den Informationsunterlagen aber nur schwer ersichtlich hervorgeht, dass Emittent und Verkäufer nicht identisch sind.

4.2.3.2 Risikoaufklärung vor dem 1. Juli 2007 / Versand von Emittenten-Termsheets

Ob Private Banking- bzw. die Retailkunden in den Beratungsgesprächen tatsächlich über sämtliche Risiken aufgeklärt worden sind, liesse sich - wenn überhaupt - im Einzelfall nur

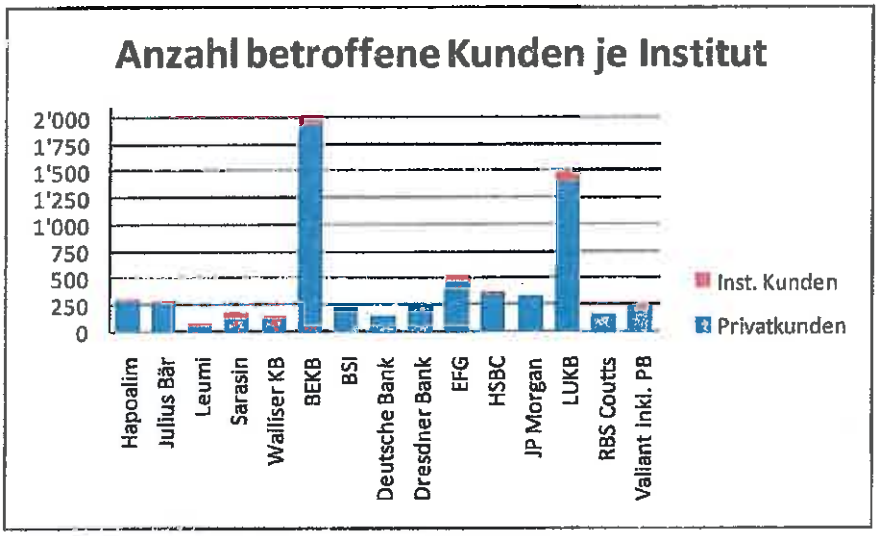
[26] Besondere Risiken im Effektenhandel, Ausgabe 2001, Seite 14, RZ 110: „Bei strukturierten Produkten haben Sie nur Ansprüche gegenüber dem Emittenten. Sie müssen deshalb neben dem Marktrisiko vor allem dem Emittentenrisiko Beachtung schenken. Sie haben also damit zu rechnen, dass neben einem möglichen Verlust aus dem Marktwertrückgang der Basiswerte im Extremfall auch ein Gesamtverlust Ihrer Anlage durch den Ausfall des Emittenten eintreten kann."

über die Notizen der Berater in den Kundendossiers eruieren. Es macht deshalb durchaus Sinn, wenn Vertriebsträger beim Verkauf strukturierter Produkte im Primärmarkt den Kunden finale Termsheets der Emittenten, die sämtliche Risikohinweise enthalten, immer zustellen, wie dies J.P. Morgan und die UBS praktizieren. Die meisten Institute senden demgegenüber solche Unterlagen nur auf ausdrücklichen Kundenwunsch zu. Darüberhinaus sind diese Dokumente häufig nur in englischer Sprache verfasst und erwähnen teils das Emittentenrisiko erst im klein gedruckten „Disclaimer".

4.2.4 Zahlen

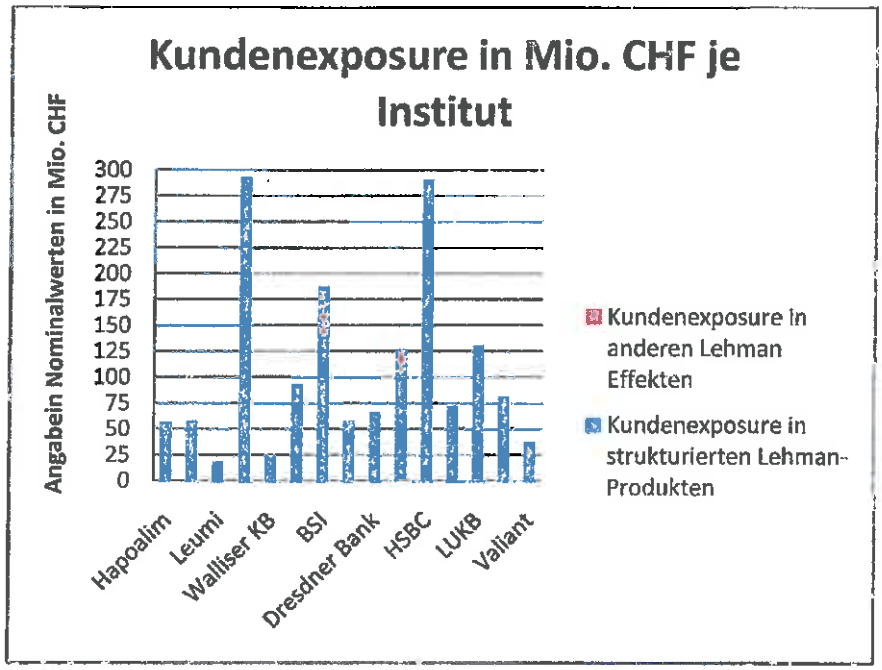
4.2.4.1 Anzahl betroffene Kunden

In Bezug auf die betroffenen Kunden erreicht die BEKB mit 2019 einen Spitzenwert, gefolgt von der LUKB, die 1398 Kunden mit Lehman-Exposure zählt. Nachstehende Grafik gibt einen Überblick über die Anzahl betroffener Kunden je Institut per 12.9.08:



4.2.4.2 Kundengelder in Lehman-Effekten

Die nachstehende Grafik zeigt die in Lehman-Produkten angelegten Kundengelder in Nominalwerten je Institut per 12.9.08:

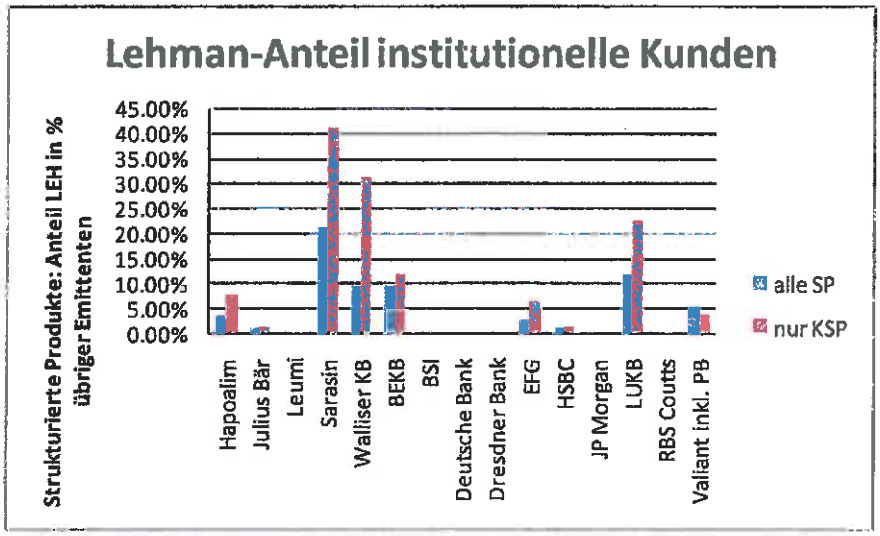


Auffällig sind besonders die Werte der Banken Sarasin, BSI und HSBC. Die Bank Sarasin erklärt, dass für einen einzelnen institutionellen Kunden aus Lateinamerika ein massgeschneidertes strukturiertes Produkt von Lehman im Umfang von CHF 226 Mio. konzipiert wurde (→ 4.2.4.6). Ohne dieses Geschäft würde ein relativ tiefer Wert von CHF 67 Mio. vorliegen. Die BSI weist darauf hin, dass ein einzelner Kunde mit Lehman-Exposure von rund 118 Mio. im September 2008 seine Kundenbeziehungen zur BSI auflöste, in den obigen Zahlen aber noch enthalten ist. Bei HSBC gilt es zu beachten, dass über CHF 102 Millionen Lehman-Exposure aus IAM-Depots[27] stammen und die gesamten Vermögen in strukturierten Produkten über CHF 2.7 Mrd. betragen. Die Lehman-Anteile im VV-Segment und bei den Beratungskunden betragen lediglich 0 % und 3.39 % (s. nachfolgende Grafiken).

4.2.4.3 Anteil strukturierter Produkte von Lehman in Vermögen von institutionellen Kunden

Die nachstehende Grafik zeigt den Anteil an strukturierten Produkte von Lehman in % der übrigen Emittenten je Institut im Segment der Vermögen institutioneller Kunden per 12.9.08:

[27] Independent Asset Manager (unabhängiger Vermögensverwalter).



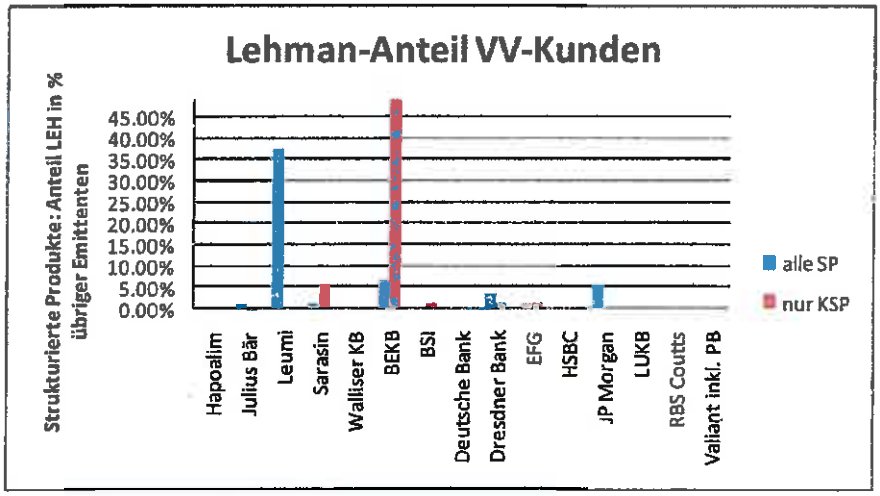
Für die Begründung des kritischen Werts der Bank Sarasin vgl. Ziffer 4.2.4.2 und 4.2.4.6.

Vier institutionelle Kunden der Walliser Kantonalbank investierten gesamthaft CHF 5 Millionen in Kapitalschutzprodukte Lehmans.

Die LUKB liefert für die hohen Anteile an Lehman-Produkten in den institutionellen Vermögen keine Begründungen. Über alle Kundenkategorien waren die Zeichnungsvolumen in strukturierten Lehman-Produkten ansprechend: 2006 = CHF 124 Mio.; 2007 = CHF 159 Mio.; 2008 = CHF 19.35 Mio..

4.2.4.4 Anteil strukturierter Produkte von Lehman in den verwalteten Vermögen

Die nachstehende Grafik zeigt den Anteil an strukturierten Produkte von Lehman in % der übrigen Emittenten je Institut im Segment der verwalteten Vermögen per 12.9.08:



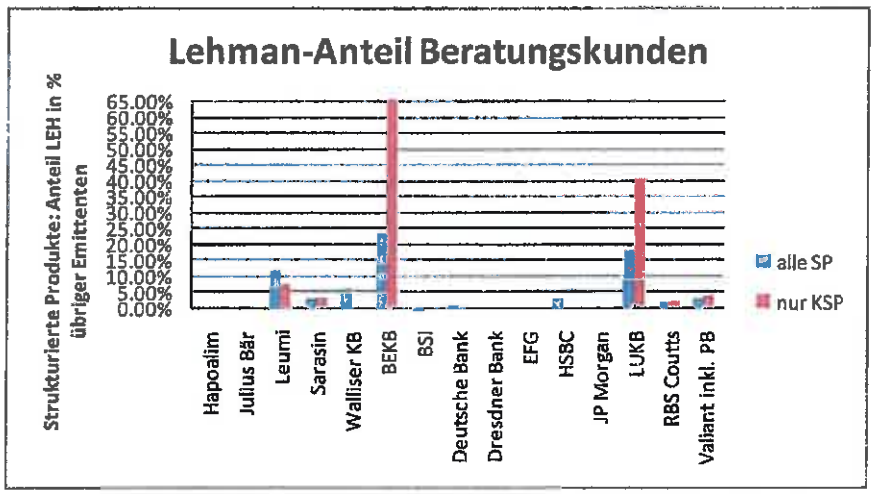
Die Bank Leumi weist zwar einen Lehman-Anteil von 37.16 % aus, in Nennwerten beträgt er aber nur CHF 220'000.

Bei der BEKB liegt der Anteil der Kapitalschutzprodukte Lehmans mit 48.71 % signifikant über den Werten anderer Institute (nominell CHF 479'216).

Die Banken Hapoalim, Walliser KB, Deutsche Bank (Suisse), HSBC, LUKB, RBS Coutts und Valiant geben an, keine strukturierten Produkte von Lehman für Kunden der Vermögensverwaltung erworben zu haben.

4.2.4.5 Anteil strukturierter Produkte von Lehman bei den Beratungskunden

Die nachstehende Grafik zeigt den Anteil an strukturierten Produkte von Lehman in % der übrigen Emittenten je Institut im Segment der Vermögen von Beratungskunden per 12.9.08:



Die Institute Hapoalim, Dresdner Bank, JP Morgan Suisse betreuten entweder keine Beratungskunden oder verkauften diesen keine strukturierten Produkte von Lehman.

Die Anteile der Kapitalschutzprodukte Lehmans sind bei der BEKB und der LUKB sehr hoch. Auch in Nominalwerten sind die Beträge beachtlich: Beratungskunden der BEKB investierten mehr als CHF 56 Millionen in Lehman-Kapitalschutzprodukte; Beratungskunden der LUKB gar CHF 77 Millionen. Der Emittentenselektionsprozess dieser beiden Banken ist generell zu hinterfragen. Beide Institute wurden unterdessen aufgefordert, diesbezüglich zusätzliche Informationen liefern. Die Antworten stehen derzeit noch aus.

4.2.4.6 Vertriebskonzentrationen bei internen Organisationseinheiten

Die meisten Banken stellten keine Verkaufskonzentrationen von Lehman-Produkten bei einzelnen Beratern oder internen Organisationseinheiten fest.

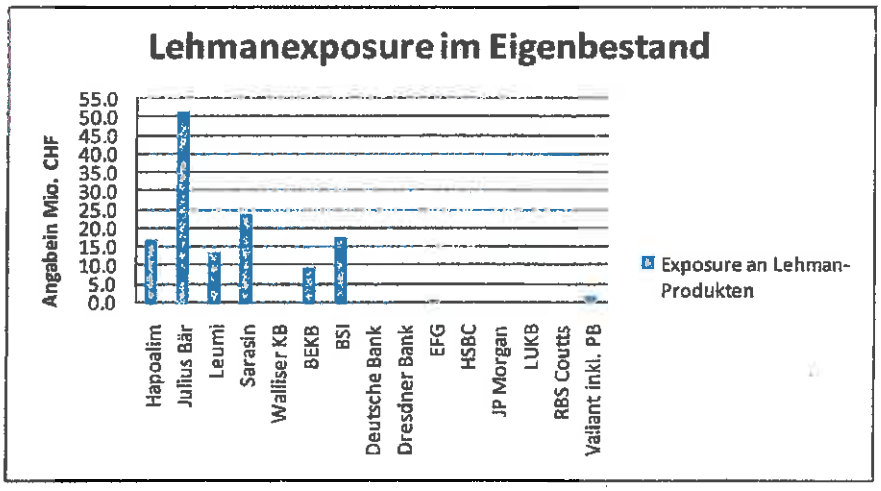
Konzentrationen im Vertrieb von strukturierten Produkten gab es einzig bei internen Einheiten der Bank Leumi (Beratungskunden, Team Israel), bei der Bank Sarasin (institutionelle Kunden) und bei der Walliser Kantonalbank (institutionelle Kunden, Privatkunden).

Von der Walliser Kantonalbank haben wir u.a. auch für diesen Punkt Klärung verlangt. Die Antwort ist noch ausstehend.

Die Bank Sarasin stellte klar, dass das hohe Exposure auf einen einzelnen Kunden, nämlich den venezolanischen Staat, mit einem Betrag von CHF 226 Mio. zurückzuführen ist (→ 4.2.4.2). Der Kunde habe direkt mit Lehman über die Strukturierung verhandelt und anschliessend Sarasin den Auftrag zum Kauf eines Variance Swaps[28] von Lehman und zum Verwahren der Papiere gegeben.

4.2.5 Eigenbestand

Nachstehende Grafik gibt einen Überblick über das Exposure der Institute an Lehman-Produkten im Eigenbestand per 12.9.08:



Nominal betrachtet erscheint die Position von Lehman-Papieren im Eigenbestand der Bank Julius Bär auffällig; in Relation zur Bilanzsumme von CHF 46.2 Mrd. und dem Eigenkapital von CHF 6.6 Mrd. per 31.12.2008 ist der Betrag aber zu relativieren.

Im Verhältnis zur Bilanzsumme fällt jedoch das Lehman-Exposure bei den Banken Hapoalim und Leumi auf.[29]

Die BEKB sicherte gesamthaft eine Position von CHF 50 Mio. über einen CDS ab; dieser dient der Deckung von Verlusten aus Kundenpositionen (ca. CHF 56 Mio.).

Zwischen dem 1.1. und dem 12.9.08 fanden keine bemerkenswerten Bewegungen von Lehman-Finanzinstrumenten in den Eigenbeständen der Institute statt. Die Bank Sarasin hielt im Eigenbestand Lehman-Positionen zum Absichern von emittierten Produkten. Die Bank Hapoalim hielt die Eigenposition aufgrund der „höheren Rendite im Drittvergleich". Mögliche Interessenskonflikte zwischen Eigen- und Kundenhandel stellten wir im übrigen aufgrund der eingereichten Zahlen nicht fest.

[28] Ein Variance Swap macht die Marktvolatilität handelbar, weil dessen Wert durch die Schwankungsbreite des Basiswertes bestimmt wird. Vgl. hierzu Fonds und Derivate 6/2008 (Bank Wegelin).

[29] Per Mitte 2008 wiesen die Bank Leumi und Hapoalim eine Bilanzsumme von CHF 951 Mio. bzw. CHF 4 Mrd. auf.

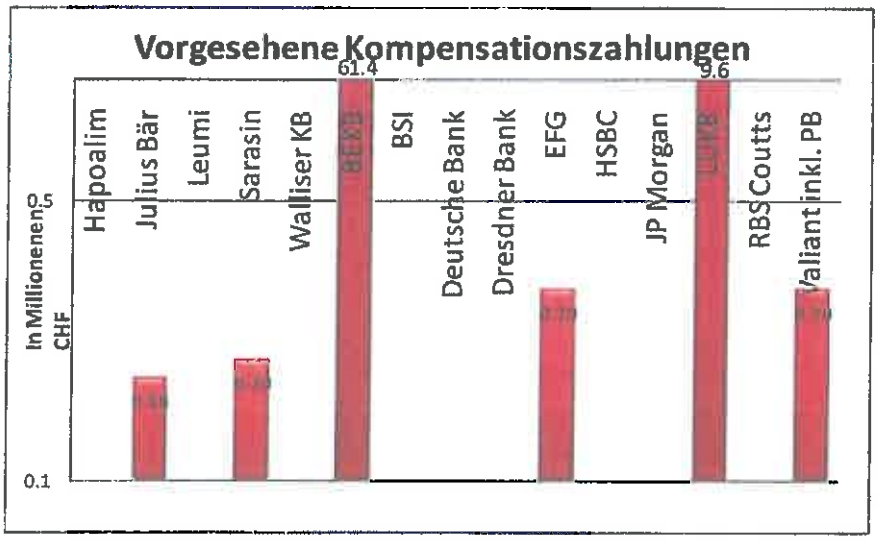
4.2.6 Investorenverluste / Entschädigungszahlungen

Mit keinen Entschädigungszahlungen rechnen die Banken Leumi, HSBC, J.P. Morgan und RBS Coutts.

Die Institute Hapoalim, Walliser Kantonalbank, BSI, Deutsche Bank (Suisse), Dresdner Bank und Valiant Bank prüfen Einzelfälle auf mögliche Beratungsfehler hin. Sie können demnach Entschädigungszahlungen nicht ausschliessen.

Entschädigungszahlungen werden folgende Institute leisten: Julius Bär (bereits eine Zahlung geleistet), Sarasin (Zahlung von CHF 200'000 bereits erfolgt), BEKB, EFG (Zahlung von CHF 50'000 bereits erfolgt), LUKB.

Übersicht über vorgesehene Kompensationszahlungen je Institut:



Über einen klar definierten Kriterienkatalog für Kompensationszahlungen verfügen: EFG, LUKB, BEKB.[30]

4.2.7 Fazit und weiteres Vorgehen

Vom Lehman-Konkurs besonders betroffen sind die BEKB und die LUKB (→ 4.2.4.1, 4.2.4.3, 4.2.4.4, 4.2.4.5): Die BEKB hat 2019 (davon 78 institutionelle), die LUKB 1398 (davon 79 institutionelle) betroffene Kunden. Auch weisen diese zwei Institute relativ hohe Anteile an Lehman-Produkten in den Vermögen von institutionellen Kunden auf. In diesem Bereich ist allerdings davon auszugehen, dass die Einflussnahme des Beraters oder der Bank auf die Anlageentscheide vergleichsweise gering ist. Die BEKB weist auch einen signifikanten Wert an Lehman-Produkten in den verwalteten Vermögen aus: Praktisch jedes zweite Kapitalschutzprodukt in dieser Kundenkategorie stammt von Lehman. Es sind auch diese beiden Institute, welche den Beratungskunden ausserordentlich viele Lehman-Kapitalschutzprodukte verkauften. Die BEKB, Deutsche Bank und RBS Coutts gaben an, im

[30] Die BEKB entschädigt sämtliche Kunden zu 100 %, die in Kapitalschutzprodukte von Lehman mit BEKB-Label investierten; EFG übernimmt die Auszahlungskriterien der Credit Suisse; die LUKB will voraussichtlich Retailkunden aufgrund des Reputationsrisikos vollständig entschädigen (selbst wenn keine Beratungsfehler der Bank vorliegen).

Primärmarkt neben Bearbeitungsgebühren (sog. „Up-Front-Fees") auch Courtagen verrechnet zu haben (Kurschnittproblematik, → 4.2.1.2). Die Walliser Kantonalbank fällt im Kundensegment der Institutionellen (Lehman Anteil von über 30 % in den Kapitalschutzprodukten, → 4.2.4.3) und in der Risikoaufklärung (Termsheets ohne Hinweis aufs Emittentenrisiko, → 4.2.3.2) auf.

Bei den erwähnten drei Instituten vertiefen wir zurzeit aufgrund der hohen Werte bzw. aufgrund der weiteren Auffälligkeiten unsere Abklärungen. Es ist nicht auszuschliessen, dass gegen diese Institute aufsichtsrechtliche Verfahren eingeleitet werden müssen.

Die Auswertung zeigt sodann, dass die Institute Emittenten von strukturierten Produkten nach unterschiedlichen Kriterien auswählten. Dabei soll vielfach nicht nur die beste Offerte im Vordergrund stehen. Auswahlkriterien wie After-Sales-Service[31] und Innovation, Kreditrating, CDS-Spreads, Tier-1-Kernkapitalquote, v.a. aber eine betragsmässige Begrenzung pro Emittent, sind zur Vermeidung von Emittentenrisiken angebracht. Die Untersuchung legt auch offen, dass Lehman im Markt offensichtlich nicht aggressiver als andere Emittenten von strukturierten Produkten auftrat.

Direkte Anreize und Vorgaben für Berater, strukturierte Produkte von Lehman privilegiert zu verkaufen, bestanden offenbar bei keinem Institut. Indirekte Anreize waren aber durchaus gegeben, indem Berater aufgrund der relativ hohen Verkaufsmargen[32] eher geneigt waren, strukturierte Produkte zu verkaufen. Dadurch, dass strukturierte Produkte begrenzte Laufzeiten aufweisen, können bei Verfall der Produkte die Gelder stetig neu angelegt werden. Solche „Roll-Gebühren" wirken sich ebenfalls ertragsfördernd für Berater und Bank aus.

Die Mehrzahl der untersuchten Institute gingen Kleinanleger bzw. Retailkunden nicht aktiv als Zielgruppe für den Verkauf von strukturierten Produkten an. Dies, weil diese Kundengruppen generell nicht bedient wurden oder weil sie strukturierte Produkte für Kleinanleger als nicht geeignete Anlageklasse werteten.

5 Rechtliche Aspekte

Durch den Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers sind rund CHF 4 Mrd. an Nennwerten von strukturierten Produkten in Schweizer Kundendepots betroffen. Im schlimmsten Fall haben die Anleger einen Totalverlust zu gewärtigen. Durch die teils massiven Verluste richteten Anleger und Medien den Fokus auf die Beratungsqualität der Banken.

Wir gehen davon aus, dass sich die einzelnen Institute hinsichtlich der Beratungsqualität im Verkauf von strukturierten Produkten deutlich unterschieden. Die bei der FINMA eingetroffenen Beschwerdebriefe betreffen primär die Credit Suisse. Die Inhalte der meisten Beschwerden ähneln sich: So wurden klassische Sparer, die ihr Geld bisher nur in Sparkonten oder Kassenscheinen anlegten, von CS-Beratern scheinbar regelmässig dazu bewogen, die Anlagegelder, mit dem Versprechen einer möglichen, höheren Rendite, in strukturierte Kapitalschutz-Produkte zu investieren. Über die Konstruktion des Produkts sowie über mögliche Kreditrisiken wurde nicht konsequent aufgeklärt. Offensichtlich kam es auch zu erheblichen

[31] Hierunter wird v.a. attraktives Market Making, d.h. das Stellen von engen Spreads verstanden.

[32] Hohe Verkaufsmargen können sich positiv auf die sog. Kommissionsspanne, und somit auf die variablen Lohnbestandteile, auswirken.

Konzentrationen von Lehman-Produkten in Depots von Kunden. Durch die „White Label"-Produkte sahen sich sodann diverse Anleger über die eigentliche Gegenpartei bzw. über das Ausfallrisiko getäuscht.

In Bezug auf die von uns als besonders betroffenen Institute Credit Suisse, BEKB und LUKB wird u.a. zu prüfen sein, inwieweit allenfalls systematisch gegen die Verhaltenspflichten von Art. 11 BEHG bzw. gegen die vertraglichen Sorgfaltspflichten verstossen wurde.

5.1 Verhaltensregeln für Effektenhändler gemäss Art. 11 BEHG

Art. 11 BEHG gilt als Doppelnorm, die sowohl von den Vertragsparteien auf privatrechtlicher Basis als auch von der Aufsichtsbehörde von Amtes wegen angewendet werden kann. Die privatrechtlichen Vereinbarungen sind zulässig, soweit sie den Verhaltenspflichten nicht widersprechen. Andererseits sind sie auch zu berücksichtigen, wenn keine entsprechenden privatrechtlichen Absprachen bestehen.

Aus Art. 11 BEHG lässt sich anerkanntermassen keine Pflicht zur Durchführung von konkreten Produkteignungstests in Analogie zu den MiFID Auflagen ableiten. Dies ergibt sich aus dem klaren gesetzgeberischen Willen, dass im Grundsatz keine Aufklärung über bestimmte Transaktionen, sondern nur über bestimmte Geschäftsarten, erforderlich ist.[33] Die Regelungen der MiFID und auch die diesbezüglichen Bestimmungen in den USA gehen weiter, indem die Risikoaufklärung bezogen auf einzelne Geschäfte und Produkte zu erfolgen hat (Suitability-Test). Nicht zur Regelungsmaterie von Art. 11 gehört somit grundsätzlich die Pflicht, des Effektenhändlers, die finanziellen Verhältnisse des Kunden abzuklären sowie die Eignung der Transaktion auf Grund der Verhältnisse des Kunden zu prüfen. Immerhin ist davon auszugehen, dass bei offensichtlicher Ungeeignetheit der Effektentransaktion der Kunde aufgrund der Treuepflicht hierauf aufmerksam zu machen ist.[34] Dies ist u.E. bei Fällen anwendbar, bei welchen sich für den Kunden durch Effektentransaktionen eine vollständig ungenügende Diversifikation bzw. ein hohes Klumpenrisiko ergibt.

Art. 11 Abs. 2 BEHG stipuliert, dass die Geschäftserfahrenheit und die fachlichen Kenntnisse der Kunden in Bezug auf die Risikoaufklärung zu berücksichtigen ist. Daraus folgt nicht notwendigerweise eine Erkundungspflicht beim Einzelkunden. Eine standardisierte, am unerfahrenen Anleger (mit den höchsten Anforderungen an die Aufklärung) orientierte Risikoaufklärung genügt grundsätzlich.[35] Im Jahre 2001 erstellte die SBVg zum Zwecke der standardisierten Risikoaufklärung die Broschüre „Besondere Risiken im Effektenhandel", welche im Jahr 2008 überarbeitet wurde. Diese Information wird dem Kunden i.d.R. automatisch mit der Eröffnung eines Wertschriftendepots zugestellt. Hierin wird unter der Randziffer 110 darüber informiert, dass bei strukturierten Produkten Ansprüche gegenüber dem Emittenten bestehen: „Sie müssen deshalb vor allem dem Emittentenrisiko Beachtung schenken. Sie haben also damit zu rechnen, dass neben einem möglichen Verlust aus dem Marktwertrückgang der Basiswerte im Extremfall auch ein Gesamtverlust Ihrer Anlage durch den Ausfall des Emittenten eintreten kann." Die untersuchten Institute verwiesen denn auch im Rahmen unserer Untersuchung auf die übergebene Informationsbroschüre.

---

[33] Vgl. BGE 133 III 97, Erw. 5.4.

[34] *Eric Stupp / Dieter Dubs* in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar zum Börsengesetz, Basel 2007, N 69 zu Art.11

[35] *Eric Stupp / Dieter Dubs* in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar zum Börsengesetz, Basel 2007, N 44 zu Art.11

Werden allerdings die Produkte, wie vorliegend gesehen, unter dem Label der vertreibenden (nicht der emittierenden) Bank verkauft, so sind hohe Anforderungen an die Klarheit der Aussagen zum Ausfallrisiko (und bei wem dieses besteht) zu stellen. Andernfalls vermag u.E. der Verweis auf die standardisierte Aufklärung nicht zu genügen.

5.2 Vertragliche Sorgfaltspflichten

Von der herrschenden Lehre und auch vom Bundesgericht ist mittlerweile anerkannt, dass von der fachkundigen Bank erteilte, erkennbar entscheidrelevante persönliche Anlageinformationen einen Vertrauenstatbestand darstellen, welcher (im Sinne einer Vertrauenshaftung oder im Sinne eines konkludenten Vertrags) Sorgfaltspflichten zur Folge hat. Beschränkt sich die Bank auf den Vollzug von Kundenanweisungen, entstehen nur unter besonderen, restriktiven Bedingungen spontane Informationspflichten, die über den Gehalt von Art. 11 BEHG hinausgehen. Erfolgen aber seitens der Bank (ungefragt oder nachgefragt) aktive Empfehlungen bzw. Beratungen, so ist die kundenspezifische Situation bei der konkreten Anlage zu prüfen.[36]

Insofern ist nicht nur im Bereich der Vermögensverwaltungsmandate die Angemessenheit von strukturierten Produkten (und deren Diversifikation, Ausfallrisiko, etc.) für den Kunden zu beachten, sondern auch im Bereich der Beratungskunden, sofern effektiv eine Beratung oder Empfehlung erfolgte. Wir gehen davon aus, dass dies vorliegend oft der Fall war.

5.3 Prospektpflicht gemäss Art. 5 KAG

Gemäss Art. 5 KAG hat grundsätzlich ein vereinfachter Prospekt vorzuliegen, wenn in der Schweiz strukturierte Produkte öffentlich angeboten werden. Dabei ist zu beachten, dass die Pflicht zum Angebot eines Prospekts nur für den Sekundärmarkt gilt. Für die Zeit der Zeichnung bis zur eigentlichen Emission (Primärmarkt) sieht Art. 5 KAG grundsätzlich keine Informationspflichten vor. Da Art. 5 KAG für den Bereich des Primärmarkts eine „Lex Specialis" zum Börsengesetz darstellt, kommen hier zudem auch die Informationspflichten von Art. 11 BEHG grundsätzlich nicht zur Anwendung (oder nur sinngemäss über das Gewährserfordernis bei beaufsichtigten Instituten). Um sicherzustellen, dass im Primärmarkt wenigstens die minimalen Informationen im Sinne von Art. 5 Abs. 2 Bst. a KAG vorliegen, verlangen wir (in Absprache mit der SBVg) in Ziffer 14 des FAQ zu den strukturierten Produkten (Stand 19. Dezember 2008), dass die vor der Emission zur Zeichnung angebotenen indikativen Termsheets oder andere Unterlagen angemessene Informationen zu den wesentlichen Merkmalen des strukturierten Produkts (Eckdaten), dessen Gewinn- und Verlustaussichten, sowie den bedeutenden Risiken für die Anlegerinnen und Anleger zu enthalten haben. Dies ist allerdings eine behelfsmässige und nicht unbedingt stufengerechte Lösung. Es ist zudem fraglich, ob dies (insbesondere im nichtunterstellten Bereich) durchsetzbar wäre.

Ähnlich ist die Situation bei kotierten strukturierten Produkten: Hier sieht Art. 4 KKV als Ausnahme vor, dass kein vereinfachter Prospekt notwendig ist, wenn das Produkt an einer schweizerischen Börse kotiert ist. Da aufgrund der Kotierung ein Kotierungsprospekt erstellt wird, wollte man auf einen zusätzlichen vereinfachten Prospekt verzichten. Da zwischen öffentlicher Werbung, provisorischer Kotierung und der Kotierung bzw. der Erstellung des Kotierungsprospekts aber bis zu drei Monate vergehen können, haben wir wiederum in den FAQ zu den strukturierten Produkten (Ziffer 7 und 8) vorgeschrieben, dass die gesetzlichen

---

[36] Vgl. dazu *Eric Sibbern/Hans Caspar von der Crone*, Informationspflichten im Anlagegeschäft, SZW 2007, S. 166 ff.

Vorgaben in angemessener Weise (durch ein Termsheet und/oder Offering Circular) bis zur Erstellung des Kotierungsprospekts zu erfüllen sind.

Wir werden vorliegend prüfen, ob die Vorgaben unserer FAQ bei den Instituten korrekt umgesetzt waren. Es stellt sich sodann generell die Frage, ob die schweizerische Lösung nach Art. 5 KAG, eine Prospektpflicht erst im Sekundärmarkt vorzusehen bzw. für die wichtige Phase der Zeichnung im Primärmarkt keine Informationspflicht vorzusehen, opportun und haltbar ist.

6 Folgen des Lehman-Konkurses

6.1 Massnahmen der betroffenen Schweizer Institute

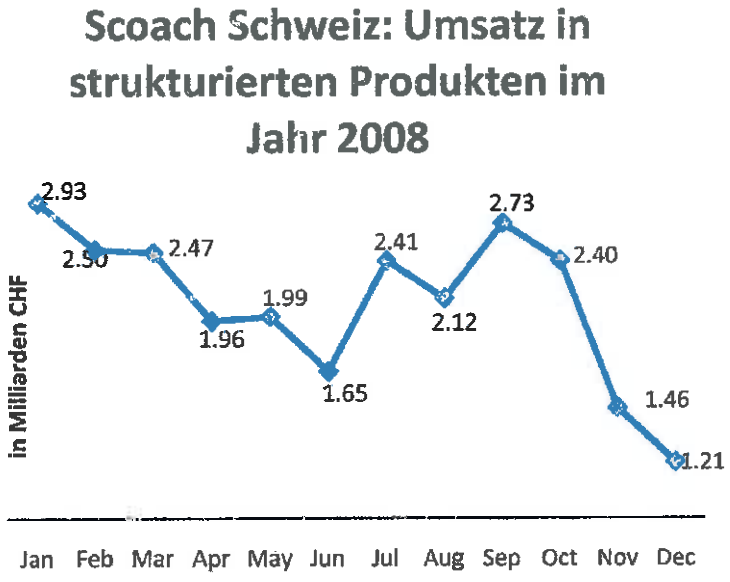
Die befragten Institute sehen als Lehre aus dem Fall Lehman verschiedene und teilweise unterschiedliche Massnahmen und Verbesserungen vor: So will Julius Bär inskünftig nur noch strukturierte Produkte von Drittemittenten anbieten, die mindestens über ein AA-Rating verfügen. Die LUKB will die CDS-Spreads von Emittenten für die Überwachung und Selektion für strukturierte Produkte berücksichtigen und maximal zulässige Limiten pro Emittent (für den die LUKB als Vertriebsträger agiert) implementieren. Bei der BEKB und der Valiant führte der Konkurs von Lehman zu einem generellen Verkaufsstopp von kapitalgeschützten strukturierten Produkten. Die meisten Banken wollen ihre Kundenberater noch besser schulen und eindringlicher auf das allgegenwärtige Gegenparteirisiko hinweisen.

Zusammenfassend lassen sich die von den Instituten geplanten Massnahmen und Prozessanpassungen in die folgenden Bereiche gliedern:

- Verbesserte Schulung oder Sensibilisierung der Frontmitarbeiter im Bereich der Risikoaufklärung (Credit Suisse, Hapoalim, Leumi, Walliser Kantonalbank, Deutsche Bank, HSBC, LUKB, Valiant).
- Klarere Hinweise aufs Emittentenrisiko in den (indikativen) Termsheets und Produktunterlagen (Credit Suisse, Julius Bär, Sarasin, LUKB, RBS Coutts).
- Anpassung des Selektionsprozesses für Emittenten von strukturierten Produkten (Hapoalim, Julius Bär, LUKB).
- Strengere Diversifikationsauflagen (Anlagen und Emittenten) für Depots von Beratungs- oder Verwaltungskunden (Dresdner Bank, EFG, LUKB).
- Strengere und intensivere Überwachung von Gegenparteirisiken (EFG, RBS Coutts).
- Verkaufsstopp von Kapitalschutzprodukten (BEKB, Valiant).
- Einführung einer obligatorischen Abgabepflicht von Produktunterlagen (UBS, Sarasin).
- Intensivere Kundenkontakte, z.B. bei Bonitätsveränderungen von Emittenten (Hapoalim).

6.2 Markt für kotierte strukturierte Produkte

In der Folge des Lehman-Konkurses brach die Nachfrage nach den an der Börse Scoach gehandelten strukturierten Produkten massiv ein (Angaben in CHF Mrd.):



Im bisherigen Jahresverlauf 2009 konsolidierten sich die Umsätze auf tiefem Niveau (im Januar und Februar 2009 verzeichnete Scoach Umsätze von CHF 1.14 bzw. 1.35 Mrd).

Um den Markt zu revitalisieren, ergriffen Scoach und der Verband für strukturierte Produkte (nachfolgend SVSP) zwischenzeitlich verschiedene Massnahmen zur Verbesserung der Transparenz und Sicherheit von strukturierten Produkten.

6.3 Verbesserung der Transparenz

Seit Februar 2009 veröffentlichen Scoach und der SVSP folgende Angaben zur Qualität und Bonität der einzelnen Emittenten und deren Produkte auf ihren Websites:

- Bonitätsratings: Die Bonitätsratings beziehen sich auf den jeweiligen Garantiegeber.
- Credit Spreads: Credit Spreads helfen dem Anleger, die Bonität der jeweiligen Emittentin beziehungsweise Sicherungsgebers einzuschätzen. Dabei stellen die angegebenen Basispunkte die hypothetische Versicherungsprämie dar, die der Anleger als Versicherungsnehmer zu entrichten hätte, um sich gegen einen Ausfall der strukturierten Produkte der jeweiligen Emittentin abzusichern. Ein geringer Spread spricht grundsätzlich für eine hohe Bonität und umgekehrt.
- Kernkapitalquote (Tier 1 Ratings): Die Kernkapitalquote "Tier 1" (nach Basel II) ist der Quotient aus Kernkapital und den risikogewichteten Aktiven. Das Kernkapital setzt sich aus dem Gesellschaftskapital, den offenen Reserven und dem Gewinnvortrag zusammen. Eigenmittelvorschriften gemäss Basel II verlangen eine minimale Tier-1-Quote von 4%.

Folgende Bezugsgrössen werden von Scoach börsentäglich mit einer Historie von 10 Tagen pro Market Maker und pro Titel gemessen und publiziert:

- Spread: Durchschnittlicher täglicher Spread (in %) der eingegebenen Quotes (Geld-, Briefkurs)[37]
- Durchschnittliches tägliches Volumen (Einheiten und Geldwert) der Quotes
- Tägliche Verfügbarkeit von Quotes (inkl. einseitiger Quotes) während der offiziellen Handelszeiten (als Prozentsatz der offiziellen Handelszeiten)
- Letzter Buy und Sell Quote des Tages

6.4 Begrenzung des Emittentenrisikos bei strukturierten Produkten durch Pfandbesicherung

Am 18. Februar 2009 stellte die Derivatebörse Scoach zusammen mit dem SVSP ein neues Modell zur Pfandbesicherungen von strukturierten Produkten vor.[38] Dieses soll das angeschlagene Vertrauen der Investoren in strukturierte Anlagen wieder herstellen. Durch die vorgesehene Pfandbesicherung lässt sich das Emittentenrisiko stark einschränken: Der Emittent hinterlegt im Umfang der Emission liquide Wertschriften bei der SIX Swiss Exchange. Falls ein Emittent seiner Verpflichtung zur Pfandbesicherung zum täglich aktuellen Marktwert der ausgegebenen strukturierten Produkte nicht mehr nachkommen kann, dienen die hinterlegten Werte als Pfandsicherheit zugunsten der betroffenen Anleger. Die Einführung der Besicherung ist im zweiten Quartal 2009 vorgesehen (vgl. dazu auch das Reporting des Geschäftsbereichs Märkte, Periodischer Ausblick, Trakt. 16).

7 „Best Practice" im Umgang mit strukturierten Produkten

Aufgrund des Vergleichs zwischen den verschiedenen Anbietern ergeben sich Erkenntnisse und Rückschlüsse darüber, wie gewisse Prozesse im Bereiche der Auswahl von Emittenten, des Vertriebs und Verkaufs, der Anreizsysteme und der Risikoüberwachung bei strukturierten Produkten idealerweise auszugestalten sind.

Nachfolgend werden einige - u.E. empfehlenswerte und teilweise auch geforderte - Verhaltensweisen und Regeln im Vertrieb von strukturierten Produkten (aber auch anderer Effekten) im Sinne eines guten Standards zusammengefasst:

1. Für die Selektion von Emittenten, aber auch für die Überwachung und Bewertung von Gegenpartei- und Kreditrisiken im Kunden- und Eigenvermögen, sollten verschiedene Einflussgrössen berücksichtigt werden. Diese Variablen können u.a. die folgenden sein: Kreditrating, CDS-Spread, Tier-1-Kernkapitalquote, After-Sales-Service, Buy- und Sellside-Finanzanalysen, Produktinnovation, Volumenbegrenzungen pro Emittent.

2. Implementierung von Systemen und Prozessen, welche die Überwachung der Wertschriftendepots möglichst aller Kunden gewährleisten. Die Überwachungsprozesse ermöglichen die Erkennung von Segment- und Klumpenrisiken.

---

[37] Quotes sind ins Orderbuch der Börse gestellte Geld- oder Briefkurse.

[38] Medienmitteilung der Scoach und des SVSP vom 18.2.09.

3. Lückenloses Führen von Kundendossiers durch die Kundenberater. Inhalt von Kundengesprächen, insbesondere betreffend Risikohinweise zu Geschäftsarten und Produkten sind detailliert zu dokumentieren.

4. Bei sog. „White-Label"-Dokumentationen ist sicherzustellen, dass auch ein unerfahrener und fachlich nicht versierter Anleger einfach erkennen kann, dass der Emittent bzw. der Garantiegeber nicht identisch mit dem Verkäufer des Produkts ist (Erläuterungen zum Emittentenrisiko im Kleingedruckten reichen nicht aus).

5. Zustellung von Term-Sheet der Emittenten zusammen mit der Emissions- bzw. Kaufabrechnungen (im Primär- und Sekundärmarkt) erhöht die Transparenz.

6. Gewisse strukturierte Produkte sind für Kleinanleger aufgrund fehlender Diversifikationsmöglichkeiten (Minimalzeichnungsvolumen, Emittentenrisiko, Titellieferung bei Convertibles, etc.) unter Umständen nicht geeignet und sollten nicht aktiv empfohlen werden.

7. Bei aktiver Beratung durch die Bank ist sicherzustellen, dass die konkrete Anlage den kundenspezifischen Interessen gerecht wird (erhöhte Sorgfaltspflicht, die über den Gehalt der Verhaltenspflichten von Art. 11 BEHG hinausgehen kann).

Diese Aussagen basieren auf den bisherigen Befragungen und sind insofern ein Zwischenresultat. Nach Abschluss der weiteren Abklärungen bei den Kantonalbanken und allenfalls auch bei der Credit Suisse (wobei Letzteres separat behandelt werden muss) beabsichtigen wir, die Marktteilnehmer darüber sowie über allfällige zusätzliche Erkenntnisse in geeigneter Form zu informieren. Ebenfalls werden wir der Frage nachgehen, ob und inwiefern aufgrund der Erfahrungen im Fall Lehman Verbesserungen bei den regulatorischen Grundlagen (z.B. Art. 5 KAG, Selbstregulierung der SBVg zum KAG, Verhaltensregeln) angebracht sind.

Freundliche Grüsse

Franz Stirnimann
Leiter Geschäftsbereich Märkte

Verkauf strukturierter Produkte i.Z. mit dem Lehman-Konkurs **Beilage1**

„White Labelling" der Credit Suisse / Dreiseitiges Termsheet.
Für einen unerfahrenen Anleger ist schwer ersichtlich, dass es sich um ein Lehman-Produkt handelt.

CREDIT SUISSE

Bond Investment

100% CPU in EUR auf Astronomy Basket

29. August 2007

Indikative Bedingungen*

Emittent	Lehman Brothers Treasury Co. B.V. The Netherlands, Amsterdam
Garantiert durch	Lehman Brothers Holdings Inc., New York (A+/A1)
Lead Manager	Lehman Brothers International (Europe), London
Zeichnungsperiode	bis 28. September 2007, 12.00 Uhr (MEZ)
Anfangsfixierung	27. September 2007
Anfangsvaluta	4. Oktober 2007
Endfixierung	27. September 2010
Rückzahlung	4. Oktober 2010
Basiswerte	Aktien Basket für Zusammensetzung und Gewichtungen siehe Tabelle rechts
Anfangswerte	siehe Tabelle rechts
Partizipation bei Verfall	50% an der Basket-Performance gerechnet ab Anfangsfixierung
Kapitalschutz bei Verfall	100% (durch den Emittenten)
Minimumrückzahlung	EUR 1'000
Nominalwert	EUR 1'000
Ausgabepreis	100%
Sales Fee	2%
Sekundärmarkt	unter normalen Marktbedingungen
Verkaufsrestriktionen	USA, US Personen, UK, EEA
Valorennummer	3 364 736

Kurzbeschreibung
CPUs (Capital Protected Units) sind strukturierte Derivate. Auf Verfall ist ein fixer Teil vom Nominal geschützt. Bei diesem CPU erhalten Sie bei Verfall eine Minimumrückzahlung von EUR 1'000 pro Unit. Zusätzlich offeriert das Produkt eine unlimitierte Partizipation von 50% an der Performance des Astronomy Baskets.

Funktionsweise
Bei Verfall hängt der Rückzahlungsbetrag von der Schlussfixierung des Basket ab.

Szenario 1
Schliesst der Basket bei Verfall über dem Anfangswert, erhalten Sie EUR 1'000 (100% Kapitalschutz vom Nominal) plus 50% von der positiven Entwicklung des Basket ausgehend vom Anfangswert.

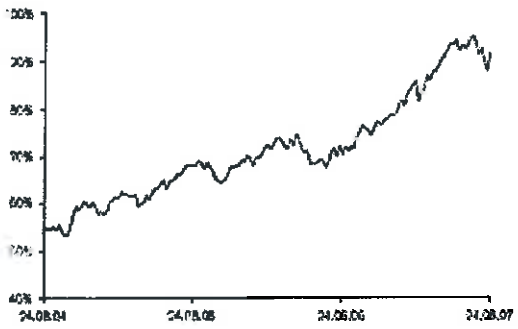
Szenario 2
Schliesst der Basket bei Verfall bei oder unter dem Anfangswert, erhalten Sie die minimale Rückzahlung von EUR 1'000 (100% vom Nominal).

Zusammensetzung des Astronomy Basket

Komponente	Bloomberg	Gewichtung	Anfangswert
Northrop Grumman	NOC US	8.33%	USD 75.99
ITT Corporation	ITT US	8.33%	USD 90.05
Alliant Techsystems Inc.	ATK US	8.33%	USD 35.87
Ball Aerospace	BLL US	8.33%	USD 50.80
Lockheed Martin Corp.	LMT US	8.33%	USD 97.79
Raytheon	RTN US	8.33%	USD 57.22
Boeing	BA US	8.33%	USD 95.65
TRW Space & Electronic Group	TRW US	8.33%	USD 38.99
Goodrich Corp	GR US	8.33%	USD 60.91
Nikkon Corp	7731 JT	8.33%	JPY 3'470
Thales SA	HO FP	8.33%	EUR 41.00
Linde AG	LIN GY	8.33%	EUR 84.31

Quelle: Bloomberg

Astronomy Basket Performance über die letzten 3 Jahre



Quelle: Bloomberg

Hypothetische Auszahlungsszenarien bei Verfall

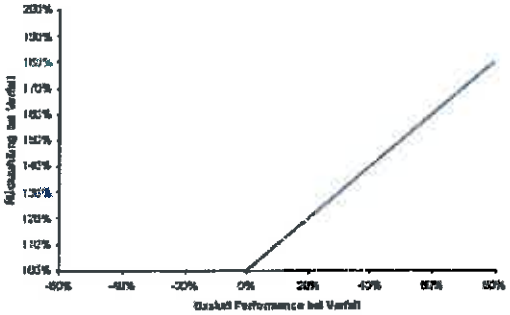
Performance der Basket bei Verfall	Rückzahlung	Rückzahlung in Prozent
-60%	EUR 1,000	100.0%
-40%	EUR 1,000	100.0%
-20%	EUR 1,000	100.0%
0%	EUR 1,000	100.0%
+20%	EUR 1'100	110.0%
+40%	EUR 1'200	120.0%
+60%	EUR 1'300	130.0%

Quelle: Credit Suisse

* Wichtig:
Alle in diesem Dokument erwähnten Produktebedingungen sind nur indikativ und werden zur Anfangsfixierung bestätigt oder angepasst.
Bitte beachten Sie, dass die wichtigen rechtlichen Hinweise / Disclaimer auf Seite 3 auch für diese Seite Gültigkeit haben.

Auf Seite 2 des Termsheets wird nur auf die Produkt- und Marktrisiken hingewiesen:

Rückzahlung des CPU auf Astronomy Basket bei Verfall



Quelle: Bloomberg

Hypothetisches Beispiel bei Verfall
Notiert der Astronomy Basket zum Beispiel bei Verfall +20% höher, erhalten Sie eine Rückzahlung von EUR 1'150 (115% pro Nominalwert). Sie haben eine Rendite von 4.7[illegible]% p.a. erzielt.

Kapitalschutz
Kapitalschutz bedeutet, dass der Emittent sich verpflichtet das ursprünglich eingesetzte Kapital auf Verfall zum geschützten Wert von 100% zurückzuzahlen. Der CPU kann während der Laufzeit beträchtlich tiefer als der geschützte Rückzahlungsbetrag notieren.

Das Termsheet in Englisch ist auf Anfrage von Credit Suisse erhältlich.

Vorteile

- Unlimitiertes Gewinnpotenzial: bei Verfall partizipieren Sie zu 50% an der positiven Entwicklung des Astronomy Baskets von Anfangsfixierung gerechnet.
- Sollte sich der Astronomy Basket negativ entwickeln, ist Ihr ursprünglich eingesetztes Kapital zu 100% geschützt und Sie erhalten die Minimumrückzahlung von EUR 1'000 bei Verfall.
- Als EUR-Anleger sind sie keinem zusätzlichen Währungsrisiko ausgesetzt, obwohl die zugrundeliegenden Basiswerte in USD gehandelt werden.
- Dieser CPU in EUR auf Astronomy Basket kann bei normalen Marktbedingungen im Sekundärmarkt verkauft werden.

Risiken

- Die Partizipationsrate ist nur am Endbewertungstag gültig. Dieser CPU kann deshalb während seiner Laufzeit eine schlechtere Performance als der zugrundeliegende Basket aufweisen.
- Dieser CPU in EUR auf Astronomy Basket kann während der Laufzeit beträchtlich unter dem geschützten Rückzahlungsbetrag handeln.

Bitte beachten Sie, dass die wichtigen rechtlichen Hinweise / Disclaimer auf Seite 3 auch für diese Seite Gültigkeit haben.

Ein Hinweis aufs Emittentenrisiko lässt sich erst im Kleingedruckten (Disclaimer, S. 3/3) ausmachen:

Wichtige rechtliche Hinweise / Disclaimer

Die Wertschriften dürfen in keiner Gerichtsbarkeit unter Umständen öffentlich angeboten werden, die den Emittenten der Wertschriften verpflichten würden, weitere Prospekte oder Angebotsunterlagen zu den Wertschriften in der entsprechenden Gerichtsbarkeit zu erstellen oder zu registrieren. Dies gilt insbesondere, wenn diese Verpflichtung des Emittenten aus der EU-Richtlinie 2003/71 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel im Europäischen Wirtschaftsraum zu veröffentlichen ist (Prospektrichtlinie) oder aus einer gesetzlichen Bestimmung, Regelung oder einer anderen Massnahme zur Umsetzung der Prospektrichtlinie hervorgeht.

Dieses Dokument wurde von der Credit Suisse einzig zu Informationszwecken und zur Verwendung durch den Empfänger erstellt. Die darin enthaltenen Konditionen sind bis zum Ausgabedatum indikativ und können noch ändern. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Abschluss einer Finanztransaktion dar. Der Emittent ist nicht zur Emission dieses Anlageprodukts verpflichtet. Das vorliegende Dokument ist weder ein vereinfachter Prospekt gemäss Art. 5 des Schweizerischen Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) noch das Ergebnis einer Finanzanalyse; folglich unterliegt es nicht den von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen "Richtlinien zur Unabhängigkeit der Finanzanalyse". **Dieses Anlageprodukt gilt nicht als Beteiligung an einer kollektiven Kapitalanlage.** Deshalb unterliegt es auch nicht der Aufsicht durch die Eidgenössische Bankenkommission, und der Investor geniesst nicht den spezifischen Anlegerschutz im Rahmen des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen. Die Wertentwicklung des Anlageinstruments ist nicht ausschliesslich von der Wertentwicklung des Basiswerts abhängig, sondern auch von der Bonität des Emittenten, die sich während der Laufzeit des strukturierten Produkts verändern kann. Die Prospektanforderungen gemäss Art. 652a/Art. 1156 des Schweizerischen Obligationenrechts sind nicht anwendbar.

Die Credit Suisse gibt keine Gewähr hinsichtlich der Zuverlässigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments und lehnt jede Haftung für Verluste und Steuerfolgen ab, die sich aus dessen Verwendung ergeben können.

In Zusammenhang mit dieser Transaktion bezahlt die Credit Suisse unter Umständen Dritten oder erhält von diesen als Teil ihres Entgelts eine einmalige oder wiederkehrende Vergütungen (z. B. Platzierungs- oder Bestandespflegegebühren). Eine Gesellschaft der Credit Suisse Group kann an anderen Transaktionen des Emittenten oder an solchen in Zusammenhang mit Basiswerten dieses Anlageprodukts beteiligt sein, welche hier nicht offengelegt sind. Sofern nichts Abweichendes ausdrücklich erwähnt wird, ist der Emittent nicht verpflichtet, in die Basiswerte zu investieren, und die Anleger haben keinen Anspruch auf die Basiswerte respektive deren Ausschüttungen. Der Preis des Anlageprodukts widerspiegelt die üblichen Gebühren und Kosten, die auf Ebene der Basiswerte belastet werden (z. B. Indexberechnungs-, Verwaltungs- und Administrationsgebühren). Gewisse integrierte Kosten dürften sich vor der Fälligkeit des Anlageprodukts nachteilig auf dessen Wert auswirken.

DIESES ANLAGEPRODUKT WIRD NICHT VON DER CREDIT SUISSE EMITTIERT. Folglich basiert dieses Dokument auf den vom Emittenten erstellten Produktunterlagen, welche die einzigen rechtsverbindlichen Konditionen enthalten und auf Anfrage erhältlich sind. Die Credit Suisse lehnt jede Haftung ab für den Inhalt der vom Emittenten erstellten Produktunterlagen sowie für andere vom Emittenten vermittelte Informationen.

Dieses Anlageprodukt ist ein strukturiertes Derivat und kann deshalb eine gewisse Komplexität und ein hohes Risiko aufweisen. Es ist nur für Anleger bestimmt, welche die damit verbundenen Risiken verstehen und übernehmen. Bevor Anleger eine Transaktion eingehen, sollten sie die Eignung dieses Produkts für ihre speziellen Verhältnisse abklären und unabhängig (allenfalls mit ihren professionellen Beratern) die besonderen Risiken (Maximalverlust, Währungsrisiko usw.) sowie die rechtlichen, regulatorischen, kreditmässigen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen prüfen. Die Credit Suisse gibt weder Empfehlungen zur Eignung dieses Anlageprodukts für bestimmte Investoren noch Zusicherungen zur künftigen Performance dieses Anlageprodukts ab. Historische Daten zur Wertentwicklung des Anlageprodukts oder der entsprechenden Basiswerte sagen nichts aus über die entsprechende zukünftige Performance. Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt, dorthin mitgenommen oder verteilt werden oder an US-Personen abgegeben werden. Dies gilt ebenso für andere Jurisdiktionen, ausgenommen wo in Einklang mit den anwendbaren Gesetzen. Das vorliegende Dokument darf ohne die schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder ganz noch teilweise vervielfältigt werden. © 2007, CREDIT SUISSE

3