

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 293

Aufklärungspflichten bei strukturierten Swaps

Von

Franz-Josef Lederer



Duncker & Humblot · Berlin

FRANZ-JOSEF LEDERER

Aufklärungspflichten bei strukturierten Swaps

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 293

Aufklärungspflichten bei strukturierten Swaps

Von

Franz-Josef Lederer



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Universität Regensburg hat diese Arbeit
im Jahre 2016 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2017 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: L101 Mediengestaltung, Fürstenwalde
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 0582-026X
ISBN 978-3-428-15097-7 (Print)
ISBN 978-3-428-55097-5 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85097-6 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Die Fakultät für Rechtswissenschaft an der Universität Regensburg hat diese Arbeit im Jahr 2016 als Dissertation angenommen.

Ich danke meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Carsten Herresthal, für die Begleitung im Promotionsverfahren und die anregenden, teils kontroversen Gespräche.

Auch danke ich Herrn Prof. Dr. Wolfgang Servatius für die zeitnahe Erstellung des Zweitgutachtens und Herrn Prof. Dr. Herbert Roth für die Übernahme des Prüfungsvorsitzes.

Der Kanzlei ‚Rössner Rechtsanwälte‘ danke ich für den Druckkostenzuschuss.

Ich widme diese Arbeit meinen Eltern, die mir meine juristische Ausbildung ermöglicht haben.

München, im Dezember 2016

Franz-Josef Lederer

Inhaltsverzeichnis

A. Einführung	13
I. Aufstieg der Swaps	13
II. Aktueller Anlass	16
B. Unterteilung der Swaps	19
I. Zielrichtung des Swaps	19
1. Sicherungsswaps	19
2. Spekulationsswaps	21
II. Zu Grunde liegender Basiswert	22
1. Zinssatzswaps (CMS)	22
2. Währungsswaps (CRS)	23
3. Cross Currency Swaps	24
4. Rohstoff-Swaps	26
5. Indexswaps	27
6. Exoten	28
III. Struktur des Geschäfts	29
1. Optionsstrukturen	29
2. Termingeschäftsstrukturen	31
IV. Komplexität des Produkts	32
1. Plain-Vanilla	32
2. Leitereffekte	33
3. Hebelwirkungen	36
a) Primo Swap	36
b) Harvest Swap	38
4. Schwellenwertabhängigkeiten	41
a) CRS Swap	41
b) LSM Swap	44
5. Sammlerkomponenten	46
a) Euribor-Sammler	46
b) Spread-Sammler	47
V. Verlustrisiken für den Kunden	48
1. Unbegrenzte Verlustrisiken	48
2. Begrenztes Verlustrisiko	49
VI. Verlustwahrscheinlichkeiten	50
1. Value-at-Risk	50
a) DDV	50
b) VaR-Analysen der Kreditinstitute	53
c) Backtesting/Stresstests	57

2. Anwendung des Value-at-Risk auf Swapgeschäfte	60
3. Risikomonitoring	62
4. Vergleich mit Credit Spreads	63
C. Interessenlage der Parteien	67
I. Interessen der Bank	67
1. Gewinnerzielung	67
a) Einstrukturierung eines „anfänglichen negativen Marktwertes“	68
b) Partizipation am Basiswert	69
2. Risikotransfer	69
3. Kundenservice	70
II. Interessen des Kunden	71
1. Gewinnerzielung	71
2. Risikotransfer	72
3. Kundenservice	73
D. Grundlagen der Aufklärungspflichten	74
I. Vertragsrecht	74
1. Das Bond-Urteil	74
a) Beratungsvertrag im Allgemeinen	74
b) Umstände von „wesentlicher Bedeutung“	76
c) Beratungsvertrag bei Swapgeschäften	80
2. Das Swap-Urteil	82
a) Informationsgefälle	83
b) Herstellung eines gleichen Kenntnisstandes	85
c) Verständnishorizont	88
d) Kundeninteresse	90
II. Aufsichtsrecht	91
1. Aufklärungspflichten nach dem WpHG	91
2. Ausgestaltung durch die WpDVerOV	93
3. Bindungswirkung des Aufsichtsrechts	95
III. Europarecht	98
1. Vorgaben der MiFID	98
2. Durchführungsrichtlinie	100
3. Die Problematik der Bindungswirkung	103
E. Allgemeine Aufklärungspflichten	109
I. Aufklärung nach Anlagezielen	109
1. Ermittlung des Anlageziels	109
2. Konnexität oder „Zinsoptimierung“	111
3. Bedeutung der Kreditspekulation	115
II. Bedeutung des Basiswerts	118
1. Zinsstrukturkurve	118
2. Terminzinsen und Terminkurse	119

3. Simulationen	121
4. Indexregeln	123
III. Bedeutung der Struktur	125
1. Behandlung von Optionen	125
2. Termingeschäfte	128
IV. Komplexität	129
1. Formelelemente	131
2. Risikomodell gegen Zinsmeinung	132
V. Verlustrisiken	136
1. Worst Case	137
2. Praktische Risiken	139
VI. Verlustwahrscheinlichkeit	140
1. Risikoklassen	141
2. Risikomanagement	142
F. Aufklärung über den „anfänglich negativen Marktwert“	150
I. Berechnung von Marktwerten	150
1. Mögliche Bewertungsmodelle	150
2. Risikoprognosen	152
II. Bedeutung des anfänglichen Marktwertes	153
1. Markterwartung	154
2. Chancen-Risiko-Verhältnis	155
3. Kosten	157
4. Gewinnmarge	159
III. Objektive Theorie zur Aufklärungspflicht	161
1. OLG Stuttgart: „Preis“	161
a) Preis von Swaps mit Optionsstruktur	162
b) Preis von Swaps mit Terminstruktur	163
2. Optionsrechtsprechung	165
IV. Subjektive Theorie zur Aufklärungspflicht	167
1. BGH: „Integrität“	167
2. Die „Wettgegnertese“	169
a) Erster Interessenkonflikt	169
b) Zweiter Interessenkonflikt	171
3. Kritik: Erkennbarkeit der Hedgegeschäfte	172
4. Gegenkritik	173
a) Kundengeschäft als Hedgegeschäft	173
b) Vorschlag: subjektiv-objektive Theorie („doppelte Integrität“)	174
c) CCS-Urteil vom 20.01.2015	180
d) Zusammenfassende Grafik	182
V. Voraussetzungen der Aufklärungspflicht	182
1. Zinswette – Sicherungsgeschäft	183

2. „Besondere Umstände“	187
3. Risikostruktur	191
VI. Umfang der Aufklärungspflicht	193
1. Kick-Back-Rechtsprechung	194
2. Dem Grunde nach	195
3. Der Höhe nach	197
4. Nachfrageobliegenheiten?	200
VII. Irrtum über die Aufklärungspflicht	202
1. Verschuldensvermutung	202
2. Unvermeidbarer Rechtsirrtum?	204
VIII. Kausalität	209
IX. Vorteilsanrechnung	212
1. Kongruente Vorteile	212
2. Rahmenvertrag	214
X. Ausblick: Übertragung auf strukturierte Zertifikate	215
1. Vergleichbarkeit	215
2. „Fair value“-Gedanke	216
G. Wesentliche Ergebnisse	219
Literaturverzeichnis	223
Sachverzeichnis	231

A. Einführung

Der sogenannte „Swap“ („swap“ Englisch für Tausch) ist ein derivativer Tauschvertrag zwischen zwei Parteien, in der Regel dem Kunden und einer Bank, bei dem die auszutauschenden Leistungen von einem bestimmten Basiswert abhängen. Der Swapvertrag wird dabei auf die speziellen Bedürfnisse der Parteien zugeschnitten, im technischen Sinne also „strukturiert“. Diese Strukturierung erfolgt durch die Bank, die über die erforderlichen Instrumentarien hierzu verfügt. Daher ergeben sich für die Bank bestimmte Aufklärungspflichten, die im Folgenden näher untersucht werden sollen.

I. Aufstieg der Swaps

Es mag sein, dass Hintergrund der Entwicklung derivativer Finanzinstrumente, insbesondere der hier untersuchten Swapgeschäfte, der Zusammenbruch des Bretton Woods Systems und die Inflation der 70er Jahre mit der entsprechenden Deregulierung der Zinsen gewesen sein mag.¹ Wenn ein System fester Wechselkurse kollabiert und somit neue Währungsrisiken entstehen, entsteht auch ein Bedürfnis nach Absicherung der neuen Risiken. Es ist auch verständlich, dass sich Kunden in inflationären Zeiten gegen steigende Zinsen absichern wollen.

Schon bald wurde aber das wahre Potenzial abgeleiteter Finanzinstrumente und hierbei insbesondere von Swapgeschäften erkannt. Da bei Swaps anfänglich kein Eigenkapital eingesetzt werden muss, eignen sie sich hervorragend für das gegen Ende der 80er Jahre aufkommende Investmentbanking. Die Kreditwirtschaft erkannte schnell, dass das klassische Einlagen- und Kreditgeschäft auf längere Zeit die ständig wachsenden Renditeziele nicht erfüllen konnte. Im Zuge der Deregulierung Anfang der 90er Jahre sollten Derivate wie Swaps & Co. ein ganz neues Einsatzgebiet erhalten: die Spekulation.

Mit dem Ausschluss des Differenz- und Wettewinns aus §§ 762/764 BGB auch für außerbörsliche Termingeschäfte durch die Börsengesetznovelle vom 11.07.1989, spätestens aber mit Einführung von § 37e WpHG durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz vom 21.06.2002² war der Weg für neue

¹ Vgl. *Erne*, Die Swapgeschäfte der Banken, Berlin 1992, S. 9.

² Hierzu näher *Milbert/Assmann*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl., Vor § 37e Rz. 4 und 13 m. w. N.

Finanzprodukte frei und die Kreativität der Strukturierungsabteilungen gefragt. Das Erfordernis, ein „wirtschaftlich berechtigtes Geschäft“ herzustellen, z.B. durch Vereinbarung eines Sicherungszweckes, war nicht mehr Voraussetzung für die Durchsetzung derivativer Ansprüche. Spiel und Wette konnten nun nahezu beliebig verbrieft und vertrieben werden, lediglich unter dem Vorbehalt ordentlicher Aufklärung.³

Aufgrund Deregulierung bzw. unterlassener Regulierung entwickelten sich die Investmentbanken besonders in den USA. Von 1990 bis 2005 hielten die 10 größten Banken rund 55% der Vermögenswerte. Zu Beginn der Finanzkrise im Jahre 2006 stellte die Finanzbranche 27% aller Unternehmensgewinne in den USA dar.⁴ Eine vom U.S. Kongress eingesetzte, zehnköpfige Kommission⁵ zur Untersuchung der Ursachen der Finanzkrise stellte fest, dass die Gesetzgebung im Jahr 2000 zum Verbot der Regulierung von OTC-Derivaten ein Schlüsselfaktor für die Finanzkrise war. Spekulative Derivate mussten daher aufgrund diverser Hebelwirkungen und oftmals rein fiktiver Bezugsbeträge wie ein Brandbeschleuniger wirken. Als Lehman Brothers, eine der seinerzeit fünf größten Investmentbanken der USA, zahlungsunfähig wurde, hatte die Bank mehr als 900.000 Derivateverträge angehäuft.⁶

Die deutsche Bundesbank hat die Entwicklung der Zins- und Währungsswaps seit Ende der 80er Jahre untersucht. Bis zur Einführung des Euro hatte sich das Derivatevolumen allein aus Swapverträgen auf rund 700 Milliarden DM ausgeweitet. Danach explodierte die Entwicklung geradezu und das Swapvolumen stieg bis auf 3.000 Milliarden Euro an.

Nachfolgende Grafik der Bundesbank (siehe nächste Seite) macht diesen drastischen Anstieg anschaulich.

Die Bundesbank stellt in ihrer Untersuchung zutreffend fest, dass

„die zentrale ökonomische Funktion derivativer Instrumente in einer isolierten Bewertung, Bündelung und Weitergabe von Marktpreisrisiken besteht. [...] Die Verwendung von Derivaten ermöglicht [...] eine Steuerung der individuellen Risi-

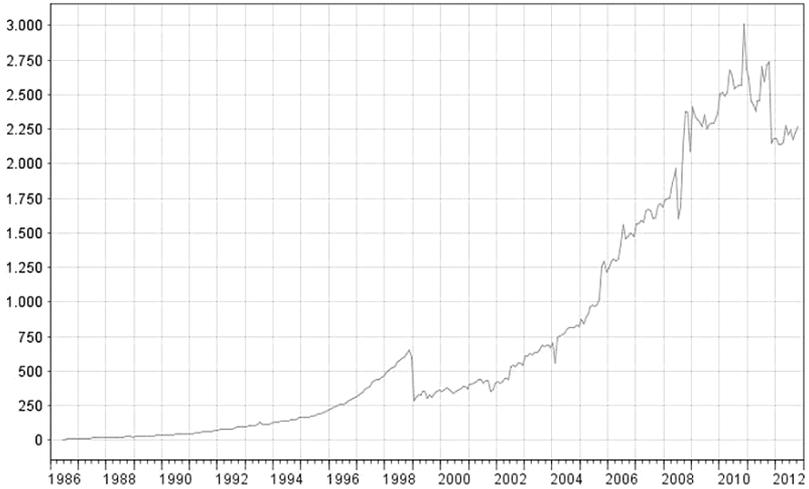
³ Zum sog. „Zwei-Stufen-Modell“ des Anlegerschutzes bei Börsentermingeschäften, s. *Mülbert/Assmann*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl., Vor § 37e Rz. 15.

⁴ Report of the Financial Crisis Inquiry Commission vom 27.01.2011, Conclusion XVII, S. 17, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf> (letzter Abruf 23.10.2015).

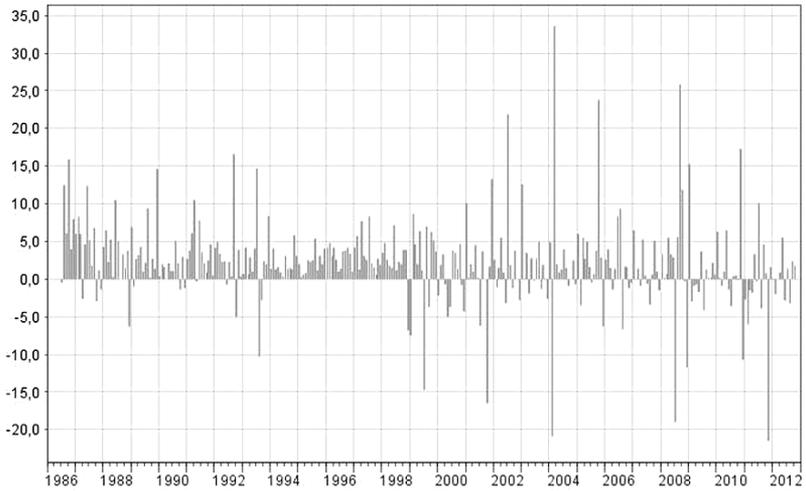
⁵ Zustimmungende Mitglieder: Phil Angelides, Brooksley Born, Byron Georgiou, Bob Graham, Heather H. Murren, John W. Thompson; ablehnende Mitglieder: Keith Hennessey, Douglas Holtz-Eakin, Bill Thomas, Peter J. Wallison.

⁶ Report of the Financial Crisis Inquiry Commission vom 27.01.2011, Conclusion XXI, S. 21.

Zins- und Währungsswaps Zins-/Währungsswaps Alle Bankengruppen
DM/Euro, Milliarden



Relative Veränderung zur Vorperiode in Prozent



Deutsche Bundesbank

Quelle: Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, Deutschland

koposition mit geringem Mitteleinsatz [...]. Die damit verbundene Transaktionskostensparnis verleiht Finanzderivaten eine beträchtliche Hebelwirkung [...].“⁷

Da sich Derivate von jedem beliebigen Basiswert ableiten lassen, kann somit nahezu jedes beliebige Marktpreisrisiko an einen anderen Marktteilnehmer weitergegeben werden. Der andere Marktteilnehmer kann dabei eine andere Bank sein, wie der Fall von Lehman Brothers gezeigt hat,⁸ aber auch institutionelle Anleger, Unternehmen, Kommunen oder Privatanleger. Mit letzteren hatte sich die deutsche Rechtsprechung zu beschäftigen.

II. Aktueller Anlass

Der BGH hatte sich erstmals ausführlich in seinem vielbeachteten Urteil vom 22.03.2011⁹ mit Swapgeschäften auseinandergesetzt. Zuvor lag ihm bereits eine Nichtzulassungsbeschwerde gegen ein Urteil des OLG Naumburg¹⁰ vor, in dem dieses über den Swapvertrag eines kommunalen Versorgungsunternehmens zu entscheiden hatte. Der BGH bestätigte dieses Urteil und wies die Nichtzulassungsbeschwerde der Bank mit Beschluss vom 21.03.2006¹¹ zurück, weil die Rechtssache keine grundsätzliche Bedeutung habe und die Fortbildung des Rechts sowie die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung eine Entscheidung des Revisionsgerichts nicht erfordere. Obiter dictum führte der BGH aus, dass der vom Berufungsgericht rechtsfehlerfrei angenommene Beratungsfehler der Bank im Kern nicht in einem unterbliebenen Hinweis auf kommunalrechtliche Bindungen der Stadtwerke, sondern darin bestehe, dass die Bank nicht ausreichend über den spekulativen Charakter des konkreten Swapgeschäfts aufgeklärt habe. Bereits in diesem Beschluss wurde deutlich, dass der XI. Zivilsenat des BGH, damals noch unter dem Vorsitzenden Richter Nobbe, das spekulative Element von Swapgeschäften für einen bedeutsamen Umstand hält. Dieses wird im Laufe der Untersuchung immer wieder thematisiert werden.

Vertieft hat sich der BGH sodann im Urteil vom 22.03.2011 mit der grundlegenden Struktur von Swapprodukten befasst. Dieses sog. „Swapur-

⁷ Deutsche Bundesbank, Geldpolitische Implikationen der zunehmenden Verwendung derivater Finanzinstrumente, in: Monatsbericht November, 46. Jg., Nr. 11, Frankfurt am Main 1994, S. 41, 44.

⁸ Zu den Folgen: *Bömcke/Weck*, Die Auswirkungen der deutschen Einlagensicherung auf den Anlegerschutz – insbesondere bei der Vermittlung von Lehman-Zertifikaten, VuR 2009, 53.

⁹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299.

¹⁰ OLG Naumburg, Urteil vom 24.03.2005, Az. 2 U 111/04, WM 2005, 1313–1318.

¹¹ BGH, Beschluss vom 21.03.2006, Az. XI ZR 116/05, BeckRS 2006, 03888.

teil“ des BGH war die erste höchstrichterliche Entscheidung zu Swaps. Es hat sehr viel Aufmerksamkeit erregt und brachte die beklagte Bank schon kurz nach der mündlichen Verhandlung vor dem BGH auf die Titelseite des Handelsblattes unter der Überschrift ‚Deutsche Bank gegen deutschen Mittelstand‘.¹² Dies dürfte für viele Kreditinstitute abschreckend gewirkt haben. Einige Swapverfahren anderer Banken wurden daher oftmals kurz vor dem BGH-Verkündungstermin für erledigt erklärt.¹³ Viele ähnlich gelagerte Swapverfahren wurden ebenfalls außergerichtlich verglichen.¹⁴ Entgegen der Mutmaßung des BGH-Anwaltes der Deutschen Bank in der mündlichen Verhandlung wurde durch das Urteil also keine ‚zweite Finanzkrise‘ ausgelöst, sondern zumindest in Teilbereichen Rechtsfrieden geschaffen.

Vorausgegangen war dem BGH-Urteil ein Streit zwischen mehreren Oberlandesgerichten. Streitpunkt war der sog. „anfänglich negative Marktwert“ von Swapgeschäften. Die Oberlandesgerichte in Bamberg, Frankfurt, Celle und Hamm hatten die Ansicht vertreten, eine Aufklärung hierüber sei nicht erforderlich.¹⁵ Demgegenüber hatte das OLG Stuttgart nach ausführlicher Anhörung eines Finanzmathematikers aus der Strukturierungsabteilung der beklagten Bank festgestellt, dass über den anfänglich negativen Marktwert sehr wohl aufzuklären sei.¹⁶ Der BGH hat sich „*im Ergebnis*“ auf die Seite des OLG Stuttgart geschlagen, wenngleich mit einem anderen Ansatz.¹⁷ Warum und wie es hierzu kam und welche Feststellungen der BGH darüber hinaus zu Swapprodukten getroffen hat und welche noch ungelöst sind, und ob es einen Weg gibt, beide Ansätze, also des BGH und des OLG Stuttgart, zu harmonisieren, wird nachfolgend noch näher untersucht.

Schon bald nach dem Swapurteil des BGH vom 22.03.2011 gab es eine Fülle von Folgeurteilen und Beschlüssen erster und zweiter Instanz. Viele

¹² Handelsblatt vom 09.02.2011.

¹³ Die Revision gegen das Urteil des OLG Frankfurt vom 27.12.2010, Az. 16 U 96/10, WM 2012, 1826–1829, wurde kurz vor dem Termin verglichen, vgl. Pressemitteilung des BGH vom 13.06.2012, Az. XI ZR 65/11.

¹⁴ Siehe auch *Wiechers*, Aktuelle Rechtsprechung des XI. Zivilsenats des Bundesgerichtshofs, WM 2012, 477, 480.

¹⁵ OLG Bamberg, Urteil vom 11.05.2009, Az. 4 U 92/08, WM 2009, 1082, 1095; OLG Frankfurt, Urteil vom 29.07.2009, Az. 23 U 76/08, WM 2009, 1563, 1564 f.; OLG Celle, Urteil vom 30.09.2009, Az. 3 U 45/09, WM 2009, 2171, 2174; OLG Frankfurt, Urteil vom 04.08.2010, Az. 23 U 230/08, WM 2010, 1790, 1795 f.; OLG Hamm, Urteil vom 10.11.2010, Az. 31 U 121/08, BKR 2011, 68, 73.

¹⁶ OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756, 762 f. und nachfolgend OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, WM 2010, 2169, 2173 ff.

¹⁷ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 33.

haben die Aufklärungspflicht in Bezug auf den anfänglich negativen Marktwert auch auf andere Arten von Swaps übertragen.¹⁸ Andere haben eine Übertragung abgelehnt, teilweise grundsätzlich,¹⁹ teilweise der Höhe nach,²⁰ teilweise differenzierend nach dem Grundgeschäft.²¹ Auch dies wird im Fortgang der Untersuchung näher zu thematisieren sein.

¹⁸ Landgericht Stuttgart („Rohstoff Swap“), Urteil vom 10.05.2011, Az. 21 O 116/10, BeckRS 2012, 02272; Landgericht Stuttgart („Cross Currency Swap“), Urteil vom 10.06.2011, Az. 8 O 32/11; Landgericht Stuttgart („Cross Currency Swap“), Urteil vom 12.07.2011, Az. 21 O 166/10, BeckRS 2011, 18661; Landgericht München („Cross Currency Swap“), Urteil vom 04.07.2011, Az. 32 O 20821/10; Landgericht Passau („Cross Currency Swap“), Urteil vom 09.12.2011, Az. 4 O 877/10, BeckRS 2012, 10708; OLG Stuttgart, („Cross Currency Swaps“), Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890; OLG Oldenburg („Lift Swap“), Beschluss vom 29.09.2011, Az. 8 U 82/10; Landgericht Düsseldorf („Zinsswap“), Urteil vom 24.02.2012, Az. 8 O 550/19; Landgericht Berlin („Harvest Swap“), Urteil vom 13.09.2011, Az. 10 O 122/11; Landgericht Berlin („Harvest Swap“), Urteil vom 16.02.2012, Az. 21 O 409/11; Landgericht Wuppertal („LSM Swap“), Urteil vom 18.01.2012, Az. 3 O 270/11, BeckRS 2012, 03759; Landgericht Wuppertal („Harvest Swap“), Urteil vom 30.01.2013, Az. 3 O 217/12, BeckRS 2013, 11933; Landgericht Magdeburg („Harvest Swap“), Urteil vom 13.03.2012, Az. 9 O 897/11, BeckRS 2012, 10224; Landgericht Münster („Harvest Swap“), Urteil vom 28.03.2012, Az. 114 O 15/11, BeckRS 2012, 18253; Landgericht Köln („Harvest Swap“), Urteil vom 03.05.2012, Az. 30 O 443/10, BeckRS 2012, 12015; Landgericht Frankfurt a.M. („Harvest Swap“), Urteil vom 01.06.2012, Az. 2-28 O 280/12; Landgericht Frankfurt a.M. („LSM Swap“), Urteil vom 23.11.2012, Az. 2-5 O 367/11; Landgericht Frankfurt a.M. („Harvest und LSM Swap“), Urteil vom 06.02.2013, Az. 2-02 O 150/12, BeckRS 2013, 07168; Landgericht Karlsruhe („LSM Swap“), Urteil vom 13.07.2012, Az. 6 O 256/11; Landgericht Karlsruhe („Harvest Swap“), Urteil vom 07.11.2012, Az. 2 O 137/12; OLG Naumburg („Harvest Swap“), Beschluss vom 25.07.2012, Az. 5 U 71/12; OLG Hamm („Harvest Swap“), Beschluss vom 22.11.2012, Az. I-34 U 87/12; Kammergericht Berlin („Harvest Swap“), Beschluss vom 06.12.2012, Az. 12 U 127/11; OLG Frankfurt („Harvest Swap“), Beschluss vom 14.02.2013, Az. 16 U 190/12; OLG Düsseldorf („Harvest Swap“), Beschluss vom 15.02.2013, Az. I-16 U 27/12; OLG Düsseldorf („Harvest Swap“), Urteil vom 14.05.2013, Az. I-1 U 46/12, BeckRS 2014, 11415; OLG Köln („Harvest Swap“), Beschlüsse vom 12.07.2013 und 09.09.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21614 und BeckRS 2013, 21615; OLG Düsseldorf, Urteil vom 07.10.2013, Az. I-9 U 101/12, WM 2013, 2026.

¹⁹ OLG Nürnberg, Urteil vom 19.08.2013, Az. 4 U 2138/12, WM 2013, 1897–1902; OLG München, Urteil vom 12.08.2013, Az. 19 U 696/12, Prozessrecht aktiv 2014, 3; OLG München, Beschluss vom 09.08.2012, Az. 17 U 1392/12, ZIP 2012, 2147–2149.

²⁰ OLG Frankfurt, Urteil vom 18.07.2013, Az. 16 U 191/12, NZG 2013, 1111–1113; OLG München, Beschluss vom 29.03.2012, Az. 5 U 216/12, WM 2012, 1716–1719.

²¹ OLG Köln, Urteil vom 18.01.2012, Az. 13 U 37/11, WM 2012, 888–890; Urteil vom 23.05.2012, Az. 13 U 150/11, BeckRS 2012, 16363; Beschlüsse vom 12.07.2013 und 09.09.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21614 und BeckRS 2013, 21615; OLG Stuttgart, Urteil vom 01.02.2012, Az. 9 U 57/11, BKR 2012, 300–303; Urteil vom 27.06.2012, Az. 9 U 140/11, WM 2012, 1829–1834.

B. Unterteilung der Swaps

Um die Aufklärungspflichten bei strukturierten Swapgeschäften näher untersuchen zu können, sollen an dieser Stelle zunächst die verschiedenen Swaparten voneinander abgegrenzt werden. Denn Art und Umfang der Aufklärungspflichten hängen auch von der Art des jeweiligen Swapproduktes ab. Swaps lassen sich unterscheiden nach der Zielrichtung des Swaps, nach dem zu Grunde liegenden Basiswert, nach der Struktur des Geschäfts, nach der Komplexität des Produkts, nach den Verlustrisiken für den Kunden sowie nach den Verlustwahrscheinlichkeiten für die Swapparteien. Dies soll im Folgenden näher dargestellt werden.

I. Zielrichtung des Swaps

Zunächst lassen sich Swaps nach ihrer Zielrichtung unterscheiden. Es gibt einerseits Swaps, die die Risiken eines Grundgeschäftes absichern sollen, sogenannte „Sicherungsswaps“. Es gibt andererseits aber auch Swaps, für die es kein Grundgeschäft gibt, die also aus spekulativen Gründen abgeschlossen werden, sogenannte „Spekulationsswaps“. Der Einsatz von Derivaten und damit natürlich auch von Zinsderivaten wird auch in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur mit Hedging- und Spekulationsmotiven begründet.²²

1. Sicherungsswaps

Der ursprüngliche Zweck von Swapgeschäften war die Absicherung von Risikopositionen aus Grundgeschäften. Grundgeschäfte können dabei eine Vielzahl unterschiedlicher Geschäfte sein. Am häufigsten kommen Darlehens- und Kreditverträge in Betracht, aber auch Außenhandelsgeschäfte oder Warengeschäfte. Den Grundgeschäften ist gemeinsam, dass für den Swapkunden ein Risiko aus dem Grundgeschäft besteht. Bei einem Kreditvertrag kann der Kunde das Risiko tragen, dass sich die geschuldeten Zinsen erhöhen. Bei dem Außenhandelsgeschäft kann das Risiko bestehen, dass

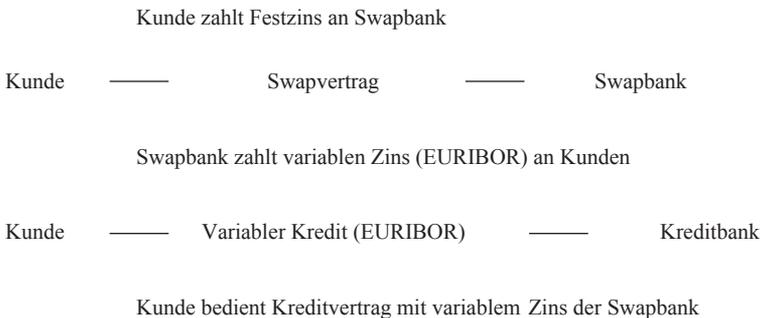
²² *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Aufl., S. 728, Rz. 9.107: Einsatzzwecke; *Hull*, Optionen, Futures und andere Derivate, 9. Aufl., Übersicht S. 235.

sich das Wechselkursverhältnis zwischen inländischer und ausländischer Währung zum Nachteil des Kunden verändert. Beim Warengeschäft kann sich der Kurs einer Ware oder eines Rohstoffs für den Kunden verteuern oder verbilligen.

Diesen Risiken aus Grundgeschäften kann der Kunde mit einem Swapgeschäft begegnen. Dies soll am Beispiel der Urform aller Swaps, dem sogenannten „Plain-Vanilla“-Swap, verdeutlicht werden. Dieser Swaptyp wird so genannt, weil er so schlicht wie Vanilleeis strukturiert ist. Beim Plain-Vanilla-Swap wird ein Swapvertrag zwischen Kunde und Bank abgeschlossen. Der Kunde hat dabei die Absicht, sich durch den Plain-Vanilla-Swap abzusichern, denn er hat als Grundgeschäft einen variabel verzinsten Kreditvertrag. Er schuldet demnach seiner Kreditbank zu regelmäßigen Stichtagen variable Zinszahlungen. Diese Zinszahlungen bemessen sich oftmals nach Standardzinssätzen wie dem LIBOR (Abkürzung für „London InterBank Offered Rate“) oder dem EURIBOR (Abkürzung für „European InterBank Offered Rate“). Wenn diese Zinssätze steigen, so steigen auch die Zahlungsverpflichtungen des Kunden. Der Kunde hat somit ein offenes „Zinsrisiko“. Hiergegen kann er sich durch einen Plain-Vanilla-Swap absichern. Hierzu schließt er mit einer Bank einen Swapvertrag. Dieser sieht vor, dass die Swapbank an den Kunden zu den Fälligkeitsterminen seines Kreditvertrages exakt den Betrag der variablen Zinsen zahlt, den der Kunde der Kreditbank schuldet. Basiswert des Swaps ist dann der LIBOR oder der EURIBOR. Mit diesem Betrag kann der Kunde somit seinen Kredit bedienen und hat sich gegen steigende Zinsen abgesichert. Im Gegenzug zahlt er der Bank einen Festzins. Im Ergebnis hat er somit seinen variablen Kredit in ein Festzinsdarlehen umgewandelt. Da der variable Kreditvertrag bestehen bleibt und die Umgestaltung durch einen davon unabhängigen Swapvertrag erfolgt, spricht man auch von einem „synthetischen Festzinskredit“.

Folgende Grafik soll dies veranschaulichen:

EURIBOR-PLAIN-VANILLA-SWAP:



In ähnlicher Weise kann ein Swapvertrag gestaltet werden, wenn der Kunde Währungsrisiken zu befürchten hat, zum Beispiel weil er ein Außenhandelsgeschäft abgeschlossen hat und zu bestimmten Terminen Zahlungen in Fremdwährung erbringen muss. Hier kann er einen Fremdwährungsswap abschließen, bei dem er von der Bank zu den Zahlungsterminen die Fremdwährung erhält, während er selbst in inländischer Währung an die Bank zahlt. Basiswert ist somit das Wechselkursverhältnis zwischen in- und ausländischer Währung. Ebenso kann ein Warengeschäft durch einen Warens-
swap abgesichert werden. Wenn etwa eine Firma zu bestimmten Terminen einen Rohstoff benötigt oder einen handelbaren Sachwert, etwa einen Aktienanteil, leisten muss, dann kann sie einen Warens-
swap abschließen, über den sie zu diesen Terminen eine Zahlung von der Bank erhält, die an den Kurswert der Aktie oder des Rohstoffes gekoppelt ist. Hierbei wird bereits die Nähe der Swaps zu Währungs- und Warentermingeschäften deutlich.²³

Bereits bei der Betrachtung der verschiedenen Varianten von Sicherungsswaps wurde deutlich, dass sich die Risiken aus Grundgeschäften auf nahezu alle Assetklassen übertragen lassen, also Zinsen, Währungen, Aktien und Rohstoffe. Dies hatte Folgen für die Entwicklung der sogenannten „Spekulationsswaps“, die im Folgenden beleuchtet werden.

2. Spekulationsswaps

Der Schritt vom Sicherungsswap zum Spekulationsswap lag praktisch auf der Hand. Wie gerade dargestellt, wird der Swapvertrag zwar grundsätzlich auf das Grundgeschäft abgestimmt. Der Swapvertrag ist aber rechtlich völlig selbständig. Er kann einen anderen Vertragspartner haben als das Grundgeschäft. Der Swapvertrag „steht und fällt“ gerade nicht mit der Existenz eines Grundgeschäfts. Eine Sicherungsvereinbarung, die eine Quasi-Akzes-
sorientät herstellen könnte, gibt es in der Mehrzahl der Fälle nicht.²⁴ Somit kann der Swapvertrag auch ohne ein Grundgeschäft abgeschlossen werden.

Wenn ein Swap ohne ein Grundgeschäft abgeschlossen wird, dann sichert er nicht die Risiken eines Grundgeschäftes, sondern der Swap löst dann selbst Risiken für die Vertragspartner aus. Jede Swappartei ist verpflichtet, die unter dem Swapvertrag vereinbarten Leistungen auszutauschen. Da sich der Wert dieser Leistungen während der Vertragslaufzeit je nach Entwicklung des Basiswertes verändern kann, spekulieren beide Parteien gegeneinander. Es ist ein sogenannter „Spekulationsswap“ entstanden. Man kann hier auch von einer „spekulativen Wette“ sprechen, weil damit spekulative Risi-

²³ Dazu näher unter B. II. 2. und 4.

²⁴ Dazu näher unter D. I. 1. c).

ken verbunden sind.²⁵ Wie der Sicherungsswap kann auch der Spekulationsswap auf alle Arten von Basiswerten bezogen sein.

II. Zu Grunde liegender Basiswert

Der jedem Swapvertrag zu Grunde liegende Basiswert ist sicherlich das wichtigste Strukturmerkmal des Swapvertrages. Der Basiswert ist die Basis der gegenseitig auszutauschenden Leistungen. Erst der Basiswert charakterisiert den Swap als Zinsswap, Währungsswap oder Rohstoffswap. Der Basiswert und seine Entwicklung bestimmen den Wert des Swaps, seinen Marktwert und die Risiken für die Vertragsparteien.²⁶ Im Allgemeinen lassen sich folgende Swaps klassifizieren.

1. Zinssatzswaps (CMS)

Zinssatzswaps sind, wie der Name schon sagt, Swapgeschäfte auf einen Zinssatz. Teilweise werden diese Swaps auch als „CMS-Swaps“ bezeichnet, wobei CMS für Constant Maturity Swap steht.²⁷ Beim Zinssatzswap tauschen die Parteien gegenseitig Zinszahlungen aus, in der Regel in gleichbleibenden Fälligkeitszeiträumen („constant maturity“). Der bereits eingangs dargestellte Plain-Vanilla-Swap ist etwa so ein Zinssatzswap. Dabei tauschen die Swappartner feste gegen variable Zinsen.

Zinssatzswapgeschäfte müssen sich aber nicht auf feste oder variable Zinsen beziehen. Sie können auch auf eine Differenz zwischen zwei Zinssätzen Bezug nehmen. In diesem Fall liegt dann ein sogenannter „Spread-Swap“ vor („spread“ Englisch für Differenz). Die in Bezug genommenen Zinssätze können dabei entweder ein Festzins oder ein variabler Zins oder eine Kombination aus beiden sein.²⁸

Der bekannteste Zinssatzswap ist sicherlich der sogenannte „CMS Spread Ladder Swap“.²⁹ Bei diesem tauschen die Vertragsparteien zu bestimmten

²⁵ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 21: „Bei dem empfohlenen CMS Spread Ladder Swap-Vertrag handelt es sich nach den Feststellungen des Berufungsgerichts um ein risikoreiches Geschäft, eine ‚Art spekulative Wette‘.“

²⁶ Hierzu näher unter F. I.

²⁷ CMS wird teilweise auch für Capital Market Sales verwendet.

²⁸ Z.B. im Verfahren LG Frankfurt a.M., Az. 2-25 O 242/10 (beendet durch Klagerücknahme).

²⁹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 3.

Zeitpunkten Zahlungen aus, die von der Entwicklung der Zinsdifferenz zwischen dem 10-Jahres-Zinssatz und dem 2-Jahres-Zinssatz für Swapgeschäfte (sog. Swapsatz) abhängen.

Eine weitere Variante des Zinssatzswaps ist der sogenannte „CMS Spread Sammler Swap“.³⁰ Bei diesem hängt die Zahlungspflicht des Kunden davon ab, an wie viel Tagen die Zinsdifferenz über oder unter einem bestimmten Schwellenwert notiert. Ein solcher Zinssatzswap mit Kursschwelle nähert sich bereits den genannten Währungsswaps an.

2. Währungsswaps (CRS)

Bei Währungsswaps ist der Swap auf ein Währungsverhältnis bezogen, er ist „currency related“. Beim Currency Related Swap (CRS) hängt die Zahlungspflicht des Kunden von der Entwicklung des zu Grunde liegenden Wechselkurses einer Währung ab, z. B. des Schweizer Franken im Verhältnis zum Euro.³¹

Währungsswapgeschäfte können als Sicherungsswaps eingesetzt werden, etwa wenn der Kunde, z. B. ein Reeder, der ein Containerschiff in Südkorea in Auftrag gegeben hat, Zahlungen in Fremdwährung zu leisten hat, z. B. in US-Dollar. Der Kunde kann dann einen Währungsswap abschließen, aus dem er zu den jeweiligen Zahlungsterminen von der Bank US-Dollar erhält und im Gegenzug Euro bezahlt. In der Praxis kommen insoweit aber vorzugsweise Währungstermingeschäfte zum Einsatz.

Währungsswaps werden daher vorwiegend als Spekulationsswaps abgeschlossen. Der Kunde spekuliert darauf, dass sich das Wechselkursverhältnis nicht zu seinem Nachteil verschlechtert. So erhält der Kunde bei einem CRS Swap von der Bank in der Regel einen günstigeren Zinssatz, übernimmt aber dafür das Risiko einer Zuzahlung, wenn der Wechselkurs zu bestimmten Stichtagen eine bestimmte Wechselkursschwelle erreicht.

Die Bank kann den günstigeren Zinssatz deshalb anbieten, weil der Kunde das Wechselkursrisiko der Fremdwährung übernimmt. Hintergrund des Angebots der Bank können zwei Umstände sein. Zum einen kann die Bank Währungsrisiken auf den Kunden übertragen und hierfür dem Kunden einen Bonuszins auszahlen. Dies entspräche dem Interesse der Banken an Risikotransfers.³² Zum anderen kann der Kunde das günstigere Zinsniveau des

³⁰ Z. B. OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767.

³¹ Z. B. im Verfahren LG München I, Urteil vom 25.05.2013, Az. 11 HK O 20497/11.

³² Dazu näher unter C. I. 2.

Fremdwährungslandes spekulativ nutzen. Auch dies entspräche der Interessenlage.³³ Für dieses Ziel ist aber eine Kombination aus Zins- und Währungsswap besser geeignet, der sogenannte „Cross Currency Swap“.

3. Cross Currency Swaps

Der sogenannte „Cross Currency Swap“ (auch kurz „CCS“) ist der klassische Zins-Währungs-Swap. Hier tauschen die Parteien Zinsen und Währungen zu festgelegten Zeitpunkten in Bezug auf einen bestimmten Nominalbetrag. Grundsätzlich kann ein Cross Currency Swap auch zu Sicherungszwecken abgeschlossen werden, um Fremdwährungsverpflichtungen abzusichern. In der Regel werden Cross Currency Swaps aber aus spekulativen Gründen geschlossen; denn Cross Currency Swaps sind die klassische Form der sog. „Currency Carry Trade“-Spekulation.

Die Currency Carry hat folgenden Hintergrund: Zwischen den zahlreichen Währungsräumen gibt es regelmäßig unterschiedliche Zinsniveaus. Die Länder haben verschiedene Konjunkturzyklen, Staatsverschuldungen, Haushaltsdefizite, etc. Daraus ergeben sich unterschiedliche Zinsniveaus. Aus Anlegersicht wäre es daher vorteilhaft, sein Geld in einem Hochzinsland anzulegen. Dies könnte zudem mit einer Kreditaufnahme in einem Niedrigzinsland kombiniert werden. Der Zinsunterschied zwischen Hochzins und Niedrigzins könnte dann vereinnahmt werden. Genau dieses Prinzip verfolgt der Cross Currency Swap. Die Parteien vereinbaren bei Abschluss einen Zins- und Währungstausch in Bezug auf einen, in zwei Währungen ausgedrückten Nominalbetrag, z. B. der Tschechischen Krone (CZK) als Niedrigzinswährung und der Isländischen Krone (ISK) als Hochzinswährung.³⁴ Die aktuellen Wechselkurse der zwei Währungen werden zunächst fixiert, ein Währungstausch findet aber (zunächst) nicht statt. Die Bank gibt dem Kunden also rein fiktiv einen Kredit in Tschechischen Kronen, der zum aktuellen Wechselkurs in ISK umgerechnet und somit – wiederum rein fiktiv – in Isländischen Kronen angelegt wird.

Beispiel:

Kunde — 1 Mio. CZK = 3 Mio. ISK — Bank

Im Rahmen des Cross Currency Swaps verpflichtet sich der Kunde zudem, an die Bank während der Laufzeit Zinsen in der Niedrigzinswährung (CZK) zu zahlen, und erhält von der Bank Zinsen der Hochzinswährung (ISK). Dies entspricht der jeweiligen Zahlungsverpflichtung des Kunden als

³³ Dazu näher unter C. II. 1.

³⁴ Z. B. im Verfahren LG Stuttgart, Urteil vom 12.07.2011, Az. 21 O 166/10, BeckRS 2011, 18661.

fiktiven Kreditnehmer der Tschechischen Kronen und der Bank als fiktives Anlageinstrument in Isländischen Kronen.

Kunde — CZK-Zins von Kunde an Bank → Bank
 Kunde ← ISK-Zins von Bank an Kunde — Bank

Am Vertragsende findet sodann ein Währungstausch statt, d.h. der Kunde zahlt an die Bank den Nominalbetrag in Tschechischen Kronen und die Bank an den Kunden den Nominalbetrag in Isländischen Kronen. Im Ergebnis tilgt der Kunde somit seinen fiktiven Kredit in CZK mit den angelegten ISK.

Kunde — 1 Mio. CZK von Kunde an Bank → Bank

Das Risiko besteht nun darin, dass sich Tschechische Kronen und Isländische Kronen nicht mehr entsprechen wie bei Vertragsbeginn, weil sich die Wechselkurse geändert haben.

Kunde — 1 Mio. CZK \neq 3 Mio. ISK — Bank

Dieses Währungsrisiko ist neben dem Zinsänderungsrisiko eines der Hauptrisiken eines Cross Currency Swaps. Zins- und Währungsrisiken stehen dabei im Zusammenhang mit der sog. „Zinsparität“, die besagt, dass Zinsunterschiede regelmäßig durch die Wechselkurse wieder ausgeglichen werden, sonst wäre eine risikolose Arbitrage möglich.³⁵ Der Carry Trader hofft also darauf, dass die Wechselkurse die Zinsdifferenzen gerade nicht vollständig kompensieren, so dass er einen Gewinn aus der Zinsdifferenz erhalten kann. Verändern sich die Wechselkurse aber über den Puffer der Zinsdifferenzen hinaus, dann wird ein Verlust erwirtschaftet. Cross Currency Swaps als Zins- und Währungsswaps sind somit auch eine risikoreiche Spekulation gegen die „Zinsparitätentheorie“.³⁶

³⁵ Daher ist ein erhebliches Abweichen von der Zinsparität aufgrund der dann einsetzenden Arbitrage kaum möglich, vgl. *Sperber/Brink*, Internationale Wirtschaft und Finanzen, 2. Aufl., München 2012, S. 155; *Filc*, Zinsarbitrage und Währungsspekulation, Berlin 1975, S. 46; *Möller*, Nichtlineare Abhängigkeiten bei finanzwirtschaftlichen Zeitreihen, Bremen 2003, S. 192.

³⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juli 2005, Wechselkurs und Zinsdifferenz: jüngere Entwicklungen seit Einführung des Euro, S. 43: „Bleibt der Wechselkurs unverändert, entspricht die Rendite des Carry Trades der Zinsdifferenz; gilt hingegen die ungedeckte Zinsparität, wird der Zinsgewinn durch einen Verlust aus der Abwertung der hoch verzinsten Währung aufgewogen; in diesem Fall wäre also eine Carry-Trade-Strategie nicht sinnvoll. Falls aber die hoch verzinsten Währung aufwertet, übersteigt der Gewinn aus dem Carry Trade den Zinsvorsprung noch um die vorteilhafte Wechselkursänderung.“, S. 45: „Carry Trades stellen daher eine – wenn auch hochspekulative – Möglichkeit dar, Abweichungen von der ungedeckten Zinsparität auszunutzen.“

4. Rohstoff-Swaps

So wie Swaps auf Zinsen oder Währungen Bezug nehmen können, können sie auch auf Rohstoffe („commodities“) bezogen sein. Ein metallverarbeitendes Unternehmen, das sich gegen einen steigenden Rohstoffpreis absichern will, könnte zwar auch ein Rohwarentermingeschäft abschließen, über das es sich den aktuellen Preis bereits heute für die Zukunft sichert. Ein Rohstoffswap bietet dagegen die Möglichkeit, sich nicht nur abzusichern, sondern gleichzeitig auch spekulative Zwecke zu verfolgen. Hierbei wird dem Kunden über ein Rohstoffswapgeschäft ein vergünstigter Zinssatz eingeräumt. Erst wenn der Rohstoffpreis unter eine bestimmte Schwelle fällt, muss der Kunde eine Zuzahlung leisten. In der Praxis wurden hier überwiegend sogenannte „*Bonuszinssatzswaps mit nickel-, aluminium- oder kupferpreisbedingter Zuzahlung*“ vertrieben. Der dem Urteil des Landgerichts Stuttgart vom 10.05.2011³⁷ zu Grunde liegende „Nickel-Swap“ hatte etwa folgende Ausgestaltung:

Eckdaten: Laufzeit: 2 Jahre, Basiswert: Nickel (XNI), Kasse: 35.120 EUR/t,
 Zuzahlungsschwelle: 20.000 EUR/t, Nominalvolumen: 1.000.000 EUR,
 Startdatum: April 2007, Kunde erhält 9,0% p. a.,
 Kunde zahlt 1% p. a. + bedingte Zuzahlung
 bedingte Zuzahlung = (Zuzahlungsschwelle – Metallpreis) /
 Zuzahlungsschwelle; min. 0%

Dem Kunden wurden folgende Szenarien aufgezeigt:

Szenarien: XNI/EUR

	<i>Sie zahlen</i>	<i>Sie erhalten</i>	<i>Differenz</i>
XNI/EUR über 20.000	1,00 %	9,00 %	8,00 %
XNI/EUR bei 19.000	5,20 %	9,00 %	3,80 %
XNI/EUR bei 18.750	7,25 %	9,00 %	1,75 %
Break-Even bei 18.400	9,00 %	9,00 %	0,00 %
XNI/EUR bei 14.000	31,00 %	9,00 %	-22,00 %

Nach Beschreibung der Bank erhält der Kunde „*bei weiterhin hohen Metallpreisen eine Subvention aus dem Zinsderivat und zahlt bei fallenden Preisen einen Zinsbetrag zurück*“. Damit ist der Rohstoffswap aber nicht ausreichend beschrieben, weil damit nicht verdeutlicht wird, wie der

³⁷ LG Stuttgart, Urteil vom 10.05.2011, Az. 21 O 116/10, BeckRS 2012, 02272.

Markt die Chancen und Risiken des Swapgeschäfts bei Vertragsschluss bewertete.³⁸

5. Indexswaps

Derivative Finanzinstrumente auf Indizes sind schon aus dem Zertifikatebereich bekannt. Kunden, die nicht direkt in eine Aktie investieren möchten, sondern lieber in einen Aktienindex, der, wie z. B. der DAX, die Wertentwicklung mehrerer Aktien abbildet, steht eine Vielzahl von Indexzertifikaten zur Verfügung. Bei Zertifikaten muss jedoch anfänglich Kapital eingesetzt werden, um das Zertifikat zu erwerben. Über einen Indexswap ist dagegen eine Investition auch ohne anfänglichen Kapitaleinsatz möglich.

Darüber hinaus eröffnete die Entwicklung der Indexswaps ganz neue Möglichkeiten für Kunden und Banken, Anlagestrategien zu verfolgen, die bisher nur professionellen Marktteilnehmern offen standen. Die Kreditinstitute sind dabei besonders kreativ, neue Anlagestrategien zu erfinden und diese durch einen Index abzubilden. Allein die Deutsche Bank publiziert auf ihrer Internetseite³⁹ unzählige Indizes. Gerichtsbekannt wurden dabei der sog. „Balanced Currency Harvest Index“ sowie der „Long-Short-Momentum Index“.

Beim Harvest Index Swap spekuliert der Kunde auf die Entwicklung des zu Grunde liegenden Balanced Currency Harvest Index. Dieser Index bildet eine fiktive Anlagestrategie ab, bei der in Abhängigkeit vom jeweiligen Zinsniveau regelmäßig Währungen auf Termin gekauft und verkauft werden. Er soll demnach eine *Spezialform einer Currency Carry*⁴⁰ darstellen, ähnlich der vorgenannten Cross Currency Swaps. Beim Harvest Swap erhält der Kunde von der Bank in den ersten zwei Jahren einen garantierten Zinsvorteil, in den Folgejahren hängt die Zahlung des Kunden dagegen von der Indexentwicklung ab, die sich dabei nach folgender Formel berechnet:

$$X\% - 0,50 \times 100\% [(Index\ Ende/Index\ Anfang) - 1]$$

³⁸ Dazu näher unter F. I. und II.

³⁹ Deutsche Bank DBIQ Indizes, <https://index.db.com/dbiqweb2/home.do?redirect=homepage> (letzter Abruf 23.10.2015).

⁴⁰ Vgl. Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Analyse der Currency Harvest-Strategie der Deutschen Bank – Endbericht –, im Auftrag der Deutschen Bank AG, Frankfurt am Main, Mannheim 2007. ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/Analyse_Harvest.pdf, (letzter Abruf 23.10.2015), S. 5: „Die Currency Harvest-Strategie der Deutschen Bank ist ein Spezialfall dieser Carry Trade-Strategie.“

Beim LSM Index Swap spekuliert der Kunde auf die Entwicklung des zu Grunde liegenden Long-Short-Momentum Index. Dieser Index bildet ebenfalls eine fiktive Anlagestrategie ab. Bei dieser werden aber nicht Währungen, sondern Aktien, Anleihen und Rohstoffe in Abhängigkeit von ihrer bisherigen Entwicklung ge- und verkauft. Er stellt demnach eine Art „Trendfolgemodell“ dar. Beim LSM Swap erhält der Kunde von der Bank in den ersten zwei Jahren ebenso einen garantierten Zinsvorteil, in den Folgejahren hängt die Zahlung des Kunden dagegen von der Indexentwicklung ab, die sich dabei nach folgender Formel berechnet:

$$X1\% - 0,50 \times 100\% [(Index\ Ende/Index\ Anfang) - 1,00 - X2\%]$$

Beiden Indizes ist gemein, dass die Bank nicht nur Vertragspartner des Swapvertrages ist, sondern auch Herausgeber des Index. Die Bank berechnet den Index so, wie wenn die fiktive Anlagestrategie durchgeführt worden wäre. Tatsächlich werden keine Aktien, Anleihen, Rohstoffe oder Währungen umgesetzt, die Indizes sind rein synthetisch.

6. Exoten

Die Strukturierungsmöglichkeiten von Swapgeschäften sind praktisch unbegrenzt. Der Baukasten der Strukturierungsabteilungen hält die verschiedensten Basiswerte vorrätig, reale Werte wie Zinsen oder Währungen oder fiktive Werte wie synthetische Indizes. Sämtliche Basiswerte lassen sich kombinieren und mit weiteren Gestaltungselementen wie Hebeln oder Memory-Effekten auskleiden.

Beispielhaft sei hier der sog. „Doppel-Digital-Swap“ genannt, von der Bank auch bezeichnet als „Zinsswap mit Kapitalmarktbonus und Devisenkursschwelle“.⁴¹ Der Doppel-Digital Swap ist eine Kombination aus Zins- und Währungsswap. Anders als beim vorgenannten Cross Currency Swap, bei dem die jeweilige Währung auch den jeweiligen Zins bestimmt, gibt es aber keinen Zusammenhang zwischen Zinssatz und Währung. Vielmehr ist die Zahlung des Kunden beliebig gekoppelt sowohl an eine Zinsschwelle als auch an einen Wechselkurs. Es besteht eine „doppelte Digitalbedingung“:

$$EUR\ CMS\ 10 > X1\% \text{ und } EUR/CHF\ Kurs > X2$$

Je nachdem, bei welchem Wert der jeweilige Zinssatz und der jeweilige Wechselkurs an den Fälligkeitsstichtagen notieren, muss der Kunde eine

⁴¹ Z. B. im Verfahren vor dem LG Potsdam, Az. 8 O 279/12.

Zahlung an die Bank leisten. Diese Digitalbedingungen werden durch „digitale Optionen“ in den Swap einstrukturiert.

III. Struktur des Geschäfts

Swaps sind strukturierte Finanzprodukte. Sie werden aus verschiedenen Strukturelementen zusammengesetzt. Die Zusammensetzung aus einzelnen handelbaren Elementen ist Voraussetzung dafür, dass Swapgeschäfte am Markt platziert, bepreist und gehandelt werden können. Zwar werden Swapprodukte in der Mehrzahl außerbörslich gehandelt und speziell auf bestimmte Bedürfnisse angepasst, sei es die des Kunden oder die der Bank.⁴² Jeder Swap wird aber aus börsenhandelbaren Geschäften wie Optionen oder Termingeschäften strukturiert.⁴³ Wäre das nicht der Fall, könnten Swaps weder bewertet noch gehandelt werden, da sämtliche Bewertungsmodelle⁴⁴ auf der Bewertung von Optionen oder Termingeschäften beruhen. Wie z. B. das OLG Stuttgart festgestellt hat,

platziert die Bank die Swap-Verträge nicht unverändert auf dem Finanzmarkt, sondern zerlegt sie in einzelne Optionen, die sie dann mit Optionen aus anderen Verträgen bündelt und auf dem Finanzmarkt handelt (Macro-Hedge).⁴⁵

1. Optionsstrukturen

Eine Vielzahl der Swaps wird aus Optionen strukturiert. Bei der Option hat jeweils eine Partei, der Optionskäufer, das Recht, bei Eintritt einer bestimmten Bedingung ein Wahlrecht auszuüben. Die andere Partei, der Optionsverkäufer, ist dagegen verpflichtet, diese Wahl gegen sich gelten zu lassen. Der Verkäufer ist somit dem Risiko des Bedingungseintritts ausgesetzt. Hierfür erhält er vom Optionskäufer die sogenannte „Optionsprämie“. Der Optionskäufer verliert also maximal die Optionsprämie, wenn die Bedingung nicht eintritt, der Optionsverkäufer muss dagegen bei Bedingungseintritt dem Willen des Käufers folgen. Er wird daher auch als „Stillhalter“ bezeichnet.

Finanzoptionen gibt es nahezu auf jeden Finanzwert: Aktienoptionen, Zinsoptionen, Währungsoptionen. Sie sind börsenhandelbar und durch Modelle wie z. B. „Black-Scholes“⁴⁶ bewertbar. Welche dieser Optionen in den

⁴² Dazu näher unter C. I. und II.

⁴³ Gabler Banklexikon, Stichwort Strukturierte Finanzprodukte: „Stripping“.

⁴⁴ Dazu näher unter F. I. 1.

⁴⁵ OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199, Rz. 71 (stets nach juris).

⁴⁶ Hull, Optionen, Futures und andere Derivate, 9. Aufl., S. 403 ff., Bewertungsformeln nach Black-Scholes-Merton, S. 420, Ziff. 15.8.

vorgenannten Swaps enthalten sind, ist zumeist eine Sachverständigenfrage. Zum berühmten CMS Spread Ladder Swap hat der BGH festgestellt, dass hier „*Optionsbestandteile*“ enthalten sind.⁴⁷ Näher hatte sich damit bereits das OLG Stuttgart beschäftigt und erstmals herausgearbeitet, dass es sich

bei Zinsswap-Geschäften in der Regel um sehr komplexe, von der emittierenden Bank frei konstruierte Verträge handelt, in denen verschiedene Optionen, Risiken und Chancen einstrukturiert sind.⁴⁸

Die Optionsstruktur wird schon daraus deutlich, dass der Kunde des CMS Spread Ladder Swaps in den ersten beiden Jahren einen garantierten Zinsvorteil erhält und in der Folgezeit seine Zahlungspflichten von der Entwicklung des Spreads abhängen. Der Kunde hat somit die Position des Optionsverkäufers, die Bank die Position des Optionskäufer eingenommen. Als Optionskäufer musste die Bank dem Kunden eine Optionsprämie zahlen, die in dem garantierten Zinsvorteil gesehen werden kann. Für diese Optionsprämie übernahm der Kunde als Optionsverkäufer dagegen das Stillhalterisiko des Bedingungseintritts, also das Risiko der Entwicklung des Spreads zu den jeweiligen Fälligkeitsstichtagen.⁴⁹

Eine ähnliche Optionsstruktur weisen Währungsswaps auf, bei denen die Zahlungspflicht einer Partei vom Eintritt eines bestimmten Wechselkurses abhängt, wie z. B. beim genannten Currency Related Swap. Hier zahlt die Bank einen höheren Zinssatz an den Kunden, als jener, den dieser an die Bank zahlt. Dies stellt sozusagen die Optionsprämie dar. Hierfür übernimmt der Kunde aber das Währungsrisiko. Je nach Entwicklung des Wechselkursverhältnisses ist er zu Zahlungen an die Bank verpflichtet.

Ebenfalls eine Optionsstruktur, allerdings mit vertauschten Rollen, enthalten die Indexswaps. Dort ist nicht der Kunde, sondern die Bank der Optionsverkäufer. Der Kunde hat ein Optionsrecht auf Zahlungen der Bank je nach Entwicklung des Index. Hierfür müsste der Kunde eine Optionsprämie an die Bank leisten. Diese ist in den Zinssätzen des strukturierten Indexswaps eingearbeitet.

Swaps mit Optionsstrukturen weisen somit ein asymmetrisches Risikoprofil auf, weil eine Partei die Stillhalterposition einnimmt, während die andere Partei das Optionsrecht hat. Demgegenüber haben Swaps mit Termingeschäftsstruktur ein symmetrisches Risikoprofil, weil sich dort die Veränderungen der Basiswerte auf die Positionen beider Seiten gleichermaßen auswirken.

⁴⁷ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 35.

⁴⁸ OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767.

⁴⁹ Dazu, ob diese Prämie werthaltig oder gar angemessen war, unten F. III. 1. a).

2. Termingeschäftsstrukturen

Ein einfacher Zinsswap oder ein Cross Currency Swap enthält dagegen in der Regel keine Optionen, sondern stellt eine Kombination mehrerer Termingeschäfte dar.⁵⁰ Die Entwicklung der Zinsen oder Währungen betrifft beide Parteien gleichermaßen. Es kommt also für die Zahlungspflicht einer Partei nicht auf einen Bedingungseintritt an, sondern die Zahlungspflichten beider Parteien hängen von der Entwicklung der Zinsen oder Währungen ab. Je nachdem, wie sich das Wechselkursverhältnis im Beispielsfall des Cross Currency Swaps am Vertragsende verändert hat, muss im Ergebnis entweder die Bank an den Kunden oder der Kunde an die Bank eine Zahlung leisten. Am Vertragsende findet der dargestellte Währungstausch⁵¹ statt, d. h. beide Zahlungsströme, also 3 Mio. Isländische Kronen und 1 Mio. Tschechische Kronen werden auf beiden Seiten, zumeist fiktiv oder über entsprechende Fremdwährungskonten, ausgetauscht, so dass eine Ausgleichsforderung in Höhe der Wechselkursdifferenz zugunsten des Kunden oder der Bank verbleibt.

Auf den ersten Blick erscheint die Termingeschäftsstruktur weniger komplex als eine Optionsstruktur zu sein, weil es nicht auf den einseitigen Bedingungseintritt ankommt. Allerdings werden auch Swaps aus Termingeschäften wie z. B. Cross Currency Swaps durch komplexe Modelle bewertet. So erfolgt die Bewertung von Cross Currency Swaps bei der UniCredit Bank durch „*eigene proprietäre Bewertungsmodelle*“ und „*Simulationen*“.⁵²

Nachfolgende Übersicht soll die aufgezeigte Unterteilung von Swaps veranschaulichen:

SWAPS

Optionsstruktur (bedingtes Termingeschäft)		Forward Rate Struktur (unbedingtes Termingeschäft)		
ZinsCap/Floor (Spread, Sammler)	Währungsoption Currency Related	Rohstoffoption Indexoption	Payer Receiver	CCS Waretermin

⁵⁰ Vgl. *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl., § 114 Rz. 76.

⁵¹ Hierzu näher unter B. II. 3.

⁵² Z.B. laut Marktwertmitteilung „My Deal Report“, LG München, Urteil vom 24.07.2013, Az. 16 HK O 9568/12; OLG München, Urteil vom 16.07.2014, Az. 7 U 3548/13, BeckRS 2014, 14736.

IV. Komplexität des Produkts

Swaps können des Weiteren nach ihrer Komplexität unterschieden werden. Das Oberlandesgericht Köln hatte die Frage der Komplexität in seinen Entscheidungen vom 18.01.2012 und 23.05.2012⁵³ noch als Abgrenzungskriterium zur Anwendung des BGH-Swapurteils gesehen. Das OLG Stuttgart hat sich hiergegen kritisch geäußert, weil das Abgrenzungskriterium der Komplexität wenig greifbar sei.⁵⁴ In seinen Beschlüssen aus dem Jahr 2013 zu einem Indexswap scheint das OLG Köln vom Komplexitätskriterium Abstand nehmen zu wollen.⁵⁵

1. Plain-Vanilla

Bei einem sog. Plain-Vanilla-Zinsswap tauschen die Parteien feste gegen variable Zinsen. Je nachdem, welche der Parteien den Festzins zahlt, wird auch von Payer-Swap (Kunde zahlt fest) oder Receiver-Swap (Bank zahlt fest) gesprochen. Der Papierform nach erscheint der Plain-Vanilla nicht komplex zu sein, in seiner Bewertung bleibt aber auch dieser Swaptyp wenig anschaulich für den Kunden, da er ihn nicht selbst bewerten kann. Hierfür müsste er über die Bewertungsmodelle nach „Heath-Jarrow-Morton“ verfügen, welche die sog. „Zinsstrukturkurve“ auswerten.⁵⁶ Der Kunde kann zwar den Festzins am Markt mit anderen Anbietern vergleichen, z. B. mit den Zinsen für Festsatzkredite. Die Zinsstrukturen berücksichtigt er dabei aber nicht.

Ähnlich verhält es sich mit Cross Currency Swaps. Auch hier kann der Kunde zwar die Zinssätze der Vertragswährungen mit den Zinssätzen am Markt vergleichen. In die Bewertung eines Cross Currency Swaps fließen aber ebenso die Zinsstrukturkurven wie auch Währungsterminkurse ein.⁵⁷ Oberflächlich betrachtet erscheinen diese Swapgeschäfte daher einfach

⁵³ OLG Köln, Urteil vom 18.01.2012, Az. 13 U 37/11, WM 2012, 888–890; Urteil vom 23.05.2012, Az. 13 U 150/11, BeckRS 2012, 16363.

⁵⁴ OLG Stuttgart, Urteil vom 27.06.2012, Az. 9 U 140/11, WM 2012, 1829–1834, Rz. 45.

⁵⁵ OLG Köln, Beschlüsse vom 12.07.2013 und 09.09.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21614 und BeckRS 2013, 21615.

⁵⁶ Vgl. OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767, Rz. 94: „Zur Kalkulation des Swaps verwendet die Beklagte ein Standardmodell, nämlich das von Heath-Jarrow-Morton.“

⁵⁷ Laut Marktwertmitteilung „My Deal Report“, LG München I, Urteil vom 24.07.2013, Az. 16 HK O 9568/12: „Der Bewertung von Zinsderivaten liegen Zinskurven der UniCredit Bank AG zum Zeitpunkt der Bewertung sowie für Währungsumrechnungen die Marktmittelkurse zum Tagesende zu Grunde.“ Augenscheinlich unberücksichtigt vom OLG Nürnberg, Urteil vom 19.08.2013, Az. 4 U 2138/12, WM 2013, 1897–1902.

strukturiert zu sein, aber auch ihre Bewertung erfordert finanzmathematische Rechenmodelle.⁵⁸ Insbesondere kann der Kunde den Wert der ausgetauschten Leistungsverpflichtungen ohne eine finanzmathematische Berechnung des anfänglichen Marktwertes nicht erkennen.⁵⁹

2. Leitereffekte

Der CMS Spread Ladder Swap enthält einen Leitereffekt (auch Memory oder Snowball genannt). In der Formel wird an den Zinssatz der vorangegangenen Periode angeknüpft.

$$\text{vorangegangener variabler Satz plus } 3 \times \\ [1,00\% \text{ p. a. minus (Basis-Satz A1 minus Basis-Satz A2)}]$$

Dies führt dazu, dass sich Veränderungen des Basiswertes erst mit erheblicher Verzögerung auf das Ausgangsniveau zurückbewegen. Ist zum Beispiel die Zinsdifferenz, der Spread, zum Nachteil des Kunden in den ersten Vertragsjahren gefallen und steigt danach wieder zum Vorteil des Kunden an, so führt dieser Anstieg erst deutlich später zu einem Vorteil für den Kunden.⁶⁰ Eine ähnliche Formel mit Leitereffekt findet sich im sog. „Primo Depot“ Swap der DZ Bank⁶¹, wobei lediglich der Spread nicht aus zwei variablen Basissätzen besteht.

Die Formel des Primo Swaps lautet:

$$\text{Kupon der vorhergehenden Periode minus } 2,5 \times \\ (\text{Basissatz minus } 4,50\% \text{ p. a.})$$

Basissatz war der 10-Jahres-Swapsatz. Ein historischer 10-Jahres-Chart des Basiszinssatzes (10-Jahres-Swapsatz) verdeutlicht, dass der Basiszins

⁵⁸ Vgl. OLG Stuttgart, Urteil vom 27.06.2012, Az. 9 U 140/11, WM 2012, 1829–1834, Rz. 45: „Zudem besteht die Interessenkollision auch bei solchen spekulativen Swap-Verträgen, die – wie beispielsweise Zinswährungsswaps (Cross-Currency-Swaps) – verhältnismäßig einfach strukturiert sind. Auch hier kann die Bank durch die Wahl der Zinssätze, der Währungen und vor allem aufgrund ihres überlegenen Wissens hinsichtlich der Marktbedingungen die Verlustrisiken des Kunden frei gestalten, während der Kunde im Regelfall nicht in der Lage ist, die Leistungen zutreffend zu bewerten (vergleiche hierzu Senat, Urt. v. 14.12.2011, 9 U 11/11). Für den Kunden ist bereits ein aus Sicht der Bank einfacher Swap regelmäßig komplex.“

⁵⁹ Hierzu näher unter F. III 1. b).

⁶⁰ Hierzu auch Roller/Elster/Knappe, Spread-abhängige Constant Maturity (CMS) Swaps, ZBB 2007, 345, 347; Köndgen/Sandmann, Strukturierte Zinsswaps vor den Berufungsgerichten: eine Zwischenbilanz, ZBB 2010, 77, 79.

⁶¹ Vgl. Verfahren vor dem LG Frankfurt a. M., Az. 2-07 O 312/11.

10Y-EUR-Swapsatz



seinerzeit zwischen 3% bis 6% schwankte, wobei die Schwankungen in Abständen von 2 bis 4 Jahren erfolgten.⁶²

Ausgehend von einem Rückgang von 5% bis auf 3% und wieder ansteigend auf 5% über einen Zeitraum von 4 Jahren (16 Quartale) errechnet sich mit der Formel des Primo Depot Swaps (Vorzins – Hebel * (Basiszins – Schwelle) = Zinssatz des Kunden) folgender Zinssatz des Kunden:

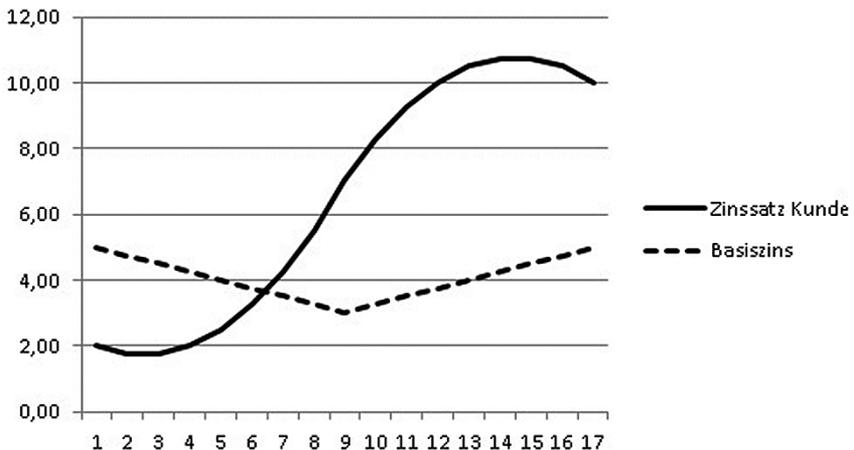
Vorzins	Ohne Hebel	Basiszins	Schwelle	(Basiszins-Schwelle)	Zinssatz Kunde
2,50	1,00	5,00	4,50	0,50	2,00
2,00	1,00	4,75	4,50	0,25	1,75
1,75	1,00	4,50	4,50	0,00	1,75
1,75	1,00	4,25	4,50	-0,25	2,00
2,00	1,00	4,00	4,50	-0,50	2,50
2,50	1,00	3,75	4,50	-0,75	3,25
3,25	1,00	3,50	4,50	-1,00	4,25
4,25	1,00	3,25	4,50	-1,25	5,50
5,50	1,00	3,00	4,50	-1,50	7,00

⁶² Quelle: Reuters (RIC „EURAB6E10Y=“, Mittelkurs).

Vorzins	Ohne Hebel	Basiszins	Schwelle	(Basiszins-Schwelle)	Zinssatz Kunde
7,00	1,00	3,25	4,50	-1,25	8,25
8,25	1,00	3,50	4,50	-1,00	9,25
9,25	1,00	3,75	4,50	-0,75	10,00
10,00	1,00	4,00	4,50	-0,50	10,50
10,50	1,00	4,25	4,50	-0,25	10,75
10,75	1,00	4,50	4,50	0,00	10,75
10,75	1,00	4,75	4,50	0,25	10,50
10,50	1,00	5,00	4,50	0,50	10,00

Der Zinssatz des Kunden verhält sich demnach überproportional zum Basiszins. Die Gegenbewegung wirkt sich dagegen kaum aus. Wenn die Zinsen fallen, verliert der Kunde sofort sehr viel. Wenn die Zinsen steigen, vermindert sich die Zinslast des Kunden kaum.

Folgende Grafik macht dies deutlich:



Durch den Leitereffekt (Englisch „ladder“) reagiert ein Ladder-Swap selbst bei einem geringen Rückgang des Basiszinssatzes extrem zum Nachteil des Kunden. Selbst wenn der Basiszins wieder steigt, erhöht sich die Zinslast des Kunden weiter. Erst nach über einem Jahr seit Erreichen der

Spitzenbelastung verringert sich die Zinsbelastung des Kunden (Pfadabhängigkeit). Dieser für den Kunden nachteilige Leitereffekt kann zusätzlich durch einen einstrukturierten Hebeleffekt verstärkt werden.

3. Hebelwirkungen

Hebel wurden bei verschiedenen Zins- und Index-Swapgeschäften eingesetzt.

a) *Primo Swap*

Ein „Hebel“ führt dazu, dass sich eine Veränderung des Basiswertes zum Nachteil einer Partei verstärkt. Einen solchen Hebel haben zahlreiche Swaps eingebaut. Hebelwirkungen finden sich z.B. im Spread Ladder Swap oder in den Indexswaps. Dort ist der Hebel deutlich anhand eines „Multiplikators“ innerhalb der Zinsformel erkennbar.

Der CMS Spread Ladder Swap war dreifach gehebelt zu Lasten des Kunden:

$$\text{vorangegangener variabler Satz plus } 3 \times [1,00\% \text{ p.a. minus (Basis-Satz A1 minus Basis-Satz A2)}].$$

Eine ähnliche Formel mit einem 2,5-fachen Hebel findet sich im sog. „Primo Depot“ Swap, wobei lediglich der Spread nicht aus zwei variablen Basissätzen besteht:

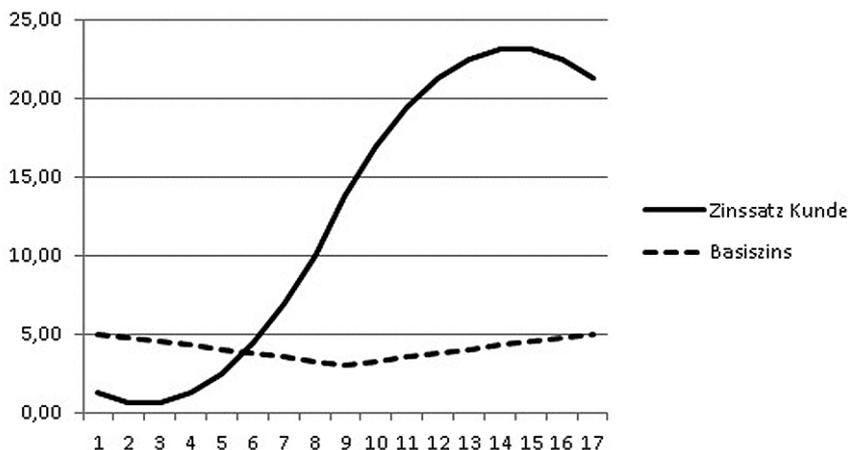
$$\text{Kupon der vorhergehenden Periode minus } 2,5 \times (\text{Basissatz minus } 4,50\% \text{ p.a.})$$

Um im Beispielszenario aus der Leitereffekt zu bleiben, errechnet sich ausgehend von der Hebelwirkung von 2,5 folgender Zinssatz des Kunden:

Vorzins	Hebel	Basiszins	Schwelle	(Basiszins-Schwelle)	Zinssatz Kunde
2,50	2,50	5,00	4,50	0,50	1,25
1,25	2,50	4,75	4,50	0,25	0,63
0,63	2,50	4,50	4,50	0,00	0,63
0,63	2,50	4,25	4,50	-0,25	1,26
1,26	2,50	4,00	4,50	-0,50	2,51

Vorzins	Hebel	Basiszins	Schwelle	(Basiszins-Schwelle)	Zinssatz Kunde
2,51	2,50	3,75	4,50	-0,75	4,39
4,39	2,50	3,50	4,50	-1,00	6,89
6,89	2,50	3,25	4,50	-1,25	10,02
10,02	2,50	3,00	4,50	-1,50	13,77
13,77	2,50	3,25	4,50	-1,25	16,90
16,90	2,50	3,50	4,50	-1,00	19,40
19,40	2,50	3,75	4,50	-0,75	21,28
21,28	2,50	4,00	4,50	-0,50	22,53
22,53	2,50	4,25	4,50	-0,25	23,16
23,16	2,50	4,50	4,50	0,00	23,16
23,16	2,50	4,75	4,50	0,25	22,54
22,54	2,50	5,00	4,50	0,50	21,29

Auch dieser Effekt soll durch eine Grafik veranschaulicht werden:



Durch diesen Hebeleffekt verschärft sich die Situation des Kunden noch dramatischer. Die Zinslast steigt überproportional an, im Verhältnis zur Tabelle ohne Hebel um das Doppelte. Wieder dauert es über ein Jahr, bis eine Gegenbewegung zugunsten des Kunden wirken würde.

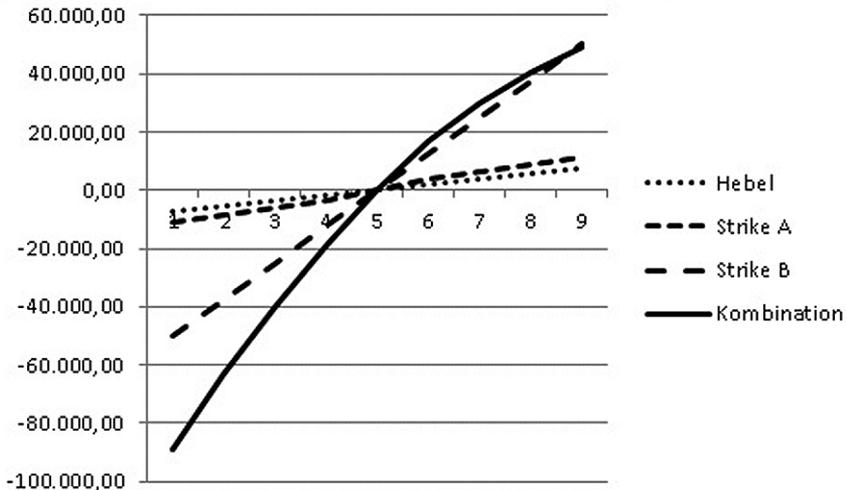
b) Harvest Swap

Hebelwirkungen enthalten auch die Indexswaps. Der Hebel wird dabei noch durch die Auswahl verschiedener Zinsstrikes modifiziert. So lautet die Formel des Harvest Index Swaps beispielsweise:

$$\text{Strike A} - \text{Hebel} \times 100 \times [(\text{IndexEnde}/\text{Index Anfang}) - \text{Strike B}]$$

Die Parameter „Hebel“, „Strike A“ und „Strike B“ sind Stellschrauben, mit denen die Bank die Zahlungspflichten des Kunden beeinflussen kann. Den Strike A gab es z. B. in Abstufungen von 9 bis 11%.⁶³ In ihrer Kombination haben sie unterschiedliche Auswirkungen auf die Zahlungen des Kunden. In nachfolgender Tabellenkalkulation wurden verschiedene Szenarien unter Berücksichtigung verschiedener Strikes und Hebel durchgerechnet (siehe nächste Seite).

Folgende Grafik macht dies anschaulich. Der Schnittpunkt ist dabei der sog. „Break Even-Point“, bei dem sich die Zahlungen beider Parteien ausgleichen:



⁶³ Vgl. Landgericht Berlin („Harvest Swap“), Urteil vom 13.09.2011, Az. 10 O 122/11; Landgericht Berlin („Harvest Swap“), Urteil vom 16.02.2012, Az. 21 O 409/11; Landgericht Wuppertal („LSM Swap“), Urteil vom 18.01.2012, Az. 3 O 270/11, BeckRS 2012, 03759; Landgericht Wuppertal („Harvest Swap“), Urteil vom 30.01.2013, Az. 3 O 217/12, BeckRS 2013, 11933; Landgericht Magdeburg („Harvest Swap“), Urteil vom 13.03.2012, Az. 9 O 897/11, BeckRS 2012, 10224; Land-

HARVEST Tabellenkalkulation für verschiedene Hebel, Strike A, Strike B und in Kombination:

Strike A	Hebel	Index Ende	Index Anf.	Diff.	Quotient	Strike B	Klammer	% Kunde	% Bank	Bezugsbetrag	Laufzeit/J.	Indexfaktor	Zahlung Kunde	Zahlung Bank	Saldo
10,50	0,70	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	0,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	0,00	7.500,00	-7.500,00
10,50	0,65	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	0,75	1,00	250.000,00	3,00	1,00	1.875,00	7.500,00	-5.625,00
10,50	0,60	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	1,50	1,00	250.000,00	3,00	1,00	3.750,00	7.500,00	-3.750,00
10,50	0,55	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	2,25	1,00	250.000,00	3,00	1,00	5.625,00	7.500,00	-1.875,00
10,50	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	3,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	7.500,00	7.500,00	0,00
10,50	0,45	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	3,75	1,00	250.000,00	3,00	1,00	9.375,00	7.500,00	1.875,00
10,50	0,40	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	4,50	1,00	250.000,00	3,00	1,00	11.250,00	7.500,00	3.750,00
10,50	0,35	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	5,25	1,00	250.000,00	3,00	1,00	13.125,00	7.500,00	5.625,00
10,50	0,30	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	6,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	15.000,00	7.500,00	7.500,00
6,00	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	-1,50	1,00	250.000,00	3,00	1,00	-3.750,00	7.500,00	-11.250,00
7,00	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	-0,50	1,00	250.000,00	3,00	1,00	-1.250,00	7.500,00	-8.750,00
8,00	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	0,50	1,00	250.000,00	3,00	1,00	1.250,00	7.500,00	-6.250,00
9,00	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	1,50	1,00	250.000,00	3,00	1,00	3.750,00	7.500,00	-3.750,00
10,50	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	3,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	7.500,00	7.500,00	0,00
12,00	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	4,50	1,00	250.000,00	3,00	1,00	11.250,00	7.500,00	3.750,00
13,00	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	5,50	1,00	250.000,00	3,00	1,00	13.750,00	7.500,00	6.250,00
14,00	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	6,50	1,00	250.000,00	3,00	1,00	16.250,00	7.500,00	8.750,00
15,00	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	7,50	1,00	250.000,00	3,00	1,00	18.750,00	7.500,00	11.250,00

(Fortsetzung nächste Seite)

B. Unterteilung der Swaps

Tabelle (Fortsetzung)

Strike A	Hebel	Index Ende	Index Anf.	Diff.	Quotient	Strike B	Klammer	% Kunde	% Bank	Bezugsbetrag	Laufzeit/J.	Indexfaktor	Zahlung Kunde	Zahlung Bank	Saldo
10,50	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	0,60	0,55	-17,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	-42.500,00	7.500,00	-50.000,00
10,50	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	0,70	0,45	-12,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	-30.000,00	7.500,00	-37.500,00
10,50	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	0,80	0,35	-7,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	-17.500,00	7.500,00	-25.000,00
10,50	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	0,90	0,25	-2,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	-5.000,00	7.500,00	-12.500,00
10,50	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	3,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	7.500,00	7.500,00	0,00
10,50	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,10	0,05	8,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	20.000,00	7.500,00	12.500,00
10,50	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,20	-0,05	13,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	32.500,00	7.500,00	25.000,00
10,50	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,30	-0,15	18,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	45.000,00	7.500,00	37.500,00
10,50	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,40	-0,25	23,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	57.500,00	7.500,00	50.000,00
6,00	0,70	115,00	100,00	-15,00	1,15	0,60	0,55	-32,50	1,00	250.000,00	3,00	1,00	-81.250,00	7.500,00	-88.750,00
7,00	0,65	115,00	100,00	-15,00	1,15	0,70	0,45	-22,25	1,00	250.000,00	3,00	1,00	-55.625,00	7.500,00	-63.125,00
8,00	0,60	115,00	100,00	-15,00	1,15	0,80	0,35	-13,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	-32.500,00	7.500,00	-40.000,00
9,00	0,55	115,00	100,00	-15,00	1,15	0,90	0,25	-4,75	1,00	250.000,00	3,00	1,00	-11.875,00	7.500,00	-19.375,00
10,50	0,50	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,00	0,15	3,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	7.500,00	7.500,00	0,00
12,00	0,45	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,10	0,05	9,75	1,00	250.000,00	3,00	1,00	24.375,00	7.500,00	16.875,00
13,00	0,40	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,20	-0,05	15,00	1,00	250.000,00	3,00	1,00	37.500,00	7.500,00	30.000,00
14,00	0,35	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,30	-0,15	19,25	1,00	250.000,00	3,00	1,00	48.125,00	7.500,00	40.625,00
15,00	0,30	115,00	100,00	-15,00	1,15	1,40	-0,25	22,50	1,00	250.000,00	3,00	1,00	56.250,00	7.500,00	48.750,00

Die Bank kann somit durch die Gestaltung von Hebel und Strikes die gegenseitigen Chancen und Risiken im Rahmen des Swapgeschäfts beeinflussen.

4. Schwellenwertabhängigkeiten

Weitere Strukturierungsvarianten sind bestimmte Schwellenwerte. Auch Zins- und Währungsschwellen kommen bei Swapgeschäften zum Einsatz.

a) CRS Swap

Die klassische Abhängigkeit der Zahlungspflichten von einem Schwellenwert zeigt sich etwa beim o. g. Währungsswap, dem Currency Related Swap (CRS). Bei einem CRS Swap zahlt die Bank an den Kunden jeweils halbjährlich einen Zins, z. B. den 6-Monats-Euribor zuzüglich eines Aufschlages von X% p. a., der Kunde an die Bank ebenfalls den 6-Monats-Euribor, solange der Wechselkurs EUR/CHF oberhalb der Schwelle von z. B. 1,41 liegt.⁶⁴ Unterhalb der Schwelle schuldet der Kunde eine weitere Zahlung, die sich nach folgender Formel berechnet:

$$((1,41 - \text{aktueller Kurs})/\text{aktueller Kurs}) * 100^{65}$$

Da sich die beiden Euribor-Zinssätze praktisch herauskürzen lassen, verbleibt der Verkauf einer Währungsoption vom Kunden an die Bank. Der Kunde ist Stillhalter, die Bank hat das Optionsrecht, je nachdem, welcher

gericht Münster („Harvest Swap“), Urteil vom 28.03.2012, Az. 114 O 15/11, BeckRS 2012, 18253; Landgericht Köln („Harvest Swap“), Urteil vom 03.05.2012, Az. 30 O 443/10, BeckRS 2012, 12015; Landgericht Frankfurt a. M. („Harvest Swap“), Urteil vom 01.06.2012, Az. 2-28 O 280/12; Landgericht Karlsruhe („Harvest Swap“), Urteil vom 07.11.2012, Az. 2 O 137/12; OLG Naumburg („Harvest Swap“), Beschluss vom 25.07.2012, Az. 5 U 71/12; OLG Hamm („Harvest Swap“), Beschluss vom 22.11.2012, Az. I-34 U 87/12; Kammergericht Berlin („Harvest Swap“), Beschluss vom 06.12.2012, Az. 12 U 127/11; OLG Frankfurt („Harvest Swap“), Beschluss vom 14.02.2013, Az. 16 U 190/12; OLG Düsseldorf („Harvest Swap“), Beschluss vom 15.02.2013, Az. I-16 U 27/12; OLG Düsseldorf („Harvest Swap“), Urteil vom 14.05.2013, Az. I-1 U 46/12, BeckRS 2014, 11415; OLG Köln („Harvest Swap“), Beschlüsse vom 12.07.2013 und 09.09.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21614 und BeckRS 2013, 21615.

⁶⁴ Z. B. im Verfahren LG München I, Urteil vom 25.05.2013, Az. 11 HK O 20497/11.

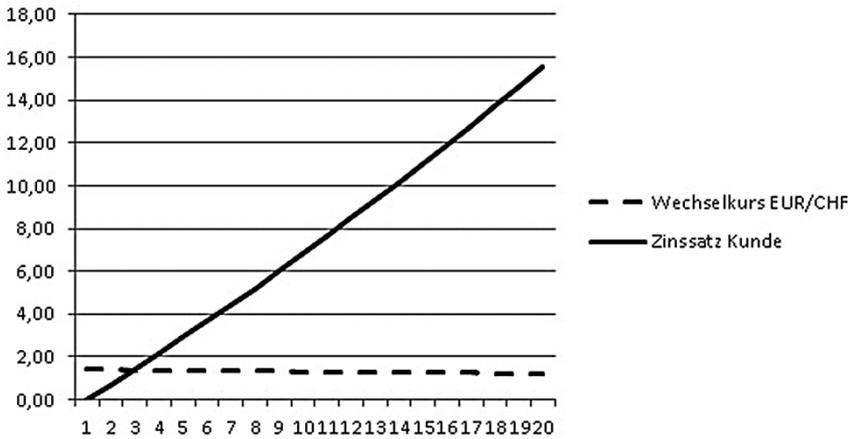
⁶⁵ Auszug aus den Produktunterlagen der Bank im Verfahren LG München I, Urteil vom 25.05.2013, Az. 11 HK O 20497/11.: „Fällt der Wechselkurs an einem Halbjahrestichtag unter die kritischen 1,415, z. B. auf 1,39, müssen Sie zur obigen Betrachtung folgendes zuzahlen: $1,415 - 1,39 = 0,025/\text{kritischen Kurs } 1,415 * 100 = -1,76\%$.“

Wechselkurs an den jeweiligen Feststellungstagen erreicht wird. Die Optionsprämien („Stillhalter-Prämie“) aus dem Optionsverkauf vom Kunden an die Bank waren bei mehrjähriger Laufzeit und jährlichen Feststellungstagen natürlich unterschiedlich und wurden daher von der Bank in dem Aufschlag von X% geglättet.

Der Kunde ist somit der Stillhalter und trägt ein theoretisch unbegrenztes Währungsrisiko aus einem Wertanstieg des Schweizer Franken gegenüber dem Euro, wenn also an den Feststellungsterminen weniger Schweizer Franken für einen Euro zu bezahlen sind als der festgelegte Schwellenpreis von 1,41 Schweizer Franken pro Euro. Folgende Tabellen und Grafiken sollen dies veranschaulichen:

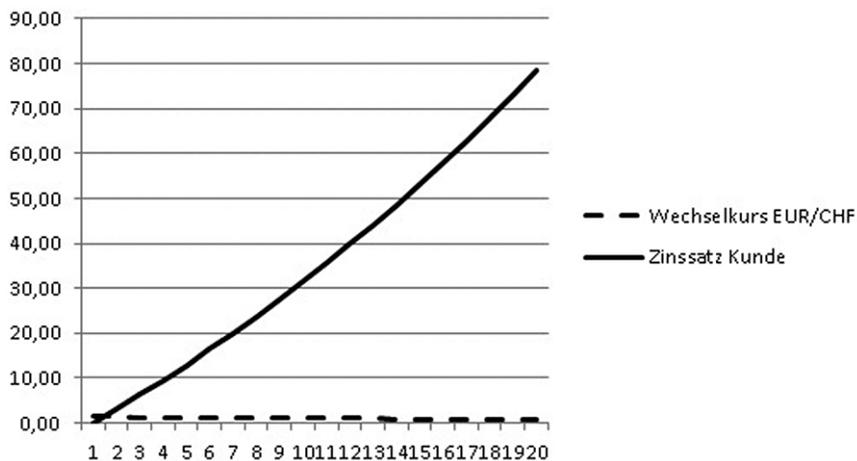
Selbst bei einer Aufwertung des Schweizer Franken um nur 1% pro Halbjahr kann sich über 20 Halbjahresperioden ein Zinssatz zu Lasten des Kunden von bis zu 15,57% aufschaukeln.

<i>Veränderung</i> EUR/CHF in %	<i>Wechselkurs</i> EUR/CHF	<i>Zinssatz</i> Kunde
<i>1</i>	1,41	0,00
	1,40	0,71
	1,39	1,44
	1,38	2,17
	1,37	2,92
	1,36	3,68
	1,35	4,44
	1,34	5,22
	1,33	6,02
	1,32	6,82
	1,31	7,63
	1,30	8,46
	1,29	9,30
	1,28	10,16
	1,27	11,02
	1,26	11,90
	1,25	12,80
	1,24	13,71
	1,23	14,63
	1,22	15,57



Bei einer Aufwertung des Schweizer Franken um 3 % pro Halbjahr (z. B. 2010–2015) kann sich über 20 Halbjahresperioden ein Zinssatz zu Lasten des Kunden von bis zu 78,48 % ergeben.

<i>Veränderung</i> EUR/CHF in%	<i>Wechselkurs</i> EUR/CHF	<i>Zinssatz</i> Kunde
3		
	1,41	0,00
	1,37	2,92
	1,33	6,02
	1,29	9,30
	1,25	12,80
	1,21	16,53
	1,17	20,51
	1,13	24,78
	1,10	28,18
	1,07	31,78
	1,04	35,58
	1,01	39,60
	0,98	43,88
	0,95	48,42
	0,92	53,26
	0,89	58,43
	0,86	63,95
	0,83	69,88
	0,81	74,07
	0,79	78,48



Diese Zahlen machen deutlich, dass schon eine geringe Abweichung des Referenzkurses vom Schwellenwert zu erheblichen Zinszahlungen auf Kundenseite führen kann. Ähnlich verhält es sich bei Indexswaps.

b) LSM Swap

Vergleichbares findet sich im o.g. LSM Index Swap. Seine Zinsformel enthält einen sog. „X-Faktor“. Die LSM Formel lautet:

$$\frac{\text{Strike A} - \text{Hebel} \times 100 \times}{[(\text{Index Ende}/\text{Index Anfang}) - \text{Strike B}] - \underline{\text{X-Faktor}}}$$

Diesen „X“-Faktor kann die Bank beliebig verändern und beeinflusst so die gegenseitigen Zahlungspflichten.⁶⁶ Eine Veränderung dieses Faktors hat erhebliche Auswirkungen auf den Zinssatz des Kunden.

⁶⁶ Vgl. Landgericht Wuppertal („LSM Swap“), Urteil vom 18.01.2012, Az. 3 O 270/11, BeckRS 2012, 03759; Landgericht Frankfurt a.M. („LSM Swap“), Urteil vom 23.11.2012, Az. 2-5 O 367/11; Landgericht Frankfurt a.M. („Harvest und LSM Swap“), Urteil vom 06.02.2013, Az. 2-02 O 150/12, BeckRS 2013, 07168; Landgericht Karlsruhe („LSM Swap“), Urteil vom 13.07.2012, Az. 6 O 256/11.

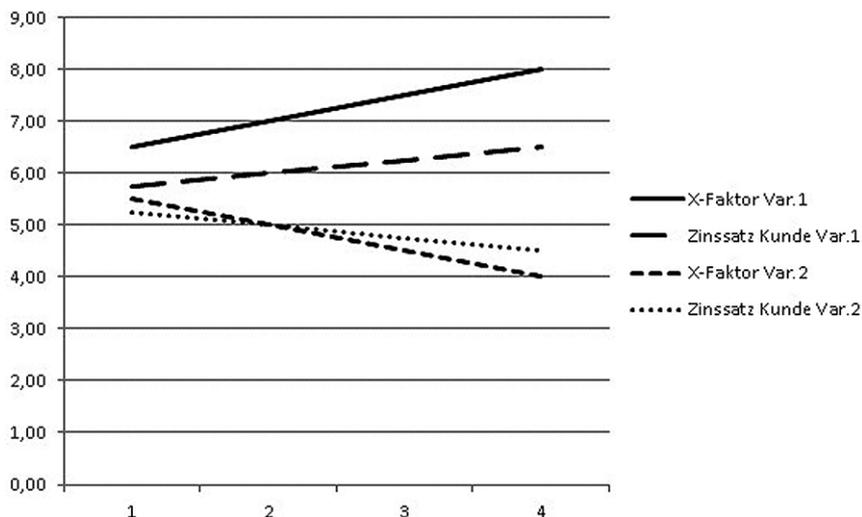
Folgende Tabellenkalkulation macht dies deutlich:

**LSM Tabellenkalkulation: Auswirkungen einer Änderung
des X-FAKTOR für den Kunden:**

Formel:		$10,00\% \text{ p.a.} - 0,5 \times \{(\text{Index Ende}/\text{Index Anfang}) - 1\} \times 100\% - \text{FAKTOR X}\%$							
<i>Strike A</i>	<i>Hebel</i>	<i>Index Ende</i>	<i>Index Anfang</i>	<i>Klammer ()</i>	<i>Strike B</i>	<i>Klammer []</i>	<i>X-FAKTOR</i>	<i>Klammer { }</i>	<i>Zinssatz Kunde</i>
10,00	0,50	115,00	100,00	1,15	1,00	0,15	6,00	9,00	5,50
Faktorerhöhung: schlechter für Kunde									
10,00	0,50	115,00	100,00	1,15	1,00	0,15	6,50	8,50	5,75
10,00	0,50	115,00	100,00	1,15	1,00	0,15	7,00	8,00	6,00
10,00	0,50	115,00	100,00	1,15	1,00	0,15	7,50	7,50	6,25
10,00	0,50	115,00	100,00	1,15	1,00	0,15	8,00	7,00	6,50
Faktorsenkung: besser für Kunde									
10,00	0,50	115,00	100,00	1,15	1,00	0,15	5,50	9,50	5,25
10,00	0,50	115,00	100,00	1,15	1,00	0,15	5,00	10,00	5,00
10,00	0,50	115,00	100,00	1,15	1,00	0,15	4,50	10,50	4,75
10,00	0,50	115,00	100,00	1,15	1,00	0,15	4,00	11,00	4,50
(Ergebnis bei 15% Indexsteigerung)									

Die dazugehörige Grafik veranschaulicht dies (siehe nächste Seite).

Daraus wird ersichtlich, wie sich die Zahlungspflichten des Kunden erhöhen, sobald auch der „X-Faktor“ erhöht wird, selbst wenn der Zinssatz unverändert bei 10% verbleibt. Dieser Faktor ist somit ebenfalls eine „Stellschraube“ bei der Konstruktion von Swapgeschäften.



5. Sammlerkomponenten

Einige Swapgeschäfte sind so strukturiert, dass bestimmte Zinstage „gesammelt“ werden müssen.

a) Euribor-Sammler

Bei einem Swap mit Sammlerkomponente hängt die Zahlungspflicht einer Partei, zumeist des Kunden, davon ab, an wie vielen Tagen für den Basiswert ein bestimmtes Ereignis, in der Regel das Erreichen einer Schwelle, eintritt.

Beispielhaft sei hier neben dem bereits genannten CMS Spread Sammler Swap der sog. „Bonus-Dauer-Sammler-Swap mit Euribor-Bindung“⁶⁷ genannt. Dabei verpflichtet sich die Bank zur Zahlung eines festverzinsten Geldbetrages mit einem Zinssatz von z.B. 1,5% pro Jahr („Festsatz in EUR 1,5%“). Der Kunde verpflichtet sich dagegen zur Zahlung eines variabel verzinsten Geldbetrages. Der variable Zinssatz errechnet sich wie folgt:

$$0,5\% + 5,00 \times 2n/D \text{ (max. 5,50\%)}$$

⁶⁷ Z. B. aus dem Verfahren LG Hildesheim, Az. 6 O 180/10.

Dabei gilt:

D = Anzahl der Geschäftstage pro Periode

n = Anzahl der Geschäftstage, an denen der 6-Monats-EURIBOR (damals 2,22 %) über folgenden Kursschwellen festgestellt wird:

1. Periode 3,00 %
2. Periode 3,25 %
3. Periode 3,50 %
4. Periode 3,75 %
5. Periode 4,00 %
6. Periode 4,25 %

„N“ ist somit die Sammlerkomponente. Die Variable „ n/D “ in der vorgenannten Zinsberechnungsformel hängt daher von der künftigen Zinsentwicklung des 6-Monats-EURIBOR als Basiswert ab. Der EURIBOR ist der Zinssatz für Termingelder in Euro im Interbankengeschäft. Der 6-Monats-EURIBOR ist somit der Zinssatz für 6-Monats-Gelder. Hierzu zwei Rechenbeispiele:

- Beispiel 1: steigende Zinsen

Der Basiswert liegt an allen Tagen der 1. Periode (z.B. 6 Monate) über dem vorgegebenen Schwellenwert von 3,00%. Dann ergibt sich ein Zahlenverhältnis von 1 (180 Tage geteilt durch 180 Tage ergibt 1).

- Beispiel 2: fallende Zinsen

Der Basiswert liegt an keinem Tag der 1. Periode (z.B. 6 Monate) über dem vorgegebenen Schwellenwert von 3,00%. Dann ergibt sich ein Zahlenverhältnis von 0 (0 Tage durch 180 Tage ergibt 0).

Im Beispiel 1 (steigende Zinsen) würde die Bank an den Kunden 1,50% Festzins zahlen müssen, würde aber vom Kunden 5,50% zurückerhalten ($0,50\% + 5,00\% \times 2 \times 1 = 0,50\% + 10,00\% = 10,50\%$, aber begrenzt auf 5,50%). Die Zahlungsdifferenz ergibt eine Gewinnchance für die Bank von 4,00%.

Im Beispiel 2 (fallende Zinsen) würde die Bank an den Kunden wieder 1,50% Festzins zahlen müssen, würde aber vom Kunden nur 0,50% zurück erhalten ($0,50\% + 5,00\% \times 2 \times 0 = 0,50\% + 0 = 0,50\%$). Die Zahlungsdifferenz ergibt ein Verlustrisiko für die Bank von nur 1,00%.

b) Spread-Sammler

Der Euribor Sammler Swap ähnelt dem CMS Spread Sammler Swap, bei dem „N“ die Anzahl der Bankarbeitstage im jeweiligen Berechnungszeitraum ist, an dem die Differenz zwischen Basis Satz A1 (10-Jahres-Swap-

Mittelsatz auf Euribor-Basis) und dem Basis Satz A2 (2-Jahres-Swap-Mittelsatz auf Euribor-Basis) kleiner dem jeweils abfallenden Strike ist.⁶⁸

Als Zwischenergebnis kann somit festgehalten werden, dass Swapgeschäfte eine Vielzahl von Strukturelementen aufweisen können, die für Inhalt und Umfang der Aufklärungspflichten ausschlaggebend sind.⁶⁹

V. Verlustrisiken für den Kunden

Eine weitere und besonders wichtige Differenzierung, die auch besondere Auswirkung auf Art und Umfang der Aufklärungspflichten haben wird, ist die nach den mit dem Swap verbundenen Verlustrisiken. Die Betrachtung erfolgt dabei aus Kundensicht, da die Bank stets die Möglichkeit hat, ihre Risiken durch Gegengeschäfte zu neutralisieren.⁷⁰

1. Unbegrenzte Verlustrisiken

Bei vielen Swapgeschäften übernimmt der Kunde das sog. „theoretisch unbegrenzte Verlustrisiko“. Dies war schon beim berühmten CMS Spread Ladder Swap der Fall.⁷¹ Es bedeutet, dass der Kunde durch den Swap verpflichtet ist, theoretisch in unbegrenzter Höhe Zahlungen aus seinem Vermögen an die Bank zu leisten. Das Landgericht München sprach daher davon, dass der Kunde theoretisch „Haus und Hof“ verlieren kann, wenn es für ihn schlecht läuft.⁷² Der BGH bezeichnet dieses Risiko als „ruinös“.⁷³

Das unbegrenzte Verlustrisiko ist zumeist Folge der Übernahme der bereits dargestellten „Stillhalterposition“ bei asymmetrischen Swaps, bei denen der Kunde faktisch der Bank eine Zinsoption wie beim Spread Ladder Swap oder eine Währungsoption wie beim Currency Related Swap verkauft hat.

⁶⁸ Vgl. OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767; OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199.

⁶⁹ Hierzu näher unter E. IV. und F. V.

⁷⁰ Hierzu näher unter C. I. 1. a).

⁷¹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 4.

⁷² LG München I, Urteil vom 29.05.2009, Az. 35 O 6511/08, WM 2009, 1318–1324, Rz. 51; ebenso LG München I, Urteil vom 05.01.2012, Az. 27 O 4489/10, BeckRS 2013, 05086.

⁷³ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29.

In der modernen Finanzwissenschaft wird das Stillhalterisiko als eines der größten Risiken beschrieben.⁷⁴

Ein unbegrenztes Verlustrisiko gibt es aber auch bei symmetrischen Swapgeschäften, also solchen Swaps, bei denen die Pflichten beider Seiten von der Entwicklung des Basiswertes abhängen, also z. B. bei Cross Currency Swaps. Durch den Cross Currency Swap wird faktisch ein synthetischer Fremdwährungskredit vom Kunden aufgenommen, den er am Ende der Vertragslaufzeit wieder zurückzahlen muss. Der Kunde muss dann die Inlandswährung in die Fremdwährung wechseln. Da die Fremdwährung theoretisch in unbegrenzter Höhe gegenüber der Inlandswährung aufwerten kann, hat der Kunde in diesem Fall ein theoretisch unbegrenztes Verlustrisiko.⁷⁵

2. Begrenztes Verlustrisiko

Es ist allerdings auch möglich, das Risiko von Swapgeschäften für den Kunden zu begrenzen. Dazu kann eine Zinsgrenze in den Swapbedingungen vereinbart werden. Beim CMS Spread Ladder Swap wurde z. B. zu Gunsten der Bank das Risiko von vornherein dadurch begrenzt, dass sich durch die Kappung der variablen Zinsen bei 0% (sog. Floor) keine negative Zinszahlungspflicht des Kunden errechnen kann, die die auf 3% p. a. festgeschriebene Zinszahlungspflicht der Bank erhöhen könnte.⁷⁶

Bei den genannten Indexswaps wurde dagegen eine solche Grenze zu Gunsten des Kunden eingezogen. Hier wurde die Formel so gestaltet, dass der Kunde am Ende der Laufzeit bzw. bei mehrjährigen Indexswaps nach dem dritten Jahr maximal einen Höchstbetragszinssatz zahlen musste, auch wenn sich der zu Grunde liegende Index noch schlechter für den Kunden entwickelt hatte.⁷⁷

⁷⁴ *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Aufl., S. 735, Rz. 9.131, Risiko und Chancen derivativer Finanzprodukte: „*Der Stillhalter dagegen trägt ein potentiell unbegrenztes Risiko, denn er muss die Aktie zu jedem Kurs liefern, wenn der Käufer die Option ausübt. Der Verkäufer trägt nicht nur ein deutlich höheres Risiko. Sein Gewinn ist auch auf die Optionsprämie begrenzt [...]*“.

⁷⁵ Vgl. LG München I, Urteil vom 29.05.2009, Az. 35 O 6511/08, WM 2009, 1318–1324.

⁷⁶ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29.

⁷⁷ Vgl. Landgericht Berlin („Harvest Swap“), Urteil vom 13.09.2011, Az. 10 O 122/11; Landgericht Berlin („Harvest Swap“), Urteil vom 16.02.2012, Az. 21 O 409/11; Landgericht Wuppertal („LSM Swap“), Urteil vom 18.01.2012, Az. 3 O 270/11, BeckRS 2012, 03759; Landgericht Wuppertal („Harvest Swap“), Urteil vom

VI. Verlustwahrscheinlichkeiten

Wie jedes andere Finanzprodukt haben auch Swapgeschäfte unterschiedliche Verlustwahrscheinlichkeiten. Die Wahrscheinlichkeit des Eintritts von Verlusten kann mittels finanzmathematischer Modelle berechnet und in Tabellen mit Risikoklassen ausgedrückt werden.

1. Value-at-Risk

Der sog. „Value-at-Risk“ (kurz VaR) ist ein Rechenwert, der, wörtlich übersetzt, angibt, wie viele „Werte im Risiko“ stehen. Er gibt an, welcher Verlust mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird, also die „wahrscheinliche Maximalverlustgrenze“.⁷⁸ Der Value-at-Risk wird sowohl vom Deutschen Derivate Verband (DDV) in Zusammenarbeit mit der European Derivatives Group (EDG), als auch von den Geschäfts- und Investmentbanken in ihren VaR-Analysen verwendet.

a) DDV

Nach Angaben des Deutschen Derivate Verbandes ermittelt der VaR auf der Grundlage historischer Daten – z.B. der Volatilität und statistischer

30.01.2013, Az. 3 O 217/12, BeckRS 2013, 11933; Landgericht Magdeburg („Harvest Swap“), Urteil vom 13.03.2012, Az. 9 O 897/11, BeckRS 2012, 10224; Landgericht Münster („Harvest Swap“), Urteil vom 28.03.2012, Az. 114 O 15/11, BeckRS 2012, 18253; Landgericht Köln („Harvest Swap“), Urteil vom 03.05.2012, Az. 30 O 443/10, BeckRS 2012, 12015; Landgericht Frankfurt a.M. („Harvest Swap“), Urteil vom 01.06.2012, Az. 2-28 O 280/12; Landgericht Karlsruhe („Harvest Swap“), Urteil vom 07.11.2012, Az. 2 O 137/12; OLG Naumburg („Harvest Swap“), Beschluss vom 25.07.2012, Az. 5 U 71/12; OLG Hamm („Harvest Swap“), Beschluss vom 22.11.2012, Az. I-34 U 87/12; Kammergericht Berlin („Harvest Swap“), Beschluss vom 06.12.2012, Az. 12 U 127/11; OLG Frankfurt („Harvest Swap“), Beschluss vom 14.02.2013, Az. 16 U 190/12; OLG Düsseldorf („Harvest Swap“), Beschluss vom 15.02.2013, Az. I-16 U 27/12; OLG Düsseldorf („Harvest Swap“), Urteil vom 14.05.2013, Az. I-1 U 46/12, BeckRS 2014, 11415; OLG Köln („Harvest Swap“), Beschlüsse vom 12.07.2013 und 09.09.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21614 und BeckRS 2013, 21615; Landgericht Wuppertal („LSM Swap“), Urteil vom 18.01.2012, Az. 3 O 270/11, BeckRS 2012, 03759; Landgericht Frankfurt a.M. („LSM Swap“), Urteil vom 23.11.2012, Az. 2-5 O 367/11; Landgericht Frankfurt a.M. („Harvest und LSM Swap“), Urteil vom 06.02.2013, Az. 2-02 O 150/12, BeckRS 2013, 07168; Landgericht Karlsruhe („LSM Swap“), Urteil vom 13.07.2012, Az. 6 O 256/11.

⁷⁸ Hull, Optionen, Futures und andere Derivate, 9. Aufl., S. 610/635, Ziff. 22.1: Das VaR-Maß: „ich bin zu X Prozent sicher, dass wir in den nächsten N Tagen nicht mehr als V Dollar verlieren werden“.

Analysen – das Verlustrisiko des Portfolios. Nach einer definierten Haltedauer wird dieser angenommene Verlust nur mit einer geringen Wahrscheinlichkeit überschritten. Die Berechnung dieses Verlustpotenzials, das mit einem bestimmten Konfidenzniveau (z. B. 95–99 %) angegeben wird, wird auf der Basis marktorientierter Preisänderungen vorgenommen.⁷⁹

Hierzu gibt der DDV folgendes Beispiel:

„Ein VaR von 250 sagt aus, dass bei einer Haltedauer von 10 Tagen der Verlust mit einer Wahrscheinlichkeit von 99 % nicht höher als 250 EUR (von 10.000 EUR) sein wird.“⁸⁰

Zur Berechnung des Value-at-Risk werden fünf Risikokomponenten herangezogen:⁸¹

<i>Risikokomponente</i>	<i>Beschreibung</i>
Bonitätsrisiko	Veränderung des Risikoaufschlags bei den Anleihen
Kursrisiko	Veränderung des Kurses des Basiswerts
Volatilitätsrisiko	Veränderung der impliziten Volatilität dieses Basiswerts
Währungsrisiko	Veränderung des Wechselkurses bei Währungskomponenten
Zinsrisiko	Veränderung des Zinsniveaus am Markt

Durch die teilweise Abhängigkeit einzelner Risiken untereinander („Korrelation“) sei die Summe der Einzelrisiken größer als das ermittelte Gesamtrisiko – das nennt man beim DDV den Diversifikationseffekt. So führen zum Beispiel stark fallende Kurse („Kursrisiko“) meist auch zu einem Anstieg der Volatilität („Volatilitätsrisiko“). Diese und ähnliche Abhängigkeiten werden nach DDV in der Berechnung durch die Berücksichtigung einer Residualgröße erfasst. Neben dem Value-at-Risk und den Teilrisiken wird ebenfalls der Zeitwerteffekt ausgewiesen. Dieser beschreibe die Veränderung des Kurses, die allein auf die geringere Restlaufzeit zurückzuführen ist.⁸²

Der DDV hat auf Grundlage des Value-at-Risk sodann die nachfolgende Risikotabelle entwickelt. In Risikointervallen wird dabei jedes Produkt entsprechend seinem VaR einer Risikoklasse zugeordnet. Hierbei handelt es sich um 99 % VaR-Werte mit einer Haltedauer von 10 Tagen.⁸³

⁷⁹ Deutscher Derivate Verband (DDV), Risikokennzahl (VaR), <http://www.derivateverband.de/DEU/Transparenz/Risikokennzahl> (letzter Abruf 23.10.2015).

⁸⁰ Deutscher Derivate Verband (DDV), Risikokennzahl (VaR), Unterseite „wichtiger Hinweis“.

⁸¹ Deutscher Derivate Verband (DDV), Risikokennzahl (VaR), Unterseite „Berücksichtigung von Risikokomponenten“.

⁸² Deutscher Derivate Verband (DDV), Risikokennzahl (VaR), Unterseite „Berücksichtigung von Risikokomponenten“.

⁸³ Deutscher Derivate Verband (DDV), Risikokennzahl (VaR), Unterseite „Umsetzung der VaR-Werte in Risikoklassen“.

Risikoklasse	VaR absolut*	VaR (in %)*	Anlegerprofil
1	$0 < \text{VaR} \leq 250$	$0 < \text{VaR} \leq 2,5$	sicherheitsorientiert
2	$250 < \text{VaR} \leq 750$	$2,5 < \text{VaR} \leq 7,5$	begrenzt risikobereit
3	$750 < \text{VaR} \leq 1250$	$7,5 < \text{VaR} \leq 12,5$	risikobereit
4	$1250 < \text{VaR} \leq 1750$	$12,5 < \text{VaR} \leq 17,5$	vermehrt risikobereit
5	$1750 < \text{VaR} \leq 10000$	$17,5 < \text{VaR} \leq 100$	spekulativ

* gemessen als Anteil an der Investition – hier VaR berechnet mit einer Anlage von 10.000 Euro = 100 %

Den Risikoklassen vergleichbare Investments⁸⁴ sind z.B. in der

Risikoklasse 1: kurzfristige Anleihen (1–5 Jahre)

Risikoklasse 2: langfristige Anleihen (>5 Jahre)

Risikoklasse 3: breite Aktienmarktindizes

Risikoklasse 4: volatile Aktienmarktindizes, große Blue-Chip-Aktien

Risikoklasse 5: volatile Blue-Chips und Nebenwerte

Selbst wenn man dem Prognosewert eines sog. „anfänglich negativen Marktwertes“ kritisch gegenübersteht, ist anzuerkennen, dass dem Value-at-Risk auf jeden Fall ein Prognosewert zukommt. Demnach sollen

„[...] die berechneten Risikokennzahlen tatsächliche Verlusteintritte prognostizieren (Prognose), die Verständlichkeit der Produkte bezüglich des Risikos erhöhen (Verständlichkeit) und schließlich die Risiken verschiedener Produkte für die Anleger vergleichbar machen (Vergleichbarkeit)“.⁸⁵

Der Risikoklassifizierungsansatz der European Derivatives Group (EDG) sei seit mehr als sechs Jahren im Einsatz und sei von den Autoren der Studie mitentwickelt worden. Bei asymmetrisch und schief verteilten Produkten wie strukturierten Fonds und Zertifikaten sei ein – auf die Asymmetrie zielendes – Risikomaß wie der VaR besser geeignet als die Volatilität, da er die Schiefe der Verteilung und die ‚fat tails‘ besser abbilde. Damit sei der VaR insgesamt der Volatilität als Risikomaß vorzuziehen. Für den VaR spreche zudem, dass er als *Standard in der Finanzbranche* bei Banken, professionellen Marktteilnehmern und der Aufsicht etabliert sei.⁸⁶

⁸⁴ Deutscher Derivate Verband (DDV), Risikokennzahl (VaR), Unterseite „Umsetzung der VaR-Werte in Risikoklassen“.

⁸⁵ *Johanning/Döhner/Steiner/Völkle*, Risikoberechnungs- und Klassifizierungsmethoden nach KIID und EDG, Juli 2012, <http://www.ed-academy.com/fileadmin/publikationen/Studie%20-%20Risikoberechnungs-%20und%20Klassifizierungsmethoden%20nach%20KIID%20und%20EDG.pdf> (letzter Abruf 23.10.2015), S. 5.

⁸⁶ *Johanning/Döhner/Steiner/Völkle*, Risikoberechnungs- und Klassifizierungsmethoden nach KIID und EDG, S. 14.

Abschließend kommen die Autoren daher zu dem eindeutigen Ergebnis, dass der VaR einen Vorhersage- und Prognosewert für strukturierte Produkte, also auch für strukturierte Swageschäfte, besitzt:

„Die Risikoklassen im EDG-Ansatz prognostizieren sachgerecht die Verluste für strukturierte Produkte.

Der EDG-Ansatz ermöglicht grundsätzlich auch bessere Risikoprognosen im Sinn der Vorhersage zukünftiger Volatilitäten. Dieses Ergebnis gilt sowohl für Aktien-, Anleihen- und Währungsportfolios als auch für verschiedene strukturierte Produkte.“⁸⁷

Daher wird der VaR auch in der Finanzindustrie regelmäßig eingesetzt.

b) VaR-Analysen der Kreditinstitute

Die Kreditinstitute verwenden im Rahmen ihres Risikomanagements ebenfalls die Value-at-Risk-Analyse. So beschreibt etwa die Deutsche Bank ihre VaR-Analyse folgendermaßen als die Schätzung des potenziellen künftigen Verlusts, der nicht überschritten wird:

„VALUE-AT-RISK-ANALYSE

Der Value-at-Risk-Ansatz dient dazu, ein quantitatives Maß für unsere Marktrisiken im Handelsbuch unter normalen Marktbedingungen abzuleiten. Dabei wird eine Schätzung des potenziellen künftigen Verlusts (bezogen auf den Marktwert) vorgenommen, der über einen vorgegebenen Zeitraum und mit einem bestimmten Konfidenzniveau nicht überschritten wird. Das Risikomaß Value-at-Risk ermöglicht es uns, ein konstantes und einheitliches Risikomaß auf sämtliche Handelsgeschäfte und Produkte anzuwenden. Es erlaubt auch einen Vergleich der Marktrisikoschätzungen über die Zeit und mit den tatsächlichen täglichen Handelsergebnissen.“⁸⁸

„Für ein bestimmtes Portfolio misst der Value-at-Risk den potenziellen künftigen Verlust (bezogen auf den Marktwert), der mit einem vorher definierten Konfidenzniveau unter normalen/gestressten Marktbedingungen in einer bestimmten Periode nicht überschritten wird.“⁸⁹

Die Deutsche Bank kann dabei den Value-at-Risk mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit von 99 % feststellen. Hierzu heißt es weiter:

⁸⁷ *Johanning/Döhrer/Steiner/Völkle*, Risikoberechnungs- und Klassifizierungsmethoden nach KIID und EDG, S. 28.

⁸⁸ Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2007, S. 84., https://www.deutsche-bank.de/ir/de/download/Geschaeftsbericht_2007_gesamt.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

⁸⁹ Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2013, S. 82, https://www.db.com/ir/de/download/Deutsche_Bank_Geschaeftsbericht_2013_gesamt.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

„Wir berechnen den Value-at-Risk sowohl für interne als auch externe Meldezwecke mit einem Konfidenzniveau von 99% gemäß den Bestimmungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ).“⁹⁰

Die Deutsche Bank verwendet dabei das sog. „Monte-Carlo-Modell“, ein computergestütztes, finanzmathematisches Analyseverfahren, bei dem anhand historischer, gegenwärtiger und zukünftiger Daten (sog. „forwards“) anhand von mehreren 10.000 Simulationen die wahrscheinliche Wertentwicklung prognostiziert wird. Hierzu heißt es weiter:

„Unsere Value-at-Risk-Berechnungen erfolgen mithilfe des Monte Carlo-Simulationsverfahrens, wobei wir annehmen, dass Änderungen in den Risikofaktoren einer Normalverteilung oder logarithmischen Normalverteilung folgen. In 2007 wurden alle Risiken, die bisher mithilfe der Varianz-Kovarianz-Methode quantifiziert wurden, so unsere spezifischen Zinsrisiken in einigen Portfolios wie beispielsweise im Credit Trading, in das Monte Carlo-Verfahren einbezogen.“⁹¹

Das Value-at-Risk-Modell der Deutschen Bank ist so konzipiert, dass ein umfassendes Spektrum an Risikofaktoren in allen Vermögensklassen berücksichtigt wird. Die wichtigsten Risikofaktoren sind Swap-/Staatstitel-Kurven, index- und emittentenspezifische Kreditkurven, Finanzierungsmargen, Preise für einzelne Aktienpositionen und Indizes, Devisenkurse, Rohstoffpreise sowie die impliziten Volatilitäten.⁹²

Ein ähnliches VaR-Analyseverfahren kommt auch bei der UniCredit Bank zum Einsatz, um den durch Marktpreisschwankungen verursachten und erwarteten maximalen Verlust zu ermitteln. Zum Zweck der täglichen Risikomessung und -steuerung quantifiziert die Bank den Value-at-Risk auf Basis eines Konfidenzniveaus von 99%. Hierzu erklärt die UniCredit Bank (vormals HypoVereinsbank):

„Für die Ermittlung und Allokation des Risikokapitalbedarfs für Marktrisiken wird dieser Value-at-Risk analog zu den anderen Risikoarten auf ein Konfidenzniveau von 99,95% und eine Haltedauer von einem Jahr unter Berücksichtigung von Portfolioeffekten skaliert.“⁹³

„Der Value at Risk (VaR) gibt den durch Marktpreisschwankungen verursachten erwarteten maximalen Verlust an, der mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (Konfidenzniveau) innerhalb eines vorgegebenen Zeitraums nicht überschritten

⁹⁰ Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2007, S. 84; Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2013, S. 182.

⁹¹ Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2007, S. 85; Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2013, S. 182.

⁹² Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2013, S. 182.

⁹³ Geschäftsbericht der HypoVereinsbank AG 2005, https://investors.hypovereinsbank.de/cms/binaries/downloads/en/reports/2006-03-22_gb_2005_hvbag.pdf (letzter Abruf 23.10.2015), S. 27.

wird. Für interne Risikoberichte, Steuerung und Risikolimitierung verwenden wir ein Konfidenzniveau von 99% und eine Haltedauer von einem Tag.“⁹⁴

Zur Ermittlung des Value-at-Risk verwendet auch die UniCredit Bank ein Monte-Carlo-Modell als internes Modell im Full Use („*Das Modell beruht auf einem Monte-Carlo-Simulationsansatz.*“)⁹⁵

Dabei kann die UniCredit Bank auch Fremdwährungsrisiken, wie sie z. B. bei Cross Currency Swaps oder Currency Related Swaps bestehen, genau analysieren und bewerten. Hierzu heißt es auf Seite 28 des Geschäftsberichts:

„So werden seit April 2005 erstmals Fremdwährungsrisiken und seit August 2005 Aktienrisiken mittels unserem internen Modell [sic] gerechnet.“⁹⁶

Auch die Dachorganisation der Volks- und Raiffeisenbanken in Deutschland, die DZ Bank AG, setzt auf VaR-Analysen ihrer Produkte. Bei der Risikosteuerungspolitik der DZ Bank sind alle marktpreisrisikobehafteten Positionen der Bank, sowohl des Handels- als auch des Anlagebuches, jeweils exakt definierten Teilportfolios zugeordnet. Zur Steuerung des Marktpreisrisikos besteht ein *sich auf alle Teilportfolios beziehendes Limitsystem*, mit dem neben dem eingegangenen Marktpreisrisiko auch die sich im Geschäftsjahresverlauf kumulierenden *Verluste limitiert* werden können. Im Einzelnen erfolgt die VaR-Messung bei der DZ Bank folgendermaßen:

„Die interne Messung des Marktpreisrisikos erfolgt in der DZ BANK AG – mit Ausnahme der Zentralsdisposition – für die gesamte Portfoliehierarchie mit Hilfe des Value-at-Risk-Konzeptes. Der Value-at-Risk quantifiziert – bezogen auf eine bestimmte Portfoliehaltedauer – den möglichen zukünftigen Verlust, der unter normalen Marktbedingungen mit einer festgelegten Wahrscheinlichkeit (Konfidenzniveau) nicht überschritten wird. In Übereinstimmung mit den Vorgaben des Grundsatzes I wird der Value-at-Risk in der DZ BANK AG auch zum Zweck der internen Risikosteuerung mit einem Konfidenzniveau von 99 Prozent und einer angenommenen Haltedauer von 10 Handelstagen berechnet. Zur Berechnung des Value-at-Risk bedient sich die DZ BANK AG eines internen Risikomodells, das im DV-System MaRS (MarktpreisRisikoSteuerung) implementiert ist.“⁹⁷

⁹⁴ Geschäftsbericht der UniCredit Bank AG 2013, http://investors.hypovereinsbank.de/export/sites/ir/binaries/downloads/de/reports/2014-03-12_gb_2013_hvb_de.pdf (letzter Abruf 23.10.2015), S. 52.

⁹⁵ Geschäftsbericht der HypoVereinsbank AG 2005, S. 28; Geschäftsbericht der UniCredit Bank AG 2013, S. 66.

⁹⁶ Geschäftsbericht der HypoVereinsbank AG 2005, S. 28.

⁹⁷ Lagebericht und Jahresabschluss der DZ Bank AG 2001, S. 14, https://www.dzbank.de/content/dam/dzbank_de/de/home/profil/investor_relations/Berichte/Archiv/DZ%20BANK_AG.pdf (letzter Abruf 23.10.2015); ebenso Geschäftsbericht der DZ Bank AG 2013, http://www.geschaeftsbericht.dzbank.de/2013/gb/files/pdf/de/DZBANK_Gruppe_GB2013.pdf (letzter Abruf 23.10.2015), S. 85.

Auf Seite 15 ihres Jahresberichts stellte die DZ Bank bereits im Jahr 2001 heraus, wie genau ihre Prognoserechnungen anhand ihres internen Risikomodells waren:

„Im Jahr 2001 kam es auf der Ebene des gesamten Handelsportfolios der Bank an keinem Handelstag zu Verlusten, die den simulierten Value-at-Risk überschritten hätten. Das interne Risikomodell der DZ BANK AG hat die Marktpreisrisiken im Jahr 2001 folglich richtig eingeschätzt.“⁹⁸

Dass die Bank zu Verlustprognosen im Stande ist, zeigt auch folgender Auszug, in dem die DZ Bank die Prognosequalität des Value-at-Risk-Verfahrens hervorhebt, weil es kaum Abweichungen von den Vorhersagen des VaR-Modells gegeben habe:

„Für die DZ BANK wurden im Geschäftsjahr keine Überschreitungen des gemessenen Value-at-Risk durch tatsächliche Verluste aus Wertänderungen festgestellt, während im Vorjahr aufgrund extremer Marktbewegungen noch insgesamt 11 Überschreitungen zu verzeichnen waren. Risiken aus extremen Marktsituationen werden vor allem in umfangreichen Stresstests erfasst. Über das Backtesting hinaus wird im Rahmen einer jährlichen Angemessenheitsprüfung eine Vielzahl statistischer Tests zur *Prognosequalität* [Hervorh. d. Verf.] der Risikomodellierung durchgeführt. Das auf der historischen Simulation basierende interne Modell der DZ BANK zeichnet sich durch eine hohe Reagibilität auf Veränderungen der Eingangsparameter aus und ist daher im Zusammenspiel mit den Stresstests in der Lage, adäquate Steuerungsimpulse zu geben.“⁹⁹

Auch Landesbanken wie die ehemalige WestLB arbeiten mit VaR-Analysen. Bei der Bewertung ihrer eigenen Marktpreisrisiken *setzt die WestLB standardmäßig die Value at Risk (VaR)-Methode ein, um Marktpreisrisiken aus Handelstransaktionen im Handels- und Bankbuch zu quantifizieren und diese über verschiedene Märkte und Produkte hinweg miteinander vergleichbar zu machen.*¹⁰⁰

Beim Modell der WestLB werden die maßgeblichen Zins- und Währungsrisiken einschl. Volatilität analysiert und bewertet:

⁹⁸ Lagebericht und Jahresabschluss der DZ Bank AG 2001, S. 15.

⁹⁹ Geschäftsbericht der DZ Bank AG 2009, S. 110, http://www.geschaeftsbericht.dzbank.de/2009/gb/files/pdf/de/DZ_BANK_GB2009_Gesamt.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

¹⁰⁰ Geschäftsbericht der WestLB 2009, S. 89, http://www.portigon.com/cm/content/portigon/i/de/portigon-ag/westlb-archiv/finanzberichte/finanzinformationen--geschaeftsberichte/archiv-geschaeftsberichte/_jcr_content/contentparsys/download_14/file.res/WestLB_Konzerngesch%C3%A4ftsbericht_2009_dt.pdf (letzter Abruf 26.01.2015); ebenso Geschäftsbericht der Portigon AG 2013, S. 138, http://www.portigon.com/cm/content/portigon/i/de/portigon-ag/finanzinformationen/finanzberichte/finanzberichte_archiv/_jcr_content/marginalparsys/download_4/file.res/Portigon-KB_2013.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

„Das VaR Modell berücksichtigt Zinsänderungs-, Aktien- und Währungsrisiken (inkl. Rohwarenrisiken) einschließlich der jeweiligen Volatilitätsrisiken. Das Zinsänderungs- und Aktienrisiko besteht aus zwei Komponenten: allgemeinen Risiken aufgrund allgemeiner Marktbewegungen sowie spezifischen Risiken aufgrund emittentenbezogener Ursachen.“¹⁰¹

Auch bei der WestLB wird der VaR dabei über das „Monte-Carlo-Simulationsverfahren“ ermittelt:

„Die Ermittlung des VaR, der alle oben genannten Risikokategorien erfasst, basiert auf dem Verfahren der Monte Carlo-Simulation. Dieses Verfahren ist unter Berücksichtigung der Komplexität der Handelstransaktionen und Portfoliostruktur angemessen.“¹⁰²

Auch die LBBW ermittelt den Value-at-Risk aus Marktpreisrisiken mit einem Konfidenzniveau von 99% und einer Haltedauer von zehn Tagen; zur bankinternen Steuerung werden die Parameter 95% und ein Tag Haltedauer verwendet. Der Value-at-Risk lässt sich auch dort im Rahmen eines stochastisch-mathematischen Modells bestimmen. Dieses leitet aus einer Verteilung der Marktfaktoren, einer darauf aufbauenden Bewertung und ggf. entsprechenden Vereinfachungen eine Portfoliowertverteilung ab. Hieraus wird der *VaR als größtmöglicher Verlust* unter dem vorgegebenen Konfidenzniveau bestimmt. Gemessen wird mittels eines Verfahrens, das auf einer klassischen Monte-Carlo-Simulation beruht. Laut LBBW werden marktinduzierte Wertschwankungen auch von komplexen Geschäften größtenteils nicht genähert, sondern mit vollständiger Bewertung berücksichtigt. Die historischen Zeitreihen der letzten 250 Tage gehen gleichgewichtet in die Schätzung der Kovarianzen ein. Mittels Backtesting-Analysen wird dann zur Kontrolle die Qualität der eingesetzten VaR-Schätzverfahren sichergestellt.¹⁰³

c) Backtesting/Stresstests

Diese Value-at-Risk-Analysen werden von den Kreditinstituten laufend durch Stichproben („Backtesting“) geprüft und auf Extremereignisse („Stresstests“) getestet.

Die Deutsche Bank rühmt sich geradezu der Präzision ihrer Vorhersagen und Prognosen im Rahmen des sogenannten „Back-Testing“. So heißt es weiter:

¹⁰¹ Geschäftsbericht der WestLB 2009, S. 89.

¹⁰² Geschäftsbericht der WestLB 2009, S. 89.

¹⁰³ Geschäftsbericht der LBBW 2009, S. 84, http://www.lbbw.de/media/de/investor_relations/pdf_investorrelations/2009/LBBW_Geschaeftsbericht_2009.pdf (letzter Abruf 23.10.2015); Geschäftsbericht der LBBW 2013, S. 89, http://www.lbbw.de/media/de/investor_relations/pdf_investorrelations/2014/LBBW_Geschaeftsbericht_2013.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

„BACK-TESTING

Wir benutzen in unseren Handelsbereichen ein Back-testing-Verfahren, um die *Vorhersagekraft* unserer Value-at-Risk Berechnungen zu überprüfen. Bei diesem Verfahren vergleichen wir in erster Linie die hypothetischen täglichen Gewinne und Verluste nach der Buy-and-hold-Annahme (entsprechend den deutschen bankaufsichtlichen Vorgaben) mit den durch unser Value-at-Risk-Modell prognostizierten Werten. Ein Komitee, das von Market Risk Management geleitet wird und dem auch Market Risk Operations und Finance angehören, bespricht vierteljährlich die Back-testing-Ergebnisse für den Konzern und für einzelne Geschäftsbereiche. Das Komitee analysiert die aufgetretenen Ertragsschwankungen und überprüft die *Prognosegüte* unseres Value-at-Risk-Modells. Dies wiederum erlaubt es uns, den Risikomessprozess zu verbessern. [Hervorh. d. Verf.]¹⁰⁴

Um für sich selbst offene Risiken möglichst auszuschließen, unterwirft die Deutsche Bank die Produkte ihres Portfolios auch sogenannten Stress-tests, bei denen die Wertentwicklung auf Extremereignisse simuliert wird. Hierzu heißt es weiter:

„STRESSTESTS UND ÖKONOMISCHES KAPITAL

Während der auf täglicher Basis bestimmte Value-at-Risk eine Prognose für potenzielle große Verluste unter normalen Marktbedingungen liefert, führen wir auch Stress-tests durch, bei denen unsere Handelsportfolios unter extremen Marktszenarien, die nicht durch das Konfidenzintervall unseres Value-at-Risk-Modells abgedeckt werden, bewertet werden.¹⁰⁵

Auch die UniCredit Bank überprüft die Angemessenheit der Risikomethodik durch ein regelmäßiges Backtesting, bei dem die errechneten Value-at-Risk-Werte (VaR) mit den aus den Positionen errechneten Marktwertänderungen (hypothetische Profit-Loss-Verteilung p/l) verglichen werden. Hierzu erklärt die UniCredit Bank:

„Die Ergebnisse des Backtestings bestätigen die hohe Qualität unseres internen Risikomodells.“¹⁰⁶

Ergänzend zur Berechnung des Value-at-Risk führt die UniCredit Bank auch regelmäßig Stress-tests durch, die das Verlustpotenzial ihrer Marktrisikopositionen bei extremen Marktbewegungen und außerordentlichen Ereignissen zeigen.

Durch entsprechende Grafiken wird genau aufgezeigt, welcher Value-at-Risk, also welcher wahrscheinliche Maximalverlust, mit einer Genauigkeit

¹⁰⁴ Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2007, S. 85; vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2013, S. 183.

¹⁰⁵ Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2007, S. 85; vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2013, S. 82 und 185.

¹⁰⁶ Geschäftsbericht der HypoVereinsbank AG 2005, S. 28; vgl. Geschäftsbericht der UniCredit Bank AG 2013, S. 56.

von 99 % z. B. bei „Zinsbezogenen Geschäften“ oder „Währungsbezogenen Geschäften“ bestanden hat.¹⁰⁷

Zur Verifizierung der Risikomodellierung wird auch bei der DZ Bank ein tägliches Backtesting durchgeführt. Für das Portfolio der Bank werden die täglichen Gewinne und Verluste mit den anhand des internen Risikomodells errechneten Value-at-Risk-Zahlen verglichen. Die Modellannahme zur Berechnung des Verlustpotenzials besage, dass an höchstens einem Prozent der Handelstage (vgl. 99 % VaR) der Verlust höher ausfallen kann als der simulierte Value-at-Risk.¹⁰⁸

„Backtesting und Stresstests: Das für Kreditinstitute aufsichtsrechtlich vorgeschriebene Backtesting dient dazu, die Prognosegüte der zur Risikomessung der Handelsbereiche eingesetzten Value-at-Risk-Ansätze zu überprüfen. Hierbei werden die tatsächlichen täglichen Portfoliowertänderungen mit den anhand der Risikomodellierung errechneten Value-at-Risk-Zahlen verglichen.“¹⁰⁹

Auch die DZ Bank stellt die Prognosegüte ihrer Verfahren heraus:

„Dies stellt einen wichtigen Schritt zur integrativen Sicht auf Marktpreis- und Kreditrisiken und zur Verbesserung der *Prognosegüte* [Hervorh. d. Verf.] des internen Marktpreisrisikomodells dar.“¹¹⁰

Zur Berücksichtigung extremer Marktbewegungen wird auch bei der DZ Bank mit dem internen Risikomodell ein wöchentliches Stresstesting durchgeführt. Diese Krisentests beinhalten die Simulation von großen Schwankungen der Risikofaktoren im Zins-, Fremdwährungs- und Aktienbereich und dienen dem Aufzeigen von Verlustpotenzialen, die nicht über den täglichen Value-at-Risk erfasst werden. Der DZ Bank zufolge werden bei ihren Stresstests sowohl tatsächlich in der Vergangenheit aufgetretene extreme Marktbewegungen als auch Krisenszenarien unterstellt, die – unabhängig von der Marktdatenhistorie – als ökonomisch relevant eingeschätzt werden. Auf Basis der im Rahmen der wöchentlichen Stresstests simulierten Wertverluste wird die Angemessenheit der Limithierarchie (Verlustgrenzen) kontinuierlich einer Überprüfung unterzogen.¹¹¹

Auch die WestLB überprüft ihre Berechnungen zur Eintrittswahrscheinlichkeit von Verlusten durch „Stresstests“:

¹⁰⁷ Geschäftsbericht der HypoVereinsbank AG 2005, S. 28.

¹⁰⁸ Lagebericht und Jahresabschluss der DZ Bank AG 2001, S. 15.

¹⁰⁹ Geschäftsbericht der DZ Bank AG 2009, S. 110; vgl. Geschäftsbericht der DZ Bank AG 2013, S. 138.

¹¹⁰ Geschäftsbericht der DZ Bank AG 2009, S. 113; vgl. Geschäftsbericht der DZ Bank AG 2013, S. 138.

¹¹¹ Lagebericht und Jahresabschluss der DZ Bank AG 2001, S. 16; vgl. Geschäftsbericht der DZ Bank AG 2013, S. 138.

„Des Weiteren werden zur Messung und Analyse der Marktpreisrisiken regelmäßig Stresstests eingesetzt. Diese messen potenzielle Verluste bei außerordentlichen, extremen Marktbewegungen, insbesondere bei solchen, die außerhalb des Konfidenzintervalls der VaR-Berechnung liegen. Stressszenarien können unabhängig von statistisch beobachteten Eintrittswahrscheinlichkeiten formuliert werden.“¹¹²

„Neben dem VaR wird für die Quantifizierung von Zinsänderungsrisiken die Barwertänderung relevanter Positionen im Rahmen von Stresstests für Portigon ermittelt.“¹¹³

Schließlich werden die Prognosen der Modelle durch ein „Backtesting“ überprüft:

„Die relevanten Marktpreisrisikopositionen werden gemäß den Vorgaben der deutschen Bankenaufsicht für die Verwendung interner Marktpreisrisikomodelle kontinuierlich einem Backtesting unterzogen. Dabei werden täglich die tatsächlichen Marktwertveränderungen (hypothetischer P&L) den durch das VaR-Modell prognostizierten potenziellen Marktwertveränderungen gegenübergestellt. Im Jahr 2009 wurden keine Backtesting-Überschreitungen festgestellt, nachdem im Jahr 2008 trotz signifikanter Marktverwerfungen lediglich zehn Backtesting-Überschreitungen an die BaFin gemeldet wurden. Dies belegt die hohe Qualität sowie die Prognosegüte unseres VaR-Modells.“¹¹⁴

Die Ausführungen in den Geschäftsberichten der diversen Kreditinstitute belegen somit, dass diese über Modelle zur Vorhersage von Verlustwahrscheinlichkeiten verfügen.

2. Anwendung des Value-at-Risk auf Swapgeschäfte

Die Value-at-Risk-Analyse wird von den Kreditinstituten auch auf Swapgeschäfte angewendet. Dies geht bereits aus den vorgenannten Ausschnitten aus den jeweiligen Geschäftsberichten hervor, wonach die VaR-Verfahren auf sämtliche Produkte im Handelsbuch angewendet werden. Auch die Gerichtspraxis hat dies bestätigt. Nachdem es bereits zahlreiche obergerichtliche Entscheidungen zu Swaps gegeben hatte,¹¹⁵ die sich aber nicht mit den finanzmathematischen Grundlagen von strukturieren Swaps beschäftigt haben, hat der 9. Zivilsenat des OLG Stuttgart einen Diplom-Mathematiker der beklagten Deutschen Bank aus deren Strukturierungsabteilung vorgela-

¹¹² Geschäftsbericht der WestLB 2009, S. 43.

¹¹³ Geschäftsbericht der Portigon AG 2013, S. 30.

¹¹⁴ Geschäftsbericht der WestLB 2009, S. 47.

¹¹⁵ OLG Bamberg, Urteil vom 11.05.2009, Az. 4 U 92/08, WM 2009, 1082, 1095; OLG Frankfurt, Urteil vom 29.07.2009, Az. 23 U 76/08, WM 2009, 1563, 1564 f.; OLG Celle, Urteil vom 30.09.2009, Az. 3 U 45/09, WM 2009, 2171, 2174; OLG Frankfurt, Urteil vom 04.08.2010, Az. 23 U 230/08, WM 2010, 1790, 1795 f.; OLG Hamm, Urteil vom 10.11.2010, Az. 31 U 121/08, BKR 2011, 68, 73.

den und diesen informatorisch zu den Wahrscheinlichkeitsmodellen der Bank befragt. Dem OLG Stuttgart lag damals ein Ladder Swap und ein Spread Sammler Swap zur Entscheidung vor.¹¹⁶

Im Rahmen der Anhörung erklärte der Mitarbeiter der Bank unter anderem: „*Wir benutzen bei unseren Berechnungen Wahrscheinlichkeitsmodelle*“. ¹¹⁷ Es sei daher auch möglich, den Value-at-Risk von Swapgeschäften zu berechnen. Den „Value-at-Risk“ (VaR), also die wahrscheinliche Maximalverlustgrenze, kann die Bank demnach berechnen („*Es ist möglich, derartige Berechnungen anzustellen, und es gibt auch verschiedene Methoden dazu*“).

Dies erfolge im Bereich der „Handelsbuchebene“. Zudem erfolgten Ausführungen zum sog. „anfänglichen negativen Marktwert“. Der Bankmitarbeiter meinte im Übrigen, er halte einen Value-at-Risk bei Swapverträgen mit langen Laufzeiten nicht für sinnvoll. Diese Ansicht ist äußerst kritisch zu sehen vor dem Hintergrund, dass die Haltedauer des Swapvertrages nicht an dessen Laufzeit gekoppelt ist.¹¹⁸ Vielmehr kann ein Swap entsprechend den Marktgepflogenheiten täglich zum aktuellen Marktwert aufgelöst werden.¹¹⁹

Das OLG Stuttgart stellte daher fest, dass der ihm zur Entscheidung vorliegende Ladder Swap im Kern „*eine Art Glücksspiel*“ sei. Die Bank habe das Spiel (den Swap) entworfen und die Spielregeln (z. B. Zinsformel, Optionsstruktur, Kündigungsrechte) selbst festgelegt.

„Dabei kann sie die Gewinnwahrscheinlichkeiten mit ihren anerkannten auf Wahrscheinlichkeitsmodellen beruhenden Bewertungsmethoden präzise berechnen. Der Kunde als Gegenspieler muss hingegen das Spiel ohne Bewertungsmodelle antreten und kennt die Gewinnwahrscheinlichkeiten nicht.“¹²⁰

¹¹⁶ Verfahren vor dem OLG Stuttgart, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756, 762.

¹¹⁷ Protokoll der öffentlichen Sitzung vor dem OLG Stuttgart vom 03.02.2010, Az. 9 U 164/08.

¹¹⁸ Hierzu näher *May*, Bedeutung von Haltedauer und Konfidenzniveau, Genossenschaftsblatt 7/2005, http://www.ikf-online.de/attachments/103_Prof.%20Dr.%20Stefan%20May%20-%20A6%20-%20Bedeutung%20von%20Haltedauer%20und%20Konfidenzniveau.pdf (letzter Abruf 23.10.2015), S. 3.

¹¹⁹ Aussage der Deutschen Bank, vgl. OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767, Rz. 141; vgl. BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 14: „*Dieser Wert gebe an, was der Kunde im Falle einer vorzeitigen Vertragsbeendigung als Ausgleich an die Bank zu zahlen habe [...]*“; OLG Stuttgart, Urteil vom 01.02.2012, Az. 9 U 57/11, BKR 2012, 300–303, Auszug Präsentation „*Der Zinsswap kann jederzeit zu den dann gültigen Marktbedingungen wieder veräußert werden. Je nach Marktentwicklung kann die Veräußerung des Zinsswap zu zusätzlichen Kosten führen.*“

¹²⁰ OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767, Rz. 99.

Der Swap sei ein synthetisches, von der Bank selbst unter Anwendung von Wahrscheinlichkeitsmodellen konstruiertes Zinsderivat. Die Ergebnisse der Berechnungsmethoden seien nicht vollkommen belanglos, sondern die Grundlage für eine Vielzahl von wirtschaftlich weit reichenden Entscheidungen im Finanzsektor. Die Methoden und Ergebnisse sind in der Tat gesetzlich vorgeschriebener Bestandteil des Risikomanagements (vgl. § 25a KWG, §§ 17, 21 Nr. 1, 312 ff. SolvV).¹²¹

Als Zwischenergebnis kann daher festgehalten werden, dass auch bei strukturierten Swaps zumindest die Berechnung des Verlustes möglich, der mit an nahezu Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird.

3. Risikomonitoring

Wie oben dargestellt, erlaubt es die Value-at-Risk-Kennzahl den Kreditinstituten, den wahrscheinlich größtmöglichen Verlust zu bemessen. Das Verlustpotenzial des Derivateportfolios wird dabei ständig überwacht. So wird der VaR bei den meisten Instituten täglich neu berechnet und durch ein Backtesting verifiziert.¹²² In wöchentlichen, zumindest monatlichen Stresstests wird die Prognosegüte des VaR und der entsprechenden Risikomodelle bestätigt. Wesentlicher Bestandteil des Risikomanagements ist somit die „VaR-Überwachung“.

Dem Kunden ist eine VaR-Überwachung in der Regel nicht möglich, da er nicht über die hierzu erforderlichen technischen Voraussetzungen verfügt. Dies hat Folgen für Inhalt und Umfang der Aufklärungspflichten.¹²³

Der Deutsche Derivate Verband bietet für strukturierte Zertifikate ein Tool an: den DDV-Risikomonitor.¹²⁴ Mit ihm kann ein Anleger die DDV-Risikoeinstufung seiner Zertifikate kontinuierlich überwachen.¹²⁵ Nach erstmaliger Anmeldung und Zusammenstellung des gewünschten Portfolios durch Eingabe der Wertpapierkennnummer oder ISIN wird der Anleger automatisch per E-Mail informiert, sobald sich die DDV-Risikoklasse eines seiner Zertifikate geändert hat. Dabei lassen sich die Benachrichtigungsop-

¹²¹ OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767, Rz. 145.

¹²² Z. B. Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2007, S. 84.

¹²³ Hierzu näher unter E. VI. 2.

¹²⁴ Deutscher Derivate Verband (DDV), Risikomonitor, <http://www.derivateverband.de/DEU/Transparenz/Risikomonitor> (letzter Abruf 23.10.2015).

¹²⁵ Deutscher Derivate Verband (DDV), Zertifikate-Test, http://www.derivateverband.de/DEU/Transparenz/Zertifikate_Rating (letzter Abruf 23.10.2015).

tionen individuell einstellen. Der Nutzer kann beispielsweise festlegen, bei welchen Änderungen der DDV-Risikoklassen er informiert werden möchte. Es gibt sogar eine Anwendung für Smart-Phones.¹²⁶

Für strukturierte Swapgeschäfte ist ein derartiges Tool bislang nicht allgemein verfügbar. Dies dürfte daran liegen, dass Swapgeschäfte als OTC-Derivate zumeist individuell für den Kunden strukturiert sind und daher kaum miteinander vergleichbar sind. Der Kunde ist daher auf die technischen Möglichkeiten zur VaR-Bewertung durch die strukturierende Bank angewiesen.¹²⁷

4. Vergleich mit Credit Spreads

Die Kennzahl des Value-at-Risk wird weiter verständlich, wenn man einen Vergleich mit den sog. Credit Spreads anstellt. Nach Angaben des DDV helfen Credit Spreads dem Anleger, die Bonität des jeweiligen Zertifikate-Emittenten richtig einzuschätzen. Da es sich bei Zertifikaten um Schuldverschreibungen handelt, ist die Bonität ein wichtiges Kriterium für eine Investitionsentscheidung.¹²⁸

Daher veröffentlicht der DDV auf seiner Homepage die Credit Spreads der meisten bekannten Banken, die als Gegenparteien für Swapgeschäfte in Betracht kommen. Nach Angaben des DDV beziehen sich die folgenden Informationen auf Credit Default Swaps mit einer Laufzeit von fünf Jahren und Unternehmensanleihen als Referenzobjekt. Dabei stellen die angegebenen Basispunkte die Versicherungsprämie dar, die der Versicherungsnehmer zu entrichten hat, um sich gegen einen Ausfall der Schuldverschreibungen des jeweiligen Unternehmens abzusichern. Diese Prämien können nach Ansicht des DDV noch zeitnäher und genauer als manche Ratings Aufschlüsse über die Bonität eines Emittenten geben.¹²⁹

¹²⁶ Deutscher Derivate Verband (DDV), Smartphone-App, <http://ddv-risikomonitor.de/> (letzter Abruf 23.10.2015).

¹²⁷ Hierzu näher unter E. VI.

¹²⁸ Deutscher Derivate Verband (DDV), Credit Spreads, <http://www.derivateverband.de/DEU/Transparenz/CreditSpreads> (letzter Abruf 23.10.2015).

¹²⁹ Deutscher Derivate Verband (DDV), Credit Spreads.

*Credit Default Spreads mit Stand 20.12.2012*¹³⁰

Banco Santander	264,93
Bank of America	114,75
BARCLAYS Bank	124,90
Bayerische Landesbank	93,54
BHF-Bank	–
BNP Paribas	135,23
Bundesrepublik Deutschland	18,87
Citigroup	115,75
Commerzbank	148,07
Crédit Agricole	154,09
Credit Suisse	89,73
Deutsche Bank	91,75
DZ BANK	–
EFG International AG	–
Erste Group Bank	151,15
Goldman Sachs	134,52
HSBC Trinkaus	73,95
HSH Nordbank	179,39
HypoVereinsbank/UniCredit Bank AG	202,86
ING-Bank	106,78
J.P. Morgan	83,34
LBBW	99,49
Landesbank Berlin	124,05
Lloyds Banking Group plc	130,70
Macquarie Bank Ltd.	160,71
Morgan Stanley	170,94
Morgan Stanley & Co. International PLC	–
NATIXIS	170,34
Nomura Bank International	195,14
Norddeutsche Landesbank	–
Österreichische Volksbanken	–
Rabobank	68,98
Raiffeisen Centrobank	–
RBS N.V. (ehemals ABN AMRO Bank N.V.)	154,13
Royal Bank of Scotland plc	157,12
Sal. Oppenheim	–
SEB	104,93
Société Générale	169,27
UBS Investment Bank	90,41
Vontobel	–
WGZ BANK	–

¹³⁰ Quelle: Scope Analysis GmbH.

*Credit Default Spreads mit Stand 23.01.2015*¹³¹

Banco Santander	70,80
Bank of America	68,42
BARCLAYS Bank	47,59
Bayerische Landesbank	–
BHF-Bank	–
BNP Paribas	58,23
Bundesrepublik Deutschland	18,07
Citigroup	82,67
Commerzbank	71,01
Crédit Agricole	62,27
Credit Suisse	51,73
Deutsche Bank	65,94
DZ BANK	–
EFG International AG	–
Erste Group Bank	173,99
Eurobank Ergasias S.A.	774,59
Goldman Sachs	88,95
HSBC Trinkaus	43,31
HSH Nordbank	180,22
HypoVereinsbank/UniCredit Bank AG	75,38
ING-Bank	49,74
J.P. Morgan	69,57
LBBW	60,16
Landesbank Berlin	–
Lloyds Banking Group plc	45,44
Macquarie Bank Ltd.	99,93
Morgan Stanley	81,47
Morgan Stanley & Co. International PLC	–
NATIXIS	55,33
Nomura Bank International	90,13
Norddeutsche Landesbank	–
Österreichische Volksbanken	–
Rabobank	40,74
Raiffeisen Centrobank	–
RBS N.V. (ehemals ABN AMRO Bank N.V.)	48,23
Royal Bank of Scotland plc	47,46
Sal. Oppenheim	–
SEB	48,81
Société Générale	80,65
UBS Investment Bank	41,20
Vontobel	–
WGZ BANK	–

¹³¹ Quelle: CMA, S&P Capital, 2013, Credit Market Analysis Limited.

Ein geringer Spread – also eine geringe Risikoprämie – spricht für eine hohe Bonität und umgekehrt. So hat sich z. B. der CDS der Deutschen Bank von 91,75 im Dezember 2012 bis auf 65,94 im Januar 2015 erheblich verbessert. Aus der Veränderung der dargestellten Spreads kann der Kunde somit auf die Veränderung der Bonität, im Beispielsfall auf eine Verbesserung, schließen. Aus einer Veränderung des Value-at-Risk kann der Kunde entsprechend auf die Veränderung des Risikos schließen. Würde der VaR (in %) z. B. von 5 auf 10 steigen, könnte der Kunde erkennen, dass seine Anlage riskanter geworden ist, weil sie von der Risikoklasse 2 in die Risikoklasse 3 aufgestiegen ist. Zudem könnte der Kunde erkennen, dass er sich nunmehr auf einen Maximalverlust von 10% einstellen muss, während er vorher noch davon ausgehen durfte, einen Verlust von maximal 5% zu riskieren.

Als Zwischenergebnis kann somit festgehalten werden:

Swapgeschäfte lassen sich insbesondere nach Zielrichtung, Komplexität und Verteilung der Verlustrisiken differenzieren. Diese Unterschiede können Folgen für die Aufklärungspflichten haben. Allen Swapgeschäften gemeinsam ist, dass sie durch finanzmathematische Modelle berechnet werden. Dabei können auch Wahrscheinlichkeitsrechnungen angestellt werden, die durch die Value-at-Risk-Kennzahl ausgedrückt werden können. Ob auch hierüber aufzuklären ist, wird noch zu untersuchen sein.¹³²

¹³² Hierzu näher unter E. VI.

C. Interessenlage der Parteien

Die Aufklärungspflichten bei strukturierten Swaps hängen nicht nur von der Art des jeweiligen Swapproduktes ab, sondern werden in besonderer Weise von den Interessenlagen der beiden Vertragsparteien bestimmt.

I. Interessen der Bank

Die Kreditinstitute verfolgen beim Abschluss eines Swapgeschäfts überwiegend drei Ziele: Gewinnerzielung, Risikotransfer und Kundenbindung.

1. Gewinnerzielung

Wie jedes wirtschaftende Unternehmen zielen auch Banken und Sparkassen auf Gewinne durch den Abschluss von Swapverträgen ab.¹³³ So hat die Deutsche Bank etwa in der mündlichen Verhandlung zum CMS Spread Ladder Swap darauf hingewiesen, dass eine Bank, die eigene Anlageprodukte empfiehlt, grundsätzlich nicht verpflichtet sei, darüber aufzuklären, dass sie mit diesen Produkten Gewinne erzielt.¹³⁴

Bereits das LG Stuttgart hatte darauf hingewiesen, dass die geschäftserfahrene Klägerin davon ausgehen musste, dass die Swaps der Gewinnerzielung der Bank dienen sollten und dass diese daher eine ihr zufließende Marge bei der Konstruktion des sekundären Finanzproduktes eingepreist habe.¹³⁵

Die Gewinnerzielung der Bank kann dabei alternativ und kumulativ auf zwei verschiedene Arten erfolgen, risikolos durch Einstrukturierung eines sog. „anfänglichen negativen Marktwertes“ sowie durch spekulative Partizipation am Basiswert.

¹³³ Aussage des Mitarbeiters aus der Strukturierungsabteilung zu den Swapgeschäften der Deutschen Bank: „Das Ziel, mit dem die Bank solche Produkte auf den Markt bringt, ist, Geld zu verdienen“, Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 03.02.2010, Az. 9 U 164/08, S. 2.

¹³⁴ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 38.

¹³⁵ LG Stuttgart, Urteil vom 26.09.2008, Az. 31 O 29/08 KfH.

a) Einstrukturierung eines „anfänglichen negativen Marktwertes“

Wie das OLG Stuttgart nach Anhörung des Vertreters der Deutschen Bank festgestellt hat, verwendet die Bank zur Kalkulation des Swaps ein Standardmodell (dort war es das Modell von „Heath-Jarrow-Morton“). Bei den Modellen werden insbesondere die aktuelle Zinsstrukturkurve, Volatilitätswerte und Korrelationen berücksichtigt. Mit diesen Modellen kann zu jedem Zeitpunkt der Marktpreis des Vertrages errechnet werden. Der Vertreter der Bank bestätigte, dass der Marktpreis der saldierte Wert der beiden vertraglichen Zahlungsströme sei, die mithilfe des Standardmodells berechnet worden seien. Seien die Chancen beider Seiten gleich, betrage der Marktpreis 0 Euro (fairer Marktpreis). Da die Bank aber mit dem Vertrag einen Gewinn erzielen wolle, würden die Elemente des Swaps so verändert, dass nach den Berechnungsmodellen der Zahlungsstrom des Kunden um den kalkulierten Gewinn der Bank höher sei. Dies führe zu einem „negativen Marktwert.“ Der Justiziar der Bank hatte hierzu erklärt, dass eine Gewinnmarge von 3% bis 5% vom Bezugsbetrag üblicherweise einkalkuliert werde.¹³⁶

Diese Art der Gewinnerzielung hat allerdings eine weitere Voraussetzung: den Abschluss von Gegengeschäften durch die Bank. Bereits in der informatorischen Anhörung vor dem OLG Stuttgart hatte der Vertreter der Bank erklärt:

„Die Bank nimmt ja in diesen Geschäften nicht die Gegenposition des Kunden ein, sondern stellt sich auf dem Markt glatt, und zwar im Interbankenmarkt.“¹³⁷

Die Bank schließt also ein Gegengeschäft, sog. „Hedgegeschäft“, mit einem anderen Marktteilnehmer ab.

Diese Gegengeschäfte sind aber, absichtlich oder unabsichtlich, nicht immer deckungsgleich mit dem Kundengeschäft. Viele Swapprodukte sind derart komplex, dass der Bank nicht immer ein vollständiger „Hedge“ gelingt. Wie bereits dargestellt, werden Swaps gewöhnlich in Einzelgeschäfte aus Optionen und Termingeschäften zerlegt und so am Markt gehandelt. Manche Swaps wie z.B. Indexswaps mit ihrer dahinterliegenden fiktiven Anlagestrategie sind dagegen nicht leicht zu „hedgen“. Hier muss zunächst der Index, sofern er wie z.B. der Harvest oder der LSM Index nicht fungibel ist, zunächst „approximativ nachgebildet“ werden.¹³⁸

¹³⁶ OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767, Rz. 94.

¹³⁷ Vgl. Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 03.02.2010, Az. 9 U 164/08, S. 3.

¹³⁸ Schmidt, CPQF Working Paper Series No. 33, Das Geschäft mit Derivaten und strukturierten Produkten: Welche Rolle spielt die Bank? Mai 2012, Frankfurt

Auch der informierte Vertreter vor dem OLG Stuttgart hat dies bestätigt: Ein 1:1 Geschäft sei in der Regel nicht möglich und praktikabel. So würden die Einzelgeschäfte in ihre Risikobestandteile zerlegt. Auf Handelsbuchebe-
ne würden sie dann in gebündelter Form abgesichert. In diesem Zusammen-
hang würden die einzelnen Verträge ständig bewertet. Zum Teil würden sich
die Risiken auf diese Weise ausgleichen. Wenn der Bank eine 100%ige
Absicherung gelinge, so verdiene sie die Marge voll und ohne jedes Markt-
risiko. Es sei nur keineswegs gewiss, ob eine 100%ige Absicherung gelän-
ge. Dabei seien auch noch nicht die Kosten berücksichtigt, die mit der
Absicherung verbunden seien. Im Übrigen müsse man während der Laufzeit
die Absicherung zuweilen anpassen.¹³⁹

b) Partizipation am Basiswert

Sofern der Bank kein vollwertiges Gegengeschäft zum Swapgeschäft
gelingt oder sie ein solches auch nicht beabsichtigt, verbleibt sie – je nach
Umfang der Hedgegeschäfte – im eigenen Risiko, weil sie die Gegenposi-
tion des Kunden beibehält. Somit hängt ihr Gewinn von der Entwicklung
des Swapvertrages, respektive des zu Grunde liegenden Basiswertes ab. Wie
es der BGH zutreffend festgestellt hat, erweist sich der „Tausch“ der Zins-
zahlungen nur dann als günstig für die Bank, wenn ihre Prognose zur Ent-
wicklung des Basiswertes – das Ausweiten der Zinsdifferenz – gerade nicht
eintritt und der Kunde damit einen Verlust erleidet.¹⁴⁰

2. Risikotransfer

Bei der Teilhabe am Basiswert eröffnet sich die Bank eine neue Gewinn-
chance, zugleich aber auch eine offene Risikoposition. Beim Risikotransfer
dagegen hatte die Bank bereits vor Abschluss des Swapvertrages eine offe-
ne Risikoposition, welche sie durch Abschluss des Swapgeschäfts auf den
Vertragspartner „transferieren“ kann.

Strukturierte Swaps sind wie jedes Derivat ein Mittel zur Übertragung von
Risiken auf andere Marktteilnehmer. Mit Zinssatzswaps können Zinsände-

School of Finance & Management, Frankfurt/Main 2012, <http://www.frankfurt-school.de/clicnetclm/fileDownload.do?goid=000000381059AB4>, (letzter Abruf 23.10.2015), S. 17.

¹³⁹ Vgl. Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 03.02.2010, Az. 9 U 164/08, S. 3.

¹⁴⁰ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 34.

rungsrisiken übertragen werden, mit Währungsswaps können Wechselkursrisiken transferiert werden, mit Rohstoff-Swaps können Warenpreisrisiken verlagert werden. Wie bei einem Zinsfuture (z. B. dem Bund-Future, einem Terminkontrakt auf eine fiktive Bundesanleihe mit einem Kupon von 6 Prozent und einer Laufzeit von 10 Jahren¹⁴¹) oder einem Forward Rate Agreement übernimmt eine Partei auch beim Zinssatzswap eine Zahlungsverpflichtung bei Eintritt eines bestimmten zukünftigen Zinsszenarios. Auch bei Währungsswaps, seien es solche mit Optionsstrukturen (Currency Related Swaps) oder solche mit Termingeschäftsstrukturen (Cross Currency Swaps), werden Fremdwährungsrisiken auf den anderen Vertragspartner übertragen. Durch einen Rohstoffswap kann das Risiko der Wertveränderung von Rohwarenpreisen, sei es auf Käuferseite oder auf Verkäuferseite, transferiert werden.¹⁴²

Wie bereits im Rahmen der Darstellung der Value-at-Risk-Analyseverfahren aufgezeigt,¹⁴³ betreiben die Kreditinstitute ein aufwendiges Risikomanagement, nicht nur aus aufsichtsrechtlichen, sondern auch aus betriebswirtschaftlichen Gründen. Wie dort aufgezeigt, wird das Verlustrisiko des Portfolios auf Handelsbuchebeine täglich erfasst und bewertet.¹⁴⁴

Als eine der wenigen räumt etwa die DZ Bank in ihren Geschäftsberichten ein, dass sie *zur Absicherung von Zahlungsströmen Zinsswaps und Devisentermingeschäfte einsetzt*.¹⁴⁵ Es liegt daher nahe, dass es sich hierbei auch um Swaps mit ihren Kunden handeln kann.

3. Kundenservice

Bereits in der mündlichen Verhandlung über einen Ladder und einen Spread Sammler Swap vor dem OLG Stuttgart hat der Mitarbeiter aus der Strukturierungsabteilung erklärt, dass es nicht nur das Ziel der Bank sei, mit Swaps Geld zu verdienen, sondern dass es vor allem auch das Ziel sei, *„dass die Produkte für den Kunden Erfolg bringen“*.¹⁴⁶ Es geht den Kreditinstituten also auch um Kundenzufriedenheit und Kundenbindung.

¹⁴¹ Siebers/Weigert, Börsenlexikon, 2. Aufl., S. 62.

¹⁴² Vgl. Rudolph/Schäfer, Derivative Finanzmarktinstrumente, 2. Aufl., S. 383 ff., Ziff. 15.1. Gesamtwirtschaftlicher Nutzen derivativer Finanztitel.

¹⁴³ Hierzu unter B. VI. b) und c).

¹⁴⁴ Vgl. Beike/Barckow, Risk-Management mit Finanzderivaten, 3. Aufl., München 2002, S. 36 ff.

¹⁴⁵ Geschäftsbericht der DZ Bank AG 2010, S. 148, https://www.dzbank.de/content/dam/dzbank_de/de/home/profil/karriere/pdf_dokumente/1315222570DZBANK_Gruppe_GB2010_Gesamt.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

¹⁴⁶ OLG Stuttgart, Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 03.02.2010, Az. 9 U 164/08, S. 2.

Dieses Motiv wurde auch vom III. Zivilsenat des BGH zur Abgrenzung der Aufklärungspflichten freier Anlagevermittler einerseits gegenüber Banken andererseits herangezogen.¹⁴⁷ Danach sei das Vertragsverhältnis zwischen dem Kunden und seiner Bank üblicherweise auf Dauer gegründet. Die Vertragsbeziehung des Kunden zu seiner Bank sei darüber hinaus regelmäßig davon geprägt, dass die Bank für die jeweiligen Dienstleistungen vom Kunden Entgelte oder Provisionen erhält, etwa Depotgebühren, Kontoführungsgebühren sowie An- und Verkaufsprovision für den Erwerb oder die Veräußerung von Wertpapieren.¹⁴⁸ Hier kommt der Transparenzgedanke zum Ausdruck, wonach die Kreditinstitute sämtliche Entgelte und Provisionen in ihren öffentlichen Preis- und Leistungsverzeichnissen ausweisen und somit transparent und vergleichbar machen.

Als Zwischenergebnis kann somit festgehalten werden, dass die Bank dem Kunden einerseits ein vorteilhaftes Geschäft empfehlen muss, andererseits an dem Geschäft auch durch ein Entgelt oder einen Risikotransfer profitieren möchte. Hieraus kann sich ein Interessenkonflikt ergeben.¹⁴⁹ Anders als bei nicht-strukturierten Produkten kann die Bank bei Swapgeschäften ihr Entgelt verdeckt einstrukturieren. Hieraus kann sich eine Aufklärungspflicht ergeben.¹⁵⁰

II. Interessen des Kunden

Im Grunde genommen verfolgt der Kunde ähnliche Ziele wie die Bank. Auch ihm kommt es entweder auf Gewinnerzielung an oder auf Risikotransfer. Außerdem darf er einen guten Kundenservice von seinem Bankberater erwarten.

1. Gewinnerzielung

Wenn ein Swap zur „Zinsoptimierung“ angeboten wird, wie z.B. der Spread Ladder Swap, dann geht damit stets die Erzielung von Gewinnen einher. Die Zinsoptimierung erfolgt dabei dergestalt, dass mit Hilfe des Swaps Gewinne erzielt werden sollen. Diese Gewinne können dann dazu verwendet werden, den Schuldenstand zu reduzieren und somit auch die

¹⁴⁷ Kritisch *Herresthal*, Kritik der aktuellen Ausdifferenzierungen in der höchstgerichtlichen Kick-Back-Rechtsprechung, ZBB 2010, 305, 308: „Die dem Anleger unerkennbare Beeinträchtigung der Wahrnehmung seiner Interessen ist bei beiden identisch.“

¹⁴⁸ BGH, Urteil vom 15.04.2010, Az. III ZR196/09, BGHZ 185, 185, Rz. 12.

¹⁴⁹ Hierzu näher unter F. IV. 2. b).

¹⁵⁰ Hierzu näher unter F. IV. 4. b).

Zinslast. Auch die Bank musste einräumen, dass der Begriff der Zinsoptimierung „*sprachlich missglückt*“ sei, weil sich ein CMS Spread Ladder Swap-Vertrag strukturell nicht zur Absicherung bestimmter Kreditverbindlichkeiten eigne.¹⁵¹ Vielmehr hofft der Kunde darauf, durch eine entsprechende Entwicklung der Zinsdifferenz Gewinne zu erzielen.

Indexswaps wie der Harvest oder der LSM Swap wurden bereits von vornherein als Mittel zur Generierung von Erträgen vertrieben: *Spekulative Umsetzung von Markterwartungen durch Einsatz von strukturierten Swaps, um zusätzliche Erträge zu generieren*.¹⁵² Cross Currency Swaps wurden als „Carry Trade“ beschrieben, um durch die Ausnutzung der Zinsdifferenzen zwischen den Währungsbereichen der „gekreuzten“ Währungen separate Gewinne zu erzielen und so z. B. *aus diesen Erträgen die laufenden Annuitäten aus Immobilienverbindlichkeiten zu verringern*.¹⁵³

Die Art der Gewinnerzielung unterscheidet sich jedoch zwischen Kunde und Bank. Der Kunde behält seine Vertragsposition über die Gesamtlaufzeit bei. Sein Gewinn wird allein aus der Entwicklung des Basiswertes des Swaps generiert. Die Bank hingegen kann, wie schon dargestellt, nicht nur ihre Vertragsposition beibehalten und ebenfalls am Basiswert partizipieren, offensichtlich in gegensätzlicher Weise. Vielmehr kann die Bank auch dadurch eine Gewinnmarge erzielen, indem sie den einstrukturierten negativen Marktwert durch Gegengeschäfte am Markt veräußert. Dies ist einer der wesentlichen Unterschiede, der im Folgenden auch für die Frage der Aufklärungspflichten von Bedeutung sein wird.

2. Risikotransfer

Wie schon die Bank so kann auch der Kunde ein Interesse daran haben, bestehende Zins,- Währungs- oder Rohstoffrisiken auf den Swappartner zu übertragen.

Hat der Kunde beispielsweise ein Zinsänderungsrisiko aus einem variabel verzinsten Darlehen, dann kann er durch einen schlichten Plain-Vanilla Swap, bei dem er einen Festzins an die Bank bezahlt und im Gegenzug von der Bank den gleichen Zins erhält, wie er ihn zur Bedienung des variablen

¹⁵¹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 14.

¹⁵² Z. B. Produktpräsentation Harvest Swap S. 3, siehe auch OLG Köln, Beschluss vom 09.09.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21615, Rz. 3 ff.

¹⁵³ Z. B. Produktpräsentation Cross Currency Swap, siehe auch OLG Stuttgart, Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890–895, Rz. 9.

Darlehens benötigt, das Zinsrisiko auf die Bank transferieren.¹⁵⁴ In ähnlicher Weise können Risiken aus Fremdwährungsgeschäften oder Rohstoffbeschaffungsrisiken verlagert werden.

3. Kundenservice

Auch der Kunde hat ein Interesse an einem guten Service seines Finanzdienstleisters. Das Aufsichtsrecht will dem Kunden sogar den „*bestmöglichen*“ Service zukommen lassen.¹⁵⁵ Das Verhältnis zwischen Kunde und Bank ist, wie der III. Zivilsenat festgestellt hat,¹⁵⁶ nicht nur auf Dauer und Transparenz angelegt, es ist auch von Vertrauen geprägt. Der Kunde erwartet von seinem Bankberater, dass er seinem Rat vertrauen darf, ohne seine Anlageempfehlungen hinterfragen zu müssen. Wie in ständiger Rechtsprechung festgehalten, darf der Kunde auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der ihm erteilten Beratung vertrauen.¹⁵⁷ Der Kunde darf auch bei Swapgeschäften eine Empfehlung erwarten, die „*allein am Kundeninteresse*“ ausgerichtet sein muss.¹⁵⁸ Ob dies angesichts der zunehmenden Kommerzialisierung der Kreditwirtschaft heutzutage noch gerechtfertigt ist, darf allerdings bezweifelt werden.

Die Interessen des Kunden und seine Erwartungshaltung müssen dabei auch im Zusammenhang mit der von ihm beauftragten Dienstleistung gesehen werden. Ein Kunde, der keine Beratung erwartet, weil er einen Discount Broker aufsucht, wird der Bank daher auch nicht das Vertrauen entgegenbringen wie etwa ein Kunde aus dem Private Wealth Bereich.

¹⁵⁴ Vgl. OLG Stuttgart, Urteil vom 27.06.2012, Az. 9 U 140/11, WM 2012, 1829, Rz. 20: „*Diese Konstruktion hatte zur Folge, dass die Klägerin ihre bestehende darlehensvertragliche Verpflichtung zur Zahlung eines variablen Zinses gegen eine Verpflichtung zur Zahlung eines Festzinssatzes in Höhe von 5,85% bis zum Ende der Laufzeit weggetauscht hat (Swap).*“

¹⁵⁵ Hierzu näher unter D. III. 1.

¹⁵⁶ BGH, Urteil vom 15.04.2010, Az. III ZR196/09, BGHZ 185, 185, Rz. 12.

¹⁵⁷ BGH, Urteile vom 13.01.2004, Az. XI ZR 355/02, WM 2004, 422, 425, und vom 08.07.2010, Az. III ZR 249/09, WM 2010, 1493, Rz. 21 m.w.N.

¹⁵⁸ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 32.

D. Grundlagen der Aufklärungspflichten

Die Aufklärungspflichten bei strukturierten Swaps können im Wesentlichen dem Vertragsrecht sowie dem Aufsichts- und Europarecht entnommen werden.

I. Vertragsrecht

Maßgebend für Inhalt und Umfang von Aufklärungspflichten in Bezug auf strukturierte Swapgeschäfte sind in erster Linie das sog. „Bond-Urteil“ des BGH vom 06.07.1993¹⁵⁹ sowie das sog. „Swap-Urteil“ des BGH vom 22.03.2011¹⁶⁰.

1. Das Bond-Urteil

Mit dem sog. „Bond-Urteil“ („bond“ Englisch für Anleihe) hat der BGH festgestellt, dass zwischen Kunde und Bank ein konkludenter Beratungsvertrag zustande kommen kann, der Grundlage von Aufklärungspflichten auch für Swapgeschäfte ist.

a) Beratungsvertrag im Allgemeinen

Tritt ein Anlageinteressent an eine Bank heran, um über die Anlage eines Geldbetrages beraten zu werden, oder tritt ein Anlageberater einer Bank an einen Kunden heran, um diesen zu beraten, so wird das darin liegende Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages stillschweigend durch die Aufnahme des Beratungsgesprächs angenommen.¹⁶¹

¹⁵⁹ BGH, Urteil vom 06.07.1993, Az. XI ZR 12/93 (Bond-Urteil), BGHZ 123, 126–131 = NJW 1993, 2433–2434.

¹⁶⁰ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299.

¹⁶¹ BGH, Urteil vom 06.07.1993, Az. XI ZR 12/93 (Bond-Urteil), BGHZ 123, 126–131 = NJW 1993, 2433–2434, Rz. 11; hierzu kritisch *Herresthal*, Die Grundlage und Reichweite von Aufklärungspflichten beim Eigenhandel mit Zertifikaten – zugleich eine Besprechung von BVerfG 1 BvR 2514/11, BGH XI ZR 182/10 und BGH XI ZR 178/10, ZBB 2012, S. 89, 92 ff. m. w. N.

Inhalt und Umfang der Beratungspflicht sind demnach von einer Reihe von Faktoren abhängig, die sich einerseits auf die Person des Kunden und andererseits auf das Anlageprojekt beziehen. Die konkrete Ausgestaltung der Pflicht hängt entscheidend von den Umständen des Einzelfalls ab.¹⁶²

Zu den Umständen in der Person des Kunden gehören insbesondere dessen Wissensstand über Anlagegeschäfte der vorgesehenen Art und dessen Risikobereitschaft; zu berücksichtigen ist also vor allem, ob es sich bei dem Kunden um einen erfahrenen Anleger mit einschlägigem Fachwissen handelt und welches Anlageziel der Kunde verfolgt.¹⁶³ Die Beratung hat sich daran auszurichten, ob das beabsichtigte Anlagegeschäft der sicheren Geldanlage dienen soll oder spekulativen Charakter hat. Die empfohlene Anlage muss unter Berücksichtigung dieses Ziels auf die persönlichen Verhältnisse des Kunden zugeschnitten, also „anlegergerecht“ sein.¹⁶⁴

In Bezug auf das Anlageobjekt („objektgerechte Beratung“) hat sich die Beratung auf diejenigen Eigenschaften und Risiken zu beziehen, die für die jeweilige Anlageentscheidung wesentliche Bedeutung haben oder haben können. Dabei ist zwischen den allgemeinen Risiken (Konjunkturlage, Entwicklung des Börsenmarktes) und den speziellen Risiken zu unterscheiden, die sich aus den individuellen Gegebenheiten des Anlageobjekts (Kurs-, Zins- und Währungsrisiko) ergeben. Für den Umfang der Beratung ist hier insbesondere von Bedeutung, ob die beratende Bank das Anlageobjekt in ein von ihr zusammengestelltes Anlageprogramm aufgenommen hat und sie dieses Anlageprogramm zur Grundlage ihrer Beratung macht. Der Anlageinteressent darf davon ausgehen, dass seine ihn beratende Bank, der er sich aufgrund der von dieser in Anspruch genommenen Sachkunde anvertraut, die von ihr in das Anlageprogramm aufgenommenen Papiere selbst als „gut“ befunden hat.¹⁶⁵ Die Bank ist daher verpflichtet, eine Anlage, die sie empfehlen will, mit banküblichem kritischem Sachverstand zu prüfen.¹⁶⁶

Die Beratung der Bank muss richtig und sorgfältig, dabei für den Kunden verständlich und vollständig sein und die Bank muss zeitnah über alle Um-

¹⁶² BGH, Urteil vom 06.07.1993, Az. XI ZR 12/93 (Bond-Urteil), BGHZ 123, 126–131 = NJW 1993, 2433–2434, Rz. 14.

¹⁶³ BGH, Urteil vom 06.07.1993, Az. XI ZR 12/93 (Bond-Urteil), BGHZ 123, 126–131 = NJW 1993, 2433–2434, Rz. 15; BGH, Urteil vom 14.07.2009, Az. XI ZR 152/08, WM 2009, 1647, Rz. 49.

¹⁶⁴ BGH, Urteil vom 06.07.1993, Az. XI ZR 12/93 (Bond-Urteil), BGHZ 123, 126–131 = NJW 1993, 2433–2434, Rz. 17.

¹⁶⁵ BGH, Urteil vom 06.07.1993, Az. XI ZR 12/93 (Bond-Urteil), BGHZ 123, 126–131 = NJW 1993, 2433–2434, Rz. 18; BGH, Urteil vom 09.05.2000, Az. XI ZR 159/99, WM 2000, 1441, 1442.

¹⁶⁶ BGH, Urteil vom 07.10.2008, Az. XI ZR 89/07, BGHZ 178, 149, Rz. 12.

stände unterrichten, die für das Anlagegeschäft von Bedeutung sind. Fehlen ihr derartige Kenntnisse, so hat sie das dem Kunden mitzuteilen und offenzulegen, dass sie zu einer Beratung, z. B. über das konkrete Risiko eines Geschäfts, mangels eigener Information nicht in der Lage ist.¹⁶⁷ Die Bewertung und Empfehlung eines Anlageobjektes muss unter Berücksichtigung der genannten Gegebenheiten ex ante betrachtet vertretbar sein. Das Risiko, dass sich eine Anlageentscheidung im Nachhinein als falsch erweist, trägt der Kunde.¹⁶⁸

b) Umstände von „wesentlicher Bedeutung“

Im Bond-Urteil stellt der BGH fest, dass der Berater eine anlegergerechte Empfehlung aussprechen und über alle Umstände aufzuklären hat, die für die jeweilige Anlageentscheidung „wesentliche Bedeutung“ haben oder haben können.¹⁶⁹ Was für den Anleger von wesentlicher Bedeutung ist, entscheidet der BGH je nach Einzelfall.¹⁷⁰ Ausgehend vom konkludenten Beratungsvertrag des BGH muss die Auslegung der konkludenten Vertragserklärungen von Kunde und Bank zur Bestimmung der wesentlichen Bedeutung nach den §§ 133, 157 BGB erfolgen. Danach ist der wirkliche Wille zu erforschen und der Beratungsvertrag so auszulegen, wie Treu und Glaube es mit Rücksicht auf die Verkehrssitte erfordern. Bei der Bestimmung der Wesentlichkeit der Information nimmt der BGH entsprechend § 157 BGB eine „normativ-objektive“ Betrachtungsweise ein und stellt auf die objektive Anlegererwartung ab.¹⁷¹ Diese objektive Betrachtungsweise geht jedoch nicht soweit, als dass der BGH bei der Frage der wesentlichen Bedeutung auf das objektive Aufsichtsrecht abstellen würde.¹⁷² Zur Auslegung des konkludenten Beratungsvertrages bedarf es nach Ansicht des BGH vielmehr „zivilrechtlich allgemein anerkannter Grundsätze“, die sich

¹⁶⁷ BGH, Urteil vom 06.07.1993, Az. XI ZR 12/93 (Bond-Urteil), BGHZ 123, 126–131 = NJW 1993, 2433–2434, Rz. 19; BGH, Urteil vom 09.05.2000, Az. XI ZR 159/99, WM 2000, 1441, 1442.

¹⁶⁸ BGH, Urteil vom 21.03.2006, Az. XI ZR 63/05, WM 2006, 851, Rz. 12.

¹⁶⁹ So auch schon in BGH, Urteil vom 04.02.1987, Az. IVa ZR 134/85, WM 1987, 531–533, Rz. 9.

¹⁷⁰ Vgl. *Herresthal*, Die Grundlage und Reichweite von Aufklärungspflichten beim Eigenhandel mit Zertifikaten – zugleich eine Besprechung von BVerfG 1 BvR 2514/11, BGH XI ZR 182/10 und BGH XI ZR 178/10, ZBB 2012, 89, 97, mit Verweis auf eine kaum zu überschauende Einzelfallrechtsprechung.

¹⁷¹ BGH, Urteil vom 17.09.2013, Az. XI ZR 332/12, WM 2013, 1983–1987, Rz. 11; *Winter*, Die Prinzipien der höchstrichterlichen Rechtsprechung zu Innenprovisionen, Rückvergütungen und Gewinnmargen, WM 2014, 1606, 1608.

¹⁷² Hierzu näher unter D. II. 3.

aber aus „tragenden Grundprinzipien des Aufsichtsrechts“ ergeben können.¹⁷³

Einen solchen „zivilrechtlich allgemeinen anerkannten Grundsatz“ sieht der BGH in der Vermeidung vertragswidriger Interessenkollisionen.¹⁷⁴ Da der BGH von einem konkludenten Beratungsvertrag ausgeht, dürfe der Kunde erwarten, dass die beratende Bank sich dazu verpflichtet habe, bei der Beratung ausschließlich die Kundeninteressen zu vertreten.¹⁷⁵

Ein weiterer zivilrechtlicher allgemeiner Grundsatz ist in der Pflicht zur Aufklärung über sämtliche Umstände, die für die Willensbildung des anderen Teils offensichtlich von ausschlaggebender Bedeutung sind, zu sehen. Ein Verschweigen derartiger Umstände kann den anderen Teil sogar zu einer Anfechtung nach § 123 BGB berechtigen, insbesondere bei Einnahme einer Vertrauensstellung¹⁷⁶ und geschäftlicher Unerfahrenheit.¹⁷⁷ Das gilt insbe-

¹⁷³ BGH, Urteil vom 03.06.2014, Az. XI ZR 147/12, NJW 2014, 2947, Rz. 37; hierzu näher unter D. II. 3.

¹⁷⁴ BGH, Beschluss vom 20.01.2009 (Kick-Back III), Az. XI ZR 510/07, NJW 2009, 1416–1417, Rz. 12: „In § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG a.F. ist lediglich der auch zivilrechtlich allgemein anerkannte Grundsatz der Vermeidung von vertragswidrigen Interessenkonflikten aufsichtsrechtlich für den Bereich des Wertpapierhandels normiert worden [...]“; BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 32: „Dieser zivilrechtliche Grundsatz ist aufsichtsrechtlich für den Bereich der dem Wertpapierhandelsgesetz unterfallenden Geschäfte in § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG normiert.“

¹⁷⁵ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 32: „Mit dem Beratungsvertrag übernimmt die Bank die Pflicht, eine allein am Kundeninteresse ausgerichtete Empfehlung abzugeben.“; hierzu näher unter F. IV. 2.

¹⁷⁶ RGZ 111, 233, 234 („Bankier“); BGH, Urteil vom 28.04.1971, Az. VIII ZR 258/69, NJW 1979, 1795, 1799: „Aus dem auch das Kaufrecht beherrschenden Grundsatz von Treu und Glauben kann sich aber die Verpflichtung des Verkäufers ergeben, dem Käufer Mitteilung von Tatsachen zu machen, die für den Entschluss des anderen Teils offensichtlich von Bedeutung sind. [...] Die Rechtsprechung hat wiederholt hervorgehoben, dass ein fachkundiger Verkäufer gegenüber dem Käufer eine Vertrauensstellung einnehmen kann, aus der sogar möglicherweise eine Nebenpflicht zur Raterteilung folgt [...]“; BGH, Urteil vom 11.8.2010, Az. XII ZR 192/08, NJW 2010, 3362, Rz. 22: „Allerdings besteht nach der Rechtsprechung eine Rechtspflicht zur Aufklärung bei Vertragsverhandlungen auch ohne Nachfrage dann, wenn der andere Teil nach Treu und Glauben unter Berücksichtigung der Verkehrsanschauung redlicherweise die Mitteilung von Tatsachen erwarten durfte, die für die Willensbildung des anderen Teils offensichtlich von ausschlaggebender Bedeutung sind [...]“.

¹⁷⁷ BGH, Urteil vom 07.10.1991, Az. II ZR 194/90, NJW 1992, 300, 302: „[...] unerfahren und deshalb ohne sachlichen Rat außerstande, rechtlich zu durchschauen, welche Bedeutung der Tatsache zukam [...]“; BGH, Urteil vom 20.02.1967,

sondere für solche Umstände, die den Vertragszweck vereiteln oder erheblich gefährden können oder geeignet sind, dem Vertragspartner erheblichen wirtschaftlichen Schaden zuzufügen.¹⁷⁸ Die Aufklärungspflicht über derartige Umstände deckt sich mit den gemäß § 242 BGB rein objektiv zu bestimmenden Aufklärungspflichten aus einem vorvertraglichen Schuldverhältnis nach §§ 241 Abs. 2, 311 Abs. 2 BGB.¹⁷⁹ Ein solches wird man aufgrund des Informationsgefälles zwischen Bank und Kunde und wegen des vom Kunden der Bank entgegengebrachten Vertrauens regelmäßig annehmen müssen.¹⁸⁰ Nach § 242 BGB besteht eine Aufklärungspflicht, wenn der andere Teil nach Treu und Glauben und den im Verkehr herrschenden Anschauungen redlicherweise eine Aufklärung erwarten darf. Schutzgegenstand der Aufklärungspflicht kann dabei das Leistungsinteresse, aber auch das Integritätsinteresse der anderen Partei sein.¹⁸¹ Allerdings muss berücksichtigt werden, dass derjenige, der einen Vertrag schließt, sich selbst darüber zu vergewissern hat, ob er für ihn von Vorteil ist oder nicht (Grundsatz der Privatautonomie). Darauf darf sich der andere Vertragsteil einstellen und braucht deshalb nicht auf Umstände hinzuweisen, von denen er annehmen darf, dass er nach ihnen gefragt werde, falls Wert auf sie gelegt wird.¹⁸² Dies kann der andere Vertragsteil denklogisch aber nur dann annehmen, wenn er davon ausgehen darf, dass sein Vertragspartner die Informationen schon hat oder sich anderweitig besorgen kann. Bei strukturierten Swapgeschäften wird daher die Schaffung der Gefahrenlage und der Wissensvorsprung der Bank¹⁸³ in Bezug auf die Risikobewertung (Risikostruktur,

Az. III ZR 134/65, NJW 1967, 1022, 1023 (Unerfahrenheit beim finanzierten Abzahlungskauf).

¹⁷⁸ BGH, Urteil vom 02.03.1979, Az. V ZR 157/77, NJW 1979, 2243; BGH, Urteil vom 06.03.2008, Az. III ZR 298/05, WM 2008, 725, 726: „Dazu gehört eine Aufklärung über Umstände, die den Vertragszweck vereiteln oder den vom Anleger verfolgten Zweck gefährden können [...]“.

¹⁷⁹ BGH, Urteil vom 13.07.1988, Az. VIII ZR 224/87, NJW 1989, 763, 764: „Eine derartige Pflicht, deren Verletzung eine arglistige Täuschung begründen kann, hat die Rechtsprechung aus den konkreten, zwischen den Verhandlungspartnern bestehenden Rechtsbeziehungen dann hergeleitet, wenn das Verschweigen von Tatsachen insbesondere im Hinblick auf eine mögliche Vereitelung des Vertragszwecks gegen Treu und Glauben verstoßen würde und der Erklärungsgegner die Mitteilung der verschwiegenen Tatsache nach der Verkehrsauffassung erwarten durfte [...]“.

¹⁸⁰ Herresthal, Die Grundlage und Reichweite von Aufklärungspflichten beim Eigenhandel mit Zertifikaten – zugleich eine Besprechung von BVerfG 1 BvR 2514/11, BGH XI ZR 182/10 und BGH XI ZR 178/10, ZBB 2012, 89, 94 m. w. N.

¹⁸¹ Zur Theorie der „doppelten Integrität“ s. F. IV. 4. b).

¹⁸² BGH, Urteil vom 13.07.1988, Az. VIII ZR 224/87, NJW 1989, 763, 764, m. w. N.

¹⁸³ „Strukturelles Ungleichgewicht“, s. Braun/Lang/Loy in Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang, Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft, 4. Aufl., Rz. 282.

Verlustrisiken, anfänglich negativer Marktwert, Value-at-Risk) zu berücksichtigen sein.¹⁸⁴

Die Auslegung der Pflichten aus dem Beratungsvertrag nach §§ 133, 157 BGB soll die Parteiabrede ermitteln, während eine Ermittlung vorvertraglicher Pflichten gemäß § 242 BGB als objektiver Maßstab unabhängig vom Parteiwillen ist. Wenn aber „allgemeine Grundprinzipien“ über die objektiv-normative Auslegung Eingang in den Beratungsvertrag finden, dann decken sich im Rahmen der Aufklärungspflichten vorvertragliche und vertragliche Pflichten aus einem Beratungsvertrag.¹⁸⁵

Der Kunde darf demnach sowohl aufgrund des vom BGH angenommenen Beratungsvertrages als auch aufgrund vorvertraglicher Aufklärungspflichten eine Information über solche Umstände erwarten, die nach der Verkehrsan-schauung erforderlich sind, um die Anlageentscheidung treffen zu können. Beim Swapgeschäft ist zu berücksichtigen, dass auch die Bank ausweislich des Swapvertrages Partei des Geschäfts ist, unabhängig von der Vornahme von Gegengeschäften. Daher muss die Frage gestellt werden: Welche Informationen wären für die Bank wichtig, damit diese eine eigenverantwortliche Entscheidung darüber treffen kann, ob sie die Zinswette mit dem Kunden eingehen will oder nicht? Alle diese Umstände sind folgerichtig dann auch von „wesentlicher Bedeutung“ für die Anlageentscheidung des Kunden. Dies dürfte den BGH zur Feststellung bewogen haben, dass bei Swapgeschäften in Bezug auf das Risiko ein möglichst gleichwertiger Kenntnisstand herzustellen ist, damit dem Kunden alle für die Anlageentscheidung „wesentlichen“ Umstände bekannt sind und er eine eigenverantwortliche Entscheidung über die Zinswette treffen kann.¹⁸⁶

Bei offenen Immobilienfonds hat der BGH eine Aufklärung über die Möglichkeit einer Aussetzung der Anteilsrücknahme für erforderlich gehalten, weil diese Information von der Bank gleichfalls für entscheidungserheblich gehalten wurde, so dass sie an anderer Stelle kommuniziert worden war.¹⁸⁷ Bei Swapgeschäften erhalten die Kunden regelmäßig Marktwertmit-

¹⁸⁴ Hierzu näher unter D. I. 2. b).

¹⁸⁵ Vgl. OLG Stuttgart, Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890–895, Rz. 51: „Insofern decken sich im Bereich der Informationspflichten die Aufklärungs- und Beratungspflichten, so dass es auf das Vorliegen eines Beratungsvertrages zwischen dem Kläger und der Beklagten zu 1 nicht ankommt [...]“.

¹⁸⁶ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29; hierzu näher unter D. I. 2. b).

¹⁸⁷ BGH, Urteil vom 29.04.2014, Az. XI ZR 130/13, WM 2014, 1221, 1224: „Einem unvermeidbaren Rechtsirrtum steht hier schon entgegen, dass für die Beklagte im Juli 2008 ein konkreter Anhaltspunkt bestand, aus dem sie ohne weiteres hätte erkennen können, dass es sich bei der Möglichkeit einer Aussetzung der An-

teilungen von der Bank, allerdings in der Regel erst einige Zeit nach Vertragsschluss.¹⁸⁸ Dies macht deutlich, dass auch die Bank den Marktwert für einen entscheidungserheblichen Umstand hält, teilt den Marktwert aber erst mit erheblicher Verzögerung mit. Würde die Bank den Marktwert unmittelbar nach Vertragsschluss mitteilen, könnten sich für den Kunden noch Hinweise auf einen bereits anfänglich negativen Marktwert geben, wenn sich die Marktverhältnisse seitdem nicht erheblich verändert haben. Die verzögerte Marktwertmitteilung macht deutlich, dass die Bank den Kunden über ihre eigenen Umsatzinteressen bei Abschluss des Swapvertrages im Unklaren lassen will. Somit kann sie auch in Folgegeschäften einen anfänglich negativen Marktwert einstrukturieren, von dem der Kunde nichts wissen kann. Denn aus den aktuellen Marktwertmitteilungen kann der Kunde immer nur auf eine negative Marktwertentwicklung je nach Marktlage schließen, aber nicht auf einen von Anfang an einstrukturierten negativen Marktwert.¹⁸⁹

c) Beratungsvertrag bei Swapgeschäften

In seinem Swapurteil vom 22.03.2011 hat der BGH einen derartigen Beratungsvertrag auch bei der Empfehlung eines Swapgeschäftes angenommen.¹⁹⁰ Das Zustandekommen des Beratungsvertrages war seinerzeit von der damaligen Beklagten nicht angegriffen worden. Der Spread Ladder Swap entstammte dem Anlageprogramm der strukturierenden Bank und es fanden mehrere Beratungsgespräche statt.

teilsrücknahme um eine aufklärungspflichtige Eigenschaft des Fonds handeln kann. Im Flyer des Fonds wird nämlich bereits auf der Titelseite und damit an exponierter Stelle darauf aufmerksam gemacht, dass die Rücknahme von Anteilen gemäß § 81 InvG a. F. binnen einer in den Vertragsbedingungen festgelegten Frist ausgesetzt werden kann.“; Servatius, Beraterpflichten beim Vertrieb offener Immobilienfonds, ZfIR 2014, 677.

¹⁸⁸ Landgericht Stuttgart („Rohstoff Swap“), Urteil vom 10.05.2011, Az. 21 O 116/10, BeckRS 2012, 02272; Landgericht Stuttgart („Cross Currency Swap“), Urteil vom 12.07.2011, Az. 21 O 166/10, BeckRS 2011, 18661; Landgericht Düsseldorf („Zinsswap“), Urteil vom 24.02.2012, Az. 8 O 550/19, Landgericht Köln („Harvest Swap“), Urteil vom 03.05.2012, Az. 30 O 443/10, BeckRS 2012, 12015; Landgericht Wuppertal („LSM Swap“), Urteil vom 18.01.2012, Az. 3 O 270/11, BeckRS 2012, 03759.

¹⁸⁹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 37.

¹⁹⁰ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 19 ff.

Ein solcher konkludenter Beratungsvertrag wurde bislang wie selbstverständlich auch bei solchen Swapgeschäften angenommen, die nicht, wie der Spread Ladder Swap, zu spekulativen Zwecken abgeschlossen waren, sondern zur Zinssicherung.¹⁹¹ Das OLG Hamm vertrat im Urteil vom 17.06.2013¹⁹² dagegen die Ansicht, dass es dann, wenn es dem Kunden gerade nicht um eine bloße Geldanlage, sondern um den Abschluss eines Zinssicherungsgeschäfts gehe und der Abschluss des Zinsswapvertrages somit seiner Sicherheitsorientierung in Bezug auf unkalkulierbar ansteigende Zinsen entspreche, schon kein Beratungsvertrag geschlossen werde.¹⁹³

Das OLG Hamm geht also davon aus, dass der Abschluss eines Zinssicherungsgeschäfts keine Geldanlage im Sinne der Bond-Rechtsprechung darstelle. Diese Ansicht vermag nicht zu überzeugen. Denn man wird auch ein Swapgeschäft als „Kapitalanlage im weiteren Sinn“ bezeichnen müssen. Ein Swapgeschäft stellt eine Kombination aus Kreditaufnahme und Wiederanlage in einer der klassischen Anlageformen dar. Dies wird z. B. daraus ersichtlich, dass es im Anlageprogramm der Deutschen Bank nicht nur den bereits dargestellten Harvest Swap, sondern auch den Harvest Fonds und das Harvest Zertifikat gab. Alle drei Varianten hängen vom Harvest Index ab. Nur in der Swap-Variante musste der Kunde anfänglich kein eigenes Kapital einsetzen und sie stellte nach Aussage der Deutschen Bank eine „*innovative Zugangsform zu indexbezogenen Anlagestrategien*“ dar.¹⁹⁴ Daher wird auch die Swapvariante als Kapitalanlage im weiteren Sinn gesehen werden müssen.

Darüber hinaus ist die Abstraktheit des Swapgeschäfts zu beachten. Der Swapvertrag ist ein selbständiger Vertrag, für den es ein Grundgeschäft geben kann, aber nicht muss. Auch das OLG Hamm sah hierin eine „*eigenständige Verpflichtung*“. Regelmäßig fehlt auch eine Sicherungszweckvereinbarung, die eine Quasi-Akzessorietät herstellen könnte, wie z. B. im Fall von Darlehen und Grundschuld. Wie schon das OLG Stuttgart festgestellt hat, besteht stets die Möglichkeit, dass ein Swap, selbst wenn er zu Absicherungszwecken geschlossen wurde, ohne Grundgeschäft bleibt und eine offene Risikoposition darstellt.¹⁹⁵ Wenn also der Swapvertrag unabhängig

¹⁹¹ Vgl. OLG Stuttgart, Urteil vom 27.06.2012, Az. 9 U 140/11, WM 2012, 1829; OLG Köln, Urteile vom 18.01.2012, Az. 13 U 232/10, 13 U 37/11, WM 2012, 888–890.

¹⁹² OLG Hamm, Urteil vom 17.06.2013, Az. 31 U 49/13, GWR 2014, 152.

¹⁹³ OLG Hamm, Urteil vom 17.06.2013, Az. 31 U 49/13, GWR 2014, 152, Rz. 34.

¹⁹⁴ OLG Köln, Beschluss vom 09.09.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21615, Rz. 12.

¹⁹⁵ OLG Stuttgart, Urteil vom 01.02.2012, Az. 9 U 57/11, BKR 2012, 300–303, Rz. 24.

vom Bestand eines Grundgeschäfts ist, dann kann diese Abstraktheit beim Zustandekommen eines Beratungsvertrages nicht unterschiedlich beurteilt werden, je nachdem, ob ein sichernder oder spekulativer Swap gegeben ist.

Das Beispiel des Cross Currency Swaps, bei dem der Kunde einen Festsatz in Fremdwährung bezahlt, macht das Problem und die Abgrenzungsschwierigkeit deutlich: Der Cross Currency Swap wird zur „Zinsoptimierung“ verkauft. Zins- und Währungsgewinne können genutzt werden, um den Darlehenszins eines Grundgeschäfts zu reduzieren.¹⁹⁶ Wenn nun der Kunde sichere Zahlungseingänge in beiden Währungen hätte, dann bestünde faktisch kein Währungsrisiko. Der Cross Currency Swap könnte somit gleichsam als Sicherungsgeschäft angesehen werden („synthetisches Festzinsdarlehen in Fremdwährung“) und nicht länger als spekulative Währungswette. Im einen Fall wäre ein Beratungsvertrag zustande gekommen, im anderen Fall nicht. Daher ist es praktikabel, stets einen Beratungsvertrag anzunehmen, insbesondere wenn der Swap als für den Kunden geeignet dargestellt wird.¹⁹⁷

2. Das Swap-Urteil

Am 22.03.2011 hat sich der BGH erstmalig mit einem strukturierten Swapprodukt befasst.¹⁹⁸ Ihm lag ein CMS Spread Ladder Swap der Deutschen Bank zur Entscheidung vor. Bis zur Entscheidung vom 22.03.2011 gab es bereits einige obergerichtliche, teils widersprüchliche Entscheidungen zu Swapgeschäften. Die Mehrzahl der Oberlandesgerichte hatte dabei eine Aufklärungspflicht über den sog. „anfänglichen negativen Marktwert“ verneint.¹⁹⁹ Lediglich das OLG Stuttgart hatte eine derartige Aufklärungspflicht bejaht,²⁰⁰ nicht zuletzt, nachdem es sich, wie bereits dargestellt, durch eine

¹⁹⁶ OLG Stuttgart, Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890–895, Rz. 9: „[...] um aus diesen Erträgen die laufenden Annuitäten aus seinen Immobilienverbindlichkeiten zu verringern [...]“.

¹⁹⁷ Vgl. EuGH, Urteil vom 30.05.2013, Az. C-604/11 „Genil“, ZIP 2013, 1417: „[...] Anlageberatung, wenn einem Kunden ein Swap zur Deckung des Risikos von Zinsschwankungen eines Finanzprodukts angeboten wird [...]“.

¹⁹⁸ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299.

¹⁹⁹ OLG Bamberg, Urteil vom 11.05.2009, Az. 4 U 92/08, WM 2009, 1082, 1095; OLG Frankfurt, Urteil vom 29.07.2009, Az. 23 U 76/08, WM 2009, 1563, 1564f.; OLG Celle, Urteil vom 30.09.2009, Az. 3 U 45/09, WM 2009, 2171, 2174; OLG Frankfurt, Urteil vom 04.08.2010, Az. 23 U 230/08, WM 2010, 1790, 1795f.; OLG Hamm, Urteil vom 10.11.2010, Az. 31 U 121/08, BKR 2011, 68, 73.

²⁰⁰ OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767; OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199.

informativische Anhörung eines Mitarbeiters aus der Strukturierungsabteilung der Deutschen Bank vertiefte Kenntnisse zur Strukturierung von Swaps verschafft hatte. Auf diese Erkenntnisse, die das OLG Stuttgart in seinen zwei Entscheidungen vom 26.02.2010 und 27.10.2010 festhielt,²⁰¹ insbesondere die Strukturierung der Swapgeschäfte mittels finanzmathematischer Bewertungsmodelle, konnte schließlich auch der BGH zurückgreifen.

a) Informationsgefälle

Ganz offensichtlich hat sich der BGH bei seiner Entscheidungsfindung auch mit den Ergebnissen des OLG Stuttgart auseinandergesetzt.²⁰² Das OLG Stuttgart hatte festgestellt, dass gerade bei strukturierten Swaps ein erhebliches Informationsgefälle zwischen Kunde und Bank besteht.

Wie bereits dargestellt,²⁰³ verwenden die Banken zur Bewertung von Swaps diverse Berechnungsmodelle. Mit diesen Modellen können Eintrittswahrscheinlichkeiten berechnet werden. Mit diesen Modellen kann zudem zu jedem Zeitpunkt der Marktpreis des Vertrages errechnet werden. Der Marktpreis ist der saldierte Wert der beiden vertraglichen Zahlungsströme, die mithilfe dieser Modelle berechnet werden.²⁰⁴

Die auf der Grundlage von Risikomodellen beruhende Konstruktion, seine Chancenverteilung und seine Marktbewertung seien für den Swapvertrag daher charakteristisch und prägend.²⁰⁵ An diesem „risikomodell-geprägten Glücksspiel-Charakter“ des Swapvertrages haben sich die Aufklärungspflichten der beklagten Bank zu orientieren. Es liege, so schon das OLG Stuttgart, eine „deutliche Informationsasymmetrie“ vor, die zu einer Angewiesenheit des Anlegers auf die Informationen der Bank führt. Dieses für die Bank offenkundige „Informationsdefizit“ müsse sie durch die Vermittlung aller Informationen ausgleichen, um den Anleger in die Lage zu versetzen, eine informierte Entscheidung über den Abschluss oder Nichtabschluss des Geschäfts zu treffen.²⁰⁶

²⁰¹ OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767; OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199.

²⁰² BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 33.

²⁰³ Siehe oben unter B. VI. 2.

²⁰⁴ OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767, Rz. 94.

²⁰⁵ OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767, Rz. 96.

²⁰⁶ OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767, Rz. 100.

Dies hat der BGH in seinem Swapurteil aufgegriffen. Zunächst bestätigte er die tatsächlichen Feststellungen des OLG Stuttgart zur Strukturierung von Swaps mittels Berechnungsmodellen. So werde der jeweils gültige Marktwert des Vertrages anhand finanzmathematischer Berechnungsmodelle in der Weise ermittelt, dass – unter Berücksichtigung gegebenenfalls enthaltener Optionsbestandteile – die voraussichtlichen künftigen festen und variablen Zinszahlungen der Parteien gegenübergestellt und mit den an den entsprechenden Zahlungssterminen gültigen Abzinsungsfaktoren auf den Bewertungszeitpunkt abgezinst werden. Da der Verlauf des variablen Zinssatzes naturgemäß unbekannt sei, würden die künftigen Zahlungspflichten des Kunden dazu mittels eines Simulationsmodells errechnet, das auf den im Bewertungszeitpunkt rechnerisch ermittelten Terminzinssätzen basiert.²⁰⁷

Sodann hat sich der BGH mit dem Kenntnisstand des Kunden befasst. Im Fall war für den Kunden sogar eine Diplom-Volkswirtin tätig. Wie der BGH aber bereits mehrfach entschieden hatte, darf von der Ausbildung alleine nicht auf Fachkenntnisse in Bezug auf das jeweilige Produkt geschlossen werden.²⁰⁸ Das OLG Frankfurt war dagegen noch der Ansicht, dass von einer Diplom-Volkswirtin zu erwarten sei, dass sie die Struktur von Swapverträgen und deren mathematische Formeln verstehe.²⁰⁹ Der BGH ging aber aufgrund der vorangestellten Fakten zur Strukturierung von Swaps zu Recht davon aus, dass weder die Ausbildung noch die berufliche Tätigkeit als Prokuristin eines mittelständischen Unternehmens für Waschraumhygiene Kenntnisse über die spezifischen Risiken eines strukturierten Swaps nahe legen.²¹⁰ Es lag somit ein deutliches Informationsgefälle vor.

Dieses Informationsgefälle liegt auf der Hand, wenn man sich überlegt, dass die Spekulation mittels strukturierter Swaps, wie selbst die abweisende Vorinstanz festgestellt hat, eine „*Art spekulative Wette*“ sei.²¹¹ Diese Wette ähnelt einer Sportwette, bei der alle möglichen Ausgänge gerade nicht gleichwahrscheinlich sind wie z.B. bei einem Würfelspiel. Bei einem perfekten Würfel ist tatsächlich nicht vorhersehbar, auf welche Seite er fallen wird. Für jede Seite steht die Wahrscheinlichkeit bei 1/6. Die Kausalität ist

²⁰⁷ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 35.

²⁰⁸ BGH, Urteil vom 24.09.1996, Az. XI ZR 244/95, WM 1997, 309, 311, Urteil vom 21.10.2003, Az. XI ZR 453/02, ZIP 2003, 2242, 2244 f. und Urteil vom 28.09.2004, Az. XI ZR 259/03, WM 2004, 2205, 2206 f.

²⁰⁹ OLG Frankfurt, Urteil vom 30.12.2009, Az. 23 U 175/08, ZIP 2010, 921–925.

²¹⁰ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 25.

²¹¹ OLG Frankfurt, Urteil vom 30.12.2009, Az. 23 U 175/08, ZIP 2010, 921–925.

nicht nachvollziehbar und es entscheidet somit der Zufall. Bei einem Pferderennen können dagegen – etwa anhand der Rennen in der Vergangenheit – Aussagen über die Wahrscheinlichkeit eines bestimmten Ausgangs getroffen werden (z.B. Wettquoten). Einem Experten offenbaren sich verschiedene Kausalitäten. Aussagen über die Wahrscheinlichkeit können hier umso besser getroffen werden, je mehr man etwa – um im Beispiel zu bleiben – mit dem konditionellen und gesundheitlichen Zustand der Pferde und Jockeys vertraut ist. Will man hier ein faires Spiel ermöglichen, so müssen alle Parteien den gleichen Kenntnisstand über derartige Eigenschaften haben. Weiß dagegen eine Partei, dass der Favorit der anderen Partei erkrankt ist, hat sie einen immensen Wissensvorsprung.

b) Herstellung eines gleichen Kenntnisstandes

Bereits in seiner Bond-Entscheidung hat der BGH festgestellt, dass sich die Beratung auf diejenigen Eigenschaften und Risiken zu beziehen hat, die für die jeweilige Anlageentscheidung wesentliche Bedeutung haben oder haben können.²¹² Wie oben dargestellt,²¹³ sind solche Umstände im Rahmen des Beratungsvertrages von „wesentlicher“ Bedeutung, über die bereits im Rahmen eines vorvertraglichen Schuldverhältnisses aufzuklären ist. Ein solches ist aufgrund des Informationsgefälles zwischen Bank und Kunde und wegen des vom Kunden der Bank entgegengebrachten Vertrauens regelmäßig anzunehmen.²¹⁴

Eine nicht beratende, sondern lediglich kreditgebende Bank kann z.B. bei steuersparenden Bauherren-, Bauträger- und Erwerbmodellen zur Risikoaufklärung über das finanzierte Anlagegeschäft verpflichtet sein.²¹⁵ Eine vorvertragliche Aufklärungs- und Warnpflicht kann gegeben sein, wenn im Einzelfall ein besonderes Aufklärungs- und Schutzbedürfnis des Darlehensnehmers besteht und nach Treu und Glauben ein Hinweis der Bank geboten ist.²¹⁶

Eine Aufklärungspflicht besteht, wenn die Bank in Bezug auf spezielle Risiken des zu finanzierenden Vorhabens gegenüber dem Darlehensnehmer

²¹² BGH, Urteil vom 06.07.1993, Az. XI ZR 12/93 (Bond-Urteil), BGHZ 123, 126–131 = NJW 1993, 2433–2434, Rz. 18 und 19; BGH, Urteil vom 09.05.2000, Az. XI ZR 159/99, WM 2000, 1441, 1442.

²¹³ Siehe D. I. 1. b).

²¹⁴ *Herresthal*, Die Grundlage und Reichweite von Aufklärungspflichten beim Eigenhandel mit Zertifikaten – zugleich eine Besprechung von BVerfG 1 BvR 2514/11, BGH XI ZR 182/10 und BGH XI ZR 178/10, ZBB 2012, 89, 94 m.w.N.

²¹⁵ BGH, Urteil vom 05.06.2012, Az. XI ZR 175/11, WM 2012, 1389, Rz. 23 m.w.N.; BGH, Urteil vom 25.04.1985, Az. III ZR 27/84, WM 1985, 993–995.

²¹⁶ BGH, Urteil vom 09.04.1987, Az. III ZR 126/85, WM 1987, 1546.

einen *konkreten Wissensvorsprung* hat und dies auch erkennen kann.²¹⁷ Ein solcher *aufklärungspflichtiger Wissensvorsprung* liegt auch vor, wenn die Bank positive Kenntnis davon hat, dass der Kreditnehmer von seinem Geschäftspartner oder durch den Fondsprospekt über das finanzierte Geschäft gemäß § 123 BGB arglistig getäuscht wurde²¹⁸ oder wenn die Bank einen zu den allgemeinen wirtschaftlichen Risiken des Projekts hinzutretenden speziellen Gefährdungstatbestand für die Anleger schafft oder dessen Entstehung jedenfalls begünstigt.²¹⁹ In einer Strukturierung zu Lasten des Kunden kann ein solcher Gefährdungstatbestand gesehen werden.

Das Informationsgefälle war auch bei der sogenannten „Optionsrechtsprechung“ des BGH von Bedeutung. Der Erwerber einer Option, der die Londoner Prämie nicht kennt, ist nach Ansicht des BGH nicht in der Lage, zu erkennen, dass das Geschäft wegen eines hohen Aufschlags ganz erheblich geringere Gewinnchancen birgt, als wenn er es unmittelbar über einen Broker abschließen würde. Wer seinen eigenen „*Wissensvorsprung und Erfahrungsvorsprung*“ auf Kosten eines anderen gewerbsmäßig ausnutzt, der in Geschäften dieser Art nicht ausreichend bewandert und deshalb auf die Fairness seines Vertragspartners angewiesen ist, missbraucht auf grob anstößige Weise seine geschäftliche Überlegenheit und handelt sittenwidrig i. S. v. § 826 BGB.²²⁰

Ist eine Bank daher beratend tätig, dann muss sie ihren Wissensvorsprung erst recht offenlegen und das Informationsgefälle ausgleichen. Aufgrund der Wissensasymmetrie zwischen Kunde und Bank gibt es erhebliche Unterschiede in der Fähigkeit, diese Wahrscheinlichkeitsdifferenz eines Steigens oder Sinkens der den Swaps zu Grunde liegenden Basiswerte erkennen zu können. Eine große Geschäftsbank mit ihrer Research-Abteilung hat regelmäßig einen Vorteil gegenüber einem Kunden. Sie hat die besseren Möglichkeiten, die maßgeblichen Faktoren zu benennen und zu bewerten oder Schlüsse aus der historischen Entwicklung zu ziehen. Außerdem hat die Bank das Produkt mit ihren Modellen strukturiert und somit die eigentliche „Gefahrenlage“ für den Kunden erst geschaffen. Hier trifft die Bank aus dem Beratungsverhältnis eine Informations- und Warnpflicht, da sie andernfalls ihr Fachwissen über strukturierte Instrumente gezielt zum Nachteil des Kunden einsetzen könnte.

²¹⁷ BGH, Urteil vom 17.07.2012, Az. XI ZR 198/11, NJW 2012, 3294–3298.

²¹⁸ BGH, Urteil vom 05.06.2012, Az. XI ZR 175/11, WM 2012, 1389, Rz. 23 m. w. N.

²¹⁹ BGH, Urteil vom 25.04.1985, Az. III ZR 27/84, WM 1985, 993–995.

²²⁰ BGH, Urteil vom 11.10.1982, Az. II ZR 120/82, WM 1982, 1374–1379; vgl. gleiche BGH, Urteil vom 17.05.1982, Az. II ZR 9/82, WM 1982, 738.

Der BGH hat daher ausdrücklich festgestellt, dass die Aufklärung, die in ihrer Intensität von den Umständen des Einzelfalls abhängt, „auch bei einem so hoch komplexen Produkt“ wie einem CMS Spread Ladder Swap gewährleisten muss, dass der Kunde *im Hinblick auf das Risiko* des Geschäfts im Wesentlichen den „gleichen Kenntnis- und Wissensstand“ hat wie die ihn beratende Bank, weil ihm nur so eine eigenverantwortliche Entscheidung darüber möglich ist, ob er die ihm angebotene Zinswette annehmen will.²²¹ Der BGH stimmt mit dem OLG Stuttgart überein, das ebenso auf die *deutliche Informationsasymmetrie* hinwies. Dieses für die Bank *offenkundige Informationsdefizit* müsse sie durch die Vermittlung aller Informationen ausgleichen, um den Anleger in die Lage zu versetzen, eine informierte Entscheidung über den Abschluss oder Nichtabschluss des Geschäfts zu treffen.²²² Es ist nicht erkennbar, dass nur auf die Kenntnis des jeweiligen Bankberaters abzustellen wäre.²²³ Wegen der Wissenszurechnung (§ 166 Abs. 2 BGB) ist auf die Kenntnis der Bank insgesamt abzustellen.

Vermutlich deswegen beschränkt der BGH die Pflicht zur Herstellung eines im Wesentlichen gleichen Kenntnisstandes ausdrücklich auf das „Risiko“ des Geschäfts. Der Kunde muss also nicht sämtliche Details z. B. einer komplexen Strukturierung verstehen,²²⁴ sondern nur die Folgen für das Risiko, das er übernimmt. Wird also z. B. ein Swap aus mehreren hintereinander geschalteten Verkaufsoptionen strukturiert, dann muss der Kunde nicht die Ausgestaltung jeder einzelnen Option kennen. Dies käme wohl einem faktischen Produktverbot gleich.²²⁵ Dem Kunden ist aber zu verdeutlichen, dass der Swap aus Optionen strukturiert wurde²²⁶ und dass damit ein Stillhalterisiko für ihn verbunden ist, welches zu Zahlungen in theoretisch unbegrenzter Höhe führen kann, und wie dieses Risiko seitens der Bank bewertet worden ist.

²²¹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29.

²²² OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767, Rz 100.

²²³ So *Lange*, Anmerkung zur Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 22.03.2011, XI ZR 33/10, BB 2011, 1678, 1679.

²²⁴ Vgl. *Weller*, Die Dogmatik des Anlageberatungsvertrags – Legitimation der strengen Rechtsprechungslinie von Bond bis Ille ./, Deutsche Bank, ZBB 2011, 191, 195, 199.

²²⁵ Vgl. *Herresthal*, Die Weiterentwicklung des informationsbasierten Anleger-schutzes in der Swap-Entscheidung des BGH als unzulässige Rechtsfortbildung, ZIP 2013, 1049, 1051.

²²⁶ A. A. *Kropf*, Beratung durch Banken bei Abschluss von Swapgeschäften, ZIP 2013, 401, 402: „[...] keine genaue Aufklärung über die Zusammensetzung oder finanzmathematischen Grundlagen des Swaps [...]“.

c) *Verständnishorizont*

In ständiger Rechtsprechung ist eine beratende Bank vor Abgabe ihrer Anlageempfehlung verpflichtet, u. a. den Wissensstand und die Erfahrungen zu erfragen. Die Erkundigungspflicht entfällt nur dann, wenn der beratenden Bank diese Umstände, beispielsweise aus einer langjährigen Geschäftsbeziehung mit dem Kunden oder dessen bisherigem Anlageverhalten, bereits bekannt sind.²²⁷

Vorkenntnisse und Vorerfahrungen wirken sich also auf den Umfang der Aufklärungspflichten auch bei strukturierten Swaps aus. Wenn der Kunde bereits zu einem früheren Zeitpunkt über sämtliche aufklärungspflichtigen Umstände unterrichtet wurde, muss dies kein zweites Mal erfolgen. Wenn der Kunde bereits konkrete Erfahrungen mit einem strukturierten Swap gemacht hat und daher spezifische Kenntnisse hierdurch gewonnen hat, dann kann ebenfalls ein entsprechender Verständnishorizont zu Grunde gelegt werden. Dies gilt freilich nur dann, wenn Vorkenntnisse und Vorerfahrungen mit den sonst zu vermittelnden Kenntnissen identisch sind. Nicht ausreichend ist daher die Erfahrung, dass die Vorgeschäfte „*günstig oder ungünstig verlaufen und vorzeitig aufgelöst werden können*“.²²⁸ Wurde der Kunde also zum Beispiel bei einem zuvor abgeschlossenen Swapgeschäft auf die Bedeutung eines einstrukturierten „anfänglichen“ negativen Marktwerts hingewiesen, also auf die Risiken der anfänglich negativen Markteinschätzung,²²⁹ das Risiko einer interessenwidrigen Empfehlung²³⁰ und das Risiko künftiger Veränderung des Marktwertes, dann ist eine ausführliche Erläuterung bei einem identisch strukturierten Folgegeschäft entbehrlich, wenngleich die konkrete Höhe des anfänglich negativen Marktwertes von Swap zu Swap unterschiedlich sein kann und dementsprechend mitteilungs pflichtig bleibt. Umgekehrt gilt aber: Konnte der Kunde nur erkennen, dass der Marktwert des strukturierten Swaps im Laufe der Zeit negativ wurde, dann kann daraus nicht geschlossen werden, dass der Kunde auch wusste, dass schon von Anfang an ein „anfänglicher“ negativer Marktwert einstrukturiert worden war. Denn insofern war dem Kunden lediglich

²²⁷ BGH, Urteil vom 06.07.1993, Az. XI ZR 12/93 (Bond-Urteil), BGHZ 123, 126–131 = NJW 1993, 2433–2434, Rz. 16; *Hannöver*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl., § 110 Rz. 47 zu § 31 WpHG; *Braun/Lang/Loy*, in: Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang, Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft, 4. Aufl., Rz. 318; *Koller*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl., § 31 Rz. 142.

²²⁸ OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767, Rz. 137.

²²⁹ Hierzu näher unter F. II. 1. und 2.

²³⁰ Hierzu näher unter F. II. 3. und 4.

bekannt, dass die Marktwerte „negativ geworden waren“, weil das Zinsniveau zwischenzeitlich gesunken war.²³¹

Da sich die – regelmäßig unter Anwendung der dargestellten Risikomodelle konstruierten – Swapverträge bezüglich ihrer Risikostruktur nur mit geeigneten Risikomodellen zutreffend erfassen und bewerten lassen, benötigt der Anleger ein „vertieftes statistisches Wissen und die notwendigen Werkzeuge (Berechnungsmethoden)“, um die nicht transparenten Risiken von Swapgeschäften zu verstehen.²³² Daher sind dem Kunden die notwendigen Werkzeuge, also der anfänglich negative Marktwert und der Value-at-Risk, zur Verfügung zu stellen.²³³ Dieser Verständnishorizont kann auch nicht allein bei einer betriebswirtschaftlichen Ausbildung unterstellt werden. Allein auf der Grundlage einer allgemeinen betriebswirtschaftlichen Ausbildung kann kein finanzmathematisches Spezialwissen erwartet werden, also insbesondere keine Kenntnis von anfänglich negativen Marktwerten oder VaR-Risikomodellen. Der BGH hat mehrfach entschieden, dass die berufliche Qualifikation des Kunden allein nicht ausreicht, um Kenntnisse und Erfahrungen im Zusammenhang mit Finanztermingeschäften zu unterstellen, solange keine konkreten Anhaltspunkte bestehen, dass er diese im Zusammenhang mit der Ausübung seiner beruflichen Tätigkeit tatsächlich erworben hat.²³⁴

Der Verständnishorizont des Kunden ist dabei scharf zu trennen von seiner Risikobereitschaft. Aus den Fachkenntnissen des Kunden darf nicht auf dessen Risikobereitschaft geschlossen werden.²³⁵ Entsprechende Vorkenntnisse lassen die vom Berater übernommene Pflicht, die Anlageziele des Kunden zu ermitteln und ein dafür geeignetes Produkt zu empfehlen, unberührt.²³⁶ Auch ein Anleger mit grundlegenden Kenntnissen, der eine „chancenorientierte“ Anlagestrategie verfolgt, darf im Rahmen einer Anlagebera-

²³¹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 37.

²³² OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767, Rz. 141.

²³³ Hierzu näher unter E. VI. und F. IV.

²³⁴ BGH, Urteil vom 24.09.1996, Az. XI ZR 244/95, WM 1997, 309, 311; BGH, Urteil vom 21.10.2003, Az. XI ZR 453/02, ZIP 2003, 2242, 2244 f.; BGH, Urteil vom 28.09.2004, Az. XI ZR 259/03, WM 2004, 2205, 2206 f.

²³⁵ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 25.

²³⁶ Vgl. *Braun/Lang/Loy*, in: *Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang*, *Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft*, 4. Aufl., Rz. 318; *Koller*, in: *Assmann/Schneider*, *WpHG*, 6. Aufl., § 31 Rz. 49, jeweils zu „professionellen Kunden“ im Sinne des § 31a Abs. 2 WpHG.

tung erwarten, dass er über die Risiken einer ihm bislang nicht bekannten Anlageform zutreffend unterrichtet wird.²³⁷

Wenn der BGH meint, der Kunde könne ein Produkt abschließen, ohne es verstanden zu haben,²³⁸ ist damit weniger das Verlustrisiko, sondern vielmehr die Anlagestrategie des Produkts gemeint. Daher spricht der BGH davon, „*die Anlage zu tätigen, ohne das Anlagekonzept verstanden zu haben*“ und „*er habe dem Vertrag zugestimmt, obwohl er das ihm zugrunde liegende Modell nicht verstanden habe*“. Bei Swaps mit begrenzten Verlustrisiken hat der Kunde das Verlustrisiko regelmäßig verstanden, z. B. das Maximalverlustrisiko von EUR 100.000 aber er hat nicht verstanden, wie der Swap funktioniert, z. B. ein Swap, dem eine Trendfolgestrategie auf drei Assets zu Grunde liegt. Wenn der Kunde das Geschäft trotzdem abschließt, soll ihm das nicht zum Nachteil gereichen, weil die Bank es für ihn ausgesucht und somit als geeignet befunden hat. Umgekehrt kann der Kunde nicht einwenden, er habe die Verlustrisiken nicht verstanden, weil er genau wusste, dass er EUR 100.000 aufs Spiel setzt. Die Bank ist insoweit vor einer Inanspruchnahme geschützt, vorausgesetzt, ihre Aufklärung war im Allgemeinen verständlich.²³⁹

d) Kundeninteresse

Auch die Aufklärung zu strukturierten Swaps hängt in ihrer Intensität von den Umständen des Einzelfalls ab.²⁴⁰ Nicht jedes Swapprodukt hat die gleichen Eigenschaften. Somit gibt es auch unterschiedliche aufklärungspflichtige Umstände. Daher hat der BGH ausgeführt, dass die Aufklärung „*auch*“ bei einem so hoch komplexen Produkt gewährleisten müsse, dass der Kunde im Hinblick auf das Risiko des Geschäfts im Wesentlichen den gleichen Kenntnis- und Wissensstand hat wie die ihn beratende Bank.²⁴¹ Je komplexer das

²³⁷ BGH, Urteil vom 06.03.2008, Az. III ZR 298/05, NJW-RR 2008, 1365–1369.

²³⁸ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 41.

²³⁹ Vgl. BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29: „*Ohne Schilderung all dieser Faktoren kann die beratende Bank nicht davon ausgehen, dass der Kunde die Risiken des Geschäfts verstanden hat.*“

²⁴⁰ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29.

²⁴¹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29.

Produkt, desto mehr Aufklärung ist erforderlich, und umgekehrt, stets aber so viel Aufklärung, dass der Kunde „*im Wesentlichen den gleichen Kenntnis- und Wissensstand für eine eigenverantwortliche Anlageentscheidung*“ hat, und zwar in Bezug auf das „*Risiko des Geschäfts*“, also nicht in allen Details.

Auch auf Vorkenntnisse und Vorerfahrungen kann es, wie soeben dargestellt, ankommen. Allen Swapprodukten gemeinsam aber ist die Verpflichtung der Bank, die Beratung einschließlich der Aufklärung „*allein im Kundeninteresse*“ zu erbringen.²⁴² Die Beratung zu strukturierten Swaps unterscheidet sich dabei aber nicht von der Beratung bei anderen Produkten. Auch bei offenen Fonds (Aktienfonds) sind die Anlageempfehlungen „*allein im Kundeninteresse*“ nach den Kriterien anleger- und objektgerechter Beratung abzugeben.²⁴³ In Bezug auf geschlossene Fonds (Medienfonds) sind Gefahren für die „*im Kundeninteresse*“ erfolgende anleger- und objektgerechte Beratung auszuschließen.²⁴⁴

Allgemein war für eine Bank bereits ab 1990 aufgrund der Rechtsprechung des BGH zu Waretermingeschäften erkennbar, dass auch im Verhältnis zu ihren Kunden bei der – *allein in deren Interesse erfolgenden* – Beratung über eine Kapitalanlage eine Aufklärungspflicht über solche Umstände besteht, die das Beratungsziel in Frage stellen und die Kundeninteressen gefährden.²⁴⁵

II. Aufsichtsrecht

Aufklärungspflichten bei strukturierten Swaps sind auch aufsichtsrechtlich geregelt. Umstritten ist allerdings, inwieweit sich das auf die Aufklärungspflichten im Verhältnis zwischen Bank und Kunde auswirken kann.

1. Aufklärungspflichten nach dem WpHG

Gemäß § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG ist ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet, Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit *im Interesse seiner Kunden* zu erbringen. Dabei ist die Anlagebera-

²⁴² BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 32.

²⁴³ BGH, Urteil vom 19.12.2006 (Kick-Back II), Az. XI ZR 56/05, NJW 2007, 1876–1879.

²⁴⁴ BGH, Beschluss vom 20.01.2009 (Kick-Back III), Az. XI ZR 510/07, NJW 2009, 1416–1417.

²⁴⁵ BGH, Beschluss vom 29.06.2010, Az. XI ZR 308/09, ZIP 2010, 1335–1337.

tung eine Wertpapierdienstleistung und wird in § 2 Abs. 3 Nr. 9 WpHG definiert als die „Abgabe von persönlichen Empfehlungen an Kunden oder deren Vertreter, die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten beziehen, sofern die Empfehlung auf eine Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt oder als für ihn geeignet dargestellt wird und nicht ausschließlich über Informationsverbreitungs Kanäle oder für die Öffentlichkeit bekannt gegeben wird (*Anlageberatung*)“. Zu den Finanzinstrumenten rechnet das Gesetz selbstverständlich auch Derivate wie strukturierte Swaps (§ 2 Abs. 2, 2b WpHG).

Denklogisch folgt daher in § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG die Verpflichtung, sich um die *Vermeidung von Interessenkonflikten* zu bemühen und vor Durchführung von Geschäften für Kunden diesen die allgemeine Art und Herkunft der *Interessenkonflikte eindeutig darzulegen*, soweit die organisatorischen Vorkehrungen nach § 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 WpHG nicht ausreichen, um nach vernünftigem Ermessen das Risiko der Beeinträchtigung von Kundeninteressen zu vermeiden.

Weiter ist aufsichtsrechtlich geregelt, dass die Aufklärung bei der Anlageberatung transparent und vollständig sein muss. Gemäß § 31 Abs. 2 WpHG müssen alle Informationen einschließlich Werbemitteilungen, die Wertpapierdienstleistungsunternehmen Kunden zugänglich machen, *redlich, eindeutig und nicht irreführend* sein. § 31 Abs. 3 WpHG sieht vor, dass Wertpapierdienstleistungsunternehmen ihren Kunden rechtzeitig und in verständlicher Form Informationen zur Verfügung stellen, die angemessen sind, damit die Kunden nach vernünftigem Ermessen *die Art und die Risiken* der ihnen angebotenen oder von ihnen nachgefragten Arten von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen verstehen und auf dieser Grundlage ihre Anlageentscheidungen treffen können.

Der Kunde soll mit seinen *Kenntnissen und Erfahrungen* die aus dem konkret empfohlenen Geschäft erwachsenden Anlagerisiken verstehen können. Daher sieht § 31 Abs. 4 WpHG vor, dass ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das Anlageberatung oder Finanzportfolioverwaltung erbringt, von den Kunden u. a. alle *Informationen über Kenntnisse und Erfahrungen* der Kunden in Bezug auf Geschäfte mit bestimmten Arten von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen einholen muss, die erforderlich sind, um den Kunden ein für sie geeignetes Finanzinstrument oder eine für sie geeignete Wertpapierdienstleistung empfehlen zu können.

Die Aufklärung muss sich gemäß § 31 Abs. 3 S. 3 WpHG auf das Wertpapierdienstleistungsunternehmen und seine Dienstleistungen, die Arten von Finanzinstrumenten und vorgeschlagene Anlagestrategien einschließlich damit verbundener Risiken, die Ausführungsplätze und die Kosten und Nebenkosten beziehen.

2. Ausgestaltung durch die WpDVerOV

Diese Pflichten werden näher ausgestaltet durch die Durchführungsverordnung zum WpHG, die WpDVerOV.

Gemäß § 5 Abs. 1 WpDVerOV müssen die nach § 31 Abs. 3 Satz 3 Nr. 2 WpHG zur Verfügung zu stellenden Informationen über Finanzinstrumente, also auch die Aufklärung zu strukturierten Swaps, unter Berücksichtigung der Einstufung des Kunden eine ausreichend detaillierte allgemeine Beschreibung der Art und der Risiken der Finanzinstrumente enthalten.

Die Beschreibung der Risiken muss, soweit nach Art des Finanzinstruments, der Einstufung und der Kenntnis des Kunden relevant, folgende Angaben enthalten:

1. die mit Finanzinstrumenten der betreffenden Art einhergehenden Risiken, einschließlich einer Erläuterung der Hebelwirkung und ihrer Effekte sowie des Risikos des Verlustes der gesamten Kapitalanlage,
2. das Ausmaß der Schwankungen des Preises (Volatilität) der betreffenden Finanzinstrumente und etwaige Beschränkungen des für solche Finanzinstrumente verfügbaren Marktes,
3. den Umstand, dass jeder Anleger aufgrund von Geschäften mit den betreffenden Instrumenten möglicherweise finanzielle und sonstige Verpflichtungen einschließlich Eventualverbindlichkeiten übernehmen muss, die zu den Kosten für den Erwerb der Finanzinstrumente hinzukommen,
4. Einschusspflichten oder ähnliche Verpflichtungen, die für Instrumente der betreffenden Art gelten, und,
5. sofern die Wahrscheinlichkeit besteht, dass die Risiken durch die Verknüpfung verschiedener Finanzinstrumente oder Wertpapierdienstleistungen in einem zusammengesetzten Finanzinstrument größer sind als die mit jedem der Bestandteile verbundenen Risiken, angemessene Informationen über die Bestandteile des betreffenden Instruments und die Art und Weise, in der sich das Risiko durch die gegenseitige Beeinflussung dieser Bestandteile erhöht.

Gemäß § 5 Abs. 2 Nr. 2 a) WpDVerOV müssen die nach § 31 Abs. 3 Satz 3 Nr. 1, 2 und 4 WpHG zur Verfügung zu stellenden Informationen bei der Erbringung der Anlageberatung gegenüber Privatkunden, soweit relevant, Angaben dazu enthalten, ob Einschränkungen hinsichtlich der Finanzinstrumente, der Emittenten oder der Wertpapierdienstleistungen, die berücksichtigt werden können, bestehen und ob bestimmte Finanzinstrumente, Emittenten oder Wertpapierdienstleistungen bevorzugt berücksichtigt werden.

Gemäß § 5 Abs. 2 Nr. 5 WpDVerOV müssen die nach § 31 Abs. 3 Satz 3 Nr. 1, 2 und 4 WpHG zur Verfügung zu stellenden Informationen hinsichtlich der *„Kosten und Nebenkosten Angaben zu dem Gesamtpreis“* enthalten, den der Kunde im Zusammenhang mit dem Finanzinstrument, der Wertpapierdienstleistung oder der Wertpapiernebenleistung zu zahlen hat,

„einschließlich aller damit verbundener Gebühren, Provisionen, Entgelte und Auslagen“ sowie aller über das Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu entrichtenden Steuern, oder, wenn die Angabe eines genauen Preises nicht möglich ist, die Grundlage für die Berechnung des Gesamtpreises, damit der Kunde diesen überprüfen kann.

Vor der Durchführungsverordnung existierte bereits die sog. „Wohlverhaltensrichtlinie“.²⁴⁶ Diese wurde, anders als die WpDVerOV, nicht vom Bundesministerium der Finanzen, sondern vom Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAW) erlassen. Sie wurde zum 01.11.2007 mit Inkrafttreten der WpDVerOV aufgehoben. Nach Ziffer 2.2.4. der Wohlverhaltensrichtlinie mussten Risikohinweise zu Derivaten insbesondere Informationen über den Basiswert, die wirtschaftlichen Zusammenhänge und Funktionsweise der Produkte (insbesondere die Bedeutung der Laufzeit für das Aufgeld, der Ausübungsart, des Hebeleffektes, der Liquidität und Volatilität des Marktes und ggf. des Stillhalterrisikos), den Ertrag, das Kursrisiko, das Währungsrisiko und das Bonitätsrisiko enthalten. Dies deckt sich weitgehend mit § 5 Abs. 1 WpDVerOV (Risiken, Hebelwirkung, Volatilität, Liquidität). Die leicht unterschiedliche Wortwahl dürfte auf den Wechsel des Herausgebers, insbesondere aber auf die Änderung des WpHG und die „eins-zu-eins“-Umsetzung der MiFID²⁴⁷ sowie der MiFID-DRL²⁴⁸ zurückzuführen sein.²⁴⁹ Ursprünglich sah § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG in der Fassung bis 21.12.2007 eine Aufklärung über „zweckdienliche Informationen“ vor. Durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.07.2007 wurden die Verhaltenspflichten des § 31 WpHG neu und ausführlicher formuliert, insbesondere sind „zur Anlageentscheidung angemessene Informationen“ zu geben.²⁵⁰ Damit steht auch im neuen WpHG im Vordergrund, dass der An-

²⁴⁶ Richtlinie des BAW gemäß § 35 Abs. 6 des Gesetzes über den Wertpapierhandel (WpHG) zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG für das Kommissionsgeschäft, den Eigenhandel für andere und das Vermittlungsgeschäft der Wertpapierdienstleistungsunternehmen vom 9. Mai 2000, BANz Nr. 131 vom 15. Juli 2000, S. 13 792.

²⁴⁷ Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates.

²⁴⁸ Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie.

²⁴⁹ Assmann, in: Assmann/Schneider WpHG, 6. Aufl., Einl. Rz. 36.

²⁵⁰ Siehe oben D. II. 1.

leger diejenigen Informationen benötigt, um eine eigenverantwortliche Entscheidung treffen zu können. Inhaltlich wurde dies dann durch die WpDVerOV eins zu eins entsprechend der MiFID-DRL konkretisiert. Die Information musste bereits gemäß Ziffer 2.2. der Wohlverhaltensrichtlinie „*zutreffend, vollständig und unmissverständlich*“ erfolgen. Auch dies entspricht der Regelung in § 31 Abs. 2 S. 1 WpHG.

Die Wohlverhaltensrichtlinie sah in Buchstabe B Ziffer 1.2. ausdrücklich vor, dass

das Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Kunden Informationen über Berechnung, Höhe und Art der Kosten und etwaige andere Zahlungspflichten zur Kenntnis bringen muss.

Dies entspricht weitgehend § 5 Abs. 2 Nr. 5 WpDVerOV. Damit wären auch sämtliche in den anfänglich negativen Marktwert einstrukturierten Kosten und Zahlungspflichten einschließlich deren Höhe erfasst.

3. Bindungswirkung des Aufsichtsrechts

Die Bindungswirkung des Aufsichtsrechts für zivilrechtliche Aufklärungspflichten richtet sich zunächst danach, ob den aufsichtsrechtlichen Vorschriften Schutzgesetzcharakter im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB zukommen kann oder nicht. Selbst wenn sie kein Schutzgesetz darstellen, könnten sie gleichwohl Ausstrahlungswirkung auf die zivilrechtlichen Pflichten entfalten.

Ob und inwieweit den §§ 31, 32 WpHG Schutzgesetzcharakter im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB zukommt, hat der BGH bisher offen gelassen.²⁵¹ In der Literatur wird die Frage für einzelne Pflichten bejaht.²⁵² Schutzgesetzcharakter im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB könnten die §§ 31 ff. WpHG nach Ansicht des BGH überhaupt nur haben, soweit sie nicht lediglich aufsichtsrechtlicher Natur sind, sondern ihnen auch anlegerschützende Funktion zukommt.²⁵³ Die Pflicht eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, sich zu bemühen, Interessenkonflikte zu vermeiden, hat nach dem Urteil des BGH vom 19.12.2006 keinen Schutzgesetzcharakter, soweit diese Pflicht die Ergreifung organisatorischer Maßnahmen beinhaltet. Soweit ein Wertpapierhandelsunternehmen einen Interessenkon-

²⁵¹ BGH, Urteil vom 24.07.2001, Az. XI ZR 329/00, WM 2001, 1718, 1719; BGH, Urteil vom 11.11.2003, Az. XI ZR 21/03, WM 2004, 24, 26.

²⁵² Vgl. *Koller*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl., Vor § 31 Rz. 7; *Schwark*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., Vor § 31 WpHG Rz. 21.

²⁵³ BGH, Urteil vom 19.12.2006 (Kick-Back II), Az. XI ZR 56/05, NJW 2007, 1876–1879, Rz. 18.

flikt nicht nur durch organisatorische Maßnahmen, sondern auch durch sachgerechte Information des Kunden vermeiden kann, gehe der zivilrechtliche Schutzzweck einer solchen Informationspflicht nicht weiter als die Aufklärungs- und Beratungspflichten aus einem Beratungsvertrag oder aus §§ 241 Abs. 2, 311 Abs. 2 BGB.²⁵⁴

Kommt den aufsichtsrechtlichen Vorschriften also auch anlegerschützende Funktion zu, so könnten sie für Inhalt und Reichweite (vor-)vertraglicher Aufklärungs- und Beratungspflichten von Bedeutung sein. Ihr zivilrechtlicher Schutzbereich gehe aber nicht über diese (vor-)vertraglichen Pflichten hinaus. Daraus folge, dass ihnen keine eigenständige, über die zivilrechtlichen Aufklärungs- und Beratungspflichten hinausgehende schadensersatzrechtliche Bedeutung zukomme.²⁵⁵

Damit hat der BGH noch im Urteil vom 19.12.2006 die Ansicht verfolgt, dass das Aufsichtsrecht, soweit es anlegerschützende Informationspflichten enthält, für Inhalt und Reichweite vorvertraglicher und vertraglicher Aufklärungs- und Beratungspflichten von Bedeutung sein kann, aber nicht muss. Indem der BGH weiter ausgeführt hat, dass ihr zivilrechtlicher Schutzbereich nicht über diese (vor-)vertraglichen Pflichten *hinausgehe*, müsste dies bedeuten, dass der zivilrechtliche Schutzbereich der aufsichtsrechtlichen Bestimmungen jedenfalls die vorvertraglichen und vertraglichen Pflichten erfassen müsse, und somit einen gewissen Mindestschutzbereich für den Kunden entwickeln müsse.²⁵⁶ Denn wenn dem Aufsichtsrecht nach Ansicht des BGH keine eigenständige, über die zivilrechtlichen Aufklärungs- und Beratungspflichten *hinausgehende* schadensersatzrechtliche Bedeutung zukomme, also etwa ein Anspruch wegen Schutzgesetzverletzung (§ 823 Abs. 1 i. V. m. Abs. 2 BGB), dann müssten die aufsichtsrechtlichen Pflichten zumindest schadensersatzrechtliche Bedeutung für die zivilrechtlichen Aufklärungs- und Beratungspflichten haben.

Diese Ansicht hat der BGH mit seinen Lehman-Entscheidungen im September 2011 anscheinend aufgegeben.²⁵⁷ Zwar verweist er auf sein Urteil vom 19.12.2006 und damit auf die vorgenannten Ausführungen zur Ausstrahlungswirkung des Aufsichtsrechts, weicht aber in seinen Ausführungen hier-

²⁵⁴ BGH, Urteil vom 19.12.2006 (Kick-Back II), Az. XI ZR 56/05, NJW 2007, 1876–1879, Rz. 19.

²⁵⁵ BGH, Urteil vom 19.12.2006 (Kick-Back II), Az. XI ZR 56/05, NJW 2007, 1876–1879, Rz. 18.

²⁵⁶ Für einen aufsichtsrechtlichen Mindeststandard auch *Veil*, Vermögensverwaltung und Anlageberatung im neuen Wertpapierhandelsrecht – eine behutsame Reform der Wohlverhaltenspflichten?, ZBB 2008, 34, 41.

²⁵⁷ Vgl. *Herresthal*, Die vertragsrechtlichen Folgen der Honoraranlageberatung nach dem WpHG, WM 2014, 773, 777.

von ab und stellt nunmehr fest, dass aufsichtsrechtliche Bestimmungen regelmäßig *weder eine Begrenzung noch eine Erweiterung* der zivilrechtlich zu beurteilenden Haftung des Anlageberaters bewirken. Aus diesem Grund lasse sich aus den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen nichts Entscheidendes für die Frage einer Aufklärungspflicht der Bank herleiten.²⁵⁸ Diese Abweichung wird nicht näher begründet und in der Literatur kritisiert.²⁵⁹ Noch deutlicher hat dann der BGH mit Urteil vom 17.09.2013 formuliert, dass es sich bei den §§ 31 ff. WpHG, auch soweit sie Verhaltenspflichten der Wertpapierfirmen gegenüber dem Kunden normieren, um aufsichtsrechtliche Bestimmungen handelt, die lediglich öffentlich-rechtliche Pflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen und deren Aufsicht durch staatliche Behörden, nicht jedoch unmittelbare Rechte und Pflichten zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und deren Kunden zum Gegenstand haben.²⁶⁰

Offenbar will sich der BGH nicht die Freiheit nehmen lassen, den Pflichtenkanon (vor-)vertraglicher Aufklärungs- und Beratungspflichten je nach Einzelfall auf Grundlage eines konkludenten Beratungsvertrages zu bestimmen. Der Rechtssicherheit mag damit zwar nicht gedient sein, jedoch können allgemeine zivilrechtliche Grundsätze in die Aufklärungs- und Beratungspflichten einwirken, insbesondere die Pflicht zur Aufklärung bei einem Wissensvorsprung oder der Schaffung einer Gefahrenlage.²⁶¹ So konnte der BGH im Swapurteil eine Pflicht zur Herstellung eines gleichwertigen Kenntnisstandes und zur Aufklärung über einen schwerwiegenden Interessenkonflikt aus allgemein anerkannten Grundsätzen feststellen.²⁶²

Ein allgemeiner zivilrechtlicher Grundsatz kann sich nach Ansicht des BGH im Urteil vom 03.06.2014 aber aus „*tragenden Grundprinzipien des Aufsichtsrechts*“ ergeben.²⁶³ So hält der BGH ab 1. August 2014 ein aufsichtsrechtliches Transparenzgebot für den Ausdruck eines „allgemeinen

²⁵⁸ BGH, Urteile vom 27.09.2011, Az. XI ZR 182/10, BGHZ 191, 119, Rz. 47, und Az. XI ZR 178/10, WM 2011, 2261, Rz. 50.

²⁵⁹ Hierzu näher *Herresthal*, Die Weiterentwicklung des informationsbasierten Anlegerschutzes in der Swap-Entscheidung des BGH als unzulässige Rechtsfortbildung, ZIP 2013, 1049, 1055: „*Sofern der Inhalt einer aufsichtsrechtlichen Pflicht auch als Inhalt einer Pflicht aus dem Beratungsvertrag geeignet ist, besteht eine widerlegliche Vermutung, dass die vertragliche Pflicht nach dem Vorbild der aufsichtsrechtlichen zu konkretisieren ist.*“, m. w. N.

²⁶⁰ BGH, Urteil vom 17.09.2013, Az. XI ZR 332/12, WM 2013, 1983–1987, Rz. 17.

²⁶¹ Siehe hierzu schon D. I. 1. b).

²⁶² BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29.

²⁶³ BGH, Urteil vom 03.06.2014, Az. XI ZR 147/12, NJW 2014, 2947, Rz. 36, 37.

Rechtssprinzip²⁶⁴, das bei der Auslegung der (konkludenten) Vertragserklärungen im Rahmen des Beratungsvertrages zu berücksichtigen sei. Der Anleger könne zwar nicht erwarten, dass sich die beratende Bank im gesamten Umfang ihrer öffentlich-rechtlichen Pflichten ohne Weiteres auch im individuellen Schuldverhältnis gegenüber dem jeweiligen Anleger verpflichten will. Spätestens jetzt hat sich der BGH gegen einen generellen Mindestschutz aus Aufsichtsrecht festgelegt. Der Kunde könne aber voraussetzen, dass die Bank bei der Anlageberatung die „*tragenden Grundprinzipien des Aufsichtsrechts*“ beachtet.²⁶⁴

Über den Umweg eines „*tragenden Grundprinzips*“ will der BGH nunmehr das Aufsichtsrecht in die zivilrechtlichen Aufklärungs- und Beratungspflichten einfließen lassen. Wann das Aufsichtsrecht zu einem „*tragenden Grundprinzip*“ wird, ist ungeklärt. Ein aufsichtsrechtliches Transparenzgebot wurde schon in der MiFID aus dem Jahr 2004 oder in § 31d WpHG zum 01.11.2007 formuliert. Der Rechtssicherheit ist damit nicht gedient.²⁶⁵ Wieder ist erkennbar, dass der BGH die Feststellung (vor-)vertraglicher Aufklärungs- und Beratungspflichten nicht an das Aufsichtsrecht binden, sondern von Fall zu Fall auf der Grundlage allgemeiner zivilrechtlicher Grundsätze entscheiden will.

III. Europarecht

Das deutsche Aufsichtsrecht fußt letztlich auf europäischen Vorgaben, insbesondere der sog. Finanzmarktrichtlinie MiFID (Markets in Financial Instruments Directive).²⁶⁶

1. Vorgaben der MiFID

Die Finanzmarktrichtlinie sieht in Art. 13 Abs. 3 vor, dass eine Wertpapierfirma auf Dauer wirksame organisatorische und verwaltungsmäßige Vorkehrungen für angemessene Maßnahmen treffen muss, um zu verhindern, dass Interessenkonflikte im Sinne des Artikels 18 der Richtlinie den Kundeninteressen schaden.

²⁶⁴ BGH, Urteil vom 03.06.2014, Az. XI ZR 147/12, NJW 2014, 2947, Rz. 37.

²⁶⁵ *Buck-Heeb*, Aufklärung über Innenprovisionen, unvermeidbarer Rechtsirrtum und die Überlagerung durch Aufsichtsrecht, WM 2014, 1601, 1605.

²⁶⁶ Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates.

In Art. 18 Abs. 1 MiFID ist sodann weiter geregelt, dass die Mitgliedstaaten vorschreiben, dass Wertpapierfirmen alle angemessenen Vorkehrungen treffen, um Interessenkonflikte zwischen ihnen selbst, einschließlich ihrer Geschäftsleitung, ihren Beschäftigten und vertraglich gebundenen Vermittlern oder anderen Personen, die mit ihnen direkt oder indirekt durch Kontrolle verbunden sind, und ihren Kunden oder zwischen ihren Kunden untereinander zu erkennen, die bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen oder einer Kombination davon entstehen.

In Art. 18 Abs. 2 MiFID ist weiter geregelt, dass, wenn die von der Wertpapierfirma getroffenen organisatorischen oder verwaltungsmäßigen Vorkehrungen zur Regelung von Interessenkonflikten nicht ausreichen, um nach vernünftigem Ermessen zu gewährleisten, dass das Risiko der Beeinträchtigung von Kundeninteressen vermieden wird, die Wertpapierfirma dem Kunden die *allgemeine Art und/oder die Quellen von Interessenkonflikten eindeutig darlegen muss, bevor sie Geschäfte in seinem Namen tätigt*.

Wegen der technischen Entwicklungen auf den Finanzmärkten und um die einheitliche Anwendung der Absätze 1 und 2 sicherzustellen, hat die Europäische Kommission die MiFID-Durchführungsrichtlinie erlassen, um

„a) die Maßnahmen zu bestimmen, die von Wertpapierfirmen nach vernünftigem Ermessen erwartet werden können, um Interessenkonflikte zu erkennen, zu vermeiden, zu regeln und/oder offen zu legen, wenn sie verschiedene Arten von Wertpapierdienstleistungen und Nebendienstleistungen oder Kombinationen davon erbringen, und b) geeignete Kriterien festzulegen, anhand derer die Typen von Interessenkonflikten bestimmt werden können, die den Interessen der Kunden oder potenziellen Kunden der Wertpapierfirma schaden könnten“.

Art. 19 Abs. 1 MiFID will sogar das „bestmögliche Interesse“ der Kunden geschützt wissen. Die Mitgliedstaaten schreiben demnach vor, dass eine Wertpapierfirma bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und/oder gegebenenfalls Nebendienstleistungen für ihre Kunden ehrlich, redlich und professionell *im bestmöglichen Interesse* ihrer Kunden handelt.

Nach Art. 19 Abs. 3 MiFID sind den Kunden in verständlicher Form angemessene Informationen zur Verfügung zu stellen, insbesondere über das jeweilige *Finanzinstrument* und die *Kosten und Nebenkosten*, so dass sie nach vernünftigem Ermessen die genaue Art und die Risiken der Wertpapierdienstleistungen und des speziellen Typs von Finanzinstrument, der ihnen angeboten wird, verstehen können und somit auf informierter Grundlage Anlageentscheidungen treffen können. Dabei können diese Informationen in standardisierter Form zur Verfügung gestellt werden, was bei strukturierten Swapgeschäften bereits in Form von allgemeinen Präsentationsunterlagen erfolgt ist.²⁶⁷

²⁶⁷ Vgl. OLG Köln, Beschluss vom 09.09.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21615, Rz. 7: Auszug aus dem Termsheet der Deutschen Bank: „*Die ursprüngliche*

2. Durchführungsrichtlinie

Die Durchführungsrichtlinie (MiFID-DRL)²⁶⁸ definiert in Art. 21 die „für einen Kunden potenziell nachteiligen Interessenkonflikte“.

Nach Art. 21 MiFID-DRL haben die Mitgliedstaaten dafür zu sorgen, dass die Wertpapierfirmen zur Feststellung der Arten von Interessenkonflikten, die bei Erbringung von Wertpapier- und Nebendienstleistungen oder bei einer Kombination daraus auftreten und den Interessen eines Kunden abträglich sein können, zumindest der Frage Rechnung tragen, ob auf die Wertpapierfirma, eine relevante Person oder eine Person, die direkt oder indirekt durch Kontrolle mit der Firma verbunden ist, aufgrund der Tatsache, dass sie Wertpapier- oder Nebendienstleistungen erbringt oder Anlage-tätigkeiten ausübt, eine der folgenden Situationen zutrifft:

- a) Wahrscheinlich wird die Wertpapierfirma oder eine der genannten Personen zu Lasten des Kunden einen finanziellen Vorteil erzielen oder finanziellen Verlust vermeiden.

Gemäß Art. 21 MiFID-DRL ist also ein nachteiliger Interessenkonflikt gegeben, wenn eine Wertpapierfirma *zu Lasten des Kunden einen finanziellen Vorteil erzielt*.

Der sog. anfänglich negative Marktwert wird zu Lasten des Kunden in die Zinsformel von Swapgeschäften einstrukturiert. Diesen anfänglich negativen Marktwert kann die Bank gewinnbringend am Markt veräußern.

Auch das „Committee of European Securities Regulators“ (CESR) hat in seiner Level-2-Empfehlung darauf hingewiesen, dass ein Interessenkonflikt gegeben ist, wenn das Wertpapierunternehmen an dem Geschäft mit dem Kunden profitiert, und nennt beispielhaft Gebühren, Rückvergütungen und andere umsatzabhängige Gegenleistungen.²⁶⁹ Dass diese Gegenleistungen

Preisstellung bei OTC-Derivaten wird in erster Linie durch den theoretischen mathematischen („rechnerisch fairen“) Wert des Finanzinstruments und eine Geld-Briefspanne bestimmt. Letztere spiegelt hauptsächlich die Kosten der Deutschen Bank für eine Absicherung gegen Marktrisiken wider. Zusätzlich fließt in die Preisstellung ein für den Anleger als solcher nicht erkennbarer weiterer Aufschlag auf den Brief- bzw. Abschlag auf den Geldkurs ein („Marge“). Dieser wird von der Deutschen Bank nach ihrem freien Ermessen festgesetzt und in seiner Höhe auch von der Komplexität der Struktur bestimmt. Die Marge deckt insbesondere Kosten des Vertriebs ab.“

²⁶⁸ Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie.

²⁶⁹ CESR/05-024c, CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, January

von einem Dritten an die Bank fließen müssen, wird gerade nicht gefordert. Dies spricht dafür, dass auch bei Eigengeschäften ein Interessenkonflikt gegeben sein kann. Im Übrigen ist zu berücksichtigen, dass der anfänglich negative Marktwert der strukturierenden Bank tatsächlich von einem Dritten, dem Hedgingpartner, vergütet wird.

Nach Art. 26 Abs. 1 MiFID-DRL (Anreize) zu Art. 19 Abs. 1 MiFID (Wohlverhaltensregeln) sorgen die Mitgliedstaaten dafür, dass Wertpapierfirmen nicht als ehrlich, redlich und professionell im bestmöglichen Interesse eines Kunden handelnd gelten, wenn sie im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen für den Kunden eine Gebühr oder Provision zahlen oder erhalten oder wenn sie eine nicht in Geldform angebotene Zuwendung gewähren oder annehmen, es sei denn (b), es handelt sich um eine Gebühr, eine Provision oder eine nicht in Geldform angebotene Zuwendung, die einem Dritten oder einer in seinem Auftrag handelnden Person oder von einer dieser Personen gezahlt bzw. gewährt wird, sofern die folgenden Voraussetzungen erfüllt sind: (i) *Die Existenz, die Art und der Betrag der Gebühr, Provision oder Zuwendung oder – wenn der Betrag nicht feststellbar ist – die Art und Weise der Berechnung dieses Betrages* müssen dem Kunden vor Erbringung der betreffenden Wertpapier- oder Nebendienstleistung in umfassender, zutreffender und verständlicher Weise unmissverständlich offen gelegt werden.

Da der anfänglich negative Marktwert vom Hedgingpartner, also einem Dritten, der Bank ausgezahlt wird, so wären „*die Existenz, die Art und der Betrag*“ nach der europarechtlichen Regelung offenzulegen.²⁷⁰

2005, http://www.esma.europa.eu/system/files/05_024c.pdf (letzter Abruf 23.10.2015). Identification of conflicts: „*Without limiting the generality of Article 18(1) of the Directive, an investment firm must ensure that its conflicts policy includes all reasonable steps to identify at least conflicts of interest arising in the following situations and that these steps are effectively implemented: [...] (c) the investment firm or an interested person has a financial or other incentive to favour its own or such other person's interests above those of one or more of the firm's clients, in particular, where the firm or an interested person: [...] iii. stands to gain from volumes of business transacted with or for clients, for example, through portfolio management fees, marketing fees, commission, feesharing arrangements (such as fee rebates or soft commission) or other consideration for order-flow.*“

²⁷⁰ Vgl. CESR Consultation Paper, Inducements: Good and poor practices, vom 22.10.2009, http://www.esma.europa.eu/system/files/09_958.pdf, (letzter Abruf 23.10.2015), Poor practice Example 2: „*An investment firm distributes structured products. It is paid through discounts (it buys the products from the distributors at a discount to the amount charged to its clients). The firm does not classify such third party payments under Article 26(b) of the Level 2 Directive.*“

„*CESR is also of the opinion that discounts (which are indirect payments) should be regarded as being third party payments within the meaning of Article 26(b) of the Level 2 Directive.*“

Dabei ist es denkbar, dass der genaue Betrag des anfänglich negativen Marktwertes im Zeitpunkt der Beratung noch nicht feststeht. Denn der Marktwert wird anhand von Bewertungsmodellen auf Basis der zum Abschlusszeitpunkt gültigen Zinsstrukturen und Terminkurse ermittelt.²⁷¹ Für einen solchen Fall sieht Art. 26 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie vor, dass – wenn der Betrag nicht feststellbar ist – dem Kunden die Art und Weise der Berechnung dieses Betrages vor Abschluss des Geschäfts in umfassender, zutreffender und verständlicher Weise unmissverständlich offen gelegt wird. Übertragen auf ein Swapgeschäft wäre es also erforderlich, dass die Bank dem Kunden erläutert, wie der anfänglich negative Marktwert zustande kommt und was er bedeutet („Existenz, Art und Berechnung“).²⁷² In der Regel darf angenommen werden, dass die Bank aber bereits im Zeitpunkt der Beratung eine Vorstellung davon hat, wie sie den Swap strukturieren wird und welche Beträge sie zur Erzielung von Kosten und Margen einstrukturieren wird. Soweit diese Beträge der Bank im Beratungszeitpunkt bereits bekannt sind, wären sie nach Art. 26 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie offenzulegen, zumindest der Bandbreite nach. Der Swapvertrag wird dann regelmäßig telefonisch mit einer entsprechenden Auftragsbestätigung mit dem Kunden abgeschlossen. Spätestens dann wäre auch der exakte Betrag des einstrukturierten negativen Marktwertes zu benennen.

Wegen des Erwägungsgrundes Nr. 24 der Durchführungsrichtlinie ist der Begriff des Interessenkonfliktes ohnehin weit zu fassen. Danach sollten als potenzielle Interessenkonflikte alle Fälle behandelt werden, in denen ein Konflikt zwischen den Interessen der Wertpapierfirma oder bestimmter mit der Wertpapierfirma oder der Gruppe der Wertpapierfirma verbundener Personen einerseits und ihrer Verpflichtung gegenüber einem Kunden andererseits besteht oder ein Konflikt zwischen den divergierenden Interessen zweier oder mehrerer ihrer Kunden, denen gegenüber die Firma eine Verpflichtung hat, existiert. Dabei reicht es nicht aus, dass der Firma ein Vorteil entstehen kann; vielmehr muss gleichzeitig für den Kunden ein potenzieller Nachteil entstehen, oder es muss sich dem Kunden, dem gegenüber die Firma eine Verpflichtung hat, die Möglichkeit bieten, einen Gewinn zu erzielen oder Verlust zu vermeiden, ohne dass dabei einem anderen Kunden ein potenzieller Verlust in gleicher Höhe entsteht. Da sich beim Swapgeschäft Kunde und Bank als Vertragspartner unmittelbar gegenüberstehen, entspricht der Vorteil aus einem anfänglich negativen Marktwert zugunsten der Bank dem Nachteil des Kunden und umgekehrt.²⁷³

²⁷¹ Hierzu näher unter F. I.

²⁷² Hierzu näher unter F. II.

²⁷³ Hierzu näher unter F. II.

Der bundesdeutsche Gesetzgeber will den Begriff des Interessenkonfliktes ebenfalls weit gefasst wissen.²⁷⁴ Bei entsprechender Bindungswirkung wäre daher eine Offenlegung eines anfänglich negativen Marktwertes von Swapgeschäften auch wegen der europarechtlichen Vorgaben erforderlichlich.

3. Die Problematik der Bindungswirkung

Der BGH hat mit Urteil vom 17.09.2013²⁷⁵ festgestellt, dass die Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten der §§ 31 ff. WpHG, die im Wesentlichen Vorgaben von Titel II Kapitel II der Finanzmarktrichtlinie und der entsprechenden Bestimmungen der Durchführungsrichtlinie umsetzen, ausschließlich öffentlich-rechtlicher Natur sind und deshalb auf das zivilrechtliche Schuldverhältnis zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Kunde nicht einwirken.²⁷⁶

Der deutsche Gesetzgeber habe in Gestalt des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes (FRUG) vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330) und der hierdurch zum 1. November 2007 in Kraft getretenen Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes die Umsetzung der europarechtlichen Vorgaben nicht auf zivil-, sondern auf aufsichtsrechtlicher Ebene vorgenommen.²⁷⁷ Daher handele es sich bei den §§ 31 ff. WpHG, auch soweit sie Verhaltenspflichten der Wertpapierfirmen gegenüber dem Kunden normieren, nach der Rechtsprechung des BGH um aufsichtsrechtliche Bestimmungen, die lediglich öffentlich-rechtliche Pflichten der Wertpapierdienstleistungsunternehmen und deren Aufsicht durch staatliche Behörden, nicht jedoch unmittelbare Rechte und Pflichten zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und deren Kunden zum Gegenstand haben.²⁷⁸ Dies entspreche auch der überwiegenden Auffassung im Schrifttum.²⁷⁹

²⁷⁴ Begründung RegE BT-Drucks. 16/4028 S. 63: „Der Begriff der Interessenkonflikte ist wie im Rahmen der Organisationspflichten nach § 33 Abs. 1 Nr. 3 weit zu verstehen.“

²⁷⁵ BGH, Urteil vom 17.09.2013, Az. XI ZR 332/12, WM 2013, 1983–1987, Rz. 16 ff.

²⁷⁶ A. A. Herresthal, Die Rechtsprechung zu Aufklärungspflichten bei Rückvergütungen auf dem Prüfstand des Europarechts, WM 2012, 2261, 2262: „Richtigerweise sind die Wohlverhaltensregeln der MiFID (Art. 19 ff.) in ihrer Konkretisierung durch Art. 26 der MiFID-Durchführungsrichtlinie vollharmonisierend mit der Folge, dass im Anwendungsbereich der Richtlinien weder ein milderer noch ein strengeres Regelungsregime bezogen auf den Anlegerschutz zulässig ist.“, m. w. N.

²⁷⁷ BGH, Urteile vom 27.09.2011, Az. XI ZR 182/10, BGHZ 191, 119, Rz. 47, und Az. XI ZR 178/10, WM 2011, 2261, Rz. 50.

²⁷⁸ BGH, Urteile vom 27.09.2011, Az. XI ZR 182/10, BGHZ 191, 119, Rz. 47, und Az. XI ZR 178/10, WM 2011, 2261 Rz. 50; BGH, Beschluss vom 20.01.2009, Az. XI ZR 510/07, WM 2009, 405, Rz. 12.

Eine Erweiterung der schuldrechtlichen Aufklärungspflichten sei auch nicht aufgrund der Vorgaben der Finanzmarkt- und Durchführungsrichtlinie angezeigt.²⁸⁰ Art. 19 der Finanzmarktrichtlinie in Verbindung mit Art. 26 der Durchführungsrichtlinie würden keine Umsetzung in innerstaatliches Recht dergestalt verlangen, dass unmittelbare Rechtswirkungen zwischen der Wertpapierfirma und dem Kunden begründet werden.²⁸¹ Die Richtlinien erforderten vielmehr ausschließlich eine innerstaatliche Umsetzung in Form eines Aufsichtssystems durch staatliche Behörden. Das entspreche auch der herrschenden Ansicht in der Rechtsliteratur²⁸² und der überwiegenden Umsetzungspraxis in den Mitgliedstaaten.²⁸³ Diese Sichtweise sei vom Gerichtshof der Europäischen Union (EuGH) durch Urteil vom 30. Mai 2013²⁸⁴ bestätigt worden.²⁸⁵

²⁷⁹ *Ekkenga*, in: Münchener Kommentar, HGB, Bd. 5, 2. Aufl., Effektengeschäft Rz. 72; *Ellenberger*, in: Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang, Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft, 4. Aufl., Rz. 1100; *Koller*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl., Vorbemerkung § 31 Rz. 1 f.; *Schwark*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., Vor §§ 31 ff. WpHG Rz. 14 f.; dagegen für eine Doppelnatur im Sinne ambivalenter Rechtsnormen: *Lang*, Doppelnormen im Recht der Finanzdienstleistungen, ZBB 2004, 289, 294; *Veil*, Anlageberatung im Zeitalter der MiFID – Inhalt und Konzeption der Pflichten und Grundlagen einer zivilrechtlichen Haftung, WM 2007, 1821, 1825 f.; *Weichert/Wenninger*, Die Neuregelung der Erkundigungs- und Aufklärungspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. Art. 19 RiL 2004/39/EG (MiFID) und Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, WM 2007, 627, 635.

²⁸⁰ BGH, Urteil vom 17.09.2013, Az. XI ZR 332/12, WM 2013, 1983–1987, Rz. 25.

²⁸¹ Vgl. BGH, Urteile vom 27.09.2011, Az. XI ZR 182/10, BGHZ 191, 119, Rz. 47 und vom 26.06.2012, Az. XI ZR 316/11, WM 2012, 1520, Rz. 24.

²⁸² *Ellenberger*, in: Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang, Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft, 4. Aufl., Rz. 1102; *Möllers*, Vermögensbetreuungsvertrag, graue Vermögensverwaltung und Zweitberatung, WM 2008, 93, 96; *Schwark*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., Vor §§ 31 ff. Rz. 14; a. A. *Herresthal*, Anmerkung zum Urteil des EuGH vom 30.5.2013, Rs. C-604/11 – Genil 48 SL u. a. (Vorgaben der MiFID für das nationale Vertragsrecht), ZIP 2013, 1420, 1421; einschränkend auch *Mülbert*, Anlegerschutz bei Zertifikaten, Beratungspflichten, Offenlegungspflichten bei Interessenkonflikten und die Änderungen durch das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG), WM 2007, 1149, 1157 und *Roth*, Die „Lehman-Zertifikate“-Entscheidungen des BGH im Lichte des Unionsrechts, ZBB 2012, 429, 435 ff.

²⁸³ *Wendehorst*, Anlageberatung, Risikoaufklärung und Rechtswidrigkeitszusammenhang, ÖBA 2010, 562, 564.

²⁸⁴ EuGH, Urteil vom 30.05.2013, Az. C-604/11, ZIP 2013, 1417.

²⁸⁵ Sehr fraglich, da dem Anleger mit dem Aufsichtsrecht nur wenig geholfen ist, wenn etwa eine Sanktionsnorm wie im Kartellrecht (§ 33 GWB) fehlt; siehe auch *Harnos*, Die Reichweite und zivilrechtliche Bedeutung des § 31d WpHG – zugleich eine Besprechung des BGH-Urteils v. 17.9.2013 (XI ZR 332/12), BKR 2014, 1, 9: § 31d WpHG als Schutzgesetz mit Ausstrahlungswirkung.

Zutreffend hat der BGH darauf hingewiesen, dass die Grundsätze der Äquivalenz und der Effektivität beachtet werden müssen.²⁸⁶ Der Grundsatz der Äquivalenz besagt, dass die Mitgliedstaaten, denen allerdings die Wahl der Sanktion verbleibt, darauf zu achten haben, dass die Verstöße gegen das Unionsrecht nach sachlichen und verfahrensrechtlichen Regeln geahndet werden, die denjenigen entsprechen, die für vergleichbare Verstöße gegen nationales Recht gelten. Gleiche Sachverhalte müssen also gleich behandelt werden. Die nationalen Gerichte haben die Gleichartigkeit der betreffenden Rechtsbehelfe unter dem Gesichtspunkt ihres Gegenstands, ihres Rechtsgrundes und ihrer wesentlichen Merkmale zu prüfen.²⁸⁷

Der BGH versucht nun, den von ihm zu entscheidenden Fall eines sog. „Einkaufsrabattes“ von seiner Rechtsprechung zu Innenprovisionen und verdeckten Rückvergütungen (Kick-Backs) abzugrenzen. Der Äquivalenzgrundsatz erfordere nicht die Begründung einer schuldrechtlichen Schadensersatzpflicht der Bank im Falle einer unterbliebenen Aufklärung über die Gewährung eines Einkaufsrabatts seitens des Emittenten eines Zertifikats. Nach Ansicht des BGH bestehe keine entsprechende vertragliche Aufklärungspflicht.²⁸⁸ Dem stehe – unter dem Gesichtspunkt der Äquivalenz – auch weder die Rechtsprechung des BGH zur Offenlegung versteckter Innenprovisionen²⁸⁹ noch diejenige zur Aufklärungsbedürftigkeit von Rückvergütungen²⁹⁰ entgegen. Diese Rechtsprechung beruhe jeweils auf einem anderen, für die Frage der Aufdeckung von Einkaufsrabatten oder Gewinnmargen qualitativ nicht vergleichbaren Rechtsgrund.²⁹¹ Während Innenprovisionen Einfluss auf die Werthaltigkeit der vom Anleger erworbenen Anlage haben, würden Einkaufsrabatte der Bank den Wert des erworbenen Zertifikats nicht beeinträchtigen. Aufklärungspflichtige Rückvergütungen würden dann vorliegen, wenn beispielsweise Teile der Ausgabeaufschläge oder Verwaltungsgebühren, die der Kunde an einen Dritten zahlt, hinter seinem Rücken an die beratende Bank – regelmäßig umsatzabhängig – zurückflie-

²⁸⁶ EuGH, Urteil vom 30.05.2013, Az. C-604/11, ZIP 2013, 1417, Rz. 57.

²⁸⁷ Vgl. EuGH, Slg. 2009, I-10467, Rz. 45 m. w. N.; EuGH, Urteil vom 19.07.2012, Az. C-591/10, Rz. 31.

²⁸⁸ BGH, Urteil vom 17.09.2013, Az. XI ZR 332/12, WM 2013, 1983–1987, Rz. 33.

²⁸⁹ BGH, Urteil vom 12.02.2004, Az. III ZR 359/02, WM 2004, 631; BGH, Urteil vom 23.03.2004, Az. XI ZR 194/02, WM 2004, 1221; BGH, Urteil vom 25.09.2007, Az. XI ZR 320/06, BKR 2008, 199.

²⁹⁰ BGH, Beschluss vom 20.01.2009, Az. XI ZR 510/07, NJW 2009, 1416–1417; BGH, Urteil vom 19.12.2006, Az. XI ZR 56/05, NJW 2007, 1876–1879; BGH, Urteil vom 27.09.2011, Az. XI ZR 182/10, BGHZ 191, 119.

²⁹¹ Vgl. BGH, Urteil vom 27.09.2011, Az. XI ZR 182/10, BGHZ 191, 119 Rz. 38 ff.

ßen, so dass diese ein für den Kunden nicht erkennbares besonderes Interesse hat, gerade dieses Produkt zu empfehlen. Der anfänglich negative Marktwert kann der Bank indes „*hinter dem Rücken des Kunden von einem Dritten*“ vergütet werden.²⁹²

Der anfänglich negative Marktwert hat auch einen solchen „*Einfluss auf die Werthaltigkeit*“ des Swapgeschäfts. Der anfängliche Marktwert eines Swapgeschäfts stellt den Wert der ausgetauschten Leistungsverpflichtungen dar. Er ist der Wert, den der Markt als „fair“ für die gegenseitigen Swappartner betrachtet. Der Marktwert ist also der Preis des Finanzprodukts.²⁹³ Wie bei jedem Produkt sollte der Preis dem Kunden bekannt sein. Denn nur so kann der Kunde den Wert des Produkts mit Angeboten der Konkurrenz vergleichen.²⁹⁴ Der BGH hat dagegen mit Urteil vom 20.01.2015 festgestellt, dass der anfängliche Marktwert nur dann dem Kunden offenzulegen sei, wenn die *Werthaltigkeit des Swaps nachhaltig durch übermäßige Kosten- und Gewinnbestandteile beeinträchtigt* sein würde.²⁹⁵ Dies ist nicht im Einklang mit EU-Recht, welches einen effektiven Anlegerschutz auf hohem Niveau fordert.²⁹⁶

Art. 19 MiFID fordert eine Aufklärung sämtlicher Kosten und Nebenkosten. Der Kunde soll also den „Preis“ für das Finanzprodukt kennen. Daher ist der anfängliche Marktwert von strukturierten Swapgeschäften dem Kunden offenzulegen, weil dieser anhand von Bewertungsmodellen ermittelt werden muss. Eine Einschränkung, dass dies nur bei „*übermäßigen*“ Kosten- oder Gewinnbestandteilen erforderlich wäre, ist nicht vorgesehen. Dem steht auch nicht entgegen, dass die Bank einen anfänglich negativen Marktwert offenlegen müsste und somit der Kunde auf die Höhe der einstrukturierten Gewinnmarge der Bank schließen könnte.²⁹⁷ Insbesondere steht nicht Art. 26a MiFID-DRL entgegen, der Zahlungen, die der Kunde unmittelbar an die Bank erbringt, von der Offenlegungspflicht befreit. Vielmehr sind solche Zahlungen nur dann von der Offenlegungspflicht ausgenommen,

²⁹² Hierzu näher unter F. IV. 4. d).

²⁹³ Hierzu näher unter F. III.

²⁹⁴ Vgl. *Herresthal*, Die Grundlage und Reichweite von Aufklärungspflichten beim Eigenhandel mit Zertifikaten – zugleich eine Besprechung von BVerfG 1 BvR 2514/11, BGH XI ZR 182/10 und BGH XI ZR 178/10, ZBB 2012, 89, 100: „*Der Wettbewerbspreis des Anlageprodukts soll für den Kunden erkennbar und vergleichbar sein. Dies ist bei einem Endpreis einschließlich der Marge der Bank der Fall.*“

²⁹⁵ Hierzu näher unter F. IV. 4. c).

²⁹⁶ Vgl. EuGH, Urteil vom 30.05.2013, Az. C-604/11 „*Genil*“, ZIP 2013, 1417: „*Grundsatz der Effektivität zu beachten*“; Erwägungsgrund Nr. 2 der MiFID: „*[...] um Anlegern ein hohes Schutzniveau zu bieten [...]*“.

²⁹⁷ Hierzu näher unter F. II. 4.

wenn der Kunde Kenntnis hiervon hat.²⁹⁸ Der Kunde muss hiernach zwar nicht die im Preis enthaltene Marge kennen, wohl aber den Preis an sich. Die Tatsache, dass der Kunde beim Swapgeschäft über den Weg der Einstrukturierung eines negativen Marktwertes die Kosten und den Gewinn tragen muss, erlaubt nicht die Anwendung der Ausnahmeregelung von Art. 26a MiFID-DRL.²⁹⁹

Die ESMA, die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde, hat in einer Mitteilung vom 07.02.2014 Stellung genommen zu den Auswirkungen der MiFID und der MiFID-DRL auf den Vertrieb komplexer Produkte.³⁰⁰ Unter komplexen Produkten versteht die ESMA insbesondere alle Derivate und strukturierten Geschäfte, also auch Swapgeschäfte.³⁰¹ Die ESMA führt hierzu aus, dass der Kunde bei solchen Produkten eine tiefere Aufklärung und Beratung benötige („more in-depth information“).³⁰² Insbesondere müsse sich der Kunde der Kosten und Risiken der empfohlenen Geschäfte voll bewusst sein und diese verstehen.³⁰³ Hierzu zählt die ESMA insbesondere eine Aufklärung über sämtliche Kosten und Gebühren („total amount of costs and charges“) und auch eine Offenlegung eines anfänglich negativen Marktwertes („disinvestment value“).³⁰⁴ Darüber hinaus sollten die Wertpapierunternehmen gerade solche Interessenkonflikte beachten, die aus einer unmittelbaren Gegenposition gegenüber dem Kunden entstehen, wie dies bei Swapgeschäften die Regel ist.³⁰⁵

²⁹⁸ CESR/07-228b, Inducements under MiFID, May 2007, http://www.esma.europa.eu/system/files/07_228b.pdf, (letzter Abruf 23.10.2015), S. 6: „*To consider a payment made or received on behalf of the client under Article 26(a), the client needs to be aware that this payment has actually been made or received on his behalf.*“

²⁹⁹ CESR/07-228b, S. 6: „*The fact that the economic cost of a fee, commission or non-monetary benefit is borne by the client is not alone sufficient for it to be considered within Article 26(a).*“

³⁰⁰ European Securities and Markets Authority, ESMA opinion ESMA/2014/146, 07.02.2014, http://www.esma.europa.eu/system/files/ipisc_complex_products_-_opinion_20140105.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

³⁰¹ ESMA opinion ESMA/2014/146 vom 07.02.2014, S. 2.

³⁰² ESMA opinion ESMA/2014/146 vom 07.02.2014, S. 4.

³⁰³ ESMA opinion ESMA/2014/146 vom 07.02.2014, S. 5: „*[...] the client is fully aware of, and understands, the impact of the risks and costs related to any investment they recommend.*“

³⁰⁴ ESMA opinion ESMA/2014/146 vom 07.02.2014, S. 6: „*The client could also be provided with an indication of the disinvestment value immediately after the transaction, assuming that market conditions remain unchanged.*“

³⁰⁵ ESMA opinion ESMA/2014/146 vom 07.02.2014, S. 4: „*The assessment should also consider whether conflicts of interest arise in the sale of complex products especially when the selling entity is the issuer or is acting as the counterparty of the transaction.*“

Zusammenfassend kann daher festgehalten werden, dass bereits die europarechtlichen Vorgaben eine verständliche Aufklärung über sämtliche Kosten, Risiken und Interessenkonflikte vorsehen, nach Ansicht der ESMA konkret auch eine Aufklärung über einen anfänglich negativen Marktwert, unabhängig von der Höhe der einstrukturierten Gewinnmargen.³⁰⁶

Am 15. April 2014 haben Europäisches Parlament und Rat einen neuen Vorschlag verabschiedet, der die Erweiterung der sog. Key Information Documents (KID) auf sämtliche strukturierten Produkte vorsieht („Packaged Retail Investment Products“, PRIIP).³⁰⁷ Dort ist die Angabe eines „Gesamtrisikoindikator, ergänzt durch eine erläuternde Beschreibung dieses Indikators und seiner Hauptbeschränkungen sowie eine erläuternde Beschreibung der Risiken, die für das PRIIP wesentlich sind und die von dem Gesamtrisikoindikator nicht angemessen erfasst werden“ vorgesehen.³⁰⁸ Der Deutsche Derivate Verband und die EDG befürworten als Risikoindikator den 5-stufigen Value-at-Risk.³⁰⁹

³⁰⁶ Vgl. MiFID II, Directive 2014/65/EU vom 15.05.2014, Art. 24, 4 c: „[...] the information on all costs and associated charges must include information relating to both investment and ancillary services, including the cost of advice, where relevant, the cost of the financial instrument recommended or marketed to the client and how the client may pay for it, also encompassing any third-party payments.“

³⁰⁷ Position of the European Parliament adopted at first reading on 15 April 2014 with a view to the adoption of Regulation (EU) No .../2014 of the European Parliament and of the Council on key information documents for packaged retail and insurance based investment products (PRIIPs), <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2014-0357+0+DOC+XML+V0//EN#BKMD-35> (letzter Abruf 23.10.2015).

³⁰⁸ Art. 8 (3) c: „The key information document shall contain the following information: [...] a brief description of the risk-reward profile comprising the following elements: (i) a summary risk indicator; [...]“.

³⁰⁹ *Johanning/Döhner/Steiner/Völkle*, Risikoberechnungs- und Klassifizierungsmethoden nach KIID und EDG, S. 28: „Die Risikoklassen im EDG-Ansatz prognostizieren sachgerecht die Verluste für strukturierte Produkte.“; hierzu näher unter B. VI. 1.

E. Allgemeine Aufklärungspflichten

Zunächst sollen vorab die allgemeinen, objektiven Aufklärungspflichten beim Verkauf strukturierter Swaps dargestellt werden, bevor auf die besondere Pflicht zur Aufklärung über den anfänglichen negativen Marktwert eingegangen wird, die vom BGH eher subjektiv betrachtet wird.

I. Aufklärung nach Anlagezielen

Eine Aufklärungspflicht gibt es in Bezug auf das Anlageziel beim Abschluss von strukturierten Swaps in zweifacher Hinsicht. Zunächst muss das beratende Kreditinstitut das Anlageziel ermitteln. Alternativ kann es durch entsprechende Aufklärung sicherstellen, dass der Kunde sein Anlageziel im Produkt wiederfindet.

1. Ermittlung des Anlageziels

Spätestens seit der Bond-Entscheidung muss die Beratung anleger- und objektgerecht sein. Die empfohlene Anlage muss *„unter Berücksichtigung des Anlageziels auf die persönlichen Verhältnisse des Kunden zugeschnitten, also ‚anlegergerecht‘ sein.“*³¹⁰ Zu berücksichtigen ist also vor allem, ob es sich bei dem Kunden um einen erfahrenen Anleger mit einschlägigem Fachwissen handelt und welches Anlageziel der Kunde verfolgt. Die Kenntnis von solchen Umständen kann die Bank aus langjährigen Geschäftsbeziehungen mit dem Kunden gewonnen haben; verfügt sie nicht über entsprechendes Wissen, *„muss sie Informationsstand und Anlageziel des Kunden erfragen.“*³¹¹ Die Beratung hat sich unter anderem daran auszurichten, ob das beabsichtigte Anlagegeschäft der sicheren Geldanlage dienen soll oder mehr oder weniger spekulativen Charakter hat.

Diese Ermittlungspflicht nimmt der BGH unter Verweis auf das Bond-Urteil auch bei strukturierten Swaps an, wonach die beratende Bank ver-

³¹⁰ BGH, Urteil vom 06.07.1993, Az. XI ZR 12/93 (Bond-Urteil), BGHZ 123, 126–131 = NJW 1993, 2433–2434, Rz. 17; BGH, Urteil vom 25.11.1981, Az. IVa ZR 286/80, NJW 1982, 1095, 1096.

³¹¹ BGH, Urteil vom 06.07.1993, Az. XI ZR 12/93 (Bond-Urteil), BGHZ 123, 126–131 = NJW 1993, 2433–2434, Rz. 16.

pflichtet ist, vor Abgabe ihrer Anlageempfehlung den Wissensstand, die Erfahrungen und die Anlageziele, zu denen der Anlagezweck und die Risikobereitschaft gehören, zu erfragen.³¹² Dabei betont der BGH unter Verweis auf § 31 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 WpHG (a. F.) bzw. § 31 Abs. 4 WpHG zudem, dass diese Pflicht für Wertpapierdienstleistungsunternehmen aufsichtsrechtlich auch normiert ist. Die Erkundigungspflicht entfalle nur dann, wenn der beratenden Bank diese Umstände, beispielsweise aus einer langjährigen Geschäftsbeziehung mit dem Kunden oder dessen bisherigem Anlageverhalten, bereits bekannt sind.³¹³

Wie der BGH ausdrücklich auch zu Swapgeschäften festgestellt hat, ist es gerade die Aufgabe des Anlageberaters, ausschließlich Produkte zu empfehlen, die mit den Anlagezielen des Kunden – Anlagezweck und Risikobereitschaft – tatsächlich übereinstimmen. Erkundigt er sich nicht bereits – wie von der Rechtsprechung und aufsichtsrechtlich gefordert – vor seiner Anlageempfehlung nach der Risikobereitschaft des Kunden, so kann er seiner Pflicht zu einer anlegergerechten Empfehlung nur dadurch entsprechen, dass er sich noch vor der Anlageentscheidung seines Kunden die Gewissheit verschafft, *dass dieser die von ihm geschilderten Risiken des Finanzprodukts in jeder Hinsicht verstanden hat*. Andernfalls kann er nicht davon ausgehen, dass seine Empfehlung der Risikobereitschaft des Kunden entspricht.³¹⁴

Der BGH verbindet somit in Bezug auf das Anlageziel die Ermittlungspflicht mit der Aufklärungspflicht. Wurde das Anlageziel nicht ausreichend ermittelt, so kann dies durch eine weitergehende Aufklärung über das Anlageziel geheilt werden.³¹⁵ Bislang war der BGH davon ausgegangen, dass es

³¹² BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 22.

³¹³ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299; *Hannöver*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl., § 110 Rz. 47; *Lang/Balzer*, Die Rechtsprechung des XI. Zivilsenats zum Wertpapierhandelsrecht seit der Bond-Entscheidung, Eine Analyse der Folgeredsprechung zu BGH, Urteil vom 06.07.1993, Festschrift für Nobbe, 2009, S. 639, 644; zu § 31 WpHG: *Braun/Lang/Loy*, in: Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang, Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft, 4. Aufl., Rz. 318; *Koller*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl., § 31 Rz. 142; *Lang*, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen, § 9 Rz. 16.

³¹⁴ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 24.

³¹⁵ Hierzu kritisch *Lehmann*, Zum Schadensersatz bei Beratungspflichtverletzungen der Bank im Zusammenhang mit Zinsswap-Verträgen, JZ 2011, 749, 750: „Die Grenzen zwischen anleger- und objektgerechter Beratung werden verwischt [...]“.

allein darauf ankomme, dass die empfohlenen Geldanlagen dem Anlageziel entsprachen und bei Nichtentsprechen „nicht hätten angeboten werden dürfen.“³¹⁶ Nun kann die Bank einen solchen Fehler „heilen“, indem sie den Kunden umfassend über die seine Risikobereitschaft übersteigenden Verlustrisiken aufklärt. Die Grenze zwischen anleger- und objektgerechter Beratung wird hier verwischt.³¹⁷ Die Einhaltung der Anlegergerechtigkeit kann somit durch eine verstärkte Aufklärung erfolgen, z.B. indem dem Kunden klar gesagt wird:

„Das Verlustrisiko ist der Höhe nach nicht begrenzt und besteht nicht nur theoretisch, sondern ist bei entsprechender Entwicklung der Zinsdifferenz eine durchaus realistische Möglichkeit.“

Der Kunde kann sich somit bei entsprechender Aufklärung im Risikoprofil „hochstufen“.³¹⁸

2. Konnexität oder „Zinsoptimierung“

Bei strukturierten Swaps kommen grundsätzlich zwei Anlageziele in Frage: die Absicherung von Risiken durch konnexe Swaps und die Spekulation durch Swaps ohne Grundgeschäft. Wird dies nicht eindeutig ermittelt, dann muss, wie soeben dargestellt, darüber eindeutig aufgeklärt werden. Und hier kommt nun der Begriff der „Zinsoptimierung“ ins Spiel.

Als eines der ersten Gerichte hatte sich das LG Frankfurt am Main mit dem Begriff der Zinsoptimierung zu befassen.³¹⁹ Es näherte sich dem Problem zunächst dem Wortlaut nach. Unter „optimieren“ werde nach allgemeinem Sprachgebrauch verstanden: „so günstig wie möglich gestalten“.³²⁰ Demnach wäre unter Zinsoptimierung die „bestmögliche Gestaltung der

³¹⁶ BGH, Urteil vom 14.07.2009, Az. XI ZR 152/08, WM 2009, 1647: „Insoweit kommt es allein darauf an, dass die empfohlenen Geldanlagen dem Anlageziel der Klägerin nicht entsprachen und ihr daher gar nicht hätten angeboten werden dürfen.“

³¹⁷ Vgl. Herresthal, Die Weiterentwicklung des informationsbasierten Anlegerschutzes in der Swap-Entscheidung des BGH als unzulässige Rechtsfortbildung, ZIP 2013, 1049, 1053.

³¹⁸ Vgl. Wohlverhaltensrichtlinie B.2.2.: „Wünscht der Kunde nach Rücksprache die Ausführung eines bestimmten Auftrags, der nicht in der ihm mitgeteilten Risikokategorie liegt, kann der Auftrag ausgeführt werden, wenn sichergestellt ist, dass der Kunde die erforderliche Aufklärung vor der Ausführung des Auftrags erhalten hat.“

³¹⁹ LG Frankfurt a. M., Urteil vom 28.10.2008, Az. 2-19 O 13/08, BeckRS 2008, 23838.

³²⁰ Unter Verweis auf Duden, Fremdwörterbuch, 7. Aufl. 2001; Wörterbuch der deutschen Gegenwartssprache, digitale Fassung unter www.dwds.de.

Zinsverpflichtungen“ zu verstehen.³²¹ Eine Gestaltung der Zinsverpflichtungen kann es wiederum nur geben, wenn das Derivat, welches die Zinsverpflichtungen gestalten soll, einen Bezug zu den Darlehensverbindlichkeiten des Kunden hat. Dieser Bezug wird im Allgemeinen auch als „Konnexität“ bezeichnet.

Die Umschreibung als „optimale Gestaltung der Zinsverpflichtungen“ lässt dagegen offen, wie intensiv der Bezug zwischen Grundgeschäft und derivativem Swap sein muss.

Daher wird auch ein anderer, eher praktischer Ansatz verfolgt. Fischer beschreibt die Zinsoptimierung in der Praxis kommunaler Finanzierungen wie folgt:³²²

In einem ersten Schritt sei die Nominalstruktur und daraus die Zinsbindungsstruktur des gesamten Finanzierungsportfolios der öffentlichen Hand zu ermitteln. Dabei sei *jeder einzelne Kreditvertrag in Hinblick auf Konditionen und Laufzeit* zu erfassen, um in die Strategieentscheidung einfließen zu können.³²³ Aus der Zinsbindungsstruktur seien im nächsten Schritt *zukünftige Zinsrisiken* abzuleiten, die zusammen mit identifizierten Ertragspotenzialen *Ausgangspunkt der angestrebten Zinsoptimierung* sind. Bei der sich anschließenden Bestimmung der optimalen Portfoliostruktur spiele die Zinsmeinung der öffentlichen Hand die zentrale Rolle. Zuletzt werden *geeignete* Instrumente zur Umsetzung der gewählten Strategie ausgewählt.

Demnach versteht die Praxis unter Zinsoptimierung vornehmlich eine „Zinssicherung“. Es ist also das Kreditportfolio zu untersuchen und festzustellen, welche Kredite noch eine Zinsbindung haben und welche nicht, also variabel verzinst sind. Sodann ist zu entscheiden, ob das Risiko der sich verändernden Zinsen hinnehmbar ist oder abgesichert werden soll. Dabei kommt es auf die generelle Zinsmeinung an, also ob die Zinsen zukünftig steigen oder fallen und in welchen Zeiträumen dies wahrscheinlich ist. Ausgangspunkt ist daher zunächst eine Identifizierung von Zinsrisiken und die Abwägung, ob diese Risiken abgesichert oder offen gehalten werden sollen. Aus dem Offenhalten variabler Zinsrisiken können sich dann Ertragspotenziale ergeben, z.B. wenn die Zinsen fallen und somit ein variabler Kredit billiger wird als ein Festzinsdarlehen, welches seinerseits allerdings insofern sicherer ist, als es kein offenes Zinsrisiko mehr enthält.

³²¹ LG Frankfurt a. M., Urteil vom 28.10.2008, Az. 2-19 O 13/08, BeckRS 2008, 23838, Rz. 11.

³²² Fischer, *Debtmanagement*, in *Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen*, 40. Aufl., S. 1027–1031, Ziff. 7.7.

³²³ Fischer, *Debtmanagement*, in *Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen*, S. 1030.

Zinsoptimierung reduziert sich daher in der Praxis auf die Entscheidung: Zinssicherung oder keine Zinssicherung. Ohne Zinssicherung besteht ein Zinsrisiko und der Kunde hat die Erwartung, dass das Risiko nicht eintritt, er vielmehr einen Ertrag erzielen kann. Im Ergebnis liegt dann eine Spekulation auf den künftigen Zinsverlauf vor. Diese Art der Zinsspekulation hält sich allerdings in der Regel innerhalb der Grundsätze des unternehmerischen Finanzmanagements. Für die meisten Nichtfinanzunternehmen ergeben sich daraus relevante, zwingend einzuhaltende Regeln. Demgegenüber ist die Spekulation auf zusätzliche Erträge durch den Einsatz von Finanzinstrumenten mit deutlichen Risiken ausgestaltet.³²⁴

Aufgrund der Nähe der Zinsoptimierung zur Spekulation haben die Kreditinstitute daher eine neue Definition der Zinsoptimierung in den diversen Gerichtsverfahren eingeführt. Sie meinen, die Zinsverpflichtungen des Kunden würden bereits dadurch „optimiert“, dass er durch den Swap Gewinne generieren könne, die er zur Reduzierung seiner Zinsleistungen einsetzen könne.³²⁵ Bei diesem Verständnis des Begriffs „optimieren“ wäre, wie das LG Frankfurt zutreffend feststellte, jede wie auch immer geartete Geldanlage immer auch eine solche zur „Zinsoptimierung“, da Gewinne – gleich welcher Herkunft – stets auch zur Reduzierung von Zinsverbindlichkeiten eingesetzt werden können.³²⁶ Im BGH-Fall „ruderte“ die Bank daher zurück und ließ erklären, dass das Angebot eines CMS Spread Ladder Swap-Vertrages, der sich schon strukturell nicht zur Absicherung bestimmter Kreditverbindlichkeiten eigne, weil er keinerlei Bezug zu einem Kredit aufweise, „sprachlich missglückt“ sei. Sie blieb aber dabei, dass sich im weitesten Sinne jede Finanzanlage, die im Falle einer günstigen Entwicklung zu Erträgen führe, dazu eigne, bestehende Zinslasten zu reduzieren.³²⁷

Es besteht somit eine Diskrepanz zwischen dem Verständnis der Unternehmenspraxis und dem Verständnis der Kreditwirtschaft: einerseits Zinsoptimierung als Kombination aus Zinssicherung und begrenzt eingegangenen Zinsrisiken – andererseits Zinsoptimierung als beliebiges Instrument zur Generierung separater Gewinne. Daher besteht diesbezüglich eine konkrete Ermittlungs- und Aufklärungspflicht. Die Bank hat zu ermitteln, ob das Anlageziel des Kunden eher auf eine Zinssicherung oder auf eine bezugs-

³²⁴ Tebroke/Laurer, Betriebliches Finanzmanagement, Stuttgart 2005, S. 18.

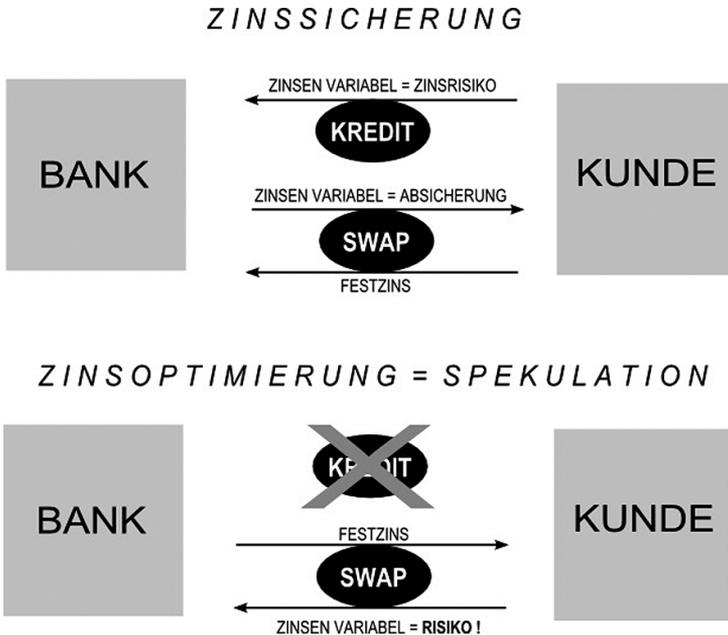
³²⁵ LG Frankfurt a. M., Urteil vom 28.10.2008, Az. 2-19 O 13/08, BeckRS 2008, 23838, Rz. 11.

³²⁶ Daher zu Recht kritisch *Lehmann*, Zum Schadensersatz bei Beratungspflichtverletzungen der Bank im Zusammenhang mit Zinsswap-Verträgen, JZ 2011, 749, der den Begriff der Zinsoptimierung für „*euphemistisch*“ hält.

³²⁷ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 14.

lose Spekulation gerichtet ist. Wenn dies nicht eindeutig ermittelt wird, ist der Kunde auf den fundamentalen Unterschied unmissverständlich hinzuweisen.³²⁸ Existiert ein konnexes Grundgeschäft mit gegenläufigen Risiken in zeitlicher und sachlicher Hinsicht, so dient ein Zinssatz-Swap-Vertrag nicht der spekulativen Übernahme einer offenen Risikoposition, sondern bezweckt allein den Tausch einer variabel verzinslichen Mittelaufnahme in eine festverzinsliche Verschuldung unter gleichzeitigem Verzicht auf die Teilhabe an einer günstigen Entwicklung des Zinsniveaus.³²⁹ Existiert dagegen kein konnexes Grundgeschäft mit entsprechenden Parametern wie beim Swap (bzgl. Basiswert, Laufzeit, Bezugsbetrag, etc.), liegt reine Finanzspekulation vor.

Zusammenfassend lässt sich daher folgende Grafik bilden:



Wie der BGH schon im Beschluss vom 21.03.2006 festgestellt hatte, ist der Kunde über den *spekulativen Charakter des konkreten Swapgeschäfts*

³²⁸ Vgl. *Ruland/Wetzig*, Aufklärungs- und Beratungspflichten bei Cross-Currency-Swaps, BKR 2013, 56, 60, die selbst bei einem „gewissen Bezug zu einem Kreditportfolio“ von einem „erheblich spekulativen Moment“ ausgehen.

³²⁹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 26.

aufzuklären.³³⁰ Irreführende Darstellungen einer „Zinsoptimierung“ oder „Zinsverbilligung“ haben daher zu unterbleiben.³³¹

3. Bedeutung der Kreditspekulation

Bisher wurde festgestellt, dass strukturierte Swaps zur Absicherung eines Grundgeschäfts oder als grundgeschäftslose Spekulation eingesetzt werden können. Wird ein Swap ohne konnexes Grundgeschäft zu Spekulationszwecken eingesetzt, dann ist ein weiterer Aspekt zu beachten, der zu einer weiteren Aufklärungspflicht führen kann. Die Natur des Swaps führt zwangsläufig zu einer Art „Kreditspekulation“, also eine Spekulation mit „fremdem Geld“.

Wie bereits dargestellt, ist es wesentypisch für ein Swapgeschäft, dass beide Parteien gegenseitig Zahlungen austauschen. Regelmäßig findet eine Saldierung der beiden Zahlungsströme statt, so dass nur eine Partei eine Ausgleichszahlung an die andere zu leisten hat.³³² Eine Partei schuldet also zu einem künftigen Zeitpunkt eine Zahlung an die andere Partei. Dies entspricht der Konstellation einer Darlehensverbindlichkeit, bei der der Schuldner dem Gläubiger zu einem späteren Zeitpunkt die Darlehensforderung zurückzahlen muss.

Der Vergleich zwischen Swapspekulation und Kreditspekulation wird in der Praxis auch daraus deutlich, dass viele Swapkunden vor Vertragsschluss intensiv auf ihre Bonität hin geprüft werden und in vielen Fällen eine Sicherheit in Höhe des Gesamt- oder zumindest eines Teilbetrages der künftigen Eventualverbindlichkeit leisten müssen. Der Kunde nimmt sozusagen

³³⁰ BGH, Beschluss vom 21.03.2006, Az. XI ZR 116/05, BeckRS 2006, 03888: *„Der vom Berufungsgericht rechtsfehlerfrei angenommene Beratungsfehler der Beklagten besteht im Kern nicht in einem unterbliebenen Hinweis auf kommunalrechtliche Bindungen der Stadtwerke, sondern darin, dass die Beklagte nicht ausreichend über den spekulativen Charakter des konkreten Swapgeschäfts aufgeklärt hat.“*

³³¹ Zum sog. kommunalen Spekulationsverbot: BGH, Urteil vom 28.04.2015, Az. XI ZR 378/13, WM 2015, 1273; *Weck/Schick*, Unwirksamkeit spekulativer Swap-Geschäfte im kommunalen Bereich, NVwZ 2012, 18; *Morlin*, Die Befugnis kommunaler Unternehmen in Privatrechtsform zu Spekulationsgeschäften am Beispiel von Zinsswaps, NVwZ 2007, 1159.

³³² BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 4; vgl. Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte, <https://www.bankenverband.de/service/rahmenvertraege-fuer-finanzgeschaefte/deutscher-rahmenvertrag-fuer-finanztermingeschaefte/> (letzter Abruf 23.10.2015), Ziff. 6; *Rudolf*, in: *Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht*, 4. Aufl., S. 2420 Rz. 19.133 Payment Netting.

einen „fiktiven Kredit“ bei der Bank auf. Das fremdfinanzierte Kapital wird so dann über eine Swapkonstruktion in dem jeweiligen Basiswert des Swapgeschäfts angelegt. Daher wird von Seiten der Bank ein Swap auch bezeichnet als „Mittel der Ertragsgenerierung ohne anfänglichen Kapitaleinsatz“. ³³³ Der fiktive Kredit ist dann später in Abhängigkeit von der Entwicklung des Basiswertes an die Bank zurückzuzahlen.

Zu fremdfinanzierten Anlageprojekten gibt es eine umfangreiche BGH-Rechtsprechung. Nach ständiger Rechtsprechung des BGH ist eine Aufklärungs- und Warnpflicht der Bank anzunehmen, wenn die Bank selbst einen zu den allgemeinen wirtschaftlichen Risiken des Projekts hinzutretenden speziellen Gefährdungstatbestand für den Kunden schafft oder dessen Entstehen jedenfalls begünstigt oder wenn sie in Bezug auf die speziellen Risiken des zu finanzierenden Vorhabens gegenüber dem Darlehensnehmer einen konkreten Wissensvorsprung hat, ³³⁴ z. B. weiß, dass dieses zum Scheitern verurteilt ist. ³³⁵ Dafür reicht es aus, dass das Geschäft für den Anleger nur unter besonderen Umständen – etwa bei „steigenden Kursen und stabilen oder fallenden Kreditzinsen“ – erfolgreich sein kann. ³³⁶ Ist die Gefahr des Scheiterns von Anfang an groß, etwa weil z. B. „einerseits ein variabel zu verzinsender Kredit in einer Phase niedrigen Zinses gewährt wurde und mittelfristig eine Zinssteigerung in Rechnung gestellt werden musste, und andererseits die Rendite im Wesentlichen durch Aktiengeschäfte erzielt werden sollte, die schon in der Phase niedriger Zinsen und leicht steigender Aktienkurse einen solchen Gewinn kaum abwarfen“, besteht eine solche Aufklärungs- und Warnpflicht. ³³⁷

Wie bereits dargestellt, verwenden die Kreditinstitute zur Konstruktion und Bewertung strukturierter Swaps komplexe Berechnungs- und Simulationsmodelle. Mit Hilfe dieser Modelle kann auch eine Prognose des mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit nicht überschrittenen Maximalverlusts ermittelt werden (Value-at-Risk). ³³⁸ Ist zudem ein anfänglicher negativer Marktwert eingepreist, dann steht nach den Berechnungsmodellen für

³³³ OLG Köln, Beschluss vom 09.09.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21615.

³³⁴ Vgl. *Herresthal*, Die Verpflichtung zur Bewertung der Kreditwürdigkeit und zur angemessenen Erläuterung nach der neuen Verbraucherkreditrichtlinie 2008/48/EG, WM 2009, 1174.

³³⁵ BGH, Urteil vom 09.04.1987, Az. III ZR 126/85, WM 1987, 1546.

³³⁶ BGH, Urteil vom 28.01.1997, Az. XI ZR 22/96, NJW 1997, 1361.

³³⁷ BGH, Urteil vom 28.01.1997, Az. XI ZR 22/96, NJW 1997, 1361.

³³⁸ *Johanning/Döhner/Steiner/Völkle*, Risikoberechnungs- und Klassifizierungsmethoden nach KIID und EDG, S. 28: „Die Risikoklassen im EDG-Ansatz prognostizieren sachgerecht die Verluste für strukturierte Produkte.“; hierzu näher unter B. VI. 1.

den Zeitpunkt des Vertragsschlusses fest, dass der Markt erwartet, dass der Kunde bei unveränderten Marktbedingungen einen entsprechenden Verlust über die Gesamtlaufzeit erwirtschaften wird. Die Bank hat daher einen ganz konkreten Wissensvorsprung. Sie weiß um die Möglichkeit der Prognosemodelle und um die negative Markterwartung im Abschlusszeitpunkt. Auf die erhöhten Gefahren durch eine Spekulation auf Kredit, eigenes Vermögen zu einem späteren Zeitpunkt einsetzen zu müssen bzw. ggf. sogar zahlungsunfähig zu werden, wird eine beratende Bank daher ebenfalls hinweisen müssen.³³⁹

Das OLG Stuttgart hat sich intensiv mit der Eigenschaft von Cross Currency Swaps beschäftigt und die Eigenart der Kreditspekulation herausgestellt. So sei dem besonderen Umstand Rechnung zu tragen, dass der Kunde eines Cross Currency Swaps eine für ihn nicht eindeutig erkennbare und bewertbare Leistung übernimmt. Er bietet der Bank nicht bewusst einen bei sich bereits vorhandenen und von ihm bewerteten Vermögensgegenstand im eigenen Interesse an. Die Bank schafft erst durch den Swapvertrag eine Verbindlichkeit des Anlegers, deren Höhe er nicht bewerten kann. Dieser Verbindlichkeit stellt sie im Wege des Austausches (Swap) eine Verbindlichkeit der Bank gegenüber. Die Bank ist dabei in der Lage, nach ihrem – vom Anleger nicht kontrollierbaren – Belieben den Wert der Leistung des Kunden hoch anzusetzen und den Wert der Gegenleistung des Austauschgeschäfts niedrig zu gestalten, wodurch sie ihre Gewinnspanne generieren kann. Wenn aber eine Partei auf Grund besserer Marktkenntnisse und sonstiger Informationsvorsprünge in der Lage ist, ihre Position in einer Weise auszunutzen, dass es als Verstoß gegen die Waffengleichheit und Fairness am Markt erscheint, müsse sie über den sonst nicht aufklärungspflichtigen Wert der eigenen Leistung oder denjenigen der Gegenleistung aufklären.³⁴⁰ Nur so sei der Anleger in der Lage zu beurteilen, ob er die wirtschaftliche (buchmäßige) Vermögenseinbuße übernehmen will, weil er das damit verbundene Chancen-/Risikoprofil, sofern er es beurteilen kann, für vorteilhaft hält.

Auch wenn sich die Argumentation des OLG Stuttgart überwiegend mit der besonderen Aufklärungspflicht über den anfänglich negativen Marktwert beschäftigt, so wird auch hier ein „Informationsvorsprung bei Kreditspekulation“ der Bank als Argument der Aufklärungspflicht herangezogen. Wenn aus diesem Grund aber schon über besondere Umstände wie den anfänglichen Marktwert aufzuklären ist, dann muss über die allgemeine Tatsache der Kreditspekulation und die damit verbundenen Risiken für die Liquidität und Bonität des Kunden als solche erst recht aufgeklärt werden.

³³⁹ Vgl. BGH, Urteil vom 11.11.2003, Az. XI ZR 21/03, NJW-RR 2004, 484.

³⁴⁰ OLG Stuttgart, Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890–895; Roth/Bachmann, in: Münchener Kommentar, BGB, 6. Aufl., § 241 Rz. 142.

II. Bedeutung des Basiswerts

Gemäß Buchstabe B Ziffer 2.2.4. der Wohlverhaltensrichtlinie bzw. § 5 Abs. 1 Nr. 2 WpDVerOV ist bei Derivaten bereits aufsichtsrechtlich eine richtige und verständliche Information über die Bedeutung des Basiswerts und dessen Volatilität erforderlich. In seiner Bond-Entscheidung hat der BGH ausgeführt, dass zwischen den allgemeinen Risiken (Konjunkturlage, Entwicklung des Börsenmarktes) und den speziellen Risiken, die sich aus den individuellen Gegebenheiten des Anlageobjekts (Kurs-, Zins- und Währungsrisiko) ergeben, zu unterscheiden ist. Die Beratung der Bank muss richtig und sorgfältig und dabei für den Kunden verständlich und vollständig sein. Die Bank muss zeitnah über alle Umstände unterrichten, die für das Anlagegeschäft von Bedeutung sind. Da der Erfolg des Anlagegeschäfts „strukturierter Swap“ maßgebend von der Entwicklung des jeweiligen Basiswertes abhängig ist, ist daher folgerichtig der jeweilige Basiswert verständlich zu erläutern.

1. Zinsstrukturkurve

Die Zinsstruktur ist das Verhältnis von zwei Zinssätzen. Sie ist zunächst bedeutsam für Swapgeschäfte wie den CMS Spread Ladder Swap, dessen Basiswert die Zinsdifferenz (der „spread“) zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen war. Der BGH hatte daher festgestellt, dass dem Kunden „*alle denkbaren Entwicklungen des Spreads*“ erläutert werden müssten.³⁴¹

Die Zinsstruktur ist aber von weit größerer Bedeutung. Ihre Zinskurven fließen in die Bewertung der meisten Swapprodunkte ein. Das Modell der Deutschen Bank zur Bewertung von Derivaten nach Heath-Jarrow-Morton berücksichtigt nach der Aussage des Finanzmathematikers die *aktuelle Zinsstrukturkurve, Volatilitätswerte und Korrelationen*.³⁴² Auch beim Modell der UniCredit Bank liegen der Bewertung von Zinsderivaten *Zinskurven zum Zeitpunkt der Bewertung zu Grunde*.³⁴³ Eine Hauptanwendung von Zinsstrukturkurven ist daher die Bewertung (Berechnung des Barwerts) sowohl

³⁴¹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29.

³⁴² Vgl. Protokoll der mündlichen Verhandlung vor dem OLG Stuttgart vom 03.02.2010, Az. 9 U 164/08.

³⁴³ Laut Marktwertmitteilung „My Deal Report“, LG München I, Urteil vom 24.07.2013, Az. 16 HK O 9568/12: „*Der Bewertung von Zinsderivaten liegen Zinskurven der UniCredit Bank AG zum Zeitpunkt der Bewertung sowie für Währungsrechnungen die Marktmittelkurse zum Tagesende zu Grunde.*“

von Zinsderivaten wie beispielsweise Zinsswaps als auch von fest oder variabel verzinslichen Wertpapieren. Eine inverse Zinsstrukturkurve, bei der die langfristigen Zinsen unter den kurzfristigen liegen, war in der Vergangenheit oft ein Vorzeichen für Wirtschaftskrisen.³⁴⁴ Daher sollten dem Swapkunden stets die aktuellen und historischen Zinsstrukturen erläutert werden.

In den vergangenen Jahrzehnten gab es erhebliche Unterschiede in den Zinsstrukturkurven in Deutschland. So gab es z. B. am 28.02.1990 eine sehr flache Zinsstruktur, am 30.12.1991 war die Zinsstrukturkurve dann bereits fallend (invers), d. h. für kürzere Laufzeiten wurden höhere Zinsen bezahlt als für längere Laufzeiten, am 30.06.1995 gab es dann wieder eine normale (steigende) Zinsstruktur, d. h. der Markt erwartet steigende Zinsen.³⁴⁵ Daraus werden erhebliche Unterschiede in der Markterwartung über die künftige Zinsentwicklung deutlich.

2. Terminzinsen und Terminkurse

Aus der Zinsstrukturkurve lassen sich sodann die sog. „Terminzinsen“ ermitteln, also die Zinsen, die aktuell für einen späteren Zeitpunkt zu zahlen sind. Die implizite Terminzinskurve, die sich aus der am Markt beobachteten Zinsstruktur ableitet, spiegelt daher die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider.

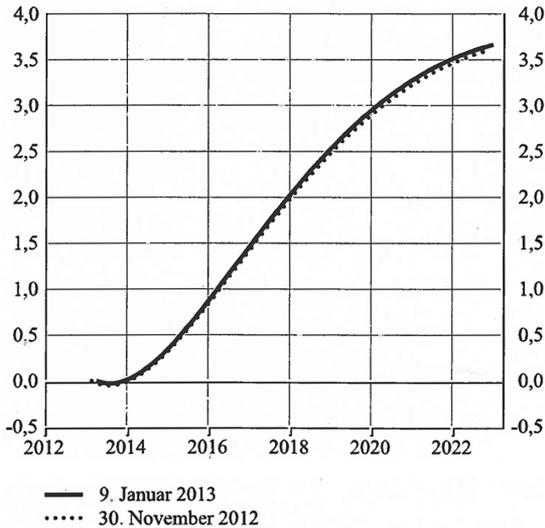
Die Europäische Zentralbank hat hieraus für den Januar 2013 folgende implizierten Terminzinssätze errechnet³⁴⁶ (siehe nächste Seite).

Die Terminzinsen sind demnach die „Meinung des Marktes“ zur zukünftigen Zinsentwicklung. Dies ist entsprechend auf die Terminkurse anderer Anlageklassen, also Aktien, Währungen oder Rohstoffe übertragbar. So lässt sich etwa ein Währungsterminkurs aus der Zinsdifferenz zwischen zwei

³⁴⁴ Vgl. *Schierenbeck*, Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 16. Aufl., München 2003, S. 370: Die Subprime-Krise sorgte zwischenzeitlich für eine (leicht) inverse Zinsstruktur; *Fischer*, Performanceanalyse in der Praxis: Performancemaße, Attributionsanalyse, Global Investment Performance Standards, 3. Aufl., München 2010, S. 220: *inverse Zinsstruktur als Vorbote einer Rezession*; *Clement/Terlau/Kiy*, Angewandte Makroökonomie: Makroökonomie, Wirtschaftspolitik und nachhaltige Entwicklung mit Fallbeispielen, 5. Aufl., Bonn 2012, S. 442: *inverse Zinsstrukturkurve als Frühindikator eines wirtschaftlichen Abschwungs*.

³⁴⁵ Vgl. Wikipedia, Grafik zu Zinsstrukturen, https://de.wikipedia.org/wiki/Zinsstruktur#/media/File:Zinsstrukturkurven_2013.svg (letzter Abruf: 23.10.2015).

³⁴⁶ Europäische Zentralbank, Monatsbericht Januar 2013, S. 29, https://www.bun-desbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Monatsberichte/2013/2013_01_ezb_mb.pdf?__blob=publicationFile (letzter Abruf 23.10.2015).



Quellen: EZB, EuroMTS (zugrunde liegende Daten) und Fitch Rating (Ratings).

Anmerkung [der EZB]: Die implizite Terminzinskurve, die sich aus der am Markt beobachteten Zinsstruktur ableitet, spiegelt die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider. Das Verfahren für die Berechnung dieser impliziten Terminzinskurven ist auf der Website der EZB unter „Euro area yield curve“ dargelegt. Bei den in der Schätzung verwendeten Daten handelt es sich um die Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet mit AAA-Rating.

Abbildung: Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet
(in % p. a.; Tageswerte)

Währungen ableiten.³⁴⁷ In der Folge ist der Währungsterminkurs die „Meinung des Marktes“ über das zukünftige Wechselkursverhältnis. Daher sollten dem Swapkunden stets auch die aktuellen Terminzinsen bzw. Terminkurse erläutert werden, um seine private Meinung mit der Meinung des Marktes vergleichen zu können. Hierzu hat etwa das OLG Stuttgart im Urteil vom 14.12.2011 festgestellt, dass die Ermittlung des Marktpreises für ein Devisentermingeschäft nicht nur vom aktuellen Wechselkurs abhängig ist, sondern auch von dem unterschiedlichen Zinsniveau in den beteiligten Ländern.³⁴⁸

³⁴⁷ Hull, Optionen, Futures und andere Derivate, 9. Aufl., S. 155, Ziff. 5.7 Bewertung von Forward-Kontrakten, für Swaps: S. 226 ff., Ziff. 7.10 Bewertung von Währungsswaps.

³⁴⁸ OLG Stuttgart, Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890–895, Rz. 31; vgl. Maier, Devisenhandel, in: Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, 40. Aufl., S. 1048, Ziff. 8.2.2.2. Devisentermingeschäft.

3. Simulationen

Basiswerte von strukturierten Swaps sind in der Regel reale Werte wie Zinsen, Währungen oder Rohstoffe. Hier gibt es dann auch tatsächliche historische Kurse, die dem Kunden, zumindest über die vergangenen fünf Jahre, darzustellen sind. Gemäß § 4 Abs. 4 Nr. 1 WpDVerOV müssen Aussagen zu der früheren Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Finanzindex oder einer Wertpapierdienstleistung geeignete Angaben zur Wertentwicklung enthalten, die sich auf die unmittelbar vorausgegangenen fünf Jahre beziehen, in denen das Finanzinstrument angeboten, der Finanzindex festgestellt oder die Wertpapierdienstleistung erbracht worden sind. Im Bond-Urteil stellte der BGH unter anderem auf die Pflicht zur Aufklärung über die allgemeine Konjunkturlage und die konkreten Kurs-, Zins- und Währungsrisiken ab, so dass auch nach Vertragsrecht eine Mitteilung historischer Kurse vom Kunden erwartet werden darf.

Basiswerte von strukturierten Swaps können sogar fiktive Werte sein. Wie eingangs dargestellt, sind etwa die Basiswerte von Indexswaps häufig Indizes, denen eine fiktive Anlagestrategie zu Grunde liegt. Solche Indizes können daher beliebig in die Vergangenheit zurücksimuliert werden, natürlich unter Beachtung der jeweiligen Vorgaben der Anlagestrategie. Der Deutsche Bank Balanced Currency Harvest Index ist zum Beispiel ein solcher Index. Seine fiktive Anlagestrategie beruht auf dem Kauf und Verkauf von Währungen zu verschiedenen Rollterminen und in Abhängigkeit der Zinsentwicklung der jeweiligen Währungsräume. Die Bank konnte den Index, der tatsächlich erst am 19.12.2005 geschaffen wurde, daher bis in das Jahr 1989 zurücksimulieren.³⁴⁹ Werden dem Kunden sodann Charts der historischen Indexentwicklung dargestellt, dann ist die reale Entwicklung eindeutig von der simulierten abzugrenzen.

Nach § 4 Abs. 7 WpDVerOV müssen Simulationen einer früheren Wertentwicklung oder Verweise auf eine solche Simulation *deutliche Hinweise enthalten, auf welchen Zeitraum sich die Angaben beziehen* und dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind. Auch nach einem Rundschreiben der BaFin ist die Darstellung einer Kombination aus tatsächlichen und simulierten Wertentwicklungsangaben zwar grundsätzlich zulässig. In diesem Fall muss aus der Darstellung jedoch *klar und deutlich hervorgehen, welche Angaben tatsächlicher und welche Angaben simulierter Art sind*.³⁵⁰

³⁴⁹ ZEW, Analyse der Currency Harvest-Strategie der Deutschen Bank, S. 10.

³⁵⁰ Rundschreiben 1/2010 (WA) zur Auslegung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes über Informationen einschließlich Werbung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Kunden, Ziffer 3.4.1.8., <http://www.bafin.de/SharedDocs/>

Die Tatsache der Simulation des Basiswertes hat aber nicht nur Bedeutung für seine historische Darstellung, sondern auch für die Abgabe von Prognosen durch die Bank. Grundsätzlich darf eine Bank Prognosen zur zukünftigen Entwicklung nur auf reale historische Entwicklungen gründen, nicht auf fiktive Simulationen. Nach § 4 Abs. 6 WpDVerOV dürfen *Angaben zur künftigen Wertentwicklung nicht auf einer simulierten früheren Wertentwicklung beruhen oder auf eine solche Simulation Bezug nehmen*. Die Angaben müssen auf angemessenen, durch objektive Daten gestützten Annahmen beruhen und für den Fall, dass sie auf der Bruttowertentwicklung beruhen, deutlich angeben, wie sich Provisionen, Gebühren und andere Entgelte auswirken.

Verstöße hiergegen können zu einer Aufklärungspflichtverletzung führen. Das Landgericht München³⁵¹ hat sich erstmalig mit der Rückberechnung eines fiktiven Index, im Fall war es der Deutsche Bank Long Short Momentum Index, befasst und die Bank mit Urteil vom 30.07.2012 (Az. 34 O 24111/11) zum Schadensersatz verurteilt, weil sie nicht deutlich genug über die Rückberechnung aufgeklärt hatte, sondern vielmehr durch die unzutreffende Darstellung des Index in den Produktunterlagen (Start des LSM Index nicht 1995, sondern erst 2007) eine entscheidungserhebliche Fehlvorstellung beim Kunden verursacht hatte. Das Landgericht München führte hierzu aus:

„Für den unbefangenen Leser stellt sich auf der Grundlage der deutschen Grammatik die durchschnittliche Performance von ca. 17,53 % p.a. so dar, dass diese seit Auflegung erwirtschaftet wurde. Für die Auflegung wird in der Grafik das Jahr 1995 als Basis genommen. Somit musste jeder vernünftige Betrachter davon ausgehen, dass der LSM-Index von der Beklagten im Jahre 1995 erstellt wurde und dieser über die Jahre die in der Grafik dargestellte Entwicklung erfahren hat.

[...]

Bei einer rückwirkenden Berechnung eines Index hat der sogenannte Index-Sponsor, hier die Beklagte, alle Möglichkeiten anhand einer Rückrechnung solche Parameter auszuwählen, die sich entsprechend den tatsächlichen Marktgegebenheiten in der Vergangenheit besonders gut im Rahmen der Grundlagen eines Index entwickelt haben. Dass der Wettpartner der Beklagten über einen derartigen retrospektiven Umstand aufgeklärt werden möchte, liegt auf der Hand.“

In diesem Zusammenhang ist auch darauf hinzuweisen, dass, sofern vorhanden, dem Kunden auch solche Risikohinweise mitzuteilen sind, die seinem Vertragspartner, der Bank, positiv, etwa aus einem Performance-Gut-

Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs_1001_wa_werbung.html (letzter Abruf 23.10.2015).

³⁵¹ LG München I, Urteil vom 30.07.2012, Az. 34 O 24111/11; rechtskräftig nach OLG München, Beschluss vom 29.04.2013, Az. 17 U 3320/12; *Mahler*, Darstellung von simulierten früheren Wertentwicklungen von Finanzprodukten – Anmerkung zum Urteil des LG München I vom 30.07.2012, AG 2012, R255.

achten, bekannt sind. So stellte etwa das ZEW in seinem Gutachten zum Harvest Index fest:

„Wie die beiden Abbildungen 6 und 7 verdeutlichen, zeichnet sich der Zeitraum ab etwa 2000 durch einen vergleichsweise starken Anstieg der Indizes bei gleichzeitig recht niedriger Volatilität aus. Allerdings zeigen die beiden Grafiken auch klar, dass dieser Zeitraum damit weit günstiger für den Investor war als vorangegangene Perioden. Die jüngste gute Performance sollte daher nicht einfach in die Zukunft extrapoliert werden.“³⁵²

Aufsichtsrechtliche Vorgaben wie die vorgenannte WpDVerOV haben allerdings nach der neuesten Rechtsprechung des BGH erst dann Ausstrahlungswirkung auf die vertraglichen Beratungspflichten, wenn diese die Stufe von „tragenden Grundprinzipien des Aufsichtsrechts“ erreicht haben.³⁵³ Andererseits lässt der BGH über die Auslegung des Beratungsvertrages allgemeine zivilrechtliche Grundsätze in die Aufklärungs- und Beratungspflichten einwirken, insbesondere die Pflicht zur Aufklärung bei einem Wissensvorsprung oder der Schaffung einer Gefahrenlage.³⁵⁴ Daher hat der BGH im Swapurteil unter anderem eine Pflicht zur Herstellung eines gleichwertigen Kenntnisstandes und zur Aufklärung über einen schwerwiegenden Interessenkonflikt aus allgemein anerkannten Grundsätzen festgestellt.³⁵⁵ Wenn die Bank bei der Zinswette daher Kenntnisse von Simulationen hat und als Entwickler solcher Simulationen über Sonderwissen verfügt, teilweise sogar Gutachten hierüber hat erstellen lassen, dann ist es nur fair, auch den Wettpartner hierüber zu informieren, insbesondere weil die Bank als Berater die Kundeninteressen zu wahren hat.

4. Indexregeln

Zur Aufklärung über den Basiswert gehört nicht nur eine Darstellung der vergangenen Entwicklung und die Darstellung der Marktmeinung zur künftigen Entwicklung (Zinsstruktur, Terminkurse), sondern auch die Darstellung der Einflussfaktoren auf den Basiswert. Die allgemeinen Einflussfaktoren wie „*Konjunkturlage, Entwicklung des Börsenmarktes*“ wurden vom BGH bereits im Bond-Urteil angesprochen.³⁵⁶

³⁵² ZEW, Analyse der Currency Harvest-Strategie der Deutschen Bank, S. 18.

³⁵³ BGH, Urteil vom 03.06.2014, Az. XI ZR 147/12, NJW 2014, 2947, Rz. 37; hierzu näher unter D. II. 3.

³⁵⁴ Siehe hierzu schon D. I. 1. b).

³⁵⁵ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29.

³⁵⁶ BGH, Urteil vom 06.07.1993, Az. XI ZR 12/93 (Bond-Urteil), BGHZ 123, 126–131 = NJW 1993, 2433–2434, Rz. 18; BGH, Urteil vom 09.05.2000, Az. XI ZR 159/99, WM 2000, 1441, 1442.

Es gibt aber auch besondere Einflussfaktoren, namentlich die Möglichkeit eines Vertragspartners, direkt auf den Basiswert einzuwirken. Diese Besonderheit ist regelmäßig nur bei solchen Basiswerten möglich, die von einem der Swappartner selbst berechnet werden, z. B. bei proprietären Indizes wie dem Deutsche Bank Balanced Currency Harvest Index³⁵⁷, dessen Herausgeber, der sog. „Index-Sponsor“, die Deutsche Bank selbst ist. Näheres wird in den sog. „Indexregeln“ festgelegt.³⁵⁸

Diese Indexregeln enthalten neben der Beschreibung der fiktiven Anlagestrategie des Harvest Index bestimmte Einflussnahmemöglichkeiten der Bank. Die Bank kann z. B. jederzeit nach eigenen „Wünschen“ (also nicht nur im Fall eines besonderen Ereignisses) Modifikationen oder Veränderungen der Methode zur Berechnung des Index vornehmen. Hierzu heißt es in der Indexbeschreibung unter Ziffer 10:

„Der Index-Sponsor wendet für die Berechnung des Index zwar derzeit die vorstehend beschriebene Methode an. Es kann jedoch keine Zusicherung dahingehend gegeben werden, dass nicht steuerliche, marktbezogene, aufsichtsrechtliche, rechtliche oder finanzielle Umstände eintreten, die nach Ansicht des Index-Sponsors eine Modifikation oder Veränderung dieser Methode in Bezug auf den Index erforderlich oder wünschenswert machen, und der Index-Sponsor ist berechtigt, eine solche Modifikation oder Veränderung vorzunehmen.“

Die Bank kann als Index-Sponsor auch jederzeit nach eigenem Belieben neue Währungen in den Index aufnehmen und alte Währungen streichen. Hierzu heißt es in der Indexbeschreibung unter Ziffer 7:

„Der Index-Sponsor kann, in Bezug auf den Index, mit Wirkung ab jedem Stichtag für den Roll-Over jede Währung als Geeignete Währung in Bezug auf den Index aufnehmen, die die Kriterien für Geeignete Währungen in Bezug auf den Index zu diesem Stichtag für den Roll-Over erfüllt, oder jede Währung als Geeignete Währung in Bezug auf den Index streichen, die die Kriterien für Geeignete Währungen in Bezug auf den Index zu diesem Stichtag für den Roll-Over nicht erfüllt, vorausgesetzt, dass nach einer solchen Streichung die Anzahl der Geeigneten Währungen in Bezug auf den Index nicht weniger als fünfzehn beträgt. Nach Aufnahme oder Streichung einer Geeigneten Währung in Bezug auf den Index nimmt der Index-Sponsor nach seiner Ansicht geeignete Anpassungen dieser Beschreibung des Index

³⁵⁷ Deutsche Bank Balanced Currency Harvest Index EUR (DBHVBEUI), <https://index.db.com/dbiqweb2/home.do?redirect=productPage&indexid=57021&assetClass=FX&page=do%2FFFXAnalytic%3Fcmd%3DFxYield%26investorRuleBasedDynamicIndices%3D57021%26singleCurrencyTrades%3Dnone%26indexName%3DBalancedCurrencyHarvestEUR%26indexId%3D57021%26date%3D28022013> (letzter Abruf 01.03.2014, aktuell nicht mehr online).

³⁵⁸ Vgl. Deutsche Bank, Fondsprospekt DB Platinum IV, Februar 2011, <http://www.at.x-markets.db.com/pdf/DE/prospectus/prospectus1.pdf> (letzter Abruf 23.10.2015), für den DB Balanced Currency Harvest Fonds, der auf dem gleichen Index basiert (S. 211 ff.).

nach Treu und Glauben und in wirtschaftlich sinnvoller Weise vor, um der Aufnahme oder Streichung der geeigneten Währung Rechnung zu tragen.“

Dabei ist das Kriterium für eine geeignete Währung weit gefasst und umfasst jede liquide Währung, die keinem Wechselkursregime mit Kursbindung unterliegt.

Zwar dürfte die Wahrscheinlichkeit einer bewussten Einflussnahme auf den Index durch den Index-Sponsor gering sein, da der Index öffentlich ist und sich im Wettbewerb mit ähnlichen Indizes behaupten muss. Es ist aber nicht ausgeschlossen, dass der Index-Sponsor, wenn er zugleich die beratende Bank ist, den Index nicht allein im Kundeninteresse verwaltet. Es besteht daher ein aufklärungspflichtiger Interessenkonflikt über die Möglichkeit der Einflussnahme gleichermaßen wie der BGH einen aufklärungspflichtigen Interessenkonflikt in der Möglichkeit der Veräußerung eines anfänglich negativen Marktwertes gesehen hat. Es kann nicht darauf ankommen, ob die Bank tatsächlich Einfluss auf den Index genommen hat oder nicht. Die Gefahr, dass die Anlageempfehlung nicht im Kundeninteresse abgegeben wird, besteht nicht erst, wenn der Index manipuliert wurde, sondern schon dann, wenn der Index manipuliert werden kann.³⁵⁹ Tatsächlich wurden die Kunden in der Praxis über derartige Einflussnahmemöglichkeiten durch vorgefertigte Indexbeschreibungen in vielen Fällen unterrichtet.

III. Bedeutung der Struktur

Wie vorab dargestellt, haben strukturierte Swappeschäfte entweder eine Struktur aus Optionen oder aus Termingeschäften. Auch aus dieser Struktur können sich allgemeine Aufklärungspflichten ergeben.

1. Behandlung von Optionen

Viele Swaps sind aus Optionen strukturiert. Beim CMS Spread Ladder Swap verkauft der Kunde der Bank mehrere Zinsoptionen auf die Entwicklung des Zinsspreads. Beim Currency Related Swap verkauft der Kunde der Bank mehrere Währungsoptionen auf die Entwicklung des jeweiligen Wechselkurses. Bei Indexswaps erwirbt der Kunde diverse Optionen auf den jeweiligen Index.

Bereits in den 80er Jahren hat sich der BGH mit der Struktur von Optionsgeschäften befasst. Konkret ging es dabei um die sog. „Londoner

³⁵⁹ Vgl. *Buck-Heeb*, LIBOR- und EURIBOR-Manipulationen – Haftungsrechtliche Fragen, WM 2015, 157, 162: zur Frage einer *Pflicht zur Aufklärung über Manipulationsverdacht*.

Optionsprämie“, deren Bedeutung und die Auswirkung von Aufschlägen auf diese Prämie.

Der „Londoner Optionspreis“ ist der objektive Marktwert einer Option an der Börse London. Der Vertreter von Warenterminoptionen sei daher grundsätzlich verpflichtet, dem Kaufinteressenten den Londoner Optionspreis zu nennen. Eine Verletzung dieser vorvertraglichen Aufklärungspflicht führte zur Schadensersatzpflicht wegen Verschuldens bei Vertragsschluss.³⁶⁰

Grund der Aufklärungspflicht hinsichtlich des Optionspreises war seine Bedeutung für das Optionsgeschäft. Die in London bezahlte Prämie ist der Preis für die Option. Die Höhe der Prämie hängt, so der BGH, von mehreren Faktoren ab, darunter von vorausgegangenen Kursschwankungen, der Dauer der Optionsfrist und der allgemeinen Marktlage. Ihre Höhe entspricht den noch als realistisch angesehenen, wenn auch bereits weitgehend spekulativen Kurserwartungen des Börsenfachhandels; sie pendelt sich in der Annäherung von Gebot und Gegengebot ein und kennzeichnet damit den Rahmen eines Risikobereichs, der vom Markt als vertretbar angesehen wird. Aus diesem Grunde sei die Londoner Prämie für die Kaufentscheidung des Erwerbers einer Warenterminoption von ausschlaggebender Bedeutung.³⁶¹

Wenn also beim Optionsgeschäft stets die Höhe der Optionsprämie, also der „Preis für die Option“, offenzulegen ist, dann wird dem Kunden damit auch bewusst, dass er tatsächlich ein Optionsgeschäft abschließt, auch wenn dieses nicht ausdrücklich als Optionsgeschäft bezeichnet wurde, sondern als Swapgeschäft. Wenn die Optionsprämie einer einzelnen Warenterminoption aufklärungspflichtig ist, dann gilt dies gleichfalls für einen aus verschiedenen Optionen strukturierten Zinsswap.

Dieser Rechtsprechung hat sich der XI. Zivilsenat angeschlossen und u. a. mit Urteil vom 21.10.2003 festgestellt, dass auch die Bedeutung der Prämie zu erläutern ist und etwaige Aufschläge auf die Prämie darzustellen sind. Hierzu führt der BGH aus:

„Dazu gehört neben der Bekanntgabe der Höhe der Optionsprämie auch die Aufklärung über die wirtschaftlichen Zusammenhänge des Optionsgeschäfts und die Bedeutung der Prämie sowie ihren Einfluß auf das mit dem Geschäft verbundene Risiko. So muß darauf hingewiesen werden, daß die Prämie den Rahmen eines vom Markt noch als vertretbar angesehenen Risikobereichs kennzeichnet und ihre Höhe den noch als realistisch angesehenen, wenn auch weitgehend spekulativen Kurserwartungen des Börsenfachhandels entspricht [...] Diese Ausführungen lenken den Leser systematisch von der entscheidenden Bedeutung, den der Aufschlag auf die Optionsprämie für seine Gewinnchancen hat, ab. [...] Ferner ist darzule-

³⁶⁰ BGH, Urteil vom 06.04.1981, Az. II ZR 84/80, NJW 1981, 1440.

³⁶¹ BGH, Urteil vom 06.04.1981, Az. II ZR 84/80, NJW 1981, 1440, Rz. 10.

gen, ob und in welcher Höhe ein Aufschlag auf die Prämie erhoben wird, und daß ein solcher Aufschlag die Gewinnerwartung verschlechtert, weil ein höherer Kursauschlag als der vom Börsenfachhandel als realistisch angesehene notwendig ist, um in die Gewinnzone zu kommen.“³⁶²

Teilweise wird hierzu die Ansicht vertreten, dass die Terminoptionsrechtsprechung nur auf solche Provisionen anzuwenden sei, die das Geschäft des Kunden „praktisch chancenlos“ machen würden.³⁶³ Dabei wird Bezug genommen auf eine weitere Optionsentscheidung des BGH vom 22.11.2005. Im Leitsatz hierzu heißt es: „Wenn eine Wertpapierhandelsbank Optionsgeschäfte vermittelt, bei denen hohe Aufschläge auf die Börsenpreise eine *realistische Gewinnchance* des Anlegers von vornherein ausschließen, unterliegt sie wie die außerhalb des Bankgewerbes stehenden gewerblichen Vermittler solcher Geschäfte einer gesteigerten schriftlichen Aufklärungspflicht.“³⁶⁴ Diese Ansicht verkennt, dass der BGH bereits eine Stufe früher ansetzt: Der BGH forderte nicht nur eine Offenlegung der Aufschläge auf die Optionsprämie, sondern eine Offenlegung der Optionsprämie selbst!

Der vorstehend zitierte Textbaustein (*Dazu gehört die Bekanntgabe der Optionsprämie [...] Ferner sind die Aufschläge auf die Prämie darzulegen.*) findet sich in gleicher Weise im vorgenannten BGH-Urteil von 2005 wie auch in sämtlichen anderen Urteilen des BGH zu Terminoptionen. Die erste Hälfte des Textbausteines³⁶⁵ darf daher nicht unberücksichtigt bleiben.

Daher ist als Zwischenergebnis festzuhalten: Bei Optionsgeschäften ist bereits seit 1981 über den Preis der Option (Optionsprämie) und deren Bedeutung (Markterwartung als „fairer Preis“ der Option) aufzuklären. Der Optionspreis entspricht der fairen Markteinschätzung. Er drückt den Risikobereich aus, den der Markt für angemessen erachtet. Daher ist die Kenntnis des Optionspreises für die Anlageentscheidung von erheblicher Bedeutung.

Diese Erkenntnis wird später im Rahmen der Untersuchung des sog. anfänglich negativen Marktwertes von strukturierten Swaps noch erhebliche

³⁶² BGH, Urteil vom 21.10.2003, Az. XI ZR 453/02, NJW-RR 2004, 203–206.

³⁶³ *Schmieder*, Anmerkung zum Urteil des OLG Frankfurt vom 27.12.2010 (16 U 96/10, WM 2012, 1826) – Aufklärungspflicht der Banken über den negativen Marktwert eines Swaps, WuB Dezember 2012, I G 1.–16.12, 721, 723.

³⁶⁴ BGH, Urteil vom 22.11.2005, Az. XI ZR 76/05, ZIP 2006, 171–175.

³⁶⁵ Der Textbaustein des BGH lautet: „*Dazu gehört neben der Bekanntgabe der Höhe der Optionsprämie auch die Aufklärung über die wirtschaftlichen Zusammenhänge des Optionsgeschäfts und die Bedeutung der Prämie sowie ihr Einfluss auf das mit dem Geschäft verbundene Risiko. So muss darauf hingewiesen werden, dass die Prämie den Rahmen eines vom Markt noch als vertretbar angesehenen Risikobereichs kennzeichnet und ihre Höhe den noch als realistisch angesehenen, wenn auch weitgehend spekulativen Kurserwartungen des Börsenfachhandels entspricht.*“

Bedeutung haben.³⁶⁶ Denn mit der Aufklärung über die Optionsprämie wird dem Kunden erst verdeutlicht, welchen Wert sein Geschäft auf dem Markt überhaupt hat, also der „Marktwert“.

Außerdem ist es für eine Aufklärung über einen Aufschlag auf die Optionsprämie nicht Voraussetzung, dass hierdurch der Kunde chancenlos gestellt wird. Bereits 1986, also noch vor der Bond-Entscheidung, hatte der II. Zivilsenat festgestellt, dass eine Aufklärungspflicht grundsätzlich immer besteht, wenn ein Inklusivpreis verlangt wird, der höher ist als die Londoner Prämie zuzüglich der notwendigen Broker-Provision, da sich die Chancen „durch jeden Aufschlag“ auf die Londoner Prämie verschlechtern.³⁶⁷ Ob bei „geringfügigen“ Aufschlägen eine Ausnahme gemacht werden kann, ist bisher weder entschieden, noch ist entschieden, ab wann die „Geringfügigkeitsschwelle“ eintritt. Nach Ansicht des XI. Zivilsenates jedenfalls nicht bei 11%.³⁶⁸ Es wäre also auch denkbar, eine Grenze z. B. bei 4% zu ziehen, wie sie der Spread Ladder Swap im BGH-Fall aufwies.

2. Termingeschäfte

Wie es der BGH mehrfach formuliert hat, ist die Optionsprämie der Preis für die Option. Die Höhe der Prämie hängt von mehreren Faktoren ab, darunter von vorausgegangenen Kursschwankungen, der Dauer der Optionsfrist und der allgemeinen Marktlage. Ihre Höhe entspricht den Kursenerwartungen des Marktes. Der Preis kennzeichnet den Rahmen eines Risikobereichs, den der Markt für vertretbar hält.

Nicht nur ein Optionsgeschäft hat einen Preis, sondern auch ein Termingeschäft. Dort ist es der Terminkurs. Das LG Stuttgart hat daher in einer Entscheidung zu Cross Currency Swaps, die eine Kette von Termingeschäften darstellen,³⁶⁹ festgestellt, dass sich der Marktwert von Währungstermingeschäften an den Prämien von Devisenoptionen orientieren dürfte.³⁷⁰ Dies erscheint überzeugend. Wie bereits dargestellt, ist der Terminkurs einer Währung die Erwartung des Marktes zur künftigen Entwicklung dieser Währung, genauso ist die Prämie der Option die Erwartung des Marktes über den Wert der Option.

Dies hat das OLG Stuttgart mit Urteil vom 14.12.2011 bestätigt. Zunächst stellte das Gericht fest, dass die Ermittlung des Marktpreises für ein Devi-

³⁶⁶ Hierzu näher unter F. III. 1.

³⁶⁷ BGH, Urteil vom 17.11.1986, Az. II ZR 79/86, NJW 1987, 641, Rz. 8.

³⁶⁸ BGH, Urteil vom 27.11.1990, Az. XI ZR 115/89, WM 1991, 127–130, Rz. 20.

³⁶⁹ Siehe B. III. 2.

³⁷⁰ LG Stuttgart, Urteil vom 04.03.2011, Az. 8 O 356/10, S. 26, unter Verweis auf das Urteil der gleichen Kammer vom 21.12.2010, Az. 8 O 247/10.

sentermingeschäft komplex und nicht nur vom aktuellen Wechselkurs abhängig sei, sondern auch von dem unterschiedlichen Zinsniveau in den beteiligten Ländern.³⁷¹ So sei es durchaus möglich, dass sich der Marktwert gegenläufig zu der Entwicklung des Basiswerts entwickle. Der von ihm zu beurteilende Cross Currency Swap habe, – dies deckt sich mit obiger Untersuchung³⁷² –, den Charakter eines Devisentermingeschäfts und werde vom Markt nach üblichen Methoden unter Berücksichtigung der landesspezifischen Zinssätze ermittelt. Der Kunde sei daher regelmäßig zu einer Preisermittlung nicht in der Lage. Er kann daher nicht abschätzen, welchen Wert die Endtauschzahlung zu einem bei Vertragsschluss festgelegten Wechselkurs hat, die er auf Vorschlag seiner Bank übernimmt. Auch der Wert der regelmäßigen Zinszahlungspflichten sei durch Abzinsung ermittelbar, unter Anwendung des jeweils maßgeblichen Abzinsungssatzes. Auch hier wäre der Kunde nicht in der Lage, den Wert der Leistungen, bezogen auf den Abschlussstag zu ermitteln.³⁷³

Der Marktwert des aus Termingeschäften zusammengesetzten Cross Currency Swaps stelle somit den „Saldo des Wertes der ausgetauschten Leistungen“ dar,³⁷⁴ also seinen Preis am Markt. Der Wert eines Termingeschäfts ist also vergleichbar mit dem Wert einer Option. Er drückt die Markterwartung aus und kann vom Kunden nicht berechnet werden. Wenn der BGH daher eine Aufklärung über die Londoner Optionsprämie, also den Preis des Optionsgeschäfts, festgestellt hat, dann muss dies konsequenter Weise auch für die Termingeschäftsprämie, also den Preis des Termingeschäfts, gelten.³⁷⁵

IV. Komplexität

Es war schon vor der Swapentscheidung des BGH ständige Rechtsprechung, dass die Aufklärungspflichten von den Umständen des Einzelfalles abhängen. Ein komplexeres Produkt erfordert daher automatisch eine weitergehende Aufklärung als ein einfaches Produkt. Der BGH hat dies auch auf strukturierte Swaps übertragen. Er hat dabei ergänzt, dass eine beraten-

³⁷¹ OLG Stuttgart, Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890–895, Rz. 31; *Maier*, Devisenhandel, in: *Obst/Hintner*, Geld-, Bank- und Börsenwesen, 40. Aufl., S. 1048, Ziff. 8.2.2.2. Devisentermingeschäft.

³⁷² Siehe B. III. 2.

³⁷³ OLG Stuttgart, Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890–895, Rz. 38.

³⁷⁴ OLG Stuttgart, Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890–895, Rz. 39.

³⁷⁵ OLG Stuttgart, Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890–895, Rz. 37.

de Bank grundsätzlich verpflichtet ist, „auch“ bei einem so hoch komplexen Produkt zu gewährleisten, dass der Kunde „im Hinblick auf das Risiko“ des Geschäfts im Wesentlichen den gleichen Kenntnis- und Wissensstand hat wie die ihn beratende Bank, weil ihm nur so eine „eigenverantwortliche Entscheidung“ darüber möglich sei, ob er die ihm angebotene Zinswette annehmen will.³⁷⁶

In dieser Feststellung befinden sich zwei wichtige Aussagen. Die Herstellung eines im Wesentlichen gleichen Kenntnis- und Wissensstandes besteht nicht nur bei komplexen Produkten, sondern auch bei einfachen Produkten. Es ist daher nicht richtig, wenn teilweise vertreten wird, die strengen Aufklärungspflichten würden nur für komplexe Finanzprodukte gelten.³⁷⁷ Auch bei einfachen Geschäften ist der Kunde umfassend aufzuklären, wenngleich der Pflichtenkatalog naturgemäß bei einfacheren Produkten geringer ausfallen wird als bei komplexeren, z. B. weil die Zinsformel des einfachen Swaps weniger Formelelemente enthält als die des komplexen Swaps.

Darüber hinaus bezog der BGH die Pflicht zur Herstellung eines im Wesentlichen gleichwertigen Wissens- und Kenntnisstandes auf das „Risiko“ des Produktes. Teilweise wird dies einschränkend dahingehend ausgelegt, dass der Kunde damit nur wissen müsse, wie hoch das mit dem Geschäft für ihn verbundene Verlustrisiko sei.³⁷⁸ Diese Ansicht verkennt, dass das Verlustrisiko nur eines von vielen Risiken strukturierter Swaps darstellt. Wenn der Kunde z. B. weiß, dass das Verlustrisiko für ihn unbegrenzt ist, dann weiß er damit immer noch nicht, wie wahrscheinlich dies ist. Wenn dem Kunden verschiedene Verlustszenarien präsentiert werden, dann weiß der Kunde damit immer noch nicht, welches der Szenarien realistisch ist und welches nicht. Demgegenüber nimmt die Bank täglich Wahrscheinlichkeitsberechnungen in Form von Value-at-Risk-Berechnungen ihres Handelsbuches vor.³⁷⁹ Aus der Pflicht zu Herstellung des wesentlich gleichen Kenntnisstandes (wobei hier Wissen als Synonym gebraucht sein dürfte), ergeben sich zwei Aufklärungspflichten.

³⁷⁶ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29.

³⁷⁷ *Ruland*, Anmerkung zum Urteil des LG Köln vom 27.03.2012 (3 O 459/10; BB 2012, 1053) – Zur Haftung von Kreditinstituten für fehlerhafte Anlageberatung bei einem Zins-Währungs-Swapvertrag, BB 2012, 1054, 1055: *Begrenzung der Aufklärungspflicht auf besonders kompliziert strukturierte Finanzinstrumente*.

³⁷⁸ Z. B.: OLG Nürnberg zu Cross Currency Swaps, Urteil vom 19.08.2013, Az. 4 U 2138/12, WM 2013, 1897–1902.

³⁷⁹ Hierzu näher unter B. VI.

1. Formelemente

Die Bank muss zunächst sämtliche Elemente der Swapformel erklären. Das können einfache Zinssätze und Wechselkursschwellen, aber auch Hebel- und Leiterelemente oder Sammlerelemente sein. Die Auswirkungen wurden bereits oben dargestellt.³⁸⁰

Der BGH fordert eine „eingehende Erläuterung aller Elemente der Formel zur Berechnung des variablen Zinssatzes (Multiplikationsfaktor, Strike, Anknüpfung an den Zinssatz der Vorperiode, Mindestzinssatz des Kunden von 0%) und ihrer konkreten Auswirkungen (z. B. Hebelwirkungen, „Memory-Effekt“) bei allen denkbaren Entwicklungen des Spreads.“³⁸¹ Hierzu wird kritisch angemerkt, dass ein derartiger Umfang der objektgerechten Beratung, der alle Elemente bei allen denkbaren Entwicklungen umfasst, regelmäßig in einem beratungsangemessenen Zeitraum nicht zu bewältigen sei.³⁸² Dabei ist zu berücksichtigen, dass komplexe Produkte wie strukturierte Swapgeschäfte einen größeren Beratungsbedarf auslösen als einfache Aktien oder Anleihen. Der BGH hatte bereits eine Diplom-Volkswirtin insoweit für beratungsbedürftig gehalten.³⁸³ Daher muss auch der Zeitraum für eine solche Beratung größer sein als bei einfachen Produkten. Darüber hinaus wird sich die Bank regelmäßig schriftlicher Präsentationsunterlagen bedienen. In diesen können verschiedene Entwicklungsszenarien dargestellt werden.³⁸⁴ Wenn der BGH „alle denkbaren“ Entwicklungen anspricht, mag dies dahin zu verstehen sein, dass damit nicht nur günstige, sondern auch ungünstige Szenarien bis hin zu Extremereignissen dargestellt werden sollen, damit beim Kunde keine Fehlvorstellung über die Risikoneigung ausgelöst wird.

Weiter fordert der BGH auch eine eindeutige Aufklärung („in verständlicher und nicht verharmlosender Weise“) darüber, dass das Chance-Risiko-Profil zwischen den Teilnehmern der Zinswette dadurch unausgewogen ist,

³⁸⁰ Siehe hierzu B. IV.

³⁸¹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29.

³⁸² *Herresthal*, Die Weiterentwicklung des informationsbasierten Anlegerschutzes in der Swap-Entscheidung des BGH als unzulässige Rechtsfortbildung, ZIP 2013, 1049, 1051.

³⁸³ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 25.

³⁸⁴ Vgl. Produktpräsentation/Termsheet der Deutschen Bank, OLG Köln („Harvest Swap“), Beschlüsse vom 12.07.2013 und 09.09.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21614 und BeckRS 2013, 21615.

dass das Risiko des Kunden unbegrenzt, das der Bank aber – unabhängig von deren Hedge-Geschäften – von vornherein dadurch eng begrenzt ist, dass sich durch die Kappung der variablen Zinsen bei 0% (sog. Floor) keine negative Zinszahlungspflicht des Kunden errechnen kann, die die auf 3% p.a. festgeschriebene Zinszahlungspflicht der Bank erhöhen könnte.³⁸⁵ Diese Konstellation kommt vorwiegend in solchen Swapgeschäften vor, bei denen der Kunde, vereinfacht gesagt, „nur wenig gewinnen, aber viel verlieren kann“.

Diese Informationen mögen nach Ansicht des BGH derzeit ausreichend sein, damit der Kunde eine „eigenverantwortliche Entscheidung“ über den Abschluss des Swaps treffen kann. Tatsächlich aber werden dem Kunden damit nur die absoluten Auswirkungen der verschiedenen Formelelemente verdeutlicht. Er weiß damit aber nicht, wie wahrscheinlich der Eintritt ist. Der Kunde kennt dann zwar vielleicht alle „denkbaren“ Entwicklungen des Basiswertes, weiß aber nicht, welche Entwicklung die Bank oder der Markt für mehr oder weniger wahrscheinlich hält.

2. Risikomodell gegen Zinsmeinung

Die Herstellung eines in Bezug auf das Risiko des Produkts im Wesentlichen gleichen Kenntnis- und Wissensstandes würde es daher erforderlich machen, dass dem Kunden auch die der Bank zur Verfügung stehenden Risikomodelle und deren Ergebnisse verdeutlicht werden. Wie bereits dargestellt,³⁸⁶ sind Banken, insbesondere die großen Investmenthäuser, in der Lage, ihr gesamtes Produktportfolio mittels diverser Value-at-Risk- und Backtesting-Verfahren taggenau auf Ausfallwahrscheinlichkeiten hin zu bewerten.

Dem Kunden ist daher zunächst das Ungleichgewicht in der Prognosefähigkeit zu vermitteln. Damit ist nicht das generell, offensichtliche Ungleichgewicht zwischen Kunde und Bank gemeint, sondern das Ungleichgewicht in Bezug auf die Risikobewertung des konkreten Swapprodukts. Es liegt auf der Hand, dass eine Bank mit angeschlossener Research-Abteilung und einem Team aus Volkswirten in vielen Ländern ganz andere Erkenntnismöglichkeiten hat, als der Kunde, der bestenfalls ein Wirtschaftsstudium genossen hat und sich über die Medien informieren kann. Darum geht es hier aber nicht. Vielmehr geht es um die Verfügbarkeit finanzmathematischer Rechenmodelle. Diese Modelle erlauben es Banken, sowohl den Preis von

³⁸⁵ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29.

³⁸⁶ Siehe B. VI.

Produkten zu berechnen, also auch VaR-Prognosen anzustellen. Auch die Bank weiß dabei nicht, welches Szenario eintreten wird, aber sie weiß, welches Szenario wahrscheinlicher ist.³⁸⁷

Das OLG Stuttgart hat nach Befragung eines Mitarbeiters der Strukturierungsabteilung der Deutschen Bank im Urteil vom 26.02.2012 festgestellt:³⁸⁸

„Allerdings wird dieses Spiel mit ungleich verteilten Mitteln gespielt. Die Bank hat das Spiel (den Swap) entworfen und die Spielregeln (z.B. Zinsformel, Optionsstruktur, Kündigungsrechte) selbst festgelegt. Dabei kann sie die Gewinnwahrscheinlichkeiten mit ihren anerkannten auf Wahrscheinlichkeitsmodellen beruhenden Bewertungsmethoden präzise berechnen. Der Kunde als Gegenspieler muss hingegen das Spiel ohne Bewertungsmodelle antreten und kennt die Gewinnwahrscheinlichkeiten nicht. Er gewinnt das Spiel, wenn seine ‚Zinsmeinung‘ z.B. von einem ‚nicht steilen Anstieg‘ des 3-Monats-EURIBOR besser ist als das von der Bank verwendete Wahrscheinlichkeitsmodell.“

Es ist also ein Spiel der „Zinsmeinung des Kunden gegen die EDV-gestützte Wahrscheinlichkeitsberechnung der Bank“. Daher müsse der Anleger auf Grund der Beratung erkennen, dass der Swapvertrag eine Art Glücksspiel sei, das nach den Regeln der Risikomodelle gespielt und bewertet werde. Ihm müsse klar sein, dass er mit seiner unscharfen „Zinsmeinung“ bezüglich der allgemeinen Marktentwicklung gegen die auf Risikomodelle gestützte Erwartung der Bank antrete.

In seiner Folgeentscheidung vom 27.10.2010 hat das OLG Stuttgart seine Rechtsprechung bestätigt und ergänzt:

„Der Senat hält trotz der Kritik der Beklagten (vgl. a. OLG Frankfurt, Ur. v. 04.08.2010, 23 U 230/08, WM 2010, 1790, Rn. 68 zit.n.juris) an seiner Auffassung fest, dass eine Beurteilung der Chancen und Risiken des Swap-Vertrages nur auf der Grundlage von anerkannten Bewertungsmodellen erfolgen kann (Ur. v. 26.02.2010, 9 U 164/08). Die Erfolgsaussichten des Vertrages lassen sich nicht mittels Taschenrechners abschätzen (1). Die Bewertungsmodelle enthalten hingegen stochastische, also objektive Prognosen (2). Diese sind neben den subjektiven Prognosen mindestens gleichwertig, wenn nicht sogar überlegen (3).“³⁸⁹

Dabei dürfte zu differenzieren sein zwischen der Marktwertberechnung einerseits und der Value-at-Risk-Berechnung andererseits. In die Berechnung von Marktwerten fließen die aktuellen, zum Berechnungszeitpunkt

³⁸⁷ *Johanning/Döhner/Steiner/Völkle*, Risikoberechnungs- und Klassifizierungsmethoden nach KIID und EDG, S. 28: „Die Risikoklassen im EDG-Ansatz prognostizieren sachgerecht die Verluste für strukturierte Produkte.“; hierzu näher unter B. VI. 1.

³⁸⁸ OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767, Rz. 99.

³⁸⁹ OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199, Rz. 55.

geltenden Daten aus Zinsstrukturen und Terminkursen ein. Es handelt sich daher um den objektiven Wert des Produkts im Bewertungszeitpunkt, der das Swapgeschäft erst handelbar macht. Der Marktwert gibt zwar die Meinung des Marktes über die Werthaltigkeit des Geschäfts zum Bewertungsstichtag an, er enthält aber keine Wahrscheinlichkeitsaussage.³⁹⁰ Zwar bedeutet der Marktwert, welchen Wert der Markt unter den aktuellen, den Swapvertrag bestimmenden Bedingungen als fair betrachtet, daraus geht aber noch nicht hervor, wie wahrscheinlich ein Verlust des Kunden bei veränderten Bedingungen tatsächlich sein kann.

Demgegenüber erfolgen Value-at-Risk-Berechnungen überwiegend durch Monte-Carlo-Simulationen, d.h. es werden wahrscheinliche Verluste simuliert. Die Deutsche Bank nimmt ihre „Schätzung des potenziellen künftigen Verlusts mithilfe des Monte Carlo-Simulationsverfahrens“ vor. Auch das Modell der UniCredit Bank „beruht auf einem Monte-Carlo-Simulationsansatz.“ Ebenso basiert das Modell der WestLB „auf dem Verfahren der Monte Carlo-Simulation“. Allgemein lassen sich die Kreditinstitute die „Prognosegüte ihrer Modelle“ durch ein ausgefeiltes Backtesting bestätigen. Diese Simulationsmodelle werden zudem nicht nur mit den aktuellen Daten gefüttert, sondern berücksichtigen insbesondere auch historische Daten wie die Volatilität.³⁹¹

Zur Herstellung eines gleichwertigen Wissensstandes „im Hinblick auf das Risiko“ ist es daher nicht nur erforderlich, den Kunden darüber aufzuklären, dass er die Erfolgsaussichten nicht allein auf der Grundlage seiner subjektiven Zinsmeinung einschätzen kann, sondern hierfür die Ergebnisse von anerkannten Bewertungsmodellen benötigt. Vielmehr sind dem Kunden diese Ergebnisse auch offenzulegen, jedenfalls sofern die Bank solche ermittelt hat. Hiervon dürfte aber in der Mehrzahl der Fälle auszugehen sein, weil die Banken ausweislich ihrer Geschäftsberichte sämtliche Produkte mit VaR bewerten.

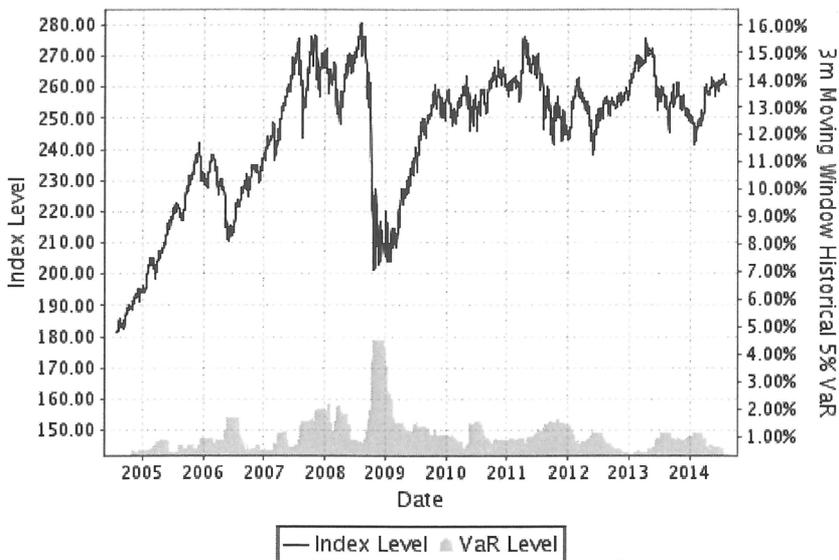
So hat etwa die UniCredit Bank ihren Kunden gegenüber den Value-at-Risk für verschiedene Cross Currency Swapgeschäfte bereits dargestellt. Mit einer Produktpräsentation „Optimierung des CCS EUR/TRY“ wurde dem Kunden der Abschluss eines weiteren Cross Currency Swaps auf das Währungspaar Russischer Rubel zu Euro (CCS EUR/RUB) empfohlen. Dabei wurde dem Kunden anhand der Präsentation erklärt, er könne durch den neuen CCS EUR/RUB „das Verhältnis zwischen Zinsertrag und Währungs-

³⁹⁰ Vgl. Schmieder, WuB Dezember 2012, I G 1.–16.12, 721, 723: Anfänglicher, stichtagsbezogener, negativer Marktwert eines Swaps indiziere keine überwiegende Verlustwahrscheinlichkeit.

³⁹¹ Deutscher Derivate Verband (DDV), Risikokennzahl (VaR): „Er ermittelt auf der Grundlage historischer Daten – z. B. der Volatilität und statistischer Analysen – das Verlustrisiko des Portfolios.“

risiko verbessern“.³⁹² Hierzu wird in der Präsentation erklärt, dass der Value-at-Risk³⁹³ für ein Jahr rund EUR 50.000 betrage bei einem Gegenwert von EUR 500.000. Dies entspricht einem VaR von rund 10 %. Anlagen mit einem VaR über 7,5 % sind nach der Klassifizierung des Deutschen Derivate Verbandes (DDV) der Risikoklasse „risikobereit“ zuzurechnen.³⁹⁴ Demgegenüber wurde der erste CCS EUR/TRY mit einem VaR von rund 9 % dargestellt. Die Bank war daher in der Lage, den Value-at-Risk des jeweiligen Swapgeschäfts zu ermitteln und dem Kunden zur Verfügung zu stellen. So konnte der Kunde erkennen, dass das zweite Swapgeschäfts EUR/RUB ein wenig risikoreicher war als der erste Cross Currency Swap EUR/TRY.

Auch die Deutsche Bank gibt seit kurzem den Value-at-Risk für ihre, den Indexswapgeschäften zu Grunde liegenden Indizes bekannt.



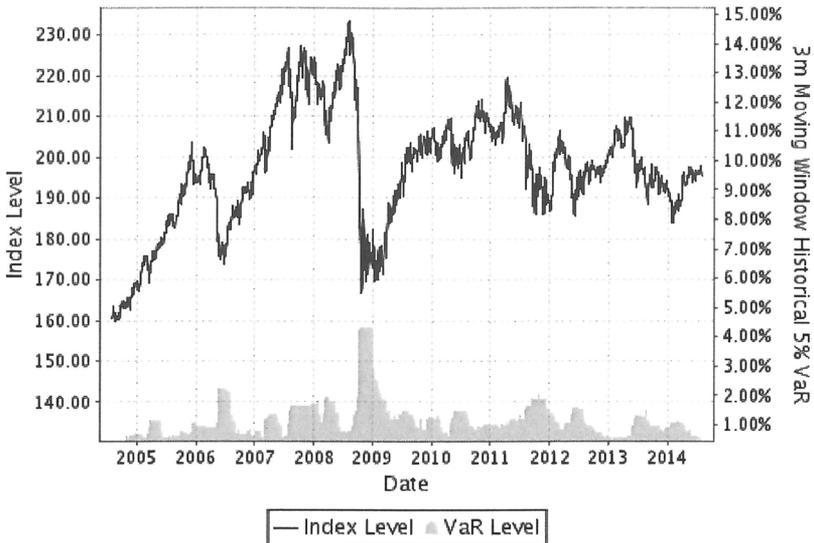
Deutsche Bank Balanced Currency Harvest Index USD³⁹⁵

³⁹² Produktpräsentation vom 01.07.2008, S. 4, LG Stuttgart, Urteil vom 04.03.2011, Az. 8 O 356/10.

³⁹³ Produktpräsentation vom 01.07.2008, S. 3: „Maximaler Wertverlust, der mit einer vorgegebenen Wahrscheinlichkeit (z.B. 95%) innerhalb eines vorgegebenen Zeitraums (z.B. 1 Jahr) nicht überschritten wird“.

³⁹⁴ Siehe B. VI. 1.

³⁹⁵ Deutsche Bank Balanced Currency Harvest Index USD (DBHVBUSI), <https://index.db.com/dbiqweb2/home.do?redirect=productPage&indexid=57020&assetClass=FX&page=do%2FFXAnalytic%3Fcmd%3DFxYield%26investorRuleBasedDynamicIndices%3D57020%26singleCurrencyTrades%3Dnone%26indexName%3DBa>



Quelle: Deutsche Bank AG

Deutsche Bank Global Currency Harvest Index EUR³⁹⁶

Die Kreditinstitute sind also in der Lage, mittels stochastischer Risikomodelle den Value-at-Risk zum jeweiligen Kundengeschäft zu ermitteln. Damit verfügen sie zumindest hinsichtlich dieser Prognosekennzahl über einen konkreten Wissensvorsprung gegenüber dem Kunden, der bestenfalls über eine subjektive Zinsmeinung verfügen kann.

V. Verlustrisiken

Das „Verlustrisiko“ ist ein Oberbegriff für sämtliche mit einem Swapgeschäft verbundenen Risiken für den Kunden. An dieser Stelle soll aber nur das Maximalverlustrisiko im weiteren Sinn dargestellt werden. Die sonstigen „Verlustrisiken“ wurden und werden an anderer Stelle erläutert.³⁹⁷

lancedCurrencyHarvestUSD%26indexId%3D57020%26date%3D22102015 (letzter Abruf 23.10.2015).

³⁹⁶ Deutsche Bank Global Currency Harvest Index EUR (DBHVGEUI), <https://index.db.com/dbiqweb2/home.do?redirect=productPage&indexid=57022&assetClass=FX&page=do%2FFXAnalytic%3Fcmd%3DFxYield%26investorRuleBasedDynamicIndices%3D57022%26singleCurrencyTrades%3Dnone%26indexName%3DGlobalCurrencyHarvestUSD%26indexId%3D57022%26date%3D22102015>, (letzter Abruf 23.10.2015).

³⁹⁷ Zu den sonstigen Risiken siehe E. I.–IV., VI., F.

1. Worst Case

Der „schlimmste Fall“ für den Kunden („worst case“) ist der Eintritt des Maximalverlustrisikos. Das bedeutet, dass das gesamte eingesetzte Kapital verloren ist. Dass hierüber aufzuklären ist, folgt schon aus dem Bond-Urteil.³⁹⁸

Swappeschäfte haben jedoch die Besonderheit, dass anfänglich kein Kapital eingesetzt wird. Regelmäßig haben die Kunden daher Sicherheiten für etwaige künftige Zahlungspflichten zu leisten. Wie eingangs dargestellt, gibt es Swaps mit begrenzten Verlustrisiken und solche mit unbegrenzten Verlustrisiken. Bei Swappeschäften mit begrenzten Risiken ist der Kunde in der Regel der Käufer einer Option (wie z. B. bei den Indexswaps der Deutschen Bank). Bei Swappeschäften mit unbegrenzten Verlustrisiken ist der Kunde in der Regel Verkäufer einer Option (wie z. B. beim Spread Ladder Swap der Deutschen Bank).

Bei Swaps mit begrenzten Verlustrisiken entspricht die Risikobegrenzung dem Maximalverlustrisiko und ist als solche dem Kunden zu erklären. Bei Swaps mit unbegrenzten Verlustrisiken ist der Kunde nicht nur über die „theoretische Möglichkeit“ eines unbegrenzten Verlustes aufzuklären. Vielmehr muss die beratende Bank dem Kunden in verständlicher und nicht verharmlosender Weise insbesondere klar vor Augen führen, dass das für ihn nach oben nicht begrenzte Verlustrisiko nicht nur ein theoretisches ist, sondern abhängig von der Entwicklung des Basiswertes real und ruinös sein kann.³⁹⁹ Hierzu bedarf es einer Erläuterung sämtlicher Formelelemente und ihrer konkreten Auswirkungen bei allen denkbaren Entwicklungen des jeweiligen Basiswertes und einer Darstellung des Chancen-Risiko-Profiles. Erst dann darf eine beratende Bank, so der BGH, davon ausgehen, dass der Kunde die Risiken des Geschäfts verstanden hat.⁴⁰⁰ Es ist also sicherzustellen, dass sich der Kunde bewusst ist, dass sein Verlustrisiko – anders als das Verlustrisiko der Bank – der Höhe nach nicht begrenzt ist und nicht nur theoretisch besteht, sondern bei entsprechender Entwicklung des Basiswertes eine durchaus realistische Möglichkeit ist.⁴⁰¹

³⁹⁸ BGH, Urteil vom 06.07.1993, Az. XI ZR 12/93 (Bond-Urteil), BGHZ 123, 126–131 = NJW 1993, 2433–2434.

³⁹⁹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swappurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29.

⁴⁰⁰ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swappurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29.

⁴⁰¹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swappurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 24.

In der Praxis empfiehlt sich hierfür die Darstellung von verschiedenen Verlustszenarien, wobei die ausgewiesenen Verluste sämtliche denkbaren Entwicklungen berücksichtigen müssen und nicht nur einseitig günstige Verläufe dargestellt werden dürfen. Dem Kunden sind also auch extreme Szenarien darzustellen. Wie oben dargestellt, führt auch die Kreditwirtschaft regelmäßig Stresstests und Backtesting durch, um die Prognosegüte ihrer VaR-Risikomodelle auch für „Extremereignisse“ zu überprüfen.⁴⁰² Das Landgericht München hat zu Cross Currency Swaps festgestellt, dass dem Kunden anhand solcher Szenarien zu erläutern ist, dass er aufgrund des unbegrenzten Währungsrisikos theoretisch „Haus und Hof“ verlieren könnte.⁴⁰³ Der 19. Zivilsenat des OLG München hat diese Pflicht für Cross Currency Swaps bestätigt, dabei aber überwiegend bereits auf das Bond-Urteil abgestellt.⁴⁰⁴ Nach Ansicht des 32. Zivilsenates des OLG München handelt es sich bei „Cross Currency Swaps ohne absichernden Hintergrund um Geschäfte mit Wettcharakter“. Daher seien bereits die Produktunterlagen „Zins- und Währungsmanagement irreführend“. Wegen des „unbegrenzten Verlustrisikos“ sei mit dem Kunden „zu besprechen, in welcher Größenordnung er bereit wäre, Verluste zu tragen, wobei feste Beträge festzulegen sind“. Es müsse mit dem Kunden eine Bewertung der zukünftigen Entwicklungsmöglichkeiten von Zins und Währungen besprochen werden. Auch habe eine unmissverständliche Aufklärung zu erfolgen, sollte eine solche Bewertung nicht möglich sein. Der Senat vertritt zudem die Auffassung, dass dem Kunden zumindest eine „Stopp-Loss-[Ausstieg ab einem bestimmten Verlust]-Strategie“ angeboten werden müsse. Die Risiken hätten mittels „Extrembeispielsrechnungen“ verdeutlicht werden müssen.⁴⁰⁵ Dies bestätigt die Linie des BGH, wonach das unbegrenzte Verlustrisiko möglichst plakativ darzustellen ist.⁴⁰⁶

⁴⁰² Siehe oben B. VI. 1. c).

⁴⁰³ LG München I, Urteil vom 05.01.2012, Az. 27 O 4489/10, BeckRS 2013, 05086; LG München I, Urteil vom 04.07.2011, Az. 32 O 20821/10; LG München I, Urteil vom 12.05.2010, Az. 35 O 17892/08; LG München I, Urteil vom 29.05.2009, Az. 35 O 6511/08, BKR 2009, 391.

⁴⁰⁴ OLG München, Urteil vom 22.10.2012, Az. 19 U 672/12, WM 2013, 369–374, Rz. 51: „Es kann dahinstehen, ob diese Ausführungen des BGH 1:1 auch auf ‚gewöhnliche‘ Währungs-Swaps übertragen werden könnten (so wohl z. B. der 5. Zivilsenat des OLG München in BKR 2012, 245). Denn auch nach anerkannten allgemeinen Grundsätzen muss sich die Beratung einer Bank in Bezug auf das Anlageobjekt auf diejenigen Eigenschaften und Risiken beziehen, die für die jeweilige Anlageentscheidung wesentliche Bedeutung haben oder haben können.“

⁴⁰⁵ OLG München, Beschluss vom 10.10.2012, Az. 32 U 2304/12; OLG München, Verfügung vom 15.10.2012, Az. 32 U 1909/12.

⁴⁰⁶ Siehe auch BGH, Urteil vom 20.01.2015, Az. XI ZR 316/13, WM 2015, 575–579, Rz. 24: „[...] dem Kunden in verständlicher und nicht verharmlosender Weise insbesondere klar vor Augen führen, dass das für ihn nach oben nicht be-

2. Praktische Risiken

Der 5. Zivilsenat des OLG München geht noch einen Schritt weiter. Eine einseitige Darstellung von Verlustrisiken hat der 5. Zivilsenat des OLG München aufgegriffen und eine Darstellung „praktischer Risiken“ gefordert.

Eine hinreichende Aufklärung des Kunden müsse dazu führen, dass dieser imstande gewesen wäre, das *volle Risiko*, somit das theoretisch der Höhe nach unbegrenzte Risiko, *praktisch jedenfalls* das eingetretene Risiko (dort: EUR 800.000 bis 1 Mio.), zu überschauen und als womöglich nicht sehr wahrscheinlich, jedenfalls aber plausibel vorherzusehen.⁴⁰⁷ Dabei sei es nicht ausreichend, dass der Kunde die grundlegende Funktionsweise eines Cross Currency Swap erkannt hatte, dass nämlich der Erfolg dieses Geschäftes für den Kunden zum einen von dem Entwicklungsverhältnis der beiden beteiligten Währungen, zum anderen von dem Kurs der beiden Zinssätze abhängt.⁴⁰⁸

Wie zuvor bereits mehrere Kammern beim Landgericht München festgestellt hatten, ist dem Kunden zu verdeutlichen, dass er z. B. mit einem Cross Currency Swap „*Haus und Hof*“ verlieren könnte.⁴⁰⁹ Nach Ansicht des 5. Zivilsenats des OLG München muss der Kunde darüber belehrt werden, dass er die Erfolgsaussichten nicht allein auf der Grundlage seiner eigenen Erkenntnisse einschätzen kann, sondern dass er hierfür die Ergebnisse von anerkannten Bewertungsmodellen benötigt. Dem Kunden müssten daher, abgesehen von den vorgelegten Präsentationen, die zu Grunde gelegten Bewertungsmodelle, insbesondere die dort ausgeworfenen Entwicklungsmöglichkeiten vorgestellt werden.⁴¹⁰ Der Kunde sei detailliert über die Entwicklungspotenziale, also über Prognosen, hinsichtlich der beiden betei-

grenzte Verlustrisiko nicht nur ein ‚theoretisches‘ ist, sondern abhängig von der Wechselkursentwicklung zweier ausländischer Währungen und deren Kombination real und erheblich sein kann“; BGH, Urteil vom 28.04.2015, Az. XI ZR 378/13, WM 2015, 1273–1283, Rz. 78: „[...] ob die Beklagte der Klägerin die Konsequenzen des Fehlens einer Zinsobergrenze („Cap“) im Zusammenhang mit der vereinbarten Zinsformel anhand des Szenarios einer nicht nur unerheblichen Abwertung des Euro gegenüber dem Schweizer Franken hinreichend klar erläutert hat.“

⁴⁰⁷ OLG München, Beschluss vom 29.03.2012, Az. 5 U 216/12, WM 2012, 1716–1719, Rz. 23.

⁴⁰⁸ OLG München, Beschluss vom 29.03.2012, Az. 5 U 216/12, WM 2012, 1716–1719, Rz. 18.

⁴⁰⁹ LG München I, Urteil vom 05.01.2012, Az. 27 O 4489/10, BeckRS 2013, 05086; LG München I, Urteil vom 04.07.2011, Az. 32 O 20821/10; LG München I, Urteil vom 12.05.2010, Az. 35 O 17892/08; LG München I, Urteil vom 29.05.2009, Az. 35 O 6511/08, BKR 2009, 391.

⁴¹⁰ OLG München, Beschluss vom 29.03.2012, Az. 5 U 216/12, WM 2012, 1716–1719, Rz. 24.

lichten Volkswirtschaften aufzuklären.⁴¹¹ Dabei stützt das OLG seinen Pflichtenkatalog auf die vom BGH festgestellte Pflicht zur Herstellung eines im Wesentlichen identischen Kenntnisstandes.⁴¹² Sollte dies aus tatsächlichen Gründen unmöglich sein (etwa weil verlässliche Prognosen nicht zur Verfügung stehen), habe eine unmissverständliche Aufklärung des Kunden darüber zu erfolgen, dass er sich an einem Glücksspiel beteiligt.⁴¹³

Unbewusst beschreibt das OLG München mit den „Ergebnissen der Bewertungsmodelle“ die Value-at-Risk-Analysen der Kreditinstitute. Ferner wird daraus deutlich, dass ein Swapgeschäft in der Regel nicht mit einem reinen „Glücksspiel“ zu vergleichen ist, sondern eher mit einer Sportwette. Bei einem „Glücksspiel“ kann keine Partei einen Wissensvorsprung haben, sofern Würfel, Roulettetisch oder Lostrommel nicht manipuliert sind. Bei einer Sportwette sind dagegen Informationsasymmetrien möglich, z. B. die Kenntnis der Kondition eines Pferdes oder des Trainingszustandes des Boxers. Auch bei der Swapwette kann ein Wettpartner mehr Informationen haben als sein Gegner, nämlich die Ergebnisse der wahrscheinlichkeitsgewichteten Value-at-Risk-Modelle.

VI. Verlustwahrscheinlichkeit

Der 9. Zivilsenat des OLG Stuttgart und der 5. Zivilsenat des OLG München haben in den angeführten Urteilen immer wieder das Erfordernis der „Bewertungsmodelle“ angesprochen. Das OLG Stuttgart hat dies zumeist auf die Bewertung des anfänglich negativen Marktwertes von Swapgeschäften bezogen, mit dem eine stochastische Prognose verbunden sei.⁴¹⁴ Dies ist zwar richtig, die Prognosewirkung ist aber nur von kurzer Dauer und gilt nur für die juristische Sekunde des Vertragsschlusses. Schon wenige Sekunden später kann der Marktwert wegen veränderter Marktbedingungen positiv sein und der Markt „prognostiziert“ einen Gewinn des Kunden.

Die Prognose von Verlusten erfolgt bei den Kreditinstituten weniger durch den anfänglich negativen Marktwert, als vielmehr durch die bereits dargestellten Value-at-Risk-Analysen. Die VaR-Bewertungsmodelle machen

⁴¹¹ OLG München, Beschluss vom 29.03.2012, Az. 5 U 216/12, WM 2012, 1716–1719, Rz. 14.

⁴¹² OLG München, Beschluss vom 29.03.2012, Az. 5 U 216/12, WM 2012, 1716–1719, Rz. 24.

⁴¹³ OLG München, Beschluss vom 29.03.2012, Az. 5 U 216/12, WM 2012, 1716–1719, Rz. 15; OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199, Leitsatz Nr. 3.

⁴¹⁴ OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199, Rz. 55.

die Risiken plastisch, so dass die Produkte in Risikoklassen eingeordnet werden können. Die Veränderung des VaR lässt Rückschlüsse auf die Erhöhung oder Reduzierung des Verlustpotenzials zu und gibt somit Hilfestellung bei der Einschätzung, wie wahrscheinlich ein Verlust sein wird.

1. Risikoklassen

Der Deutsche Derivate Verband (DDV), dem die meisten Kreditinstitute in Deutschland angehören, wirbt auch ausdrücklich für den Value-at-Risk (VaR) und die damit verbundene Möglichkeit der Risikoklassifizierung. Der DDV ordnet dabei jedem VaR eine bestimmte Risikoklasse zu, um diese dann mit dem jeweiligen Anlegerprofil zu verbinden.⁴¹⁵

<i>Risikoklasse</i>	<i>VaR absolut*</i>	<i>VaR (in %)*</i>	<i>Anlegerprofil</i>
1	$0 < \text{VaR} \leq 250$	$0 < \text{VaR} \leq 2,5$	sicherheitsorientiert
2	$250 < \text{VaR} \leq 750$	$2,5 < \text{VaR} \leq 7,5$	begrenzt risikobereit
3	$750 < \text{VaR} \leq 1250$	$7,5 < \text{VaR} \leq 12,5$	risikobereit
4	$1250 < \text{VaR} \leq 1750$	$12,5 < \text{VaR} \leq 17,5$	vermehrt risikobereit
5	$1750 < \text{VaR} \leq 10000$	$17,5 < \text{VaR} \leq 100$	spekulativ

Somit kann der Kunde auf einen Blick erkennen, ob das Produkt zu seinem Anlegerprofil passt oder nicht. In einem früheren Internetauftritt warb der DDV daher ausdrücklich für eine Offenlegung des Value-at-Risk:

„Warum ist der VaR sinnvoll, auch wenn er keine extremen Ereignisse abbilden kann?

In der Tat kann der Value at Risk extreme Ereignisse nicht bzw. nur statistisch geglättet abbilden. Dennoch hat die Methode ihre Stärken. Wissenschaft, Bankenaufsicht und auch die Praxis sehen den Value at Risk als das probateste Mittel an, Risiken zu quantifizieren.“

Und weiter:

„Wie profitieren Anleger, die sich bei der Neuinvestition orientieren wollen?

Der Anleger kann mit Hilfe des Value at Risk sehr bewusst Produkte auswählen, die genau seiner Risikobereitschaft entsprechen. Anhand des Basiswertes und einer bestimmten Markterwartung sollte er zunächst eine Vorauswahl an geeigneten Produkten treffen und sich – zum Beispiel – für eine Investition in ein Discountzertifikat auf den DJ Euro Stoxx 50 entscheiden. Das Risiko-Barometer kann helfen, aus Produkten mit unterschiedlichem Discount oder Cap diejenigen auszusuchen, die am besten zum Risikoprofil des jeweiligen Anlegers passen.“⁴¹⁶

⁴¹⁵ Deutscher Derivate Verband (DDV), Risikokennzahl (VaR).

⁴¹⁶ [Http://www.derivateverband.de/DEU/Transparenz/Risikokennzahl](http://www.derivateverband.de/DEU/Transparenz/Risikokennzahl) (Abruf vom 16.07.2008).

Aber auch die Kreditinstitute selbst werben für eine Verwendung der Value-at-Risk-Kennzahl. Zur Bedeutung der VaR-Kennzahl schreibt z.B. die UniCredit Bank in einem ihrer Newsletter zu strukturierten Anlageprodukten:⁴¹⁷

„Maß für das Verlustpotential:

Über die Betrachtung des Basiswerts und des Auszahlungsprofils hinaus lassen sich die Risiken eines Investments durch die Kennzahl des sogenannten Value-at-Risk (VaR) einschätzen [...] Als Vergleichszahl zwischen verschiedenen strukturierten Anlageprodukten dient der VaR dem Anleger als zusätzliche Orientierungsgröße. Er hilft ihm, bewusst Produkte auszuwählen, die seiner Risikobereitschaft entsprechen.“

Die Bank beurteilt im weiteren Verlauf des Newsletters das VaR-Rating der EDG (European Derivatives Group) als äußerst positiv. Damit könne „Transparenz und Vergleichbarkeit“ hergestellt werden.⁴¹⁸ Auch das interne Risikocontrolling schütze den Anleger: „Alle Risiken werden eingehend überwacht und eingegrenzt“.⁴¹⁹ Damit meint die Bank doch eher ihr eigenes Derivateportfolio, nicht das des Kunden. Denn die Kreditinstitute setzen für ihre eigenen Geschäfte ein umfassendes Risikomanagement ein.

Somit bleibt festzuhalten, dass sich die Ergebnisse der Bewertungsmodelle in der Risikokennzahl des Value-at-Risk darstellen und in eine Risikoklassifizierung einordnen lassen. Diese Risikoklassifizierung wird vom Deutschen Derivate Verband und namhaften Kreditinstituten ausdrücklich empfohlen und für den Kunden als sinnvolle Information erachtet. Wie bereits dargestellt,⁴²⁰ sieht auch das europäische Aufsichtsrecht im Zuge der Erweiterung der Aufklärungspflichten zu strukturierten Produkten einen „Gesamtrisikoindikator“ vor. Wenn der BGH zugleich in Bezug auf das Risiko von Swapgeschäften die „Herstellung eines im Wesentlichen gleichwertigen Kenntnisstandes“ reklamiert, dann ist kein Grund ersichtlich, dem Kunden die Risikokennzahl des Value-at-Risk vorzuenthalten, zumal diese auch im Rahmen des Risikomanagements von zentraler Bedeutung ist.

2. Risikomanagement

In ihrem Geschäftsbericht erklärt z.B. die UniCredit Bank, wie wichtig das „*Management und die Überwachung von Risiken*“ ist. Auf Seite 12 des

⁴¹⁷ Newsletter der HypoVereinsbank „Z.Plus Extra, Strukturierte Anlageprodukte, Anlageideen, die einleuchten“, Ausgabe 2/2009, S. 6, <http://nmhammersen.files.wordpress.com/2012/11/z-plus-extra.pdf> (letzter Abruf 23.10.2015).

⁴¹⁸ Newsletter HypoVereinsbank a. a. O. S. 8.

⁴¹⁹ Newsletter HypoVereinsbank a. a. O. S. 13.

⁴²⁰ Siehe hierzu D. III. 3.

Geschäftsberichts findet sich ein umfangreicher Risikobericht. Dort wird erklärt, dass

das Erzielen von Erträgen im Bankgeschäft in der Regel nicht ohne das Eingehen von Risiken möglich sei. Dabei beinhalte der Begriff Risiko die Möglichkeit, dass sich die künftige wirtschaftliche Lage der HVB AG als Teil der UniCredit Gruppe negativ entwickle. Insofern seien der bewusste Umgang, das aktive Management und die laufende Überwachung von Risiken Kernelemente der erfolgsorientierten Geschäftssteuerung der HVB AG. Die darauf aufbauende konsequente Verzahnung von Rentabilitäts- und Risikokriterien in allen Geschäftsfeldern und Funktionen der Bank werde dementsprechend als eine der Kernaufgaben betrachtet.⁴²¹

Im Rahmen des „*Risikomanagements*“ definiert die Bank ihre Risikostrategie, das heißt, sie bestimmt anhand der zur Verfügung stehenden Risikodeckungsmasse, in welchem Umfang und in welcher Weise Risiken eingegangen werden dürfen. Bei jeder Risikoübernahme prüft die Bank, ob dies aus Risikotragfähigkeitskalkülen möglich und aus Chance-Risiko-Kalkülen lohnenswert ist.⁴²² Das heißt, die Bank setzt sich einen Maximalverlust und prüft das Chancen-Risiko-Profil des Investments. Der Prozess des Risikomanagements wird hierzu bei der Bank von einer unabhängigen „*Risikoüberwachung*“ begleitet. Im Rahmen der „*Risikoanalyse*“ werden die Risiken der Geschäftstätigkeit identifiziert, analysiert sowie Methoden für ihre Erhebung entwickelt. Parallel dazu wird die verfügbare Risikodeckungsmasse definiert und quantifiziert. Unter einer sich anschließenden „*Risikokontrolle*“ versteht die Bank neben der Quantifizierung und Plausibilisierung der eingegangenen Risiken und der Überwachung der erteilten Limits auch ein „*Risikoreporting*“, durch das dem Management gleichzeitig Handlungsempfehlungen gegeben werden.⁴²³

Eines der Risiken ist das „*Marktrisiko*“. Darunter versteht die Bank den potenziellen Verlust, der durch Veränderungen von Preisen an Finanzmärkten für ihre Positionen im Handels- und im Bankbuch entstehen kann. Das Marktrisiko setzt sich aus den Risikokategorien Zinsrisiko, Fremdwährungsrisiko, Aktienkursrisiko und Credit-Spread-Risiko zusammen.⁴²⁴ Zum Zweck

⁴²¹ Geschäftsbericht der HypoVereinsbank AG 2005, S. 12; ebenso Geschäftsbericht der UniCredit Bank AG 2013, S. 28: „*Das bewusste Eingehen, das aktive Management und die laufende Überwachung von Risiken sind Kernelemente der erfolgsorientierten Geschäfts- und Risikosteuerung der HVB. Im Zuge unserer Geschäftsaktivitäten werden die Risiken identifiziert, quantifiziert, beurteilt, überwacht und aktiv gesteuert.*“

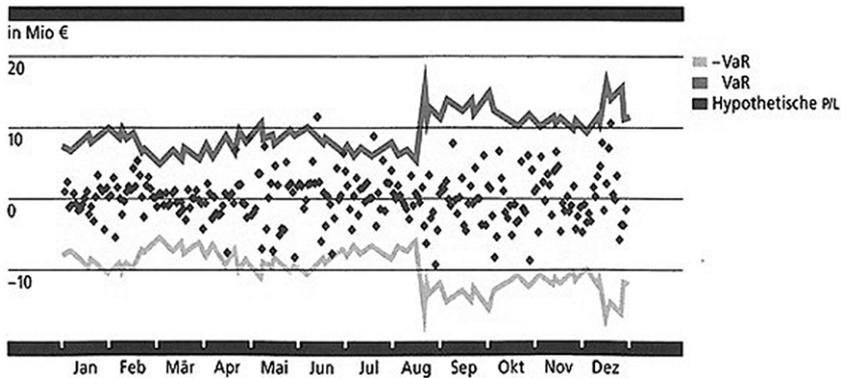
⁴²² Geschäftsbericht der HypoVereinsbank AG 2005, S. 12, Geschäftsbericht der UniCredit Bank AG 2013, S. 34.

⁴²³ Geschäftsbericht der HypoVereinsbank AG 2005, S. 12.

⁴²⁴ Geschäftsbericht der HypoVereinsbank AG 2005, S. 27, Geschäftsbericht der UniCredit Bank AG 2013 S. 28.

der täglichen Risikomessung und -steuerung quantifiziert die Bank den „Value-at-Risk“ auf Basis eines Konfidenzniveaus von 99% und einer Haltdauer von einem Tag.⁴²⁵ Die „Risikoüberwachung“ erfolgt dabei über ein Limitsystem, welches das Verlustpotenzial aus Marktrisiken begrenzt.

Im Rahmen des Risikomanagements ermittelt die Bank also regelmäßig den Value-at-Risk ihrer Produkte, beobachtet dessen Veränderungen und vergleicht diese mit den tatsächlichen Marktwertveränderungen. Hierzu hat die UniCredit Bank nachfolgende Grafik erstellt, die beschreibt, wie sich der tatsächlich potenzielle Verlust (hypothetischer Profit-Loss) innerhalb der durch die VaR-Modelle prognostizierten Grenzen gehalten hat.



Quelle: HypoVereinsbank – Member of UniCredit Bank AG

Backtesting Internes Modell Handelsaktivitäten HVB AG 2005

Insgesamt wendet die Bank dieses Risikomanagement auf „Zinsbezogene Geschäfte (inkl. Credit-Spread-Risiken)“, „Währungsbezogene Geschäfte“ sowie „Aktien-/Indexbezogene Geschäfte“ an.⁴²⁶

Ein ähnliches Risikomanagement betreibt die Deutsche Bank. Vor dem Hintergrund ihrer vielfältigen Geschäftsaktivitäten sei es unerlässlich, Risiken effektiv „zu identifizieren, zu messen, zu aggregieren und zu steuern“. Das Risikomanagement der Bank umfasst dabei insbesondere Marktrisiken.

⁴²⁵ Geschäftsbericht der HypoVereinsbank AG 2005, S. 27; ebenso Geschäftsbericht der UniCredit Bank AG 2013, S. 52: „Überwachung und Steuerung: Die Überwachung der Marktrisikopositionen im Handels- und Bankbuch erfolgt über ein hierarchisches Limitsystem, welches das Verlustpotenzial aus Marktrisiken begrenzt. Dabei werden zum einen die VaR-Werte aus Handelspositionen durch Handelsbuchlimite eingeschränkt. Zum anderen werden alle Positionen, unabhängig der regulatorischen oder IFRS-Einordnung durch sogenannte VaR Warning Levels limitiert.“

⁴²⁶ Geschäftsbericht der HypoVereinsbank AG 2005, S. 29.

Das gilt auch für komplexe Produkte, die die Bank üblicherweise innerhalb ihres Rahmenwerks für Handelsengagements steuert.⁴²⁷ Das Marktrisiko resultiert aus der Unsicherheit über Veränderungen von Marktpreisen und -kursen (inklusive Zinsen, Aktienkursen, Wechselkursen und Rohwarenpreisen), den zwischen ihnen bestehenden Korrelationen und ihren Volatilitäten.⁴²⁸ Zur Überwachung und Steuerung der Risiken verwendet die Bank ein umfassendes Instrumentarium quantitativer Kenngrößen und Messinstrumente. Hierzu gehören u. a. der Value-at-Risk und entsprechende Stresstests.⁴²⁹ Der Value-at-Risk stellt dabei die „*primäre Messgröße zur Steuerung der handelsbezogenen Marktrisiken dar*“.⁴³⁰

Auch bei den Landesbanken kommt ein vergleichbares Risikomanagement zum Einsatz. Die WestLB erklärt in ihrem Geschäftsbericht:

„Ziel des Risikomanagements der WestLB ist es, das Risikoprofil an der Risikotragfähigkeit der Bank auszurichten, alle Risiken transparent darzustellen und eine vorausschauende Steuerung zu ermöglichen. Die Kernprozesse des Risikomanagements sind die unabhängige Ermittlung, Überwachung, Analyse und Steuerung der Risiken des Konzerns einschließlich der dazugehörigen Risikoberichterstattung.“⁴³¹

Innerhalb dieses Risikomanagements betrachtet die Bank insbesondere das sogenannte „Marktpreisrisiko“ ihrer Geschäfte, soweit sie dem Finanzmarkt ausgesetzt sind:

„Marktpreisrisiken resultieren aus der Unsicherheit über Preis-, Kurs- und Volatilitätsveränderungen an den Finanzmärkten sowie aus Korrelationen, die zwischen unterschiedlichen Märkten bestehen.“

Die WestLB setzt standardmäßig die Value-at-Risk (VaR)-Methode ein, um Marktpreisrisiken aus Handelstransaktionen im Handels- und Bankbuch zu quantifizieren und diese über verschiedene Märkte und Produkte hinweg miteinander vergleichbar zu machen.⁴³²

Entsprechend erfolgt bei der LBBW die laufende Risikosteuerung im Rahmen einer Marktpreisrisikostrategie sowie der gesetzten Limits. Die Limits werden dabei auf Basis des Value-at-Risk (VaR) festgesetzt.⁴³³

⁴²⁷ Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2007, S. 59 (Risikobericht); Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2013, S. 72.

⁴²⁸ Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2007, S. 60/61.

⁴²⁹ Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2007, S. 62/32; Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2013, S. 82: „*Der Value-at-Risk für ein Gesamtportfolio misst unser diversifiziertes Marktrisiko aggregiert unter Verwendung zuvor ermittelter Korrelationen) unter normalen/gestressten Marktbedingungen für dieses Portfolio.*“

⁴³⁰ Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2007, S. 83.

⁴³¹ Geschäftsbericht der WestLB 2009, S. 74; ebenso Geschäftsbericht der Portigon AG 2013, S. 21.

⁴³² Geschäftsbericht der WestLB 2009, S. 89, Geschäftsbericht der Portigon AG 2013, S. 30.

Auch bei der DZ Bank ist das Management von Risiken Voraussetzung zur Wahrnehmung von Geschäftschancen. Risiko und Rendite stünden in einem engen Zusammenhang.⁴³⁴ Unter Risiko wird dabei die negative Abweichung einer Werteposition von ihrem Erwartungswert verstanden. Risiko stellt also die Gefahr unerwarteter Verluste dar. Hierzu zählt auch die DZ Bank insbesondere das „Marktpreisrisiko“.

Innerhalb der Bank wird – wie schon bei ihren Mitbewerbern – eine „Verlustobergrenze“ als Maßgröße zur Quantifizierung der Risikotragfähigkeit der Bank bestimmt. Die Verlustobergrenze bezieht sich insbesondere auf das „Marktpreisrisiko“.⁴³⁵ Unter Marktpreisrisiko versteht die DZ Bank den unerwarteten Verlust, der aufgrund nachteiliger Veränderungen von Marktpreisen oder preisbeeinflussenden Parametern entstehen kann. Das Marktpreisrisiko untergliedert sich gemäß dem zu Grunde liegenden Geschäftsgegenstand in die Risikoarten Zinsänderungs-, Währungs-, Aktienkursrisiko und sonstiges Preisrisiko.

Als Zwischenfazit kann daher festgehalten werden, dass sich die Kreditinstitute zunächst eine Verlustobergrenze setzen und dann das Marktpreisrisiko mittels Value-at-Risk-Modellen ständig überwachen. Demgegenüber weiß der Kunde in der Regel weder, dass es die Möglichkeit der Berechnung eines Value-at-Risk gibt, noch dass dieser im Rahmen eines Risikomanagements von den Kreditinstituten überwacht wird (unbekannte Informationsasymmetrie).

Das OLG Stuttgart hält es daher für notwendig, dass der Kunde über das Erfordernis eines effektiven Risikomanagements aufgeklärt wird. Das OLG Stuttgart beschränkt dies aber auf eine „Überwachung des Marktwertes“.

Leitsatz 3:

Bei spekulativen Swap-Geschäften ist der Anleger über die Möglichkeiten, die Risikopositionen zu schließen, sowie über das Erfordernis eines effektiven Risikomanagements durch Überwachung des Marktwerts aufzuklären.⁴³⁶

Tatsächlich setzt ein effektives Risikomanagement aber eine Überwachung des Value-at-Risk voraus. Sämtliche Kreditinstitute verfahren so. Der

⁴³³ Geschäftsbericht der LBBW 2009, S. 86; ebenso Geschäftsbericht der LBBW 2013, S. 77: „Im Finanzsektor wird das Marktrisiko der Handels- und Bankportfolios über Value-at-Risk-Prognosen abgebildet. Der Value-at-Risk (VaR) lässt sich im Rahmen eines stochastisch-mathematischen Modells bestimmen. Dieses leitet aus einer Verteilung der Marktfaktoren, einer darauf aufbauenden Bewertung und ggf. entsprechenden Vereinfachungen eine Portfoliowertverteilung ab. Hieraus wird der VaR als größtmöglicher Verlust unter dem vorgegebenen Konfidenzniveau bestimmt.“

⁴³⁴ Lagebericht und Jahresabschluss der DZ Bank AG 2001, S. 10.

⁴³⁵ Lagebericht und Jahresabschluss der DZ Bank AG 2001, S. 13; vgl. Geschäftsbericht der DZ Bank AG 2013, S. 79.

⁴³⁶ OLG Stuttgart, Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890–895.

Marktwert gibt immer nur den aktuellen Marktpreis wieder, eine Veränderung des VaR dagegen das Marktpreisrisiko. Das OLG Stuttgart konstatiert, dass u. a. „die Wahrscheinlichkeiten (Value at Risk)“ einen Einfluss auf den Erfolg haben.⁴³⁷ Neben dem OLG Stuttgart hält auch das OLG Koblenz eine Wahrscheinlichkeitsangabe für erforderlich. So heißt es im Urteil vom 14.01.2010:

„Die Verpflichtung der Beklagten beschränkte sich aber nicht darauf, der Klägerin die Obergrenze eines Verlustes aufzuzeigen. Es musste außerdem die Wahrscheinlichkeit der für den Kunden günstigen Szenarien und der für ihn ungünstigen Szenarien erläutert werden.“⁴³⁸

Es wäre daher nur konsequent, eine entsprechende Aufklärungspflicht zu fordern.⁴³⁹ Sobald der Kunde weiß, dass es die Möglichkeit der Berechnung eines Value-at-Risk gibt und dass dieser im Rahmen eines effektiven Risikomanagements zu überwachen ist, kann er eigenverantwortlich entscheiden, ob er das Marktpreisrisiko des Swapgeschäfts auf sich nehmen will, ggf. unter Überwachung durch die Bank, weil ihm die technischen Möglichkeiten hierzu fehlen, oder nicht (bekannte Informationsasymmetrie). Das OLG Stuttgart hatte mit Urteil vom 14.12.2011, dort allerdings wiederum beschränkt auf den jeweiligen Marktwert, sogar gefordert, dass im Rahmen der anlegergerechten Beratung sicherzustellen sei, dass der Anleger in der Lage ist, eigenverantwortlich den Marktwert während der Laufzeit zu beobachten oder durch Dritte ermitteln zu lassen. Dies sei nicht sichergestellt, wenn sich die Bank nicht zu einer Überwachung verbindlich verpflichtet hat.⁴⁴⁰ Entschieden sich der Kunde ohne eine Übernahme der Überwachung des VaR für den Abschluss, dann geht er das Risiko bewusst ein und die Empfehlung muss als „geheilt“ bewertet werden, auch wenn das Swapgeschäft ohne Überwachung des VaR von vornherein nicht zu seinem Kundenprofil passte.⁴⁴¹

Schon in seinem Urteil vom 05.10.1999 hat der BGH von einer „*Aufklärung über die Verlustwahrscheinlichkeit und über die Schwankungsbreite der*

⁴³⁷ OLG Stuttgart, Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890–895, Rz. 27.

⁴³⁸ OLG Koblenz, Urteil vom 14.01.2010, Az. 6 U 170/09, WM 2010, 453.

⁴³⁹ A.A. Zoller, Die Haftung anlageberatender Banken bei Cross-Currency-Swaps, BKR 2012, 405, 408: „Dazu gehört die Mitteilung von Wahrscheinlichkeiten über zu erwartende Zahlungsströme, die aufgrund einer – computergesteuerten – Simulation ermittelt wurden, nicht.“; Bausch, Anmerkung zum Urteil des OLG Stuttgart vom 01.02.2012, 9 U 57/11, zu Risikohinweisen bezüglich des Marktwertes bei Zins-Swap-Geschäften, BKR 2012, 303, 305: „Es ist dem Kunden in keiner Weise gedient, seine Abschlussentscheidung durch Wahrscheinlichkeitsberechnungen zu beeinflussen, die nicht das halten, was sie suggerieren.“

⁴⁴⁰ OLG Stuttgart, Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890–895, Rz. 34/35.

⁴⁴¹ Vgl. die Parallele zum Verlustrisiko unter E. I. 1.

Währungen“ gesprochen.⁴⁴² Wenn sich die Finanzindustrie eines umfangreichen Risikomanagements mittels VaR-Wahrscheinlichkeitsberechnungen bedient, dann muss dies auch dem Kunden ermöglicht werden, zumal dies, wie aufgezeigt, in einfach zu kommunizierenden Tabellen möglich wäre. Für Zertifikate bietet der DDV ein entsprechendes Tool auf seiner Homepage an. Bei strukturierten Swapgeschäften wäre daher die beratende Bank verpflichtet, dem Kunden den VaR des Geschäfts zu ermitteln und zu überwachen.⁴⁴³

Soweit dies bislang anders entschieden wurde, beruht dies auf unzureichenden Informationen über die Aussagekraft des Value-at-Risk. So sieht das OLG Bamberg deshalb keine Pflicht zur Aufklärung über den Value-at-Risk, weil er ein geringeres Risiko darstelle als das Maximalrisiko.⁴⁴⁴ Das ist richtig, gleichwohl ist der Aussagegehalt ein anderer: Das Maximalrisiko enthält im Gegensatz zum VaR gerade keine Wahrscheinlichkeitsgewichtung. Das OLG Frankfurt hält den Value-at-Risk für „interpretationsbedürftig“.⁴⁴⁵ Dies darf bezweifelt werden, kann der VaR doch als Kennzahl dargestellt und in eine einfache Risikotabelle eingeordnet werden. Wie die vorstehenden Ausführungen gezeigt haben, kann der Value-at-Risk bei sämtlichen Geschäften angewendet werden, und zwar unabhängig von der Laufzeit.⁴⁴⁶

⁴⁴² BGH, Urteil vom 05.10.1999, Az. XI ZR 296/98, NJW 2000, 359.

⁴⁴³ Für Zertifikate: OLG Düsseldorf, Urteil vom 22.12.2011, Az. I-6 U 201/10, BeckRS 2012, 10228, Rz. 104: „Ohne weiteres nachzuvollziehen und anhand objektiver Kriterien auch für Dritte überprüfbar ist demgegenüber der in dem Gutachten C./D. gewählte Ansatz einer umfassenden Wahrscheinlichkeitsrechnung unter Heranziehung des „Value at Risk“ – siehe dort Seite 13ff. – aus der ex-ante-Perspektive mit dem dort ausführlich näher dargestellten Ergebnis, dass die streitgegenständlichen Zertifikate auch bei einer Einstufung nach dem allgemein anerkannten Risikoklassifikationsschema des Deutschen Derivate-Verbandes (DDV) nur in eine verhältnismäßig niedrige Risikoklasse fallen und ihre Einstufung in die Risikoklasse 3 von insgesamt fünf Risikoklassen durch die Beklagte sogar noch als verhältnismäßig konservativ anzusehen ist.“

⁴⁴⁴ OLG Bamberg, Urteil vom 11.05.2009, Az. 4 U 92/08, WM 2009, 1082–1097, Rz. 192: „Wie der Gegengutachter der Bank überzeugend veranschaulicht hat, vermag die Angabe eines VaR das Risiko immer nur in geringerem Umfang darzustellen als es tatsächlich „theoretisch maximal“ anzusehen ist.“

⁴⁴⁵ OLG Frankfurt, Urteil vom 30.12.2009, Az. 23 U 175/08, ZIP 2010, 921–925 „Beim VaR handelt es sich um ein finanzmathematisches Risikoberechnungsmodell, das bei Banken und professionellen Investoren zum Einsatz kommt. Auf relativ kompliziertem Wege wird dabei ein immer noch interpretationsbedürftiges Ergebnis erzielt, das naturgemäß für längere Zeiträume wenig Überzeugungskraft entwickelt.“ (später aufgehoben durch das BGH-Swapurteil im Punkt „anfänglich negativer Marktwert“); ebenso OLG Frankfurt, Urteil vom 04.08.2010, Az. 23 U 230/08, WM 2010, 1790–1798, Rz. 73.

⁴⁴⁶ Hierzu näher May, Bedeutung von Haltedauer und Konfidenzniveau, Genossenschaftsblatt 7/2005, S. 3; vgl. Roberts, Marktwert und Risikomanagement, BKR

Im Urteil vom 20.01.2015 hat der BGH ausgeführt, dass der Kunde nicht über „Wahrscheinlichkeitsrechnungen“ aufzuklären sei, weil der Kunde „bessere Erkenntnisse“ der Bank nicht dargelegt habe.⁴⁴⁷ Die vorstehenden Ausführungen zur Anwendung des Value-at-Risk im Rahmen von Risikomanagement, Back-Testing und Stresstests sowie der Empfehlungen des Deutschen Derivate Verbandes lassen durchaus auf bessere Erkenntnisse der Banken schließen.

Die Beratung über den VaR muss dabei keineswegs unentgeltlich erfolgen, aber die Kosten für den Kunden sind offenzulegen. Dies gilt gleichermaßen für den sog. „anfänglich negativen Marktwert“.

2012, 377, 379: „Es ist jedoch ohne weiteres möglich, die Risikoberechnung auf die Gesamtlauzeit eines Instruments auszudehnen, was für den Anleger, der es u. U. bis Laufzeitende halten soll, sinnvoll ist.“

⁴⁴⁷ BGH, Urteil vom 20.01.2015, Az. XI ZR 316/13, WM 2015, 575, Rz. 27; siehe auch F. IV. 4. d).

F. Aufklärung über den „anfänglich negativen Marktwert“

Die Pflicht zur Aufklärung über einen anfänglich negativen Marktwert ist derzeit die zentrale Frage, mit der sich die meisten Gerichtsentscheidungen beschäftigen. Sie war auch die zentrale Frage im Urteil des BGH vom 22.03.2011,⁴⁴⁸ auch wenn er zu weiteren Pflichten, wie schon ausgeführt, Stellung genommen hat. Zunächst ist ein Verständnis des anfänglich negativen Marktwertes erforderlich, um die Pflicht zur Aufklärung beurteilen zu können.

I. Berechnung von Marktwerten

Marktwerte können immer nur berechnet werden. Es gibt für strukturierte Swapgeschäfte keinen amtlichen Börsenkurs. Wie schon dargelegt, werden Swapgeschäfte aus verschiedenen Komponenten wie Optionen oder Termingeschäften konstruiert. Sämtliche Strukturelemente wirken in den Marktwert ein. Im Marktwert des gesamten Vertrages schlagen sich die saldierten Werte der einzelnen gekauften oder verkauften Optionen und Zahlungsverprechen nieder.⁴⁴⁹

1. Mögliche Bewertungsmodelle

Aufgrund der Darlegungen der Deutschen Bank im Swapverfahren vor dem BGH, konnte der BGH feststellen, dass der jeweils gültige Marktwert des Vertrages anhand *finanzmathematischer Berechnungsmodelle* ermittelt wird. Dies erfolgt in der Weise, dass – unter Berücksichtigung gegebenenfalls enthaltener Optionsbestandteile – die voraussichtlichen künftigen festen und variablen Zinszahlungen der Parteien gegenübergestellt und mit den an den entsprechenden Zahlungsterminen gültigen Abzinsungsfaktoren auf den Bewertungszeitpunkt abgezinst werden. Da der Verlauf des variablen Zins-

⁴⁴⁸ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299.

⁴⁴⁹ *Köndgen/Sandmann*, Strukturierte Zinsswaps vor den Berufungsgerichten: eine Zwischenbilanz, ZBB 2010, 77, 89.

satzes naturgemäß unbekannt ist, werden die künftigen Zahlungspflichten des Kunden dazu mittels eines Simulationsmodells errechnet, das auf den im Bewertungszeitpunkt rechnerisch ermittelten Terminzinssätzen basiert.⁴⁵⁰

Bereits das OLG Stuttgart konnte hierzu nach Anhörung des informierten Vertreters der Bank feststellen, dass der Marktwert allein anhand der *Bewertungsmethoden* (hier Heath-Jarrow-Morton) ermittelt wird und den wahrscheinlichen Wert der auszutauschenden Zahlungsströme widerspiegelt.⁴⁵¹ Der von den anerkannten Bewertungsmodellen errechnete Marktwert eines Vertrages ist der Saldo aus dem Barwert der voraussichtlichen Zahlungen der Bank und des Kunden. Dieser auf den Zeitpunkt des Vertragsschlusses berechnete Barwert enthält eine Abzinsung der Zahlungen in Abhängigkeit ihrer über die Vertragslaufzeit gestaffelten Fälligkeitstermine.⁴⁵²

Auch in der Finanzliteratur wird beschrieben, dass die Bewertung einfacher Zins-Swaps ein solides finanzmathematisches Grundverständnis erfordere. Die Bewertung und damit eine detaillierte Rendite/Risiko-Analyse von CMS-Swaps sei ein weit anspruchsvolleres Problem.⁴⁵³ Daher hat das OLG Stuttgart zu Cross Currency Swaps, die auf den ersten Blick nur einen Tausch von Zinsen zweier Währungen zu bestimmten Zeitpunkten vorsehen, festgestellt, dass auch hier die Bank durch die Wahl der Zinssätze, der Währungen und vor allem aufgrund ihres überlegenen Wissens hinsichtlich der Marktbedingungen die Verlustrisiken des Kunden frei gestalten kann, während der Kunde im Regelfall nicht in der Lage ist, die Leistungen zutreffend zu bewerten.⁴⁵⁴ Für den Kunden ist bereits ein aus Sicht der Bank einfacher Swap regelmäßig komplex.⁴⁵⁵

Die Frage, die sich an die Berechnung mittels finanzmathematischer Verfahren anschließt, ist danach, ob mit einer solchen Bewertung auch eine Prognose verbunden ist.

⁴⁵⁰ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 35.

⁴⁵¹ OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767, Rz. 107.

⁴⁵² OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199, Rz. 57.

⁴⁵³ *Branger/Schlag*, Zinsderivate, Modelle und Bewertung, Berlin 2004, S. 23 ff.; *Brigo/Mercurio*, Interest Rate Models, Theory and Practice, 2. Aufl., Berlin 2006, S. 195 ff.

⁴⁵⁴ OLG Stuttgart, Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890–895.

⁴⁵⁵ OLG Stuttgart, Urteil vom 27.06.2012, Az. 9 U 140/11, WM 2012, 1829–1834, Rz. 45.

2. Risikoprognosen

Das OLG Stuttgart misst dem anfänglichen Marktwert eines Swapgeschäfts eine Prognosewirkung zu. Bei den Bewertungsmodellen, wie beispielsweise das von der Deutschen Bank verwendete Heath/Jarrow/Morton-Modell, handele es sich um stochastische Modelle, denen ein Prognose-Charakter zukomme. Die Stochastik verbinde die Wahrscheinlichkeitstheorie mit der Statistik. Das hoch komplexe Bewertungsverfahren modelliere u. a. auf der Grundlage der tagesaktuellen Zinsstrukturkurve, der Volatilität der Zinssätze und der Korrelationen zukünftige Zinsstrukturkurven und erlaube so die Annahme von wahrscheinlichen Werten für beliebige Tage und Zeiträume.⁴⁵⁶ Hierbei handele es sich um präferenzfreie, also ohne Rückgriff auf individuelle Präferenzen ermittelte Werte. Es seien zwar keine subjektiven Prognosen, die die persönliche Erwartung von der Entwicklung der Volkswirtschaft und der Kapitalmärkte enthält. Das lasse aber ihren Charakter als stochastische Prognose nicht entfallen.⁴⁵⁷

Zweifelsohne fließt in die Berechnung des Marktwertes die tagesaktuelle Zinsstrukturkurve ein, wie sie bereits oben dargestellt wurde.⁴⁵⁸ Diese stellt auf einer Kurve die Zinssätze dar, die für Anleihen verschiedener Laufzeiten gezahlt werden. Die Zinsstrukturkurve spiegelt die an diesem Tag bestehende Erwartung der Marktteilnehmer über die voraussichtliche Entwicklung der Zinssätze wieder. Sind beispielsweise die Zinsen für langfristige Anleihen deutlich höher als für kurzfristige, spricht man von einer steilen Zinsstrukturkurve. Diese indiziert die Erwartung des Marktes auf ein Ansteigen der Zinsen. Daher habe nach Ansicht des OLG Stuttgart „in die stochastische Prognose eine tagesaktuelle (subjektive) Markterwartung“ Eingang gefunden.⁴⁵⁹

In seinem Urteil vom 22.03.2011 hat sodann auch der BGH ausgeführt, dass mit dem anfänglich negativen Marktwert ein „überwiegendes Verlustrisiko des Kunden“ verbunden sei.⁴⁶⁰

⁴⁵⁶ Vgl. *Bühler/Uhrig-Homburg*, Rendite und Renditestrukturen am Rentenmarkt, in: *Obst/Hintner, Geld-, Bank und Börsenwesen*, 40. Aufl., S. 322/323, Ziff. 3.8.4. Stochastik der Zinsstrukturkurve.

⁴⁵⁷ OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199, Rz. 57.

⁴⁵⁸ Siehe E. II. 1.

⁴⁵⁹ OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199, Rz. 59.

⁴⁶⁰ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 36.

Als Folge dieser zentralen Aussage hat sich die Frankfurt School of Finance & Management im Mai 2012 mit den Thesen der Kritiker und der Rolle der Bank beim Geschäft mit Derivaten und strukturierten Finanzprodukten auseinandergesetzt. Demnach sei Grundlage der Bewertung von Derivaten und komplexen Bankprodukten die Arbitrage Pricing Theory, welche durch die Arbeit von Black & Scholes initiiert wurde.⁴⁶¹ Die Modellannahmen betreffen die Schwankungsfähigkeit (Volatilität) der dem Derivat zu Grunde liegenden Bezugswerte; es seien keinerlei Annahmen, Prognosen über die Wahrscheinlichkeiten zukünftiger Kurse oder über Trends erforderlich. Der Wert des Produktes beinhalte danach keinen Prognosegehalt über die Richtung der Marktentwicklung in der Zukunft.⁴⁶² Für die Absicherungsstrategie und die Bestimmung des Wertes seien keinerlei Prognosen über die Wahrscheinlichkeiten der zukünftigen Kurswerte notwendig, zumal derartige Prognosen angeblich nicht einmal ansatzweise valide erfolgen könnten. Damit erlaube der *Wert des Produktes auch keinen Prognoserückschluss* über einen zukünftigen Markttrend.⁴⁶³

Berücksichtigt man beide Ansätze, kann folgendes festgehalten werden:

Der Marktwert kann immer nur für einen bestimmten Zeitpunkt ermittelt werden. In dieser juristischen Sekunde drückt ein negativer Marktwert aus, dass der Markt von einem Verlust für den Kunden ausgeht. Insoweit kann man, wie das OLG Stuttgart, von einer „statistischen Prognosewirkung“ sprechen. Eine Sekunde nach der Bewertung kann die Situation schon eine andere sein. Der Marktwert kann sich jederzeit ändern und ins Positive drehen. Daher hat die Prognosewirkung nur eine kurze Halbwertszeit. Die Prognosewirkung kann daher nicht so weit gehen, dass der Kunde tatsächlich einen Verlust erleiden wird, wenn das Swapprodukt erst zu einem späteren Zeitpunkt veräußert wird oder infolge der Laufzeit endet.⁴⁶⁴ Dem anfänglich negativen Marktwert kommt aber eine weitere Bedeutung zu.

II. Bedeutung des anfänglichen Marktwertes

Der sog. anfänglich negative Marktwert hat eine objektive und eine subjektive Bedeutung.

⁴⁶¹ Schmidt, CPQF Working Paper Series No. 33, S. 8.

⁴⁶² Schmidt, CPQF Working Paper Series No. 33, S. 12/13.

⁴⁶³ Schmidt, CPQF Working Paper Series No. 33, S. 10.

⁴⁶⁴ Vgl. Schmieder, WuB Dezember 2012, I G 1.–16.12, 721, 723: Anfänglicher, stichtagsbezogener, negativer Marktwert eines Swaps indiziert keine überwiegende Verlustwahrscheinlichkeit.

1. Markterwartung

Der Marktwert ist der nach dem finanzmathematischen Berechnungsverfahren stichtagsbezogen ermittelte Wert des Swaps auf dem Markt. Dieser Wert kann vor oder nach dem Stichtag schon wieder ein anderer sein. Der Marktwert ist der Preis des Produkts. Er kommt nur indirekt durch Angebot und Nachfrage zustanden. In dem Marktwert spiegeln sich die Preise sämtlicher in das Produkt einstrukturierter Komponenten wie Optionsprämien, Währungsterminkurse und Forwardzinsen wieder. Da sich die Marktteilnehmer auf allgemein anerkannte Berechnungsverfahren wie Black-Scholes oder Heath-Jarrow-Morton verständigt haben, hat der Marktwert den Charakter eines Börsenpreises.

Der anfängliche Marktwert enthält, wie gesagt, nur bedingt Informationen über die Wahrscheinlichkeit eines Gewinns oder Verlustes für den Kunden. Ist der Marktwert negativ, dann bewertet der Markt das Produkt in der Sekunde der Bewertung negativ, oder wie der BGH erklärt hat:

„Bewertet der ‚Markt‘ – nach den zur Verfügung stehenden Simulationsmodellen – zum Abschlusszeitpunkt das Risiko, das die Klägerin übernimmt, in Höhe von ca. 4% des Bezugsbetrages negativ, bedeutet dies für die Beklagte, dass ihre Chancen in dieser Höhe positiv bewertet werden.“⁴⁶⁵

Ein anfänglich negativer Marktwert schließt aber nicht aus, dass der Marktwert eine Sekunde nach der Bewertung positiv ist, weil sich gerade in dieser Sekunde die Marktbedingungen zugunsten des Kunden verändert haben, z.B. weil gerade eine Leitzinsentscheidung einer Notenbank veröffentlicht wurde oder ein Pressebereich zur Entwicklung eines Unternehmens oder eines Staates bekannt wurde.

Ein anfänglich negativer Marktwert schließt auch nicht aus, dass der Kunde am Ende der Laufzeit des strukturierten Swaps einen Gewinn erzielt oder auch während der Laufzeit des Produkts einen vorzeitigen Auflösungsgewinn erzielen kann.

Ein anfänglich negativer Marktwert drückt aber die Meinung des Marktes in der Sekunde der Preisberechnung aus. In dieser Sekunde ist der Markt der Meinung, dass der Kunde ein „negatives“ Geschäft macht, weil er eine Zuzahlung leisten müsste, um den negativen Marktwert wieder auszugleichen und auf Null zu bringen. Der Markt erwartet also zum Abschlusszeitpunkt, dass der Kunde bei unveränderten Marktbedingungen einen Verlust erleiden wird. Wenn der BGH also davon spricht, dass der

⁴⁶⁵ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 35.

Kunde in diesem Fall ein „überwiegendes Verlustrisiko“ tragen muss,⁴⁶⁶ dann kann sich das nur auf die Erwartung des Marktes in der Sekunde der Bewertung beziehen.

Den Swapgeschäften liegen häufig sehr volatile Basiswerte zu Grunde. Diese können sich zwischen dem Zeitpunkt der Beratung und dem tatsächlichen Abschluss des Swapvertrages erheblich verändert haben. Da der anfänglich negative Marktwert die Margen und Kosten der Bank enthält,⁴⁶⁷ ist davon auszugehen, dass die Bank bereits im Beratungszeitpunkt Kenntnis der von ihr einzustrukturierenden Kosten- und Gewinnbestandteile hat und daher eine Bandbreite angeben kann. Wegen der hohen Volatilität der Basiswerte werden die Swapgeschäfte regelmäßig telefonisch abgeschlossen und im Anschluss daran schriftlich bestätigt. Damit besteht die Gelegenheit, dass der Kundenberater – soweit technisch möglich⁴⁶⁸ – den exakten anfänglich negativen Marktwert zum Zeitpunkt des Abschlusses offenlegt.

Vom Marktwert abzugrenzen ist der eingangs dargestellte Value-at-Risk. Dieser enthält, wie der Aufsatz von Johanning et al. oder die Geschäftsberichte der Kreditinstitute bestätigen, tatsächlich Prognosen: „*Inbesondere sollen die berechneten Risikokennzahlen tatsächliche Verlusteintritte prognostizieren (Prognose)*“.⁴⁶⁹

Die Aussage des anfänglich negativen Marktwertes über die Marktmeinung im Zeitpunkt des Abschlusses ist von objektiver Bedeutung, weil der Marktwert durch die anerkannten Bewertungsverfahren objektiv ermittelt wird.⁴⁷⁰ Objektiv bewertbar ist auch das Chancen-Risiko-Verhältnis.

2. Chancen-Risiko-Verhältnis

Der Swap ist eine Wette auf einen Basiswert. Bei einer Wette kann der Kunde gewinnen oder verlieren. Der Kunde hat daher Gewinnchancen, aber auch Verlustrisiken. Das Verhältnis von Chancen und Risiken wird als „Chancen-Risiko-Verhältnis“ bezeichnet. Der BGH spricht vom „Chancen-

⁴⁶⁶ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 36.

⁴⁶⁷ Hierzu unter F. II. 3. und 4.

⁴⁶⁸ Oftmals ist eine sog. „Knopfdruck-Abfrage“ möglich.

⁴⁶⁹ *Johanning/Döhrer/Steiner/Völkle*, Risikoberechnungs- und Klassifizierungsmethoden nach KIID und EDG, S. 5.

⁴⁷⁰ Vgl. *Schäfer*, Zivilrechtliche Konsequenzen der Urteile des BGH zu Gewinnmargen bei Festpreisgeschäften, WM 2012, 197, 201: negativer Marktwert als „*Ausdruck der Einschätzung des Marktes für die (negativen) Gewinnchancen*“.

Risiko-Profil“ und dürfte dabei das Gleiche meinen.⁴⁷¹ Das OLG Stuttgart hat nach Anhörung eines Mitarbeiters der Strukturierungsabteilung festgestellt, dass ein „ausgewogenes Chancen-Risikoverhältnis einem Marktwert von 0 Euro entspricht“.⁴⁷² Ein modelltheoretisch „faires“, also ausgeglichenes Verhältnis, hätte einen „modelltheoretischen Wert von Null“.⁴⁷³

Das Chancen-Risiko-Verhältnis eines strukturierten Swaps liegt nur scheinbar offen zu Tage. Die „Chancenverschiebung“ liege, so die Bankenseite, „in den Konditionen des Swap-Vertrages offen“.⁴⁷⁴ Dies ist nicht ganz richtig. Denn die Festlegung der einzelnen Strukturelemente des Swaps setzt eine mehr oder weniger komplizierte finanzmathematische Berechnung voraus, zu der normalerweise nur die Bank und nicht auch der Kunde in der Lage ist.⁴⁷⁵ Daher kann der Kunde das Chancen-Risiko-Verhältnis nicht ohne weiteres erkennen. Erst im anfänglichen Marktwert kristallisieren sich sämtliche Strukturelemente des Swapproduktes und werden somit in einer absoluten Zahl sichtbar.

Sicherlich kann der Kunde auch ohne Kenntnis des anfänglichen Marktwertes grobe Verschiebungen des Chancen-Risiko-Verhältnisses erkennen, zumindest, wenn er bei der Beratung darauf hingewiesen wird. Beim CMS Spread Ladder Swap trug der Kunde ein unbegrenztes Verlustrisiko. Demgegenüber war das Risiko der Bank – unabhängig von ihren Hedge-Geschäften – von vornherein dadurch eng begrenzt, dass sich durch die Kappung der variablen Zinsen bei 0% (sog. Floor) keine negative Zinszahlungspflicht des Kunden errechnen kann, die die auf 3% p.a. festgeschriebene Zinszahlungspflicht der Bank erhöhen könnte. Der Kunde konnte somit selbst im besten Fall lediglich 3% p.a. gewinnen, im schlimmsten Fall aber alles, also mangels anfänglichen Kapitaleinsatzes sein gesamtes Vermögen verlieren. Hierauf war der Kunde hinzuweisen.⁴⁷⁶

⁴⁷¹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29.

⁴⁷² OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767, Rz. 105.

⁴⁷³ Schmidt, CPQF Working Paper Series No. 33, S. 13.

⁴⁷⁴ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 38.

⁴⁷⁵ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 38.

⁴⁷⁶ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 29.

Die Feinheiten einer Verschiebung des Chancen-Risiko-Verhältnisses werden dagegen erst durch Bekanntgabe des anfänglichen Marktwertes offenbar. Denn nur die finanzmathematischen Berechnungsverfahren können die unzähligen Strukturmerkmale (Zinssätze, Kursschwellen, Hebel, etc.) bewerten und in einer absoluten Zahl, dem anfänglichen Marktwert, ausdrücken. Wie eingangs dargestellt, drückt der so ermittelte Marktwert sodann die Erwartung des Marktes zum Bewertungszeitpunkt aus. Bewertet also der Markt – nach den zur Verfügung stehenden Simulationsmodellen – zum Abschlusszeitpunkt das Risiko, das der Kunde übernimmt, in Höhe von z.B. 4% des Bezugsbetrages negativ, bedeutet dies für die Bank, dass ihre Chancen in dieser Höhe positiv bewertet werden.⁴⁷⁷ Der Marktwert ist also Ausdruck der Bewertung des Chancen-Risiko-Verhältnisses durch den Markt im Augenblick der Berechnung. Als Ausdruck der objektiven Marktwertberechnung ist auch dies eine objektiv geprägte Information.

Das OLG Düsseldorf hat daher mit Urteil vom 26.06.2014 festgestellt, dass der anfänglich negative Marktwert eine aufklärungspflichtige Information darüber enthalte

wie der Markt bei Abschluss eines Swaps dessen künftige Entwicklung prognostiziert, dass diese Prognose im anfänglichen negativen Marktwert Ausdruck findet und dieser Marktwert nicht nur die Gewinnspanne der Bank abbildet, sondern anzeigt, dass der Markt die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes der Klägerin – wenn auch nur aufgrund finanzmathematischer Simulationsmodelle – höher als die eines Gewinns einschätzt, und dass die Bank ihre Gewinnspanne gerade dadurch realisierte, dass sie das Chancen-Risiko-Profil des Swaps bewusst zu Lasten der Klägerin ausbildete.⁴⁷⁸

Hiervon abzugrenzen sind die subjektiven Bedeutungsinhalte der Kosten und Margen.

3. Kosten

Der anfängliche Marktwert eines strukturierten Swaps hat einen Wert von Null, wenn Chancen und Risiken für beide Swappartner im Bewertungszeitpunkt ausgeglichen sind. Einer der Swappartner ist aber im Regelfall die Bank, die den Swap strukturiert hat. Bei der Strukturierung fallen natürlich Kosten an.

Weitere Kosten fallen an, wenn die Bank den Swap am Markt platziert. Wie bereits dargestellt, hält die Bank den Swap in vielen Fällen nicht im

⁴⁷⁷ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 35.

⁴⁷⁸ OLG Düsseldorf, Urteil vom 26.06.2014, Az. I-14 U 91/13, WM 2014, 1907, 1911.

eigenen Handelsbuch, sondern gibt ihre Position an andere Marktteilnehmer weiter. Um den aus verschiedenen Elementen strukturierten Swap am Markt hedgen zu können, wird er in der Regel in seine Elemente zerlegt und durch handelbare Optionen und/oder Termingeschäfte am Markt platziert, teilweise in gebündelter Form (Macro-Hedge).⁴⁷⁹ Unter Modellannahmen kann die ungewisse Zahlung jedes Derivates also durch die Bank mit einer Strategie in liquide handelbaren Werten abgesichert werden.⁴⁸⁰

Diese Hedgingkosten sind dabei oft sehr unterschiedlich. Für liquide Derivate (z.B. einfache Zinsswaps und Standardoptionen wie Caps oder Swaptions im Zinsbereich) sind die Aufschläge am Markt in der Regel gering. Für komplexe Strukturen muss die Bank dagegen abschätzen, wie oft die Absicherungsstrategie in der Regel anzupassen ist (Gamma-Risiko), wie sensitiv die Absicherungsstrategie auf unzutreffende Modellannahmen reagiert (u.a. Vega-Risiko) usw.⁴⁸¹ Indexswaps müssen sogar durch liquide Indizes „approximativ nachgebildet werden“.⁴⁸²

Weitere Kosten fallen an, weil die Bank das Ausfallrisiko ihres Vertragspartners absichern muss. Zwar werden in der Regel schon im Vorfeld Sicherheiten vom Kunden gefordert. Insbesondere bei ständigen Geschäftsbeziehungen zu Unternehmen oder Kommunen wird hierauf dagegen von Bankenseite oftmals verzichtet.

Weitere Kosten entstehen für die Bank dadurch, dass die Bewertungsmodelle durchaus Unzulänglichkeiten aufweisen können. Zwar ist die Marktwertberechnung durch allgemein anerkannte Bewertungsverfahren unter den Kreditinstituten weitestgehend vereinheitlicht. Gerade bei komplexen Strukturen kann es aber Abweichungen geben.

Diese Kostenkomponenten lassen sich durchaus mit den Kosten z.B. einer Aktie vergleichen. Strukturierungskosten fallen in der Regel nicht an, da die Aktie nicht erst strukturiert werden muss. Hedgingkosten fallen in der Regel auch nicht an, da die Aktie unmittelbar an der Börse ge- und verkauft werden kann; es fallen aber in der Regel Börsenplatzgebühren an. Kosten für Ausfallrisiken fallen auch nicht an, sofern die Aktie nicht auf Kredit gekauft wird, wobei dann ohnehin der Kreditvertrag separat verzinst werden müsste. Kosten für Modellunzulänglichkeiten fallen ebenfalls nicht an, weil der Börsenkurs unmittelbar von der Börsengesellschaft gestellt wird; dies ist bereits mit der Börsenplatzgebühr abgegolten.

⁴⁷⁹ OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199, Rz. 71.

⁴⁸⁰ Schmidt, CPQF Working Paper Series No. 33, S. 12.

⁴⁸¹ Schmidt, CPQF Working Paper Series No. 33, S. 14.

⁴⁸² Schmidt, CPQF Working Paper Series No. 33, S. 17.

Im Vergleich zwischen strukturiertem Swap und Aktie verbleibt somit als übereinstimmender Kostenfaktor lediglich die Börsenplatzgebühr. Bei der Aktie wird die Börsenplatzgebühr öffentlich ausgewiesen, sowohl in den Preisverzeichnissen des Börsenplatzes als auch in den Preis-/Leistungsverzeichnissen der Banken.⁴⁸³

Der strukturierte Swap bietet dagegen im Gegensatz zur Aktie die Möglichkeit, die Platzierungskosten sowie alle anderen vorgenannten Kosten in den Swap „einzustrukturieren“. Hierzu werden die Parameter des Swaps gerade so verändert, dass die Berechnungsmodelle einen „anfänglich negativen Marktwert“ erzeugen.⁴⁸⁴ Die Frage der Bewertung und des Hedgings eines Derivates sind also miteinander verknüpft.⁴⁸⁵ Die Kosten für ein Derivat können von Bank zu Bank unterschiedlich ausfallen. Die eine Bank kann sich günstiger am Markt absichern, als eine andere, etwa weil sie mehr dieser Geschäfte platzieren kann und somit Preisvorteile erzielen kann. Die Kosten sind daher individuell geprägt, ebenso wie die Margen der Banken.

4. Gewinnmarge

Die Besonderheit, dass bei einem strukturierten Swap Kostenkomponenten einstrukturiert werden können, macht es auch möglich, eine Gewinnmarge für die Bank einzupreisen.⁴⁸⁶

Bei Aktien und Anleihen berechnet die Bank in der Regel eine An- und Verkaufsgebühr, ebenso beim Kauf und Verkauf von Währungen und Rohstoffen. Außerdem wird der öffentlich zugängliche Geld- und Briefkurs in der jeweiligen Assetklasse berücksichtigt. Bei einem Zertifikat besteht ebenso ein An- und Verkaufskurs des Marketmakers, aus deren Differenz sich das vom Kunden zu zahlende Entgelt ergibt; teilweise wird auch noch eine gesonderte Transaktionsgebühr berechnet. Bei einem Investmentanteil (Fonds) muss der Kunde einen Ausgabeaufschlag zahlen, der zum Rücknahmepreis, auch öffentlich zugänglich, aufgeschlagen wird. Beim Kauf einer Option leistet der Kunde die sog. Optionsprämie. Alle diese – untechnisch

⁴⁸³ Z.B. Preis-/Leistungsverzeichnis der Deutschen Bank 2015, https://www.deutsche-bank.de/pfb/data/docs/ser-konditionen_preise_leistungsverzeichnis.pdf (letzter Abruf 23.10.2015), S. 17.

⁴⁸⁴ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 35.

⁴⁸⁵ Schmidt, CPQF Working Paper Series No. 33, S. 12: „*theoretischer Wert = Kapitaleinsatz für das Hedging*“.

⁴⁸⁶ Vgl. Lang, Anmerkung zum Urteil des BGH vom 27.9.2011, Az. XI ZR 182/10 – Zur Aufklärungspflicht der Bank über das Emittentenrisiko, EWiR 2011, 763, 764.

gesprochen – „Provisionen“ werden von den Kreditinstituten öffentlich ausgewiesen. Sie bewegen sich in der Regel in einem Bereich von 0,5 bis 1 % des Geschäftswertes.⁴⁸⁷ Aufgrund des öffentlichen Aushangs herrscht ein hoher Wettbewerb, so dass diese Margen in der Regel keine höheren Beträge annehmen können.

Bei strukturierten Swappgeschäften können dagegen beliebige Margen einkalkuliert werden. Daher geht die Funktion der Bank über die Rolle eines reinen Zwischenhändlers hinaus. Da kaum ein Swap mit dem anderen vergleichbar ist, ist der Wettbewerb eingeschränkt. Infolge der einstrukturierten Marge erhöht sich der bereits wegen der vorgenannten Kostenkomponenten negative anfängliche Marktwert weiter ins Negative.⁴⁸⁸ Wenn der Kunde den anfänglichen Marktwert nicht kennt, kann er ihn auch nicht mit einem anderen Swap vergleichen, selbst wenn dieser die gleichen Parameter (Zinsformelelemente, Laufzeit, Bezugsbetrag) hätte wie der ihm angebotene Swapvertrag.

Im Fall des CMS Spread Ladder Swaps im Swapurteil des BGH betrug der anfänglich negative Marktwert rund 4 % des Bezugsbetrages von EUR 2.000.000, also umgerechnet EUR 80.000. Welcher Anteil von diesen 4 % auf die Kosten entfiel und welcher auf die Gewinnmarge, ist weder dem Urteil zu entnehmen, noch hat sich die Bank in diesem oder in anderen Verfahren jemals zu einer Unterscheidung veranlasst gesehen. Es ist daher anzunehmen, dass der Kostenanteil, insbesondere auch aufgrund der Vielzahl derart vertriebener Produkte, ein sehr geringer war und der Hauptanteil der 4 % auf die Gewinnmarge der Bank entfiel. Bei den Indexswappgeschäften betrug allein der Vertriebsertrag bis zu 2,5 % des anfänglich negativen Marktwertes von rund 4%.⁴⁸⁹

Da die Gewinnmarge in der Entscheidungshoheit der Bank liegt, ist sie subjektiv gesteuert. Diese Unterscheidung zwischen objektiver und subjektiv

⁴⁸⁷ Z.B. Preis-/Leistungsverzeichnis der Deutschen Bank 2015, S. 17.

⁴⁸⁸ Ebenso Schmidt, CPQF Working Paper Series No. 33, S. 13, der dann aber meint: „Das bedeutet keineswegs, dass das Produkt für den Kunden unfair bewertet wurde.“

⁴⁸⁹ Vgl. OLG Köln, Beschluss vom 09.09.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21615. Rz. 7: Auszug aus dem Termsheet der Deutschen Bank: „Die ursprüngliche Preisstellung bei OTC-Derivaten wird in erster Linie durch den theoretischen mathematischen (rechnerisch fairen) Wert des Finanzinstruments und eine Geld-Briefspanne bestimmt. Letztere spiegelt hauptsächlich die Kosten der Deutschen Bank für eine Absicherung gegen Marktrisiken wider. Zusätzlich fließt in die Preisstellung ein für den Anleger als solcher nicht erkennbarer weiterer Aufschlag auf den Brief- bzw. Abschlag auf den Geldkurs ein (Marge). Dieser wird von der Deutschen Bank nach ihrem freien Ermessen festgesetzt und in seiner Höhe auch von der Komplexität der Struktur bestimmt. Die Marge deckt insbesondere Kosten des Vertriebs ab.“

tiver Bedeutung des anfänglich negativen Marktwertes lässt sich auch in der Rechtsprechung ausmachen.

III. Objektive Theorie zur Aufklärungspflicht

Wie soeben gesehen, hat der anfänglich negative Marktwert mehrfache Bedeutung. Zum einen ist er Ausdruck der Marktmeinung zum Abschlusszeitpunkt über die Verteilung der Chancen und Risiken des Swapproduktes. Zum anderen ist er Folge der in den Swap einstrukturierten Kosten und Margen. Beide Aussagen sind richtig und beleuchten den anfänglich negativen Marktwert jeweils unter einem anderen Blickwinkel: einmal von seiner objektiven Seite her, einmal von subjektiver Seite. Zunächst soll die objektive Seite näher untersucht werden. Die objektive Marktwerttheorie wird überwiegend vom OLG Stuttgart verfolgt, welches als eines der ersten Gerichte aufgrund der Anwendung seiner objektiven Theorie eine Aufklärungspflicht feststellte.

1. OLG Stuttgart: „Preis“

Nach Ansicht des OLG Stuttgart stellt der anfänglich negative Marktwert den objektiven „Preis“ des Swaps dar. Dabei muss sicherlich eingeschränkt werden, dass es einen absolut objektiven Preis nicht gibt, weil die Modelle zur Berechnung des anfänglich negativen Marktwertes von Bank zu Bank leicht abweichen können. Grundsätzlich orientieren sie sich jedoch alle an mathematisch anerkannten Verfahren (Black Scholes, HJM) und legen ihren Modellen die allgemein veröffentlichten Zahlen (Forwards, Zinskurven) aus öffentlichen Datensammlungen wie Reuters oder Bloomberg zu Grunde.

Bereits in seinem ersten Urteil vom 26.02.2010 stellte das OLG Stuttgart fest, dass der Marktwert der „Marktpreis“ sei, den die Bank durch ihre Modelle zu jedem beliebigen Zeitpunkt berechnen könne.⁴⁹⁰ Der Marktpreis sei der saldierte Wert der beiden vertraglichen Zahlungsströme, die mithilfe des Standardmodells berechnet worden sind. Sind die Chancen beider Seiten gleich, betrage der Marktpreis 0 Euro (fairer Marktpreis). Da die Bank aber mit dem Vertrag einen Gewinn erzielen wolle, würden die Elemente des Swaps so verändert werden, dass nach den Wahrscheinlichkeitsmodellen der Zahlungsstrom des Kunden um den kalkulierten Gewinn der Bank höher

⁴⁹⁰ OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767: „Mit diesem Modell kann zu jedem Zeitpunkt der Marktpreis des Vertrages errechnet werden.“

sei. Dies führe zu einem negativen Marktwert. Der Justiziar der Bank habe dabei erklärt, dass eine Gewinnmarge von 3 % bis 5 % vom Nominalwert üblicherweise einkalkuliert werde.⁴⁹¹

a) Preis von Swaps mit Optionsstruktur

Diese Rechtsprechung führte das OLG Stuttgart mit Urteil vom 27.10.2010 fort. Dort untersuchte das Gericht näher die Struktur der Swapverträge. Aus der Optionsstruktur folgte es, dass der Marktwert den „Preis der im Vertrag enthaltenen Optionen und Risiken und den Preis für die von der Bank erbrachte Leistung“ enthalte.⁴⁹² Soweit das Gericht auch meinte, der Marktwert enthalte u. a. wesentliche Informationen und Entscheidungsgrundlagen zum voraussichtlichen Erfolg oder Misserfolg des Geschäfts auf Grund der prognostizierten Zahlungsströme, muss diese Aussage eingeschränkt verstanden werden: Wie bereits dargestellt, gibt der Marktwert zwar die Marktmeinung im Zeitpunkt des Abschlusses wieder, nicht aber, wie wahrscheinlich ein Verlust oder Gewinn ist, hierfür wäre vielmehr der Value-at-Risk aussagefähig; während beim VaR echte Wahrscheinlichkeitsberechnungen unter Annahme verschiedener Szenarien angestellt werden, beruht die Marktwertberechnung auf aktuellen Daten zu Forwards und Zinskurven.

Die Bedeutung des anfänglichen Marktwertes wird deutlicher, wenn man sich die Vorgehensweise der Bank beim Abschluss der Gegengeschäfte (Hedging) vergegenwärtigt. Wie bereits ausgeführt, ist die Bank zwar unmittelbarer Vertragspartner des Swaps. Häufig wird sie das Geschäft aber nicht als „Wettgegner“ des Kunden beibehalten, sondern platziert es am Finanzmarkt. Ausgenommen hiervon sind die Fälle, in denen die Bank bewusst ein eigenes Risiko auf den Kunden transferieren will und somit das Kundengeschäft das Hedgegeschäft der Bank darstellt. Wenn die Bank den Swap also am Finanzmarkt platzieren will, findet sie entweder einen Hedgingpartner, z. B. eine andere Bank, die die Position der Bank 1:1 einnehmen will, etwa, weil diese andere Bank bereits ein eigenes Risiko hat, welches sie durch das Kundengeschäft hedgen kann. Bei komplex strukturierten Swaps mit verschiedenen Zins- und Währungsschwellen ist es dagegen eher unwahrscheinlich, dass sich am Markt ein Gegenspieler findet, der ein Geschäft mit genau diesen Zins- und Währungsschwellen sucht und die gegenläufige Meinung des Kunden hat.

⁴⁹¹ OLG Stuttgart, Urteil vom 26.02.2010, Az. 9 U 164/08, WM 2010, 756–767, Rz. 94.

⁴⁹² OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199, Rz. 64.

Daher werden Swapgeschäfte in der Regel in ihre Einzelteile zerlegt und über Options- und Termingeschäfte am Kapitalmarkt mit anderen Marktteilnehmern gehandelt.⁴⁹³ Diese Options- und Termingeschäfte haben ihren Preis. Es werden Optionsprämien und Termingebühren fällig. Das OLG Stuttgart hat daher zutreffend festgestellt, dass sich im Marktwert des gesamten Vertrages die saldierten Werte der einzelnen gekauften oder verkauften Optionen und Zahlungsverprechen niederschlagen.⁴⁹⁴ Wenn dem Kunden aber der anfänglich negative „Marktpreis“ nicht mitgeteilt wird, dann wird dem Kunden auf diese Weise der Preis für die Leistungen der Bank, „gemeinhin ein vertragswesentlicher Umstand“, über den die Parteien eine Einigung erzielen müssen, verheimlicht, so das OLG Stuttgart.⁴⁹⁵

Man könnte daher bereits daran zweifeln, ob überhaupt eine Einigung über die „essentialia negotii“ zu Stande gekommen ist, denn bei jedem Kaufvertrag ist der Preis ein vertragswesentlicher Umstand. Dagegen ließe sich argumentieren, dass der Swap kein Kaufvertrag ist, sondern ein gegenseitiger Tauschvertrag, bei dem die auszutauschenden Leistungen im Swapvertrag hinreichend beschrieben werden. Das träfe zu, wenn der Kunde diese Leistungen auch richtig bewerten könnte. Gerade dies ist ihm jedoch beim Swap in der Regel nicht möglich. Der Wert der gegenseitig auszutauschenden Leistungen kann erst aufgrund der mathematischen Berechnungsmodelle unter Eingabe der diversen Forwards und Zinsstrukturen berechnet werden. Hierzu ist der Kunde, der über diese Modelle nicht verfügt, nicht in der Lage. Wenn ihm die Bank den Wert der ausgetauschten Leistungen, die diesen Wert mit ihren Verfahren berechnen kann, nicht mitteilt, kann ihn der Kunde nicht kennen. Der Kunde weiß dann nicht, welchen Preis, also die mathematisch bewertete Differenz zwischen seinen Leistungen und den Leistungen der Bank, er letzten Endes für das Produkt bezahlt.

b) Preis von Swaps mit Terminstruktur

Das OLG Stuttgart hat diesen Gedanken des Wertes der ausgetauschten Leistungen in seinem Urteil zu Cross Currency Swaps vom 14.12.2011 aufgegriffen und seine Rechtsprechung zum Preis fortgeführt. Das Gericht spricht hier vom „Wert der ausgetauschten Leistungen“ und nicht mehr vom Wert der Optionsprämien, weil, wie bereits ausgeführt, der Cross Currency

⁴⁹³ Vgl. OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199, Rz. 71.

⁴⁹⁴ OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199, Rz. 72.

⁴⁹⁵ OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199, Rz. 72.

Swap keine Optionsstruktur enthält, sondern vielmehr eine Termingeschäftsstruktur. Im Grunde ist dies aber die gleiche Argumentation. Der Kunde ist „regelmäßig zu einer Preisermittlung nicht in der Lage“. Er kann daher nicht abschätzen, welchen Wert die Zinszahlungen oder die Endtauschzahlung beim Cross Currency Swap haben. Der negative Marktwert sei daher nicht nur Ausdruck einer Interessenkollision der beratenden Bank, sondern auch der „Saldo des Wertes der ausgetauschten Leistungen“.⁴⁹⁶ Im Ergebnis ist dies der Preis des Cross Currency Swaps, der sich aus dem Wert der einzelnen, im Swap kumulierten Termingeschäfte ergibt.

In der Tat ist aus dieser objektiven Sichtweise der anfänglich negative Marktwert nicht Ausdruck eines subjektiven Eigeninteresses der Bank, sondern vielmehr der Preis, den der Swap am Markt erzielen würde. Die Bank könnte den Swap also auch völlig ausgeglichen bepreisen, so dass er einen anfänglichen Marktwert von „Null“ hätte, also gerade keinen negativen Anfangsmarktwert, und könnte einen zusätzlichen Preis offen ausweisen. Das OLG Stuttgart vertritt daher die Ansicht, dass es sein könnte, dass ein Kunde bei vollständiger Information über die Regeln des Kapitalmarkts zur Bewertung von Optionen und Zahlungsverpflichtungen akzeptiert, dass die Bank einen fairen Vertrag konstruiert und anschließend für ihre Leistungen einen Preis verlangt, den sie in die Vertragsformel einkalkuliert. Das setze aber voraus, dass der Kunde den „Preis“ kennt. Erst dann sei er in der Lage abzuschätzen, ob er diesen Preis für eine ausgeglichene, also noch nicht einmal überwiegende Chance für angemessen hält und bereit ist, mit diesem Einsatz das „Glücksspiel“ zu spielen.⁴⁹⁷

Diese Ansicht ist zu begrüßen. Der anfänglich negative Marktwert ist im Ergebnis der Preis des Finanzprodukts, zu dem die Bank ihr Produkt aus Kosten- und Gewinnbestandteilen kalkuliert hat.⁴⁹⁸ Erst der Preis macht das Geschäft mit Angeboten der Konkurrenz vergleichbar. Jedes Produkt am

⁴⁹⁶ OLG Stuttgart, Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890–895, Rz. 38, 39; ebenso OLG Karlsruhe, Urteil vom 23.08.2013, Az. 17 U 127/11.

⁴⁹⁷ OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, Az. 9 U 148/08, ZIP 2010, 2189–2199, Rz. 89.

⁴⁹⁸ OLG Stuttgart, Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890–895, Rz. 53: „Nachdem die Beklagte vorträgt, die Gegenposition im Vertrag nicht selbst zu übernehmen, sondern das Risiko an andere Marktteilnehmer durch Hedge-Geschäfte weiterzugeben, handelt es sich bei der Marge letztendlich um einen Preis, den sie ihrem Kunden abverlangt. Die Beklagte zu 1 nennt allerdings diesen Preis nicht, wie andere Dienstleister oder Verkäufer es tun. Sie kann diesen verstecken, indem sie die im Swap-Vertrag enthaltenen und auszutauschenden Leistungen nicht gleichwertig gestaltet, sondern, ohne dass der Kunde das erkennen kann, dem Kunden eine höherwertige Leistungsverpflichtung unterschiebt. Dadurch ist sie in der Lage, dem Kunden den scheinbar kostenlosen Erwerb einer Gewinnchance zu suggerieren.“

Markt hat seinen Preis und grundsätzlich besteht Einigkeit, dass die Mitteilung des Wettbewerbspreises unumgänglich ist.⁴⁹⁹ Die Lücke, die sich bei strukturierten Finanzprodukten ergibt, weil diese nur durch finanzmathematische Modelle zu bepreisen sind, darf nicht zu Lasten des Kunden dazu führen, dass dieser nicht weiß, ob er einen fairen oder überteuerten Preis für das Finanzprodukt zahlt. In den Preis- und Leistungsverzeichnissen der Banken- und Sparkassen werden sämtliche „Preise“ offengelegt. Dann darf für strukturierte Swapgeschäfte nichts anderes gelten.

2. Optionsrechtsprechung

Das OLG Stuttgart verweist bei seiner objektiven Theorie auf die Rechtsprechung des BGH zu Warenterminoptionen. Nach ständiger Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs muss der Vermittler von Terminoptionen den Kunden über die Höhe der Optionsprämie, die wirtschaftlichen Zusammenhänge des Optionsgeschäfts und die Bedeutung der Prämie sowie ihren Einfluss auf das mit dem Geschäft verbundene Risiko aufklären. So muss darauf hingewiesen werden, dass die Prämie den Rahmen eines vom Markt noch als vertretbar angesehenen Risikobereichs kennzeichnet und ihre Höhe den noch als realistisch angesehenen, wenn auch weitgehend spekulativen Kurserwartungen des Börsenfachhandels entspricht.⁵⁰⁰

Wie bereits oben ausgeführt,⁵⁰¹ sind nach der ständigen Rechtsprechung des BGH nicht nur die Aufschläge auf die Optionsprämie offenzulegen, sondern bereits die Prämie an sich. Die Aufschläge waren nach der BGH-Rechtsprechung erst ab bestimmten Grenzen offenzulegen, wobei sich der BGH hierzu noch nicht eindeutig geäußert hatte. Wären nur die Aufschläge offenzulegen, könnte man in der Tat hinterfragen, ob stets jeder anfänglich negative Marktwert offenzulegen sei, oder nur solche Werte, die eine bestimmte Grenze, z. B. von 4% überschreiten. Da der BGH aber ausdrücklich festgestellt hatte, dass auch die Optionsprämie als solche offenzulegen sei, unabhängig von Aufschlägen hierauf, dann wäre auch die anfängliche Prä-

⁴⁹⁹ Vgl. *Herresthal*, Die Grundlage und Reichweite von Aufklärungspflichten beim Eigenhandel mit Zertifikaten – zugleich eine Besprechung von BVerfG 1 BvR 2514/11, BGH XI ZR 182/10 und BGH XI ZR 178/10, ZBB 2012, 89, 100: „Der Wettbewerbspreis des Anlageprodukts soll für den Kunden erkennbar und vergleichbar sein. Dies ist bei einem Endpreis einschließlich der Marge der Bank der Fall.“

⁵⁰⁰ OLG Stuttgart Urteil vom 26.02.2010, WM 2010, 756, 762, Rz. 114; OLG Stuttgart, Urteil vom 27.10.2010, ZIP 2010, 2189–2199, Rz. 69; BGH, Urteil vom 22.11.2005, Az. XI ZR 76/05, ZIP 2006, 171–175; BGH, Urteil vom 21.10.2003, Az. XI ZR 453/02, ZIP 2003, 2242; BGH, Urteil vom 11.07.1988, Az. II ZR 355/87, BGHZ 105, 108.

⁵⁰¹ Siehe E. III. 1.

mie des aus Optionen zusammengesetzten Swaps offenzulegen. Erst dann kann der Kunde beurteilen, ob sich die Prämie, der „Preis“, im Rahmen hält, welchen der Markt noch als vertretbar erachtet.

Teilweise wird der anfängliche negative Marktwert als „Einkaufspreis der Bank“ bezeichnet.⁵⁰² Dies ist insofern richtig, als dass der anfänglich negative Marktwert die Kosten der Bank für die Platzierung am Markt enthält. Zugleich enthält der anfänglich negative Marktwert aber auch die Marge der Bank, mit der sie weitere Kosten (Strukturierung, Vertrieb, Sicherheitsprämien) und ihren unternehmerischen Gewinn abdeckt. Man könnte daher argumentieren, dass ein Vergleich zwischen der „Londoner Optionsprämie“ und dem anfänglich negativen Marktwert dazu führt, dass nur die reinen Hedgingkosten mit der Optionsprämie vergleichbar wären und daher auch nur diese offenzulegen wären. Hätte beispielsweise ein Swap einen anfänglich negativen Marktwert von EUR 100.000, von dem EUR 20.000 reine Platzierungskosten darstellten und EUR 80.000 die Marge der Bank, dann wären im Fall nur geringfügiger Aufschläge nach der Optionsrechtsprechung nur EUR 20.000 aufklärungspflichtig, also der Preis, der für eine Platzierung am Markt erforderlich wäre.

Das würde jedoch zu kurz greifen. Wenn man das Finanzprodukt „Swap“ mit einem beliebig anderen Produkt vergleichen würde, z.B. einem Fahrzeug, dann muss auch dem Autokäufer vom Verkäufer der Preis genannt werden. Er kann dann diesen Preis mit dem Preis anderer Autoverkäufer vergleichen und sich für den günstigsten entscheiden. Den Kunden interessiert dabei weniger die Frage, welchen Gewinn der Autoverkäufer erzielt, weil er z.B. das Fahrzeug günstiger einkaufen konnte als die Konkurrenz, sondern was ihn das Fahrzeug am Ende des Tages kostet. Deswegen ist der Preis ein objektiver Umstand, der nur indirekt von den subjektiven Umsatzinteressen beeinflusst wird. Beim Verkauf anderer Finanzprodukte wie z.B. Aktien, Anleihen, Optionen oder Zertifikaten werden bereits heute sämtliche „Preise“ für den Kunden bekannt gegeben. Hierzu gehören nicht nur die Börsenplatz- und Transaktionsgebühren (also die „Hedgingkosten“), sondern auch die Provisionen, Entgelte und sonstigen Gebühren der Banken (also der „Gewinnanteil“). Dies lässt sich umfassend in den allgemein zugänglichen Preisaushängen der Kreditinstitute nachlesen.⁵⁰³

Vielleicht hat sich der BGH gerade wegen dieser Differenzierungsmöglichkeit zwischen Hedgingkosten und Gewinnanteil gegen die objektive Theorie entschieden.

⁵⁰² *Grigoleit*, Das Spread-Ladder-Swap-Urteil des BGH im System der zivilrechtlichen Informationshaftung, Verantwortlichkeit der Organmitglieder von Kreditinstituten, Bankrechtstag 2012, Berlin 2013, S. 25, 49.

⁵⁰³ Z.B. Preis-/Leistungsverzeichnis der Deutschen Bank 2015, S. 17.

IV. Subjektive Theorie zur Aufklärungspflicht

Einen anderen Ansatz verfolgt der BGH. Zwar bestätigte er eine Aufklärungspflicht über den anfänglich negativen Marktwert, folgte dem OLG Stuttgart aber ausdrücklich nur „*im Ergebnis*“. Der BGH sieht die Marktwertproblematik aus subjektiver Sicht, er sieht durch den anfänglich negativen Marktwert die „*Integrität der Beratungsleistung*“ gefährdet.

1. BGH: „Integrität“

Zunächst beschäftigte sich der BGH mit dem Vortrag der Bankenseite, die Bedeutung des anfänglichen negativen Marktwerts eines Swappesgeschäfts erschöpfe sich für den Kunden in der Aussage, dass er bei einer sofortigen Loslösung von dem Geschäft – bei im Übrigen unveränderten Marktbedingungen – einen Verlust erleide, der den Kosten und dem Gewinn des Kreditinstituts entspricht, mit dem er das in Rede stehende Swappesgeschäft abgeschlossen hat. Diese Aussage, der vor der BGH-Entscheidung eine Vielzahl von Oberlandesgerichten folgte,⁵⁰⁴ wird auch heute noch vertreten. Ausgehend von einem modelltheoretischen Wert von Null (d.h. modelltheoretisch „fairer“ Wert), führe die Marge bei Swaps zu einem anfänglichen negativen „Auflösungspreis“. Dies treffe auf jede Investition zu: Ein Kauf mit unmittelbar folgendem Verkauf eines Finanztitels führe aufgrund der Marge immer zu einem negativen Ergebnis. Das bedeute aber nicht, dass das Produkt für den Kunden unfair bewertet wurde.⁵⁰⁵

Diese Aussage ist nicht falsch, sie ist aber auch nicht vollständig. Der BGH kommentierte die Annahme des Berufungsgerichts, eine entsprechende Aufklärung habe nicht erfolgen müssen, weil der negative Marktwert lediglich den – für den Kunden zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses rein theoretischen – Betrag angebe, der im Falle vorzeitiger Vertragsbeendigung als Ausgleichzahlung zu erbringen sei. Hierzu meinte der BGH: „*Das erfasst die Bedeutung des für den Kunden negativen Anfangswertes nicht*“. Gemeint war wohl, „nicht vollständig“. Tatsächlich kommt dem anfänglich negativen Marktwert nach Ansicht des BGH „*maßgebliche Bedeutung für die Beurtei-*

⁵⁰⁴ OLG Bamberg, Urteil vom 11.05.2009, Az. 4 U 92/08, WM 2009, 1082, 1095; OLG Frankfurt, Urteil vom 29.07.2009, Az. 23 U 76/08, WM 2009, 1563, 1564f.; OLG Celle, Urteil vom 30.09.2009, Az. 3 U 45/09, WM 2009, 2171, 2174; OLG Frankfurt, Urteil vom 04.08.2010, Az. 23 U 230/08, WM 2010, 1790, 1795f.; OLG Hamm, Urteil vom 10.11.2010, Az. 31 U 121/08, BKR 2011, 68, 73.

⁵⁰⁵ Schmidt, CPQF Working Paper Series No. 33, S. 13.

*lung der in Rede stehenden Zinswette durch die Klägerin zu, da er Ausdruck eines schwerwiegenden Interessenkonfliktes der Beklagten ist“.*⁵⁰⁶

Der von der Bank einstrukturierte anfängliche negative Marktwert sei Ausdruck ihres „schwerwiegenden“ Interessenkonflikts und geeignet, die Interessen des Kunden zu gefährden. Wenn die beratende Bank daraus Vorteile zieht, dass der Markt das Risiko, das der Kunde mit dem von ihr empfohlenen Produkt übernimmt, derzeit (also zum Abschlusszeitpunkt) in Höhe eines Betrages von (dort) ca. EUR 80.000 negativ sieht, so bestehe die konkrete Gefahr, dass sie ihre Anlageempfehlung nicht allein im Kundeninteresse abgibt. Die Anlageempfehlung erscheine aus Sicht des Kunden in einem anderen Licht, wenn er weiß, dass die überaus komplexe Zinsberechnungsformel für seine Zahlungen so strukturiert wurde, dass derzeit (also zum Abschlusszeitpunkt) der Markt seine Risiken negativer sieht als die gegenläufigen Risiken seiner – ihn beratenden – Vertragspartnerin. Maßgeblich sei allein, dass die *Integrität der Beratungsleistung* der Bank dadurch in Zweifel gezogen wird, dass sie sich ein zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses nach den Berechnungsmodellen überwiegendes Verlustrisiko des Kunden „abkaufen“ lässt, das dieser gerade aufgrund ihrer Anlageempfehlung übernommen hat.⁵⁰⁷

Der BGH sieht also im anfänglich negativen Marktwert, genauer gesagt im Gewinnanteil der Bank, nicht im Kostenanteil, ein aufklärungspflichtiges, die Neutralität der Beratungsleistung gefährdendes Umsatzinteresse der Bank.

Dies scheint im Widerspruch zu stehen zu seiner weiteren Aussage, dass der hier aufklärungspflichtige Interessenkonflikt weder in der generellen Gewinnerzielungsabsicht der Bank noch in der konkreten Höhe der von ihr einkalkulierten Gewinnmargen bestehe.⁵⁰⁸

Der BGH meint, diesen Widerspruch lösen zu können, indem er im Swapprodukt „besondere Umstände“ erkennt. Zu einer Aufklärungspflicht führe daher allein die Besonderheit des konkret empfohlenen Produkts, dessen Risikostruktur die Bank bewusst zu Lasten des Kunden gestaltet hat, um unmittelbar im Zusammenhang mit dem Vertragsschluss das Risiko

⁵⁰⁶ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swappurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 31.

⁵⁰⁷ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swappurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 36.

⁵⁰⁸ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swappurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 38.

„verkaufen“ zu können, das der Kunde aufgrund ihrer Beratungsleistung übernommen hat. Dies könne der Kunde – anders als die generelle Gewinnerzielungsabsicht der Bank – gerade nicht erkennen.⁵⁰⁹ Hierdurch wird also der einfache, offenkundige Interessenkonflikt infolge des allgemeinen und unspezifischen Gewinnerzielungsinteresses zu einem aufklärungspflichtigen „schweren“ Interessenkonflikt. Diese These wird vielfach auch als die „Wettgegner-These“ bezeichnet.

2. Die „Wettgegnerthese“

Bei Swapgeschäften bestehen tatsächlich zwei Interessenkonflikte, die Gegenstand der sog. „Wettgegnerthese“ sind.

a) *Erster Interessenkonflikt*

Zunächst hat der BGH bei der Entwicklung seiner Wettgegnerthese festgestellt, dass sich die Bank als unmittelbarer Vertragspartner im unmittelbaren Interessengegensatz zum Kunden befindet. Es ist in der Struktur eines jeden Swapvertrages bedingt, dass „*der Gewinn der einen Seite der spiegelbildliche Verlust der anderen Seite ist*“. Beide Vertragsparteien wetten gegeneinander auf die Entwicklung eines Basiswertes. Als Partnerin der Zinswette übernimmt die Bank also eine Rolle, die den Interessen des Kunden entgegengesetzt ist. Für sie erweist sich der Tausch (Swap) der Zinszahlungen nur dann als günstig, wenn ihre Prognose zur Entwicklung des Basiswertes – z.B. das Ausweiten der Zinsdifferenz – gerade nicht eintritt und der Kunde damit einen Verlust erleidet.

Der BGH fordert in ständiger Rechtsprechung, dass eine beratende Bank verpflichtet sei, die Interessen des Kunden zu wahren. Grundlage ist seit der Bond-Rechtsprechung der konkludente Beratungsvertrag. Mit dem Beratungsvertrag übernehme die Bank die Pflicht, eine allein am Kundeninteresse ausgerichtete Empfehlung abzugeben. Sie müsse daher Interessenkollisionen, die das Beratungsziel in Frage stellen und die Kundeninteressen gefährden, vermeiden bzw. diese offen legen. Der BGH bezieht sich dabei ausdrücklich auf seine Rechtsprechung zu Rückvergütungen⁵¹⁰ sowie auf einen „zivilrechtlich allgemein anerkannten Grundsatz“ der Vermeidung

⁵⁰⁹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 38.

⁵¹⁰ BGH, Urteil vom 19.12.2006, Az. XI ZR 56/05, BGHZ 170, 226, Rz. 23; BGH, Beschlüsse vom 20.01.2009, Az. XI ZR 510/07, WM 2009, 405, Rz. 12f. und vom 29.06.2010, Az. XI ZR 308/09, WM 2010, 1694, Rz. 5.

vertragswidriger Interessenkollisionen, auf den bereits im Rahmen der Kick-Back-Rechtsprechung verwiesen wurde, und der aufsichtsrechtlich für den Bereich der dem Wertpapierhandelsgesetz unterfallenden Geschäfte in § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG normiert sei.⁵¹¹

Daher ist der BGH der Ansicht, dass die Bank, wenn sie einen Swap empfehle, *auf einen möglichst hohen Gewinn des Kunden bedacht sein müsse, was einen entsprechenden Verlust für sie selbst bedeutet*.⁵¹²

Dies ist faktisch ohne den Abschluss von Gegengeschäften nicht umsetzbar.

Würde die Bank also ihre Rolle als Wettgegner des Kunden beibehalten, müsste sie entweder sich selbst schaden oder dem Kunden. Beide Alternativen sind unrealistisch. Wenn die Bank dem Kunden eine bestimmte Markterwartung empfiehlt, kann sie nicht gleichzeitig gegen diese Markterwartung wetten, es sei denn, sie hätte dem Kunden absichtlich eine falsche Marktmeinung suggeriert.

Ohne den Abschluss von Hedgegeschäften kann die Bank daher schon von vornherein keine neutrale Empfehlung abgeben. Sie hätte immer ein Eigeninteresse daran, dem Kunden genau das Gegenteil von ihrer wirklichen Meinung zu raten. Ein solches Produkt wäre schon nicht „anlegergerecht“ und dürfte daher nicht empfohlen werden.⁵¹³ Dies verhindert zwar nicht das Zustandekommen eines Beratungsvertrages durch die Aufnahme von Beratungsgesprächen. Aus Sicht der Bank macht es aber nur dann Sinn, das Produkt anzubieten, wenn sie es dem Kunden auch empfehlen darf. Empfehlen darf sie das Swapgeschäft aber nur dann, wenn sie ihre Wettgegenerstellung durch Gegengeschäfte im Abschlusszeitpunkt neutralisieren wird. Andernfalls würde sie dem Kunden eine Wette auf eine Entwicklung empfehlen müssen, von der sie sich genau das Gegenteil erwartet. Daher werden viele der zumeist telefonisch abgeschlossenen Swapgeschäfte noch in der Sekunde des Vertragsschlusses am Markt platziert und somit durch Gegengeschäfte gehedgt.

Deshalb stellte der BGH schon gleich zu anfangs klar, dass sich eine Bank bei der Empfehlung des Swapvertrages, bei dem der Gewinn der einen Seite der spiegelbildliche Verlust der anderen Seite ist, als beratende

⁵¹¹ BGH, Beschluss vom 20.01.2009, Az. XI ZR 510/07, WM 2009, 405, Rz. 12.

⁵¹² BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 34.

⁵¹³ Vgl. *Reiner*, Pflicht zur Aufklärung über negativen Marktwert bei Vertragsschluss: Anmerkung zum Urteil BGH v. 22.3.2011 – XI ZR 33/10, WM 2011, 682, WuB I G 1. Anlageberatung 21.11, 703, 706.

Bank in einem schwerwiegenden Interessenkonflikt befindet.⁵¹⁴ Es handelt sich also um einen „ersten“ Interessenkonflikt. Dieser kann nur vermieden werden, indem die Bank entsprechende Gegengeschäfte schließt.

b) Zweiter Interessenkonflikt

Der BGH geht nun einen Schritt weiter. Von Bankenseite war vorgebracht worden, dass sich die Bank in keinem widersprüchlichen Interessenkonflikt befände, weil die Bank ihre Stellung „neutralisiere“ und ihre Vertragsposition an den Markt weiterreicht. Die Bank sei also nur ein „Finanzintermediär“, wie bei der Vermittlung von Aktien oder Anleihen. Auch diesen Einwand hat der BGH berücksichtigt.

Die Bank könne, so der BGH, ihren Interessenkonflikt auch nicht dadurch lösen, dass sie ihre Rolle als „Wettgegnerin“ des Kunden nicht für die vertraglich vereinbarte Laufzeit beibehält, sondern ihre Risiken und Chancen des Geschäfts sofort durch „Hedge-Geschäfte“ an andere Marktteilnehmer weitergibt. Denn nach Abschluss der Hedge-Geschäfte kann der Bank die weitere Entwicklung des Basiswertes über die Laufzeit des Swapvertrages nur deshalb gleichgültig sein, weil sie durch diese Gegengeschäfte bereits ihre Kosten gedeckt und ihren Gewinn erzielt hat. Dies hat die Bank dadurch ermöglicht, dass sie die Konditionen des Swapvertrages bewusst so strukturiert hat, dass dieser zu Vertragsbeginn einen für den Kunden negativen Marktwert in Höhe von 4% der Bezugssumme (ca. EUR 80.000) aufwies.⁵¹⁵

Es bestehen somit zwei Situationen für einen Interessenkonflikt, einmal mit, einmal ohne Gegengeschäfte. Damit wäre auch die Frage beantwortet, wie der Fall zu beurteilen wäre, wenn die beratende Bank nicht die Bank ist, die das Produkt strukturiert hat, und somit nicht Vertragspartner ist.⁵¹⁶ Die Wettgegner-Stellung ist nur für den ersten Interessenkonflikt maßgebend, also wenn die Bank keine Hedgegeschäfte schließt und gegen den Kunden wettet. Der zweite Interessenkonflikt besteht im Fall des Hedgings dagegen immer bei gewinnbringender Veräußerung des Marktwertes. Wenn die beratende Bank also von der strukturierenden Bank an der Veräußerung des anfänglich negativen Marktwertes beteiligt wird, dann hat auch sie ei-

⁵¹⁴ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 34.

⁵¹⁵ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 35.

⁵¹⁶ *Nieding*, Juris-Praxisreport jurisPR-BKR 5/2011 Anm. 1.

nen schwerwiegenden Interessenkonflikt, selbst wenn sie das Geschäft von einer anderen Bank hat strukturieren lassen und auch formal nicht in die Wettgegner-Stellung eingetreten ist.⁵¹⁷

Im Ergebnis ermöglicht der anfänglich negative Marktwert die Überwälzung von Platzierungskosten und Gewinnanteil auf den Kunden.

3. Kritik: Erkennbarkeit der Hedgegeschäfte

Es stellt sich aber die Frage, ob der Kunde nicht mit einem anfänglich negativen Marktwert rechnen muss? Das Swapurteil des BGH ist teilweise auf heftige Kritik gestoßen.⁵¹⁸ Dabei wird überwiegend kritisiert, dass der BGH bisher keine Zweifel an der Zulässigkeit von Eigengeschäften geäußert habe und dass eine Bank nicht über ihre Gewinnmargen aufklären müsse. Selbst in der Swapentscheidung habe der BGH nochmals ausdrücklich festgestellt, dass eine Bank, die eigene Anlageprodukte empfiehlt, grundsätzlich nicht verpflichtet sei, darüber aufzuklären, dass sie mit diesen Produkten Gewinn erzielt. Dies sei in einem solchen Fall für den Kunden offensichtlich.⁵¹⁹

Die Wettgegnerthese des BGH verkenne, dass die Bank beim Abschluss strukturierter Finanzderivate ihren Gewinn stets nur dadurch erzielen könne, indem sie einen anfänglich negativen Marktwert in das Produkt einstrukturiert, um diesen am Markt zu veräußern. Bei jedem OTC-Derivat müssten die Kundenkonditionen etwas schlechter ausgestaltet werden, als die am Markt erhältlichen Konditionen, damit die Bank ihre Kosten decken und einen Gewinn erzielen kann. Wie bei jedem anderen Finanzprodukt auch, sei die Bank auch bei strukturierten Derivaten nur „Finanzintermediär“ zwischen Kunde und Markt. Die Bank sei also gar nicht der „Wettgegner“ des Kunden, sondern der Markt.⁵²⁰

Wenn der BGH unterscheiden will zwischen der allgemeinen Gewinnerzielungsabsicht und einem anfänglich negativen Marktwert, so stelle dies

⁵¹⁷ Hierzu näher unter F. IV. 4. c).

⁵¹⁸ *Herresthal*, Die Weiterentwicklung des informationsbasierten Anlegerschutzes in der Swap-Entscheidung des BGH als unzulässige Rechtsfortbildung, ZIP 2013, 1049 ff.; *Nobbe*, Anmerkungen zu BGH, XI ZR 191/10, BKR 2011, 302 ff.; *Hoffmann-Theinert*, in: *liber amicorum Leenen*, 2012, S. 85 ff.

⁵¹⁹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 38 unter Verweis auf BGH, Urteil vom 15.04.2010, Az. III ZR 196/09, BGHZ 185, 185, Rz. 12.

⁵²⁰ *Clouth*, in: *Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang*, *Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft*, 4. Aufl., Heidelberg 2011, 485 ff., Rz. 1205.

einen nicht auflösbaren Widerspruch dar, weil Ursache des anfänglich negativen Marktwertes gerade die Gewinnmarge der Bank sei. Die Gewinnerzielungsabsicht der Bank stelle einen einfachen, für jedermann offenkundigen „normalen“ Interessenkonflikt dar und sei daher nicht näher aufklärungspflichtig. Daher müsse auch nicht über den anfänglich negativen Marktwert aufgeklärt werden.⁵²¹

Die Kritik geht also davon aus, dass der Kunde erkennen müsse, dass die Bank ihre Position als Wettgegner nicht beibehalte, sondern lediglich als „Finanzintermediär“ das Swappeschäft am Markt über Gegengeschäfte (Hedging) platziere. Dies darf bezweifelt werden.

4. Gegenkritik

Die Kritik an der Wettgegnerthese ist aus mehreren Gründen unberechtigt.

a) Kundengeschäft als Hedgegeschäft

Zunächst erscheint fraglich, ob der Kunde überhaupt erkennen muss, dass die Bank lediglich als „Finanzintermediär“ tätig wird und den Swap unmittelbar durch Abschluss von Gegengeschäften an den Markt weiterleitet. Der Kunde weiß doch zunächst nur, dass er einen Vertrag mit der Bank abschließt, bei dem beide Parteien gegenseitig Zahlungen austauschen in Abhängigkeit von der Entwicklung eines Basiswertes. Es ist keineswegs zwingend, dass der Kunde davon ausgeht, dass die Bank ihre Stellung an den Finanzmarkt weiterreicht. Denn es ist rein faktisch nicht zwingend, dass die Bank ihre vertragliche Stellung abgibt. Die Bank könnte nämlich genauso gut ihre Swapposition beibehalten.

Wenn die Bank ihre Vertragsposition behält, hätte sie grundsätzlich ein eigenes Risiko aus dem Swapvertrag. Sie wäre zu Zahlungen ebenso verpflichtet wie der Kunde, nur dass eine positive Entwicklung für den Kunden negativ für die Bank wäre und umgekehrt. Dieses Risiko kann aber von der Bank bereits dadurch neutralisiert sein, dass sie das gegenläufige Risiko bereits in ihren Büchern hält. Das Kundengeschäft dient dann zur Absicherung eigener Portfolio-Risiken. Somit wird das „Kundengeschäft zum Hedgegeschäft der Bank“.

Diese Überlegung ist auch keineswegs abwegig. Es dürfte nicht ohne Grund sein, dass namhafte Kreditinstitute die Offenlegung ihres Handelsbu-

⁵²¹ Clouth, in: Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang, Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft, 4. Aufl., Heidelberg 2011, S. 486, Rz. 1207.

ches oder die Darlegung der angeblichen Gegengeschäfte in den Verfahren verweigert haben.

Beispielhaft seien hier bestimmte Cross Currency Swaps auf die Isländische Krone genannt. Unmittelbar vor Zusammenbruch der Isländischen Krone hatte die Bank vermehrt Cross Currency Swaps vertrieben, bei denen der Kunde die Isländische Krone als Anlagewährung hatte, also bei einem Verfall derselben erhebliche Verluste erleiden würde. Es liegt nahe, dass die fragliche Bank selbst eigene Risikopositionen in Isländischer Krone hatte und diese über die Cross Currency Swaps an ihre Kunden transferierte.

Wenn die Bank aber das Kundengeschäft als Hedgegeschäft behält, dann besteht für den Kunden auch keinerlei Veranlassung, eine einstrukturierte Marge zu erwarten. Denn dann erzielt die Bank ihren Gewinn bzw. ihre Absicherungswirkung kraft ihrer Stellung als Vertragspartner aus der Entwicklung des Basiswertes. Der Kunde muss dann nicht einmal mit einstrukturierten Kosten rechnen, weil er annehmen darf, dass der Swap eben gerade nicht am Finanzmarkt platziert werden muss.

Ohne Kenntnis von Hedgegeschäften der Bank am Markt muss daher kein Kunde mit einstrukturierten Kosten oder einstrukturierten Margen rechnen. Daraus folgt dann aber nicht, dass es an der Aufklärungsbedürftigkeit fehle, weil aus seiner Sicht ein Geschäft „Bank gegen Kunde“ vorläge.⁵²² Wenn die Bank schon den Vorteil aus der Absicherungswirkung des Kundengeschäfts zieht und keine Einstandskosten hat, weil die Platzierung am Finanzmarkt entfällt, dann muss der Kunde nicht noch mit weiteren Abschlägen rechnen. Hat die Bank daher den Swap zusätzlich noch negativ zu Lasten des Kunden strukturiert, dann darf der Kunde hierüber eine Aufklärung erwarten.

b) Vorschlag: subjektiv-objektive Theorie („doppelte Integrität“)

Sicherlich wird der Kunde erwarten, dass sich die Meinung der Bank zur Entwicklung des Basiswertes mit der Meinung deckt, die ihm die Bank als Marktmeinung präsentiert. In solchen Fällen könnte der Kunde in der Tat hinterfragen, warum ihm die Bank den Swap auf eine bestimmte Entwicklung von Zins, Währung oder Rohstoff empfiehlt, wenn sie doch gleichzeitig, sollte diese ihre Erwartung nicht eintreten, dann einen Verlust erleiden würde. Ein erfahrener Kunde könnte vielleicht daraus schließen, dass die Bank ihre Position aus diesem Grunde nicht beibehalten kann, sondern faktisch durch Gegengeschäfte am Markt schließen muss.

⁵²² So aber *Baumann*, Anmerkung zum BGH-Urteil vom 22.03.2011, EWiR 2011, 408.

Doch selbst wenn dem Kunden bekannt wäre, dass die Bank seinen Swap am Markt platzieren werde, dann muss er deswegen immer noch nicht mit einem anfänglich negativen Marktwert rechnen. Denn selbst bei Kenntnis der Einstrukturierung von Kosten und Margen kann der Kunde einen ausgeglichenen Marktwert erwarten.

Wie der BGH bereits in seinen Entscheidungen zu Lehman-Zertifikaten festgestellt hat, braucht eine Bank nicht über ihre Gewinnmarge aufklären, wenn sie sich vorher am Markt günstiger eindecken konnte, weil sie einen „Einkaufsrabatt“ erzielen konnte („Die Zertifikate hatte die Beklagte zuvor von der Emittentin zu einem unter dem Nennwert liegenden Preis erworben.“)⁵²³ Denn der Kunde erhielt beim Lehman-Zertifikat – zumindest nach den gerichtlichen Feststellungen – einen ausgeglichenen Marktwert, da es zum Nominalwert von jeweils EUR 1.000 (zuzüglich eines Ausgabeaufschlags von 1 %) verkauft worden war. Hätte der Kunde das Zertifikat – bei unveränderten Marktbedingungen – am nächsten Tag wieder verkaufen wollen, hätte er den vollen Nominalbetrag erhalten. Hierzu merkte Wiechers an, dass dadurch, dass die Bank beim Einkauf der Zertifikate einen geringeren Preis bezahlt, als sie ihrerseits bei der Weiterveräußerung dem Anleger in Rechnung stellt, der Wert der Zertifikate in keiner Weise beeinträchtigt werde.⁵²⁴ So zahle der Anleger in seinem Fall pro Zertifikat EUR 1.000 und bekomme mindestens EUR 1.000 pro Zertifikat zurück, wenn sich das vom Anleger getragene Emittentenrisiko nicht verwirklicht.

Ähnlich lag der Fall im Lehman-Urteil vom 26.06.2012. Dort erhielt die Bank von der Emittentin eine Vertriebsprovision in Höhe von 3,5 %. Diese Vertriebsprovision „berührte indes den Wert der vom Zedenten erworbenen Zertifikate nicht“.⁵²⁵

Insofern wird teilweise ein Widerspruch zwischen den Lehman-Urteilen und der Swap-Entscheidung gesehen.⁵²⁶ Richtig ist, dass das subjektive Umsatzinteresse der Bank in den Lehman-Fällen unter dem Gesichtspunkt der Gefährdung der „Integrität der Beratungsleistung“ ebenfalls zu einer Aufklärungspflicht hätte führen müssen. Denn die Integrität der Beratungsleistung ist genauso in Frage gestellt, wenn die Bank ein besonderes Umsatzinteresse daran hat, gerade diese Zertifikate an die Kunden zu vertreiben.

⁵²³ BGH, Urteil vom 27.09.2011, Az. XI ZR 182/10, BGHZ 191, 119, Rz. 3.

⁵²⁴ Wiechers, Aktuelle Rechtsprechung des XI. Zivilsenats des Bundesgerichtshofs, WM 2012, 477, 484/485.

⁵²⁵ BGH, Urteil vom 26.06.2012, Az. XI ZR 316/11, WM 2012, 1520–1526, Rz. 48.

⁵²⁶ Tilp/Wegner, Anmerkung zum Urteil des BGH vom 24.09.2013, XI ZR 204/12, zur Aufklärungspflicht einer Bank als Kaufkommissionärin, BKR 2014, 27, 28.

Wenn die Bank das Zertifikat, das sie mit Rabatt eingekauft hat, ohne Verlust an den Emittenten wieder zurückgeben kann,⁵²⁷ dann besteht ein gesteigertes Interesse der Bank, gerade dieses Zertifikat zu vertreiben, mit dem kein Absatzrisiko für die Bank verbunden ist. Ein normaler Verkäufer hat diese Absatzgarantie in der Regel nicht. Die Bank ist im Übrigen kein normaler Verkäufer, sondern hält nach wie vor eine Vertrauensstellung inne, nicht zuletzt aufgrund ihres in der Werbung stets herausgestellten Wissensvorsprungs in Finanzfragen. Mit diesem Vertrauen wurde jahrelang um die Kunden geworben. Der Kunde darf daher erwarten, dass die Empfehlung nicht auf die Umsatzinteressen der Bank, sondern auf die Interessen des Kunden ausgerichtet ist. Insbesondere wusste der Kunde noch nicht einmal, dass es sich um ein Eigengeschäft, und nicht um ein Kommissionsgeschäft, handelte, so dass er nicht mit Verkaufsinteressen rechnen musste.⁵²⁸ Wenn daher das allgemeine Gewinnerzielungsinteresse der Bank durch eine Sondervereinbarung mit dem Emittenten gesteigert wird, dann war hierdurch ein schwerwiegender Interessenkonflikt entstanden.⁵²⁹ Der BGH sah diesen Konflikt jedoch nicht als so schwerwiegend an, vermutlich, weil der Kunde wenigstens den fairen Marktpreis erhalten hatte.⁵³⁰

Daher könnte ein subjektiv-objektiver Ansatz beide Entscheidungslinien vereinbaren. Der anfänglich negative Marktwert gefährdet nicht nur die „Integrität der Beratungsleistung“, er beeinträchtigt auch die „Integrität des Kunden“, denn er mindert die Werthaltigkeit des Swaps, wenn die Einstrukturierung von Kosten und Margen „zu Lasten des Kunden“ erfolgt. Die Bank könnte das Swapprodukt, insbesondere bei einer Vielzahl gleichartiger

⁵²⁷ BGH, Urteil vom 27.09.2011, Az. XI ZR 182/10, BGHZ 191, 119, Rz. 3: „[...] wobei die Beklagte nicht platzierte Anleihen gegen Anrechnung eines Abschlags vom Einstandspreis an die Emittentin zurückgeben durfte.“

⁵²⁸ Vgl. Herresthal, Die Grundlage und Reichweite von Aufklärungspflichten beim Eigenhandel mit Zertifikaten – zugleich eine Besprechung von BVerfG 1 BvR 2514/11, BGH XI ZR 182/10 und BGH XI ZR 178/10, ZBB 2012, 89, 101: „Um das Umsatz- bzw. Gewinninteresse der Bank als Verkäuferin als solches zu erkennen, muss der Kunde über das Festpreisgeschäft mittels Kaufvertrag informiert werden. [...] Denn bei einer Kommission richtet er seinen Fokus auch auf etwaige anfallende Provisionen, während er bei einem Festpreisgeschäft vor allem den Marktpreis des angebotenen Produkts ermitteln muss. Zudem wird die Kommission von der Rechtsprechung als Regelfall bei Wertpapieraufträgen durch Kreditinstitute bezeichnet; von diesem Regelfall wird mit einem Kaufvertrag abgewichen.“

⁵²⁹ Vgl. CESR Consultation Paper, Inducements: Good and poor practices vom 22.10.2009 zu „discounts“.

⁵³⁰ Diesen Gedanken hat der BGH explizit herausgestellt: „Zudem wird dadurch, dass die Bank beim Einkauf der Zertifikate einen geringeren Preis zahlt, als sie ihrerseits bei der Weiterveräußerung dem Anleger in Rechnung stellt, nicht der Wert des Papiers beeinträchtigt.“, BGH, Urteil vom 27.09.2011, Az. XI ZR 182/10, BGHZ 191, 119, Rz. 42.

Swappeschäfte, auch günstiger am Markt platzieren und somit – wie bei einem „Einkaufsrabatt“ – dem Kunden einen günstigeren „Preis“ geben. Wenn sie dann auf diese günstigeren Konditionen ihren Gewinnanteil aufschlägt, würde der Kunde gleichwohl einen ausgeglichenen Marktwert erhalten. Selbst im Falle der Kenntnis der Einstrukturierung von Kosten und Margen kann der Kunde somit einen ausgeglichenen Marktwert erwarten und muss nicht mit einem anfänglich negativen Marktwert rechnen.

Der Kunde muss insbesondere dann nicht mit einem anfänglich negativen Marktwert rechnen, wenn das Swapgeschäft für ihn, der nicht über die Möglichkeit einer finanzmathematischen Bewertung verfügt, auf den ersten Blick „vorteilhaft“ erscheint. Bei vielen Swapgeschäften erhält der Kunde von der Bank einen höheren Zins, als er selbst an die Bank zahlen muss. So sieht z. B. ein Cross Currency Swap regelmäßig vor, dass der Kunde den höheren Zins der Hochzinswährung erhält, während er an die Bank zugleich den weitaus geringeren Zinssatz der Niedrigzinswährung zahlen muss.⁵³¹ Einen vermeintlichen Zinsvorteil gab es auch beim CMS Spread Ladder Swap, wo dem Kunden anfänglich ein Garantiezins versprochen war.⁵³² Und auch bei vielen Indexswaps erhielt der Kunde in den ersten Jahren einen garantierten Zinsvorteil.⁵³³ Wie soll der Kunde aber auf einen von Anfang an negativen Marktwert schließen, wenn der Swapvertrag doch augenscheinlich einen Zinsvorteil für ihn vorsieht? Ohne Offenlegung des anfänglich negativen Marktwertes kann der Kunde daher seine tatsächliche „Schlechterstellung“ nicht erkennen.

Der Ansatz der „doppelten Integrität“ hätte zudem den Vorteil, dass er auch die Vermittlung von Swapgeschäften umfasst. Häufig sind selbst Kreditinstitute, z. B. örtliche Sparkassen oder VR-Banken, mit der Strukturierung von komplexen Swaps überfordert. Sie bedienen sich dann im jeweiligen Verbund z. B. der Landesbanken oder der DZ Bank. Diese werden das jeweilige Swapgeschäft konstruieren, einen anfänglich negativen Marktwert

⁵³¹ Siehe B. II. 3.

⁵³² Siehe B. III. 1.

⁵³³ Siehe B. II. 5.; siehe auch OLG Köln, Urteil vom 13.08.2014, Az. 13 U 128/13, S. 12: „Darüber hinaus hatte die Klägerin auch den Vorteil, ohne jeden Einsatz von Eigenkapital zu Beginn der Vertragslaufzeit garantierte Überschüsse zu erzielen, mit denen sie planen konnte (vgl. dazu OLG Bamberg, Urt. v. 11.5.2009 – 4 U 92/08, WM 2009, 1082; OLG Frankfurt, Urt. v. 4.8.2010 – 23 U 230/08, juris Rn. 39). So wies der Kündbare Stufen-Swap vom 9.9.2005 im ersten Jahr eine Zinszahlung der Klägerin von 1,75% auf, während die Beklagte einen fixen Zins von 2,75% zu zahlen hatte. Aus dem Kündbaren Korridor Swap vom 19.9.2005 war die Klägerin im ersten Jahr zur Zahlung des 3-Monats-Euribors (damals 2,136%) verpflichtet und bekam ihrerseits von der Beklagten 3,55%. Aus dem Digitalen-Zins-Umfeld-Swap vom 12.3.2008 erhielt die Klägerin 3% von der Beklagten und musste im ersten und zweiten Jahr selbst einen Festzins in Höhe von 2,25% zahlen.“

einpreisen, der Kosten und Margen sowohl der strukturierenden Bank als auch der vertreibenden Stelle decken soll. Nach dem subjektiven Begründungsansatz des BGH müsste die beratende Sparkasse, sofern kein arbeitsteiliges Zusammenwirken zwischen Sparkasse und Landesbank besteht, wenn überhaupt, nur ihren Anteil am anfänglich negativen Marktwert offenlegen, weil nur hieraus ihr Interessenkonflikt resultiert, der die Integrität der Beratungsleistung beeinträchtigen kann. Zu Recht wäre den Interessen des Anlegers damit allein nicht gedient.⁵³⁴ Da wegen des überschießenden anfänglich negativen Marktwertes aber auch das Integritätsinteresse des Kunden berührt wäre, wäre nach dem subjektiv-objektiven Ansatz der gesamte anfänglich negative Marktwert offenzulegen.

Dass der BGH nicht nur einen rein subjektiven Ansatz verfolgt, sondern auch objektive Inhalte für wichtig hält, kommt in der Swapentscheidung vom 22.03.2011 bereits darin zum Ausdruck, dass der BGH an mehreren Stellen auf das durch den anfänglich negativen Marktwert beeinträchtigte „Chancen-Risiko-Verhältnis“ und die „Markterwartung“ eingeht:

„Auch wenn die Prognose, der ‚Spread‘ werde sich ausweiten, zum Beratungszeitpunkt vertretbar war, so dass Verluste aus dem Swap-Geschäft nicht vorhersehbar waren, so erscheint die Anlageempfehlung aus Sicht des Kunden in einem anderen Licht, wenn er weiß, dass die überaus komplexe Zinsberechnungsformel für seine Zahlungen so strukturiert wurde, dass derzeit der Markt seine Risiken negativer sieht als die gegenläufigen Risiken seiner – ihn beratenden – Vertragspartnerin.“⁵³⁵

In seinem Urteil vom 22.03.2011 hat der BGH sogar noch ausgeführt, dass mit dem anfänglich negativen Marktwert ein „überwiegendes Verlustrisiko des Kunden“ verbunden sei.⁵³⁶

Darüber hinaus stellt der BGH auch auf die Strukturierung „zu Lasten des Kunden“ ab:

„Zu einer Aufklärungspflicht führt allein die Besonderheit des von ihr konkret empfohlenen Produkts, dessen Risikostruktur sie bewusst zu Lasten des Kunden gestaltet hat, um unmittelbar im Zusammenhang mit dem Vertragsschluss das Risiko ‚verkaufen‘ zu können, das der Kunde aufgrund ihrer Beratungsleistung übernommen hat.“⁵³⁷

⁵³⁴ So auch *Lehmann*, Zum Schadensersatz bei Beratungspflichtverletzungen der Bank im Zusammenhang mit Zinsswap-Verträgen, JZ 2011, 749, 752.

⁵³⁵ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 36, und auch schon Rz. 35.

⁵³⁶ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 36.

⁵³⁷ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 38.

Daraus wird deutlich, dass der BGH bereits objektive Ansätze verfolgt hat.

Darüber hinaus hatte der BGH bereits 1986 festgestellt, dass eine Aufklärungspflicht grundsätzlich immer besteht, wenn ein Inklusivpreis verlangt wird, der höher ist als die Londoner Prämie zuzüglich der notwendigen Broker-Provision, da sich die Chancen „durch jeden Aufschlag“ auf die Londoner Prämie verschlechtern.⁵³⁸ Eine klare „Geringfügigkeitsschwelle“ gab es in der Optionsrechtsprechung nicht, jedenfalls nicht bei 11%.⁵³⁹ Lediglich bei Innenprovisionen, die ebenfalls wertmindernd sind, hatte der BGH bislang eine 15%-Grenze angenommen, allerdings nur bei Auskunftsverträgen mit einem Anlagevermittler.⁵⁴⁰ Bei den Beratungsverträgen der Lehman-Fälle lehnte der BGH das Vorliegen einer aufklärungspflichtigen Innenprovision nur deshalb ab, weil *die Vertriebsprovision in Höhe von 3,5% indes den Wert der vom Zedenten erworbenen Zertifikate nicht berührte*.⁵⁴¹ Es ist daher fraglich, ob eine 15%-Grenze bei Beratungsverträgen über Swapgeschäfte angemessen wäre.⁵⁴² Ellenberger vertritt ohnehin die Ansicht, dass die ‚15%-Grenze‘ seit dem 1. Juli 2005 den gesetzlichen Anforderungen für Prospekte widerspricht, und führt hierzu weiter aus:

„Denn was beispielsweise Rückvergütungen aus verdeckten Innenprovisionen betrifft, wird regelmäßig bereits eine Haftung der anlageberatenden Bank schon deswegen bestehen, weil sie – wie oben dargelegt – über diese im Prospekt nicht ausgewiesenen Innenprovisionen nicht aufgeklärt hat.“⁵⁴³

⁵³⁸ BGH, Urteil vom 17.11.1986, Az. II ZR 79/86, NJW 1987, 641–641, Rz. 8.

⁵³⁹ BGH, Urteil vom 27.11.1990, Az. XI ZR 115/89, WM 1991, 127–130, Rz. 20.

⁵⁴⁰ BGH, Urteil vom 12.02.2004, Az. III ZR 359/02, WM 2004, 631, Rz. 39: „Der Senat ist der Auffassung, daß der Anleger über einen ‚Abfluß‘ dieser Art, jedenfalls dann, wenn er 15% überschreitet, generell unterrichtet werden muss“.

⁵⁴¹ BGH, Urteil vom 26.06.2012, Az. XI ZR 316/11, WM 2012, 1520–1526, Rz. 48, ebenso Rz. 37: „[...] hinsichtlich dessen die Parteien in der mündlichen Verhandlung vor dem erkennenden Senat übereinstimmend davon ausgegangen sind, dass es sich dabei um den Kurswert des Papiers an dem betreffenden Tage gehandelt habe [...]“.

⁵⁴² Vgl. *Einsiedler*, Rückvergütungen und verdeckte Innenprovisionen, WM 2013, 1109, 1014, wonach eine beratende Bank, welche dem Anleger Anfall und Erhalt einer Provision (von weniger als 15%) verschweigt, bereits wegen fehlerhafter Information betreffend die Verwendung eines Teils des Anlagevermögens haften müsse.

⁵⁴³ *Ellenberger*, in: *Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang*, *Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft*, 4. Aufl., Rz. 1051, 1057.

c) *CCS-Urteil vom 20.01.2015*

Der BGH hat seine objektiven Ansätze mit Urteil vom 20.01.2015 näher konkretisiert.⁵⁴⁴ Darin stellt er fest, dass aus objektiven Gesichtspunkten nur dann über einen anfänglich negativen Marktwert aufzuklären sei, wenn durch diesen *die Gewinnchancen und damit die ‚Werthaltigkeit‘ des Swaps nachhaltig durch übermäßige Kosten- und Gewinnbestandteile beeinträchtigt werden.*⁵⁴⁵ Der BGH stellt weiter fest, dass der anfänglich negative Marktwert *nicht den voraussichtlichen Erfolg oder Misserfolg des Geschäftes widerspiegeln.*⁵⁴⁶ Damit bestätigt er die oben dargestellte Annahme,⁵⁴⁷ dass sich die Aussage zum „überwiegenden Verlustrisiko“ nur auf die Erwartung des Marktes in der Sekunde der Bewertung bei unveränderten Marktbedingungen beziehen kann.

Der BGH greift mit seiner Wortwahl zur „Werthaltigkeit“ auf seine Rechtsprechung zu Innenprovisionen zurück.⁵⁴⁸ Dort hatte der III. Zivilsenat festgestellt, dass es zu den für die Anlageentscheidung des Anlegers bedeutsamen Umständen im Hinblick auf die „Werthaltigkeit“ des Objekts gehört, wenn in dem Gesamtaufwand für eine Immobilienanlage, die im Prospekt als rentables Renditeobjekt dargestellt wird, erheblich überdurchschnittliche Innenprovisionen stecken. Die übliche Provisionshöhe für normale Maklerleistungen (der Senat nennt hier etwa 3 bzw. 6%) wäre dabei nach Ansicht des Senates für den geschäftsmäßigen Vertrieb solcher Anlagemodelle kein geeigneter Vergleichsmaßstab. Vielmehr hält der Senat hierbei Innenprovisionen um 15% für üblich. In der Folge wurde diese 15%-Grenze auch vom XI. Zivilsenat für Innenprovisionen unter dem Gesichtspunkt der Werthaltigkeit übernommen.⁵⁴⁹

Es ist daher denkbar, dass der BGH diese 15%-Grenze auch im Zusammenhang mit übermäßigen Kosten- und Gewinnbestandteilen bei Swapgeschäften annehmen könnte. Während der BGH also die Aufklärungspflicht über den anfänglich negativen Marktwert unter dem Gesichtspunkt des „Interessenkonfliktes“ gerade nicht von der Höhe der einstrukturierten Marge oder der Auswirkungen auf die Erfolgsaussichten abhängig machen will,⁵⁵⁰ scheint

⁵⁴⁴ BGH, Urteil vom 20.01.2015, Az. XI ZR 316/13, WM 2015, 575; bestätigend BGH, Urteil vom 28.04.2015, Az. XI ZR 378/13, WM 2015, 1273, Rz. 31.

⁵⁴⁵ BGH, Urteil vom 20.01.2015, Az. XI ZR 316/13, WM 2015, 575, Rz. 37.

⁵⁴⁶ BGH, Urteil vom 20.01.2015, Az. XI ZR 316/13, WM 2015, 575, Rz. 36.

⁵⁴⁷ Siehe F. II. 1.

⁵⁴⁸ BGH, Urteil vom 12.02.2004, Az. III ZR 359/02, WM 2004, 631.

⁵⁴⁹ BGH, Urteil vom 23.03.2004, Az. XI ZR 194/02, WM 2004, 1221; BGH, Urteil vom 25.09.2007, Az. XI ZR 320/06, BKR 2008, 199.

⁵⁵⁰ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR

der BGH eine Aufklärungspflicht unter dem Gesichtspunkt der „Werthaltigkeit“ sehr wohl von der Höhe der Marge abhängig zu machen.

Damit hat sich der BGH gegen die objektive Theorie des OLG Stuttgart entschieden, wonach der anfänglich negative Marktwert als „Wert der ausgetauschten Leistungen“ unabhängig von der Höhe der einstrukturierten Margen offenzulegen sei. Dies mag aus Sicht des BGH mit Rücksicht auf seine Rechtsprechung zu Innenprovisionen konsequent erscheinen, ebnet aber den Weg für Umgehungsmöglichkeiten. Die erste Bank, die den Swap zu Lasten des Kunden strukturiert und Vertragspartner des Swapgeschäftes wird, überlässt die Beratung einer zweiten Bank. Die strukturierende Bank muss über den anfänglich negativen Marktwert nicht aufklären, weil kein Beratungsvertrag und damit keine Pflicht zur Aufklärung über Interessenkonflikte besteht. Die beratende Bank muss über den anfänglich negativen Marktwert nicht aufklären, weil sie nicht Vertragspartner der Währungswette war. So hat es der BGH mit Urteil vom 20.01.2015 entschieden.⁵⁵¹

Dabei müsste berücksichtigt werden, dass die beratende Bank in aller Regel am anfänglich negativen Marktwert beteiligt wird und daher ein erhebliches Eigeninteresse am Abschluss hat, der die Integrität der Beratungsleistung gleichfalls in Zweifel ziehen kann. Dass nur der Vertragspartner als „Wettgegner“ einem schwerwiegenden Interessenkonflikt unterliegen könne, wie es der BGH im Urteil vom 20.01.2015 festgestellt hat, ist unverständlich. Vielmehr ist auf die Situation des Beraters abzustellen, wie bereits im Swapurteil vom 22.03.2011 festgestellt: Wenn die beratende Bank aus dem anfänglich negativen Marktwert Vorteile zieht, so besteht die konkrete Gefahr, dass sie ihre Anlageempfehlung nicht allein im Kundeninteresse abgibt.⁵⁵²

Ein subjektiv-objektiver Ansatz hätte den Vorteil, auch derartige Fallkonstellationen zu erfassen,⁵⁵³ unabhängig von der Frage, wann eine „Beeinträchtigung der Werthaltigkeit durch übermäßige Kosten- und Gewinnbestandteile“ anzunehmen wäre, zumal die 15%-Grenze ursprünglich für eine Immobilienmaklerprovision angenommen wurde, die nicht zwingend auf Swapgeschäfte zu übertragen ist. Bei Finanzprodukten bewegen sich die Margen in der Regel nur zwischen 0,5 bis 1%.⁵⁵⁴

2011, 293–299, Rz. 36: „Dabei spielt es entgegen der Ansicht der Revisionserweiterung keine Rolle, ob die einstrukturierte Gewinnmarge der Beklagten marktüblich ist und die Erfolgchancen des Kunden nicht wesentlich beeinträchtigt.“

⁵⁵¹ BGH, Urteil vom 20.01.2015, Az. XI ZR 316/13, WM 2015, 575, Rz. 31/32; zustimmend *Herresthal*, Anmerkung zu BGH XI ZR 316/13, ZIP 2015, 576, 578.

⁵⁵² BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 36.

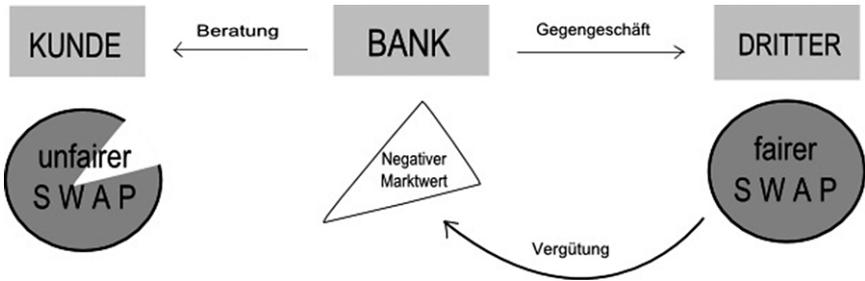
⁵⁵³ Siehe näher unter F. IV. 4. b).

⁵⁵⁴ Z. B. Preis-/Leistungsverzeichnis der Deutschen Bank 2015, S. 17.

d) Zusammenfassende Grafik

Durch die besonderen Eigenschaften eines Swaps als strukturierte Zinswette ist es der Bank möglich, mittels komplexer Bewertungsmodelle einen sog. anfänglichen negativen Marktwert in den Swapvertrag einzupreisen, indem sie die Konditionen des Swaps für den Kunden schlechter ausgestaltet (unfair) als für ihren Hedgingpartner (fair value), der im Zeitpunkt des Vertragsschlusses bei unveränderten Bedingungen mit einem Verlust des Kunden in Höhe des Saldos der voraussichtlich künftigen Zinszahlungen rechnet, so dass er der Bank den anfänglichen negativen Marktwert gleichsam hinter dem Rücken des Kunden (rück-)vergüten kann.

Nachfolgende Grafik soll dies veranschaulichen:



Die Information, dass das Geschäft von objektiv-dritter Seite aus negativ eingeschätzt wird und als „unfairer Swap“ gesehen wird, weil er zu Lasten des Kunden strukturiert wurde, ist für die Anlageentscheidung von wesentlicher Bedeutung und als Folge des Informationsgefälles zwischen Bank und Kunde aufklärungspflichtig, weil auch bei komplexen Produkten im Wesentlichen der gleiche Kenntnis- und Wissensstand zu gewährleisten ist. Auch wenn der Kunde den „Vorsprung“ seines Swappartners bei entsprechender Marktentwicklung noch aufholen kann, so steht doch fest, dass die Marktteilnehmer im Abschlusszeitpunkt einen Nachteil beim Kunden sehen. Sonst würden sie nicht den anfänglich negativen Marktwert gleichsam „rückvergüten“.

V. Voraussetzungen der Aufklärungspflicht

Unter Anwendung einer subjektiv-objektiven Theorie, welche die Entscheidung des BGH zu Swaps mit seinen Urteilen zu Zertifikaten in Einklang bringen kann, aber auch nach der überwiegend subjektiven Theorie des BGH aus dem Swapurteil ist Voraussetzung einer Aufklärungspflicht

über einen anfänglich negativen Marktwert eines Swaps die „Einstrukturierung zu Lasten des Kunden in eine Zinswette“.

1. Zinswette – Sicherungsgeschäft

Voraussetzung der Aufklärungspflicht über einen negativen Anfangsmarktwert ist zunächst das Vorliegen einer „Zinswette“. Der Begriff der „Zinswette“ zieht sich durch das ganze Swapurteil. Was der BGH darunter versteht, ist auf den ersten Blick nicht eindeutig: Meint er damit die Swapkonstruktion als solche oder das Ziel, zu welchem der Swap eingesetzt wurde.

Einerseits stellt der BGH fest, dass die Bank „als Partnerin der Zinswette eine Rolle übernimmt, die den Interessen des Kunden entgegengesetzt ist“.⁵⁵⁵ Dies ist bei jedem Swapvertrag der Fall, weil beide Swapvertragspartner zunächst einmal gegeneinander auf die Entwicklung des Basiswertes wetten.

An anderer Stelle spricht der BGH aber auch von „spekulativer Wette“.⁵⁵⁶ Damit könnte man meinen, dass er sich auf Swaps beziehen will, die zu Spekulationszwecken abgeschlossen wurden. Hierfür spricht auch seine Abgrenzung zu Swaps, die zu Absicherungszwecken abgeschlossen wurden.⁵⁵⁷ Existiere ein konnexes Grundgeschäft mit gegenläufigem Risiko, so diene ein Zinssatz-Swap-Vertrag nicht der spekulativen Übernahme einer offenen Risikoposition, sondern bezwecke allein den Tausch einer variabel verzinslichen Mittelaufnahme in eine festverzinsliche Verschuldung unter gleichzeitigem Verzicht auf die Teilhabe an einer günstigen Entwicklung des Zinsniveaus.

Diese Differenzierung nimmt der BGH allerdings bei der Frage der anlegergerechten Beratung vor, also ob ein Swap zu Spekulationszwecken zum bisherigen Anlageverhalten passt, bei dem nur Swaps zu Sicherungszwecken abgeschlossen worden seien. Wie der BGH ausgeführt hat, sieht er die Aufklärungspflicht über den anfänglich negativen Marktwert unabhängig von den gesondert zu erläuternden Verlustrisiken („*weitere Beratungspflichtver-*

⁵⁵⁵ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 34.

⁵⁵⁶ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 21.

⁵⁵⁷ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 26.

letzung“). Auch nach Ansicht des OLG Köln ist „*der Anwendungsbereich der BGH-Rechtsprechung also nicht auf die Fälle einer Wette mit für den Kunden unbegrenzten Verlustrisiken beschränkt*“.⁵⁵⁸ Ob dem Swap also ein Grundgeschäft gegenüber steht, welches die Verluste gleichsam auffangen könnte, oder nicht, dürfte somit auch nach dem Begründungsansatz des BGH keine Rolle spielen. Der schwerwiegende Interessenkonflikt, über den aufzuklären ist, ist nach BGH ein subjektiver Ansatz und hat mit den objektiven Verlustrisiken nichts zu tun. Für diese gilt vielmehr eine eigenständige Aufklärungspflicht. Daher war zunächst nicht eindeutig, ob die Aufklärungspflicht im Rahmen der objektgerechten Beratung und somit der Begriff der „Zinswette“ nicht auch Sicherungsgeschäfte umfassen kann.

Das OLG Stuttgart hat sich näher mit der Abgrenzung zwischen Sicherungs- und Spekulationsswaps beschäftigt. Es meint, dass bei der Empfehlung eines eindeutig zu Absicherungszwecken geschlossenen einfachen Zinssatzswaps keine Aufklärungs- oder Beratungspflichten verletzt wären, insbesondere keine Pflicht zur Offenlegung des anfänglich negativen Marktwertes bestünde.⁵⁵⁹ Das Gericht lehnte eine Aufklärung sowohl nach seiner objektiven Theorie ab („*Wegen des absichernden Charakters schuldete die Beklagte auch keine Aufklärung über den Wert der ausgetauschten Leistungen [...]*“) als auch nach der subjektiven Theorie des BGH („*Die Beklagte war nicht verpflichtet, die Klägerin über den negativen Marktwert des Zinssatzswaps unter dem Gesichtspunkt der Interessenkollision aufzuklären.*“).⁵⁶⁰ Bei einer „Wette“ müsse der Kunde nicht damit rechnen, dass die Bank heimlich einen Gewinn generiert, hier läge aber keine spekulative Wette vor.

⁵⁵⁸ Vgl. OLG Köln, Beschluss vom 12.07.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21614: „*Auch der Umstand, dass das Risiko der Klägerin im vorliegenden Fall von vornherein auf den dann tatsächlich eingetretenen Verlust beschränkt war, während es im Fall des CMS Spread ladder Swap-Vertrages theoretisch unbegrenzt war, steht der vorstehenden Beurteilung des Umfangs der Aufklärungspflicht der Beklagten bzw. der Feststellung der Pflichtverletzung nicht entgegen. Wie sich aus der Entscheidung des BGH vom 22.03.2011 (WM 2011, 682) ergibt, besteht für die beratende Bank unter dem Gesichtspunkt des Verlustrisikos eine eigenständige Pflicht, dem Anleger – sofern das der Fall ist – klar und unmissverständlich vor Augen zu führen, dass begrenzten Gewinnaussichten auf seiner Seite ein theoretisch und praktisch unbegrenztes Verlustrisiko gegenübersteht. Dies bedeutet allerdings nicht, dass die Aufklärungspflicht hinsichtlich des negativen Marktwertes dann entfällt, wenn – wie im vorliegenden Fall – die Verlustrisiken begrenzt sind. Vielmehr ist die Verpflichtung zur Aufklärung über den negativen Marktwert als unabhängige und eigenständige Pflicht aufzufassen, deren Verletzung allein – und unabhängig von der Risikostruktur hinsichtlich der Höhe des möglichen Verlustes – verletzt werden kann.*“

⁵⁵⁹ OLG Stuttgart, Urteil vom 27.06.2012, Az. 9 U 140/11, WM 2012, 1829–1834.

⁵⁶⁰ OLG Stuttgart, Urteil vom 27.06.2012, Az. 9 U 140/11, WM 2012, 1829–1834, Rz. 32 und 43.

Die Entscheidung des OLG Stuttgart gegen eine Aufklärungspflicht über den anfänglich negativen Marktwert dürfte aber eher der besonderen Konstellation geschuldet sein: ein konnexer Plain-Vanilla-Swap. Es treffen also zwei Umstände zusammen: ein Swap mit Grundgeschäft und ein Swap mit einem einzigen Zinssatz. Dieser Swap hat sozusagen das Grundgeschäft, ein variables Darlehen, durch Vereinbarung eines Festzinses im Rahmen des Swaps in ein synthetisches Festzinsdarlehen verwandelt. Der Kunde hätte somit den Festzins des Swaps mit anderen Festzinsangeboten vergleichen können.⁵⁶¹

Gleichwohl wird man berücksichtigen müssen, dass der Kunde den anfänglich negativen Marktwert, wie oben dargestellt, auch bei einfachen Swapgeschäften nicht selbst berechnen kann.⁵⁶² Somit bleibt das exakte Ausmaß des Umsatzinteresses der Bank für den Kunden unentdeckt. Auch das Chancen-Risiko-Verhältnis und die Markterwartung zum Abschlusszeitpunkt bleiben dem Kunden in einem solchen Fall ohne Offenlegung des anfänglich negativen Marktwertes verborgen. Es ist daher kein Grund ersichtlich, weshalb der anfänglich negative Marktwert eines zu Sicherungszwecken abgeschlossenen Swaps nicht offenzulegen wäre.⁵⁶³ Insbesondere ist dabei zu berücksichtigen, dass im Zeitpunkt der Beratung und des nachfolgenden Abschlusses oftmals noch kein Grundgeschäft gegeben ist, welches abgesichert werden müsste. Viele Payer-Swaps wurden oftmals als sog. „Vorratsswaps“ abgeschlossen. Die Empfehlung der Bank war zumeist darauf gerichtet, sich schon heute das günstige Zinsniveau für künftige Investitionen zu sichern. Für solche Fälle wurde festgestellt, dass ein Zinssatzswap, der vor einem nur in Aussicht genommenen Darlehensvertragsschluss als bindend vereinbart wurde, bei später unterbleibender Kreditgewährung

⁵⁶¹ OLG Stuttgart, Urteil vom 27.06.2012, Az. 9 U 140/11, WM 2012, 1829–1834, Rz. 44: „Bei einem Payer-Swap mit einem festen Zinssatz verzichtet der Kunde lediglich bewusst auf Ertragschancen, die sich aus einem sinkenden variablen Zinssatz ergeben könnten. Seine Belastung und die Marktüblichkeit des Zinssatzes für das über den Swap-Vertrag erzeugte ‚virtuelle Festzinsdarlehen‘ kann er selbst beurteilen.“

⁵⁶² So auch *Schmieder*, WuB, Dezember 2012, I G 1.–16.12, 721, 724, die zwar anerkennt, dass es für die Aufklärungspflicht nicht auf eine besondere Komplexität der Berechnungsformel ankommen kann, weil auch bei verhältnismäßig einfach strukturierten Swaps die Berechnung des negativen Marktwertes eine finanzmathematische Berechnung voraussetzt, dann aber einschränkend auf Swapgeschäfte, „die nicht zu Absicherungszwecken geschlossen werden“, abstellt.

⁵⁶³ Ebenso OLG Frankfurt, Urteil vom 12.03.2015, Az. 16 U 228/13, BeckRS 2015, 09396, Rz. 47: „Nach Auffassung des Senats hat das Landgericht eine Aufklärungspflicht der Beklagten zu Unrecht mit der Begründung verneint, dass die Anlage nicht zu Spekulationszwecken, sondern der Zinssatzabsicherung gedient habe.“

nicht nur seinen Zweck der darlehensbezogenen Zinssicherung nicht zu erfüllen vermag, sondern als isoliert gültiges Zinsderivat zugleich ein „eigenständiges Risikopotential“ geschaffen hat und der Swap daher trotz vermeintlichen Absicherungszwecks „spekulativen Charakter“ hatte.⁵⁶⁴

Das OLG Düsseldorf hat daher mit Urteil vom 07.10.2013 festgestellt, dass der anfänglich negative Marktwert auch für denjenigen Kunden von Bedeutung ist, „der *den Swap ohne Veräußerungsabsicht zur langfristigen Sicherung oder Optimierung seiner Zinsbelastung abschließt*“.⁵⁶⁵ Wie das OLG zutreffend festgestellt hat, erfolgt die Bewertung von Swapgeschäften gerade nicht rein willkürlich ohne jeden Bezug zu Marktdaten allein zu dem Zweck, solche Geschäfte handelbar zu machen, sondern anhand anerkannter finanzmathematischer Modellrechnungen, die die Grundlage für eine vom Markt akzeptierte Einordnung und Bewertung der Chancen und Risiken bilden und Voraussetzung für den Abschluss kalkulierbarer Gegengeschäfte sind. Damit trage die Bewertung durchaus prognostische Züge, weil sie die *Erwartungen der Marktteilnehmer* – wenn nicht aufgrund konkreter, auf längere Sicht nicht hinreichend verlässlicher Zinsentwicklungsprognosen, so doch aufgrund der bezeichneten Simulationsmodelle – abbilde.⁵⁶⁶

In den meisten Fällen wird sich die Ausnahmefrage ohnehin nicht stellen. Denn schon ein Swapgeschäft mit Währungsbezug oder Zinsschwellen kann in der Regel schon kein passendes Grundgeschäft haben.⁵⁶⁷ Die wenigsten Darlehensverträge und Lieferverträge enthalten gleichzeitig mehrere Strukturelemente. Grundgeschäfte sind in der Regel variabel verzinsten Darlehen oder Lieferverträge auf Währungen oder Rohstoffe, für die ein einfacher Swap mit Termingeschäftsstruktur als Sicherungsgeschäft völlig ausreichen würde. Werden dagegen Zinsschwellen oder Währungskomponenten in den Swap eingebaut, dient er in der Regel der „Zinsoptimierung“, also der spekulativen Generierung von Gewinnen zur beliebigen Reduktion von Zinslasten, und ist somit als Spekulationsswap einzustufen.⁵⁶⁸

⁵⁶⁴ Vgl. OLG Dresden, Beschluss vom 12.11.2014, Az. 8 U 1723/13; OLG Dresden, Urteil vom 09.04.2015, Az. 8 U 532/14, BeckRS 2015, 08155 zur Hinweispflicht bei Auseinanderfallen von Grundgeschäft und Derivat.

⁵⁶⁵ OLG Düsseldorf, Urteil vom 07.10.2013, Az. I-9 U 101/12, WM 2013, 2026–2030, Rz. 43.

⁵⁶⁶ OLG Düsseldorf, Urteil vom 07.10.2013, Az. I-9 U 101/12, WM 2013, 2026–2030, Rz. 43.

⁵⁶⁷ Häufig enthält der Swapvertrag auch eine Klausel, wonach der Kunde im Fall von sog. „negativen Zinsen“ den Negativzins als zusätzlichen Zins an die Bank zahlen muss; auch diese Klausel findet in der Regel kein Pendant im Darlehensvertrag und setzt den Kunden einem theoretisch unbegrenzten Risiko aus.

⁵⁶⁸ Vgl. Schmidt, CPQF Working Paper Series No. 33, S. 15 zum Beispiel eines „Range Accrual Floaters“.

Mit Urteil vom 28.04.2015 hat der BGH nunmehr klargestellt, dass eine Aufklärungspflicht über den anfänglich negativen Marktwert nur dann entfällt, wenn dem Swapgeschäft tatsächlich „*gegenläufige Risiken*“ gegenüberstehen.⁵⁶⁹ Damit bestätigt der BGH die auch hier vertretene enge Auffassung von Konnexität, lehnt aber eine Aufklärungspflicht bei Sicherungsswaps ohne nähere Begründung ab.

In seinem Urteil vom 22.03.2016 ergänzt der BGH, dass dann,

wenn die beratende Bank zugleich Vertragspartner des Darlehensvertrags ist, der Kunde bei normativ-objektiver Betrachtung damit rechnen müsse, dass die Bank als Darlehensgeberin nicht nur mit dem Darlehensgeschäft, sondern auch mit dem wirtschaftlich einer Änderung der Bedingungen des Darlehensvertrags gleichkommenden Zinssatz-Swap-Geschäft eigennützige Interessen verfolge.⁵⁷⁰

Dies ist schwer verständlich, da die Bank bereits mit der Vereinnahmung der offen ausgewiesenen „Kreditmarge“ (z. B. 3-M-Euribor + X% Marge) eigennützige Interessen verfolgt. Daher muss der Kunde nicht mit einer weiteren, noch dazu versteckten Marge beim Swapgeschäft rechnen, wenn ihm die Kombination aus variablem Kredit und Payer-Swap als Alternative zu einem klassischen Festzinskredit als sog. „synthetisches Festzinsdarlehen“ empfohlen wird. Vielmehr darf der Kunde davon ausgehen, dass mit der Kreditmarge die angebotene Kombination insgesamt vergütet ist. Im Übrigen kann der Kunde auch bei Sicherungsswaps annehmen, dass die Bank entweder eigene Risiken auf ihn überträgt oder auf die Zinsentwicklung spekuliert. Auch der Sicherungsswap ist für die Bank ein eigenständiges Geschäft, welches sie ungeachtet der Kundenziele gewinnbringend am Markt veräußern kann. Der aufklärungspflichtige Interessenkonflikt der Bank besteht daher gleichermaßen und wird auch durch eine etwaige Verlustkompensation aus dem Grundgeschäft nicht beseitigt. Abgesehen davon kann der Kunde auch beim Payer-Swap den anfänglich negativen Marktwert ohne die erforderlichen Hilfsmittel nicht berechnen, so dass auch hier eine Aufklärung geschuldet sein sollte.

2. „Besondere Umstände“

Die Voraussetzung der „besonderen Umstände“ dürfte wohl die am meisten diskutierte Voraussetzung sein. Insbesondere von Bankenseite wird immer wieder darauf hingewiesen, dass das Swapurteil des BGH vom 22.03.2011 einen Ausnahmefall regele und nur den „*besonderen Umständen*“ eines CMS Spread Ladder Swaps geschuldet sei. Denn der BGH habe vor und nach dem Swapurteil stets betont, dass eine Bank über ihre Gewinnmargen nicht auf-

⁵⁶⁹ BGH, Urteil vom 28.04.2015, Az. XI ZR 378/13, WM 2015, 1273, Rz. 42.

⁵⁷⁰ BGH, Urteil vom 22.03.2016, Az. XI ZR 425/14, WM 2016, 821–827, Rz. 27.

klären müsse. Vor dem Swapurteil hatte der BGH bereits 1959 festgestellt, dass eine Bank im unmittelbaren Geschäftsverkehr mit ihren Kunden „jede wirtschaftliche Chance des Geschäfts ausnutzen [könne]“ und sie nicht die Pflicht treffe, fremde Interessen wahrzunehmen.⁵⁷¹ Nach dem Swapurteil habe der BGH in den Lehman-Fällen ebenfalls klar gestellt, dass die Bank ihre Margen nicht offenlegen müsse.⁵⁷² Selbst im Swapurteil habe der BGH ausdrücklich darauf hingewiesen, dass eine Bank, die eigene Anlageprodukte empfiehlt, grundsätzlich nicht verpflichtet ist, darüber aufzuklären, dass sie mit diesen Produkten Gewinne erzielt.⁵⁷³

Die Kritiker des BGH sehen daher im Swapurteil einen eng auf einen CMS Spread Ladder Swap beschränkten Ausnahmefall, weil der Kunde grundsätzlich mit der Einpreisung von Margen rechnen müsse und nicht wirklich von einer Wettgegnerschaft ausgehen könne, weil die Bank nur als „Finanzintermediär“ tätig werde.⁵⁷⁴ Sofern die Aufklärung über den anfänglich negativen Marktwert daher nicht schon gänzlich abgelehnt wird,⁵⁷⁵ wird die Entscheidung des BGH damit erklärt, dass der Spread Ladder Swap wegen seiner komplexen Formelelemente wie Leiter- und Hebelwirkung sowie des für den Kunden unbegrenzten Verlustrisikos so „gefährlich“ sei, dass dies eine Aufklärung über den anfänglich negativen Marktwert in diesem Ausnahmefall rechtfertigen könnte.⁵⁷⁶

Dabei wird aber nicht berücksichtigt, dass der Ansatzpunkt des BGH nicht ein objektiver, sondern ein subjektiver ist. Der BGH leitet die Aufklärungspflicht über den anfänglich negativen Marktwert nicht aus objektiven

⁵⁷¹ BGH, Urteil vom 18.03.1959, Az. IV ZR 155/58, WM 1959, 999, 1001, wo dem Kunden wenigstens ein Preis genannt wurde, so dass er einen Marktvergleich anstellen konnte.

⁵⁷² BGH, Urteile vom 27.09.2011, Az. XI ZR 178/10, Rz. 40, WM 2011, 2261 und Az. XI ZR 182/10, Rz. 37, WM 2011, 2268; bestätigt durch BGH, Urteile vom 26.06.2012, Az. XI ZR 259/11, Az. XI ZR 316/11, Az. XI ZR 355/11 und Az. XI ZR 356/11, WM 2012, 1520–1526.

⁵⁷³ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 38.

⁵⁷⁴ Hoffmann-Theinert, in: liber amicorum Leenen, 2012, S. 85, 101.

⁵⁷⁵ Kropf, Beratung durch Banken bei Abschluss von Swapgeschäften, ZIP 2013, 401, 403.

⁵⁷⁶ Köndgen, Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes, BKR 2011, 283, 284: „nicht durchschaubares Risiko“, „generell untauglich, weil gefährliches Produkt“; Nobbe, Anmerkungen zu BGH, XI ZR 191/10 BKR 2011, 302, 303, der den negativen Marktwert und die „Unausgewogenheit des Chancen-Risiko-Profiles“ des Spread Ladder Swaps für einen „wesentlichen Punkt“ hält; Spindler, Aufklärungspflichten im Bankrecht nach dem „Zins-Swap-Urteil“ des BGH, NJW 2011, 1920, 1923, wonach entscheidend sei, „dass der Anleger das Produkt in seiner Risikoträchtigkeit und seinen anfänglichen negativen Bewertungen nicht einschätzen konnte“.

Risiken ab, sondern aus einem schwerwiegenden Interessenkonflikt.⁵⁷⁷ Ausdrücklich lässt der BGH sogar die Frage, ob über die Formelemente und das unbegrenzte Verlustrisiko ausreichend aufgeklärt worden war, dahinstehen. Vielmehr wendet er sich danach einer „weiteren *Beratungspflichtverletzung*“ zu, dem Verschweigen des anfänglich negativen Marktwertes.⁵⁷⁸

Die „besonderen Umstände“ sieht der BGH vielmehr in der bewussten „Einstrukturierung“ des anfänglich negativen Marktwertes, um daraus Kosten und Gewinn zu erzielen, oder in den Worten des BGH:

„Zu einer Aufklärungspflicht führt allein die Besonderheit des von ihr konkret empfohlenen Produkts, dessen Risikostruktur sie bewusst zu Lasten des Kunden gestaltet hat, um unmittelbar im Zusammenhang mit dem Vertragsschluss das Risiko ‚verkaufen‘ zu können, das der Kunde aufgrund ihrer Beratungsleistung übernommen hat.“⁵⁷⁹

Wie der BGH weiter erklärt, besteht der hier aufklärungspflichtige Interessenkonflikt weder in der generellen Gewinnerzielungsabsicht der Bank noch in der konkreten Höhe der von ihr einkalkulierten Gewinnmargen. Das heißt, dass der Kunde mit einer allgemeinen Gewinnerzielungsabsicht einer Bank immer rechnen muss. Bei einer Zinswette darf der Kunde daher (auch) annehmen, dass die Bank ihren Gewinn aus ihrer Position als Wettpartner generiert. Der Kunde muss, wie bereits oben näher ausgeführt,⁵⁸⁰ nicht mit Gegengeschäften der Bank rechnen. Vielmehr sieht er zunächst nur die Bank als Partner eines Vertrages, bei dem beide Seiten gegeneinander werten und sich jeweils gegenseitig mit ihrem Vermögen haften.

Ellenberger spricht hierbei auch vom „Wetteinsatz“.⁵⁸¹ Im Wetteinsatz, der für den Kunden in der Haftung mit seinem gesamten Vermögen im Falle des Verlierens der Wette besteht, sieht er das für den Kunden erkennbare „Entgelt“ für das Geschäft. Dass die Bank aber „zusätzlich“ einen Gewinn durch die Realisierung des negativen Marktwertes erwirtschaften kann, sei gerade nicht offenkundig. Ellenberger bestätigt darin auch die Bildung einer „zweiten Fallgruppe“ wie bei Kick-Backs.

⁵⁷⁷ Vgl. Koch, Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes, BKR 2012, 485, 489: „Dennoch werden in der Entscheidung die beiden Aufklärungsanlässe ‚Intransparenz‘ und ‚Interessenkonflikt‘ deutlich voneinander abgeschichtet.“

⁵⁷⁸ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 30.

⁵⁷⁹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 38.

⁵⁸⁰ Siehe F. IV. 4. a).

⁵⁸¹ Ellenberger, in: Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang, Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft, 4. Aufl., S. 306, Rz. 1055.

Die Bank kann also nicht nur an der Wertveränderung des Basiswertes profitieren, sondern sie kann zusätzlich eine risikolose Marge über den Verkauf des verdeckt einstrukturierten, anfänglichen negativen Marktwertes erzielen, je nach Umfang ihrer ebenfalls nicht offengelegten Hedginggeschäfte. Dass dieser veräußerliche Marktwert bedeutet, dass der Hedgingpartner der Bank mit einem Verlust des Kunden in entsprechender Höhe rechnet, liegt auf der Hand, sonst würde der Hedgingpartner der Bank nicht den negativen Marktwert vergüten. Für den Kunden ist die Bank sein Vertragspartner, der die gleichen Chancen und Risiken haben musste wie er selbst. Dass die Bank aber in Höhe des negativen Anfangsmarktwertes besser gestellt war und diesen unmittelbar mit Vertragsschluss gewinnbringend am Markt „hinter seinem Rücken“ veräußern kann, das kann der durchschnittliche Kunde nicht erkennen.

Damit kann es nicht mehr darauf ankommen, ob mit dem jeweiligen Swap ein begrenztes oder unbegrenztes Verlustrisiko für den Kunden verbunden ist.⁵⁸² Der anfänglich negative Marktwert muss bei allen Swaps in die Zinsformel „einstrukturiert“ werden. Der BGH hat daher im Urteil vom 26.06.2012 darauf hingewiesen, dass allein das generelle, für jeden Anbieter wirtschaftlicher Leistungen am Markt typische Gewinnerzielungsinteresse einer Bank als solches für sich genommen noch keine beratungsvertragliche Verpflichtung zur Aufklärung z. B. über die von der Emittentin an die Bank gezahlte Provision begründe. Das ändere sich vielmehr erst durch das Hinzutreten „besonderer Umstände“, die so schwer wiegen, dass sie dem Anleger zu offenbaren sind. Diese Voraussetzung könne nach der Senatsrechtsprechung dann erfüllt sein, wenn die Bank „*bei einer Zinswette durch die Gestaltung der Zinsformel einen negativen Marktwert einpreist, der ihr die Erzielung eines Gewinns ermöglicht, mit dem der Kunde nicht rechnen muss*“.⁵⁸³

Die besonderen Umstände liegen damit in der „Gestaltung der Zinsformel einer Zinswette zur Einpreisung eines negativen Marktwertes“. Auf die Risikostruktur des Swaps kann es damit nicht ankommen.⁵⁸⁴

⁵⁸² Vgl. OLG Köln, Beschluss vom 12.07.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21614, Rz. 12: „*Entgegen der in der Berufungsbegründung zum Ausdruck kommenden Auffassung der Beklagten ist der Anwendungsbereich der BGH-Rechtsprechung also nicht auf die Fälle einer Wette mit für den Kunden unbegrenzten Verlustrisiken beschränkt. Die gegenteilige Bewertung der Entscheidung durch die Beklagte findet in der Urteilsbegründung keine Grundlage.*“

⁵⁸³ BGH, Urteil vom 26.06.2012, Az. XI ZR 316/11, WM 2012, 1520–1526.

⁵⁸⁴ So auch BGH, Urteil vom 28.04.2015, Az. XI ZR 378/13, WM 2015, 1273, Rz. 39: „*auf Swap-Verträge generell übertragbar*“.

3. Risikostruktur

Wie soeben festgestellt, sind die „besonderen Umstände“, die beim Swap eine Aufklärung über den anfänglich negativen Marktwert begründen, die Möglichkeit der verdeckten „Einstrukturierung“. Dies ist eben bei anderen, nicht strukturierten Finanzprodukten wie Aktien oder Anleihen nicht möglich. Es ist richtig, dass auch nicht strukturierte Produkte einen „anfänglich negativen Marktwert“ hätten, würde man die aufgeschlagenen Kosten und Entgelte der Bank vom Nominalwert abziehen. Dies rechtfertigt es aber nicht, andere, weniger komplexe, aber gleichwohl strukturierte Swaps von der Aufklärungspflicht auszunehmen.⁵⁸⁵ Vielmehr sind zur Bepreisung auch solcher, nur vermeintlich „einfacherer“ Swaps, z. B. Cross Currency Swaps, die keine Optionsstruktur enthalten, komplexe Bewertungsmodelle erforderlich.⁵⁸⁶ Die Pflicht zur Aufklärung über einen anfänglich negativen Marktwert hängt nicht von der Komplexität der Berechnungsformel ab oder davon, ob der Kunde einen variablen oder festen Zinssatz zu zahlen hat.⁵⁸⁷

Eigentlich hat dies der BGH in seinem Swapurteil auch hinreichend deutlich gemacht. Da der Verlauf des variablen Zinssatzes des Swaps naturgemäß unbekannt sei, würden die künftigen Zahlungspflichten des Kunden dazu mittels eines Simulationsmodells errechnet, das auf den im Bewertungszeitpunkt rechnerisch ermittelten Terminzinssätzen basiert.⁵⁸⁸ Dabei nahm der BGH lediglich zu einem Element der Zinsformel, den variablen Zinssatz, Stellung, und sah bereits hierin die Erforderlichkeit eines Simulationsmodelles. Kommen Hebel und Leitereffekte oder „gegebenenfalls enthaltene Optionsbestandteile“ hinzu, wird die Berechnung noch schwieriger.

Daraus folgt, dass der Kunde auch bei Swaps, die weniger komplex sind als der CMS Spread Ladder Swap, den anfänglich negativen Marktwert nicht erkennen kann. Trotzdem wurde zwischen einfachen und komplexen Swapprodukten differenziert.⁵⁸⁹ Zwar hat der BGH die Nichtzulassungsbe-

⁵⁸⁵ So aber OLG Nürnberg-Fürth zu Cross Currency Swaps, Urteil vom 19.08.2013, Az. 4 U 2138/12, WM 2013, 1897–1902.

⁵⁸⁶ Hierzu die vertreibende UniCredit Bank: „Proprietäre Modelle“, vgl. OLG Stuttgart, Urteil vom 27.06.2012, Az. 9 U 140/11, WM 2012, 1829–1834, Rz. 45.

⁵⁸⁷ Ebenso *Schmieder*, WuB Dezember 2012, I G 1.–16.12, 721, 724, die daher eine „regelmäßige“ Aufklärungspflicht bei spekulativen Swaps annimmt.

⁵⁸⁸ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 35.

⁵⁸⁹ OLG Köln, Urteil vom 18.01.2012, Az. 13 U 37/11, WM 2012, 888, 890, sowie Urteile vom gleichen Tag, Az. 13 U 232/10 und 13 U 235/10, Urteil vom 23.05.2012, Az. 13 U 150/11, BeckRS 2012, 16363; OLG Celle, Urteil vom 27.02.2013, Az. 3 U 66/12, BKR 2014, 36–43.

schwerde mit Beschluss vom 16.10.2012 (Az. XI ZR 74/12) ohne nähere Begründung zurückgewiesen. Dies lässt sich aber damit erklären, dass die Entscheidung des OLG Köln aus Sicht des BGH im Ergebnis richtig sein kann, weil es nicht nur um einen einfachen, sondern zudem konnexen Plain-Vanilla-Swap mit vollwertigem Grundgeschäftsbezug ging. Wie schon im Fall des Plain-Vanilla-Swaps vor dem OLG Stuttgart⁵⁹⁰ wäre daher das Umsatzinteresse der Bank durch einen Vergleich des Swapsatzes mit einem Festsatzkredit zumindest erkennbar gewesen. Darüber hinaus hatte das OLG Köln extra hervorgehoben, dass schon streitig war, „*dass der anfängliche Marktwert des Zinsswaps tatsächlich negativ war*“, so dass schon in tatsächlicher Hinsicht nicht die Voraussetzungen für eine Aufklärungspflicht gegeben gewesen wären.⁵⁹¹

Es kann also nicht von den Ausstattungsmerkmalen des jeweiligen Swapproduktes abhängen, ob der einstrukturierte negative Marktwert offenzulegen ist oder nicht.⁵⁹² Eine solche Abgrenzung würde auch in der Praxis zu erheblichen Unsicherheiten führen: Wann ist ein Swap komplex und wann nicht? Daher hat eine Mehrzahl von Gerichten die Aufklärungspflicht über anfänglich negative Marktwerte auch auf andere Swaps, insbesondere Zins-, Währungs- und Indexswaps, übertragen.⁵⁹³

⁵⁹⁰ OLG Stuttgart, Urteil vom 27.06.2012, Az. 9 U 140/11, WM 2012, 1829–1834.

⁵⁹¹ OLG Köln, Urteil vom 18.01.2012, Az. 13 U 37/11, WM 2012, 888, 890, Rz. 32.

Noch deutlicher: OLG Köln, Urteil vom 13.08.2014, Az. 13 U 128/13: „*Die Entscheidungen des Senats vom 18.1.2012 (13 U 37/11, 13 U 232/10 und 13 U 236/10) stehen den vorstehenden Erwägungen nicht entgegen. Denn es war in diesen Fällen eben nicht unstreitig, dass das Anlageprodukt einen anfänglichen negativen Marktwert aufwies und die beklagte Bank ihren ‚Gewinn‘ aus einem (unterstellten) negativen Marktwert tatsächlich bereits durch ein Hedge-Geschäft realisiert hatte.*“

⁵⁹² A.A. Ruland, Zur Haftung von Kreditinstituten für fehlerhafte Anlageberatung bei einem Zins-Währungs-Swapvertrag, BB 2012, 1054, 1055: *Begrenzung der Aufklärungspflicht auf besonders kompliziert strukturierte Finanzinstrumente.*

⁵⁹³ Landgericht Stuttgart („Rohstoff Swap“), Urteil vom 10.05.2011, Az. 21 O 116/10, BeckRS 2012, 02272; Landgericht Stuttgart („Cross Currency Swap“), Urteil vom 10.06.2011, Az. 8 O 32/11; Landgericht Stuttgart („Cross Currency Swap“), Urteil vom 12.07.2011, Az. 21 O 166/10, BeckRS 2011, 18661; Landgericht München („Cross Currency Swap“), Urteil vom 04.07.2011, Az. 32 O 20821/10; Landgericht Passau („Cross Currency Swap“), Urteil vom 09.12.2011, Az. 4 O 877/10, BeckRS 2012, 10708; OLG Stuttgart, („Cross Currency Swaps“), Urteil vom 14.12.2011, Az. 9 U 11/11, WM 2012, 890; OLG Oldenburg („Lift Swap“), Beschluss vom 29.09.2011, Az. 8 U 82/10; Landgericht Düsseldorf („Zinsswap“), Urteil vom 24.02.2012, Az. 8 O 550/19; Landgericht Berlin („Harvest Swap“), Urteil vom 13.09.2011, Az. 10 O 122/11; Landgericht Berlin („Harvest Swap“), Urteil vom 16.02.2012, Az. 21 O 409/11; Landgericht Wuppertal („LSM Swap“), Urteil vom 18.01.2012, Az. 3 O 270/11, BeckRS 2012, 03759; Landgericht Wuppertal („Harvest

Wie das OLG Düsseldorf zutreffend festgestellt hat, gelten die Grundgedanken der Swap-Entscheidung des BGH „*unabhängig von der Struktur der abgeschlossenen Swaps*.“ Die Aufklärungspflicht knüpft nicht an die mehr oder weniger komplexe Konstruktion des jeweiligen Swaps, aus der sich weitere Beratungspflichten ergeben können, sondern an die allen strukturierten Swapgeschäften eigene Bedeutung des anfänglichen negativen Marktwertes an.⁵⁹⁴

Diese Bedeutung sieht der BGH vornehmlich in einem schwerwiegenden Interessenkonflikt und verweist hierzu auf seine Rückvergütungsrechtsprechung. Auch dort wurde die Aufklärungspflicht erst für Aktienfonds festgestellt und dann auf geschlossene Fonds (Medienfonds) übertragen. An der Rückvergütungsrechtsprechung kann sich daher auch der Umfang der Aufklärungspflicht orientieren.

VI. Umfang der Aufklärungspflicht

Bisher wurde untersucht, warum der anfänglich negative Marktwert eines Swapgeschäfts bei der Anlageberatung offenzulegen ist. Der BGH hat sich für die subjektive Theorie entschieden, weil er im anfänglich negativen Marktwert einen „schwerwiegenden Interessenkonflikt“ sieht. Offen blieb, wie umfangreich eine Bank demnach über den anfänglich negativen Markt-

Swap“), Urteil vom 30.01.2013, Az. 3 O 217/12, BeckRS 2013, 11933; Landgericht Magdeburg („Harvest Swap“), Urteil vom 13.03.2012, Az. 9 O 897/11, BeckRS 2012, 10224; Landgericht Münster („Harvest Swap“), Urteil vom 28.03.2012, Az. 114 O 15/11, BeckRS 2012, 18253; Landgericht Köln („Harvest Swap“), Urteil vom 03.05.2012, Az. 30 O 443/10, BeckRS 2012, 12015; Landgericht Frankfurt a.M. („Harvest Swap“), Urteil vom 01.06.2012, Az. 2-28 O 280/12; Landgericht Frankfurt a.M. („LSM Swap“), Urteil vom 23.11.2012, Az. 2-5 O 367/11; Landgericht Frankfurt a.M. („Harvest und LSM Swap“), Urteil vom 06.02.2013, Az. 2-02 O 150/12, BeckRS 2013, 07168; Landgericht Karlsruhe („LSM Swap“), Urteil vom 13.07.2012, Az. 6 O 256/11; Landgericht Karlsruhe („Harvest Swap“), Urteil vom 07.11.2012, Az. 2 O 137/12; OLG Naumburg („Harvest Swap“), Beschluss vom 25.07.2012, Az. 5 U 71/12; OLG Hamm („Harvest Swap“), Beschluss vom 22.11.2012, Az. I-34 U 87/12; Kammergericht Berlin („Harvest Swap“), Beschluss vom 06.12.2012, Az. 12 U 127/11; OLG Frankfurt („Harvest Swap“), Beschluss vom 14.02.2013, Az. 16 U 190/12; OLG Düsseldorf („Harvest Swap“), Beschluss vom 15.02.2013, Az. I-16 U 27/12; OLG Düsseldorf („Harvest Swap“), Urteil vom 14.05.2013, Az. I-1 U 46/12, BeckRS 2014, 11415; OLG Köln („Harvest Swap“), Beschlüsse vom 12.07.2013 und 09.09.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21614 und BeckRS 2013, 21615; OLG Düsseldorf, Urteil vom 07.10.2013, Az. I-9 U 101/12, WM 2013, 2026.

⁵⁹⁴ OLG Düsseldorf, Urteil vom 07.10.2013, Az. I-9 U 101/12, WM 2013, 2026–2030; ebenso BGH, Urteil vom 28.04.2015, Az. XI ZR 378/13, WM 2015, 1273, Rz. 39.

wert aufklären müsse.⁵⁹⁵ Zur näheren Klärung muss die Grundlage der Aufklärungspflicht, die Rechtsprechung zu Vergütungen, analysiert werden.

1. Kick-Back-Rechtsprechung

Der BGH ist mit seiner subjektiven Theorie der Ansicht, der anfänglich negative Marktwert stelle einen schwerwiegenden Interessenkonflikt dar, den er mit dem schwerwiegenden Interessenkonflikt an einer verdeckten Rückvergütung auf eine Stufe stellt. Ellenberger sieht in der Aufklärungspflicht über den negativen Marktwert eine „zweite Fallgruppe“ eines schwerwiegenden Interessenkonfliktes.⁵⁹⁶

In seinem Swapurteil hat der BGH auch ausdrücklich auf seine Kick-Back-Entscheidungen verwiesen⁵⁹⁷ und er nimmt auch Bezug auf den bereits in der Kick-Back-Rechtsprechung angesprochenen „*allgemeinen zivilrechtlichen Grundsatz der Vermeidung vertragswidriger Interessenkollisionen*“. Bei Swap- und Kick-Back-Fällen besteht ein Interessenkonflikt zwischen dem Interesse des Kunden an einer neutralen Beratung und dem Umsatzinteresse der Bank, das jeweilige Produkt abzusetzen.

Dieser einfache Interessenkonflikt wird aber erst durch besondere Umstände zu einem „*schwerwiegenden*“. In den Rückvergütungsfällen ist dies der heimliche Rückfluss von offen ausgewiesenen Provisionen „*hinter dem Rücken des Kunden*“ vom Emittenten an die Bank. Es liegt also ein Dreipersonenverhältnis vor, bei dem der Kunde von dem Geschäft zwischen Bank und Drittem keine Kenntnis hat.

Beim Swap ist dies ähnlich, so dass auch hier der BGH den einfachen Interessenkonflikt zu einem „*schwerwiegenden*“ hochstufen konnte. Auch beim Swap gibt es ein Dreipersonenverhältnis zwischen Kunde, Bank und Drittem, dem Hedgingpartner der Bank. Die „Heimlichkeit“ besteht hier in der unerkannten „Einstrukturierung“ eines negativen Marktwertes, den die Bank bei Vertragsschluss an ihren Hedgingpartner verkaufen kann. Die Bank kann somit ebenfalls „*hinter dem Rücken des Kunden*“ eine Marge vereinnahmen, mit der der Kunde nicht zu rechnen braucht. Vielmehr darf

⁵⁹⁵ Nur dem Grunde nach: OLG Frankfurt, Urteil vom 18.07.2013, Az. 16 U 191/12, NZG 2013, 1111–1113; auch der Höhe nach: OLG Köln, Beschlüsse vom 12.07.2013 und 09.09.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21614 und BeckRS 2013, 21615.

⁵⁹⁶ *Ellenberger*, in: *Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang*, *Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft*, 4. Aufl., S. 306, Rz. 1055.

⁵⁹⁷ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 32.

der Kunde, wie bereits dargestellt,⁵⁹⁸ ohne weitere Anhaltspunkte davon ausgehen, dass die Bank ihre Vertragsposition als sein Swappartner beibehält.

Aus Sicht des Kunden ist die Bank sein unmittelbarer Swappartner. Der Kunde muss daher annehmen, dass die Bank über die Laufzeit des Vertrages an der Entwicklung des Basiswertes verdient, also nicht schon unmittelbar bei Vertragsschluss durch eine einstrukturierte Marge. Der Kunde darf daher erwarten, dass die Bank ebenso „im Risiko“ steht wie er selbst und gerade nicht unabhängig von jeder weiteren Marktentwicklung schon bei Abschluss ihren Verdienst erzielt. Der Kunde muss auch deswegen nicht mit einem anfänglich negativen Marktwert rechnen, weil das Swapgeschäft in vielen Fällen, in denen der Kunde einen Zinsvorteil erhält, für ihn als „vorteilhaft“ erscheint.⁵⁹⁹ Hierin liegt eine mit der Rückvergütungssituation vergleichbare „Täuschung“ des Kunden: Dem Kunden wird vorgetäuscht, das Swapgeschäft sei für ihn vorteilhaft, tatsächlich aber hat es einen anfänglich negativen Marktwert. Dem Kunden wird vorgetäuscht, die Bank erziele ihren Gewinn aus der jeweiligen Zinsentwicklung, tatsächlich aber hat sie ihren Gewinn bereits durch Veräußerung des anfänglich negativen Marktwertes erzielt.

Verdeckte Marktwerte und verdeckte Rückvergütungen können daher auf eine Stufe eines schwerwiegenden Interessenkonfliktes gestellt werden. Wenn dem so ist, dann kann für den Umfang der Aufklärungspflicht zu negativen Marktwerten nichts anderes gelten als bei Rückvergütungen.

2. Dem Grunde nach

Zu Rückvergütungen hat der BGH bereits in mehreren Entscheidungen festgestellt, dass diese zunächst dem Grunde nach bei der Anlageberatung gegenüber dem Kunden offenzulegen sind. Die Aufklärung über die Rückvergütung ist nach dem Urteil vom 19.12.2006 notwendig, um dem Kunden einen insofern bestehenden Interessenkonflikt der Bank (§ 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG) offen zu legen. Durch die Aufklärung muss der Kunde in die Lage versetzt werden, das „*Umsatzinteresse*“ der Bank selbst einzuschätzen und zu beurteilen, ob die Bank ihm einen bestimmten Titel nur deswegen empfiehlt, weil sie selbst daran verdient.⁶⁰⁰

Übertragen auf strukturierte Swaps würde dies bedeuten, dass die Bank dem Kunden offenlegen muss, dass sie den Swap zu Lasten des Kunden

⁵⁹⁸ Siehe F. IV. 4. a).

⁵⁹⁹ Hierzu näher unter F. IV. 4. b).

⁶⁰⁰ BGH, Urteil vom 19.12.2006 (Kick-Back II), Az. XI ZR 56/05, NJW 2007, 1876–1879, Rz. 23.

strukturiert hat, um damit ihre Kosten zu decken und einen Gewinn zu erzielen. Der Begriff „anfänglich negativer Marktwert“ müsste zur Verdeutlichung des Umsatzinteresses nicht einmal genannt werden,⁶⁰¹ wengleich dies wegen der Verwendung des Marktwertbegriffs in den Marktwertmitteilungen, die der Kunde regelmäßig nach Abschluss erhält, zweckmäßig wäre.

Hiergegen wird eingewendet, dass die Bank somit verpflichtet wäre, ihre Gewinnmarge offenzulegen.⁶⁰² Der BGH habe aber im Swapurteil ausgeführt, der aufklärungspflichtige Interessenkonflikt bestehe weder in der generellen Gewinnerzielungsabsicht der Bank noch in der konkreten Höhe der von ihr einkalkulierten Gewinnmargen.⁶⁰³ Dies ist richtig, bedeutet aber nicht, dass damit nicht über die einkalkulierte Marge aufzuklären wäre, also das „Umsatzinteresse“ der Bank. Vielmehr hat der BGH wie schon im Rahmen der Rückvergütungsrechtsprechung ausdrücken wollen, dass die Aufklärungspflicht „unabhängig von der Höhe der einkalkulierten Marge“ bestehe.⁶⁰⁴ Dies wird aus einem Vergleich mit der Rückvergütungsrechtsprechung deutlich. So hatte der BGH mit Beschluss vom 20.01.2009 festgestellt, dass es geboten sei, den Kunden „*unabhängig von der Rückvergütungshöhe*“ über etwaige Rückvergütungen aufzuklären.⁶⁰⁵ Dies wird durch die weitere Aussage des BGH bestätigt, dass es keine Rolle spiele, ob die einstrukturierte Gewinnmarge der Bank marktüblich sei oder nicht.⁶⁰⁶ Auch eine geringe oder marktübliche Marge löst also die Aufklärungspflicht aus.⁶⁰⁷

Dass die Bank mit der Aufklärung über den anfänglichen Marktwert indirekt auch über ihre einkalkulierte Marge aufklären muss, folgt nicht nur

⁶⁰¹ Vgl. BGH, Urteil vom 28.04.2015, Az. XI ZR 378/13, WM 2015, 1273, Rz. 40/44.

⁶⁰² Clouth, in: Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang, Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft, S. 485 ff., Rz. 1207; Hoffmann-Theinert, in: liber amicorum Leenen, 2012, S. 85, 96, der von einer „*neuen Aufklärungspflicht*“ spricht.

⁶⁰³ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 38.

⁶⁰⁴ A.A. Jordans, Aufklärungspflichten über Einnahmen aus dem Vertrieb von Finanzprodukten – eine Übersicht über die Rechtsprechung zu Kick-Backs, Provisionen und Margen seit dem Jahr 2000, BKR 2011, 456, 461: *Aufklärungspflicht aus der konkreten Höhe der von der Bank einkalkulierten Gewinnmarge*.

⁶⁰⁵ BGH, Beschluss vom 20.01.2009, Az. XI ZR 510/07, WM 2009, 405–406, Rz. 12.

⁶⁰⁶ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 36.

⁶⁰⁷ Auf die „*besondere Höhe*“ kann es also nicht ankommen, hierzu Buck-Heeb, Juris-Praxisreport, Kommentar zum BGH-Urteil vom 22.03.2011, jurisPR-BKR 7/2011 Anm. 2.

aus der Pflicht zur Offenlegung des Umsatzinteresses und des damit verbundenen Interessenkonfliktes, sondern hat der BGH im Beschluss vom 19.07.2011⁶⁰⁸ nochmals klarstellen wollen. Dort führte er obiter dictum aus, dass es im Urteil vom 22.03.2011 um die Frage der „*Aufklärung über den in die Vertragsbedingungen einkalkulierten Gewinn des Verkäufers im Zweipersonenverhältnis*“ ging. Soweit der BGH von einem Zweipersonenverhältnis spricht, kann damit nur das unmittelbare Vertragsverhältnis zwischen Kunde und Bank gemeint sein, da der BGH hierbei den Hedgingpartner nicht berücksichtigt hat.

Dem BGH ist bewusst, dass mit der Offenlegung des anfänglich negativen Marktwertes auch eine Offenlegung der Kosten und der Gewinnmarge der Bank verbunden ist, wobei sich Kosten und Marge als ein Gesamtbetrag im anfänglich negativen Marktwert niederschlagen.⁶⁰⁹ Der BGH spricht hierbei von der „*einstrukturierten Brutto-Marge*“. Im Cross Currency Swap-Urteil vom 20.01.2015 hat der BGH klargestellt, was ein anfänglich negativer Marktwert aus seiner Sicht für den Kunden bedeutet: „*Für den Kunden bedeutet dies, dass er zunächst die einstrukturierte Bruttomarge verdienen muss, um seinerseits in die Gewinnzone zu gelangen*“.⁶¹⁰ Damit kann kein Zweifel mehr daran bestehen, dass bei Swapgeschäften zwar nicht über das „*allgemeine Gewinnerzielungsinteresse*“ aufzuklären ist, jedoch über die in das Swapgeschäft einstrukturierte Bruttomarge.⁶¹¹ Dies mag aus Sicht der Kreditwirtschaft unvorteilhaft sein, entspricht aber der bisherigen Praxis in Bezug auf nicht-strukturierte Finanzprodukte, bei denen die Kosten und Gebühren den jeweiligen Preisverzeichnissen zu entnehmen sind. Außerdem entspricht es den europarechtlichen Anforderungen⁶¹² und dem vom BGH zumindest ab dem 01.08.2014 als tragendes, in den Beratungsvertrag einwirkendes Grundprinzip verstandenen Transparenzgebot.⁶¹³

3. Der Höhe nach

Wenn über den anfänglich negativen Marktwert wie eine verdeckte Rückvergütung aufzuklären ist, dann gehört hierzu auch seine genaue Höhe. Zwar hat dies der BGH im Swapurteil nicht ausdrücklich festgestellt, be-

⁶⁰⁸ BGH, Beschluss vom 19.07.2011, Az. XI ZR 191/10, WM 2011, 1506–1508.

⁶⁰⁹ Vgl. hierzu F. II. 3. und 4.

⁶¹⁰ BGH, Urteil vom 20.01.2015, Az. XI ZR 316/13, WM 2015, 575, Rz. 37.

⁶¹¹ Gleichwohl OLG München, Beschluss vom 10.09.2015, Az. 7 U 3473/14, BeckRS 2015, 16250, Rz. 21.

⁶¹² Vgl. D. III. 3.; ESMA zur MiFID, in ESMA opinion ESMA/2014/146 vom 07.02.2014, S. 6: „*indication of the disinvestment value*“.

⁶¹³ BGH, Urteil vom 03.06.2014, Az. XI ZR 147/12, NJW 2014, 2947, Rz. 37.

ziffert aber an vier Stellen seines Urteils ausdrücklich den anfänglich negativen Marktwert mit einem exakten Betrag von 4% des Bezugsbetrages (EUR 2.000.000), somit umgerechnet EUR 80.000.⁶¹⁴

Zu verdeckten Rückvergütungen hat der BGH mit Urteil vom 19.12.2006 festgestellt, dass selbst dann wenn der Kunde davon ausgegangen sein sollte, dass es sich bei den Bonifikationen um die Reduzierung der Ausgabeaufschläge handelte, so bliebe er, was die Größenordnung der Rückvergütungen angeht, aufklärungsbedürftig.⁶¹⁵ Der BGH hat daher unmissverständlich festgestellt, dass eine Bank, die Fondsanteile empfiehlt, darauf hinweisen müsse, *dass und in welcher Höhe* sie Rückvergütungen aus Ausgabeaufschlägen und Verwaltungskosten von der Fondsgesellschaft erhält.⁶¹⁶ In seinem Beschluss vom 09.03.2011⁶¹⁷ weist der BGH an zwei Stellen seiner Entscheidung nochmals ausdrücklich auf die Pflicht hin, auch die Höhe der Rückvergütungen mitzuteilen. („*Insbesondere auch die Höhe der Rückvergütung muss aber nach der Senatsrechtsprechung von der Bank ungefragt offen gelegt werden (Senatsurteil vom 19. Dezember 2006 – XI ZR 56/05, BGHZ 170, 226 Rn. 24).*“). Nur wenn der Kunde auch die Höhe kennt, kann er das Umsatzinteresse der Bank und den Umfang des damit verbundenen Interessenkonfliktes richtig einschätzen. Nichts anderes kann bei Swaps gelten.⁶¹⁸

Der anfänglich negative Marktwert enthält die Brutto-Marge der Bank.⁶¹⁹ Der BGH vergleicht den anfänglich negativen Marktwert eines Swapgeschäfts mit *sonstigen Finanzprodukten*, bei denen ebenfalls bei sofortiger Loslösung vom Vertrag ein Verlust in Höhe des negativen Marktwertes zu tragen wäre.⁶²⁰ In der Tat haben auch Aktien, Anleihen, Fondsanteile etc. einen „anfänglich negativen Marktwert“, wenn man darunter die Platzierungskosten und Bankgebühren, die der Kunde beim Erwerb zu zahlen hat, verstehen will.⁶²¹ Es besteht jedoch ein elementarer Unterschied zum Swap:

⁶¹⁴ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 4, 31, 35, 36.

⁶¹⁵ BGH, Urteil vom 19.12.2006, Az. XI ZR 56/05, NJW 2007, 1876–1879, Rz. 24.

⁶¹⁶ BGH, Urteil vom 19.12.2006, Az. XI ZR 56/05, NJW 2007, 1876–1879, Rz. 22.

⁶¹⁷ BGH, Beschluss vom 09.03.2011, Az. XI ZR 191/10, WM 2011, 925–928.

⁶¹⁸ Vgl. *Klöhn*, Anmerkung zu BGH, Urteil vom 22.03.2011, ZIP 2011, 762, 763: „[...] *unabhängig von dem Ausmaß der anderweitigen Interessenbindung (Höhe der Rückvergütung, Höhe des negativen Marktwertes des Swaps) und deren Branchenüblichkeit.*“

⁶¹⁹ BGH, Urteil vom 20.01.2015, Az. XI ZR 316/13, WM 2015, 575, Rz. 36.

⁶²⁰ BGH, Urteil vom 20.01.2015, Az. XI ZR 316/13, WM 2015, 575, Rz. 37.

⁶²¹ Vgl. schon oben unter F. II. 4.

Hier wurde die Höhe der Kosten und Gebühren nicht im Preisverzeichnis der Bank offengelegt, sondern vielmehr in das Swapgeschäft einstrukturiert. Die Differenz zwischen dem Nominalwert und dem infolge Kosten und Gebühren verringerten anfänglich negativen Marktwert kann der Kunde beim Swapgeschäft im Gegensatz zu sonstigen Finanzprodukten gerade nicht ohne finanzmathematische Berechnung erkennen. Diese Aussage trifft auf jedes strukturierte Swapgeschäft zu, weil der Marktwert stets finanzmathematisch ermittelt werden muss.

Selbst ein einfacher Payer-Swap, bei dem der Kunde Festzins gegen variablen Zins tauscht, um sich gegen steigende Zinsen abzusichern, ist nicht ohne entsprechende Verfahren der Diskontierung zu bepreisen.⁶²² Dabei erfolgt die Bewertung unabhängig vom Anlageziel des Kunden allein anhand der Marktdaten wie Zinsstrukturen oder Terminkurse.⁶²³ Auch der Hedgingpartner der Bank vergütet ihr den anfänglich negativen Marktwert unabhängig vom Anlagezweck des Kunden. Das Umsatzinteresse der Bank wird durch einen Sicherungscharakter nicht reduziert.⁶²⁴ In der Praxis weisen Sicherungsswaps zumeist ähnlich hohe Margen wie Spekulationsswaps aus, weil der Strukturierungsabteilung der Verwendungszweck des Kunden in der Regel nicht bekannt ist und darauf keine Rücksicht genommen wird. Und auch an der Erkennbarkeit eines einstrukturierten anfänglich negativen Marktwertes darf bei absichernden Payer-Swaps angesichts der komplexen Marktwertermittlung gezweifelt werden.⁶²⁵ Schließlich muss der Kunde auch bei einem zu Sicherungszwecken abgeschlossenen Swap nicht damit rechnen, dass die Bank das Geschäft am Markt gewinnbringend verkauft und nicht als Gegengeschäft des Kunden an der Zinsentwicklung verdient.⁶²⁶ Daher ist auch bei zu Sicherungszwecken abgeschlossenen Swapgeschäften über den anfänglich negativen Marktwert und seine Höhe aufzuklären.⁶²⁷

⁶²² OLG Stuttgart, Urteil vom 27.06.2012, Az. 9 U 140/11, WM 2012, 1829–1834, Rz. 45.

⁶²³ Vgl. B. I. 1.

⁶²⁴ Vgl. F. V. I. zur Abgrenzung Spekulationsswap – Sicherungsswap.

⁶²⁵ A.A. OLG Stuttgart, Urteil vom 27.06.2012, Az. 9 U 140/11, WM 2012, 1829–1834, Rz. 44; demgegenüber OLG Stuttgart, Urteil vom 01.02.2012, Az. 9 U 57/11, BKR 2012, 300–303, wonach über einen anfänglich negativen Marktwert auch bei einem einfachen Zinssatzswap aufzuklären ist, wenn nicht sichergestellt ist, dass es zu der geplanten Investition und dem damit verbundenen Finanzierungsbedarf kommt und zum Zeitpunkt des Abschlusses des Swap-Vertrages noch keine connexe Finanzierung bestand.

⁶²⁶ Vgl. hierzu schon F. IV. 4. a).

⁶²⁷ Ebenso OLG Düsseldorf, Urteil vom 07.10.2013, Az. I-9 U 101/12, WM 2013, 2026–2030, Rz. 43; OLG Düsseldorf, Urteil vom 26.06.2014, Az. I-14 U 91/13, WM 2014, 1907 zu einem „Forward Zahlerswap“; OLG Köln, Urteil vom 13.08.2014, Az. 13 U 128/13, BeckRS 2014, 17035, zu einem „kündbaren Zahler-

Zwar wurde teilweise die Ansicht vertreten, eine Aufklärung über den anfänglich negativen Marktwert dem Grunde nach sei ausreichend.⁶²⁸ In einem rechtskräftig abgeschlossenen Verfahren hat das OLG Köln bestätigt, dass die Bank verpflichtet ist, den Kunden über die Höhe des negativen Marktwertes aufzuklären, da diese Angabe zur Beurteilung des Interessenkonfliktes für den Kunden relevant war. Die Auffassung, dass die Höhe des negativen Marktwertes für die Erfüllung der Aufklärungspflicht keine Rolle spiele, ließe sich damit nicht vereinbaren.⁶²⁹ Dies befindet sich im Einklang mit dem Urteil des BGH vom 24.09.2013 zu einem weiteren Fall eines schwerwiegenden Interessenkonfliktes.⁶³⁰ Dort hat der BGH ausdrücklich festgestellt, dass der beim Kunden hervorgerufenen „Fehlvorstellung über die Neutralität der Beratungsleistung“ der Bank nur dadurch begegnet werden könne, dass die Bank „auch über die Höhe“ aufklärt.⁶³¹ Es liegt daher nahe, dass der BGH dies auch bei Swapgeschäften so entscheiden würde, selbst wenn der Kunde dem Grunde nach Kenntnis eines anfänglich negativen Marktwertes gehabt haben sollte.

Mit Urteil vom 28.04.2015 hat der BGH nun bestätigt, dass entsprechend den sonstigen Fällen schwerwiegender Interessenkonflikte auch beim anfänglich negativen Marktwert „über seine Höhe“ aufzuklären ist.⁶³²

4. Nachfrageobliegenheiten?

Im Beschluss vom 09.03.2011 hat der BGH auch ausdrücklich festgestellt, dass Grund und Höhe von verdeckten Rückvergütungen dem Kunden

swap“; OLG Frankfurt, Urteil vom 12.03.2015, Az. 16 U 228/13, BeckRS 2015, 09396; a.A. *Schmieder*, in: WuB, Dezember 2012, I G 1.–16.12, 721, 724; BGH, Urteil vom 28.04.2015, Az. XI ZR 378/13, WM 2015, 1273; siehe auch F. V. 1.

⁶²⁸ OLG Frankfurt, Urteil vom 18.07.2013, Az. 16 U 191/12, BeckRS 2013, 16297.

⁶²⁹ OLG Köln, Beschluss vom 09.09.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21615, Rz. 24.

⁶³⁰ Hierzu *Tilp/Wegner*, BKR 2014, 27, 28: *Dritte Fallgruppe eines schwerwiegenden Interessenkonfliktes*.

⁶³¹ BGH, Urteil vom 24.09.2013, Az. XI ZR 204/12, WM 2013, 2065–2069, Rz. 26.

⁶³² BGH, Urteil vom 28.04.2015, Az. XI ZR 378/13, WM 2015, 1273, Rz. 41: „Nur bei Kenntnis auch der Höhe des anfänglich negativen Marktwertes kann der Kunde das eigene Interesse der Bank an der Empfehlung des Swapvertrages richtig einschätzen.“; vgl. BGH, Beschluss vom 20.10.2015, Az. XI ZR 532/14, WM 2015, 2279; BGH, Beschluss vom 15.03.2016, Az. XI ZR 208/15, BeckRS 2016, 07181; BGH, Urteil vom 22.03.2016, Az. XI ZR 93/15, ZIP 2016, 908, Rz. 17: keine Bezifferung des anfänglich negativen Marktwertes durch den Kunden im Prozess erforderlich.

„ungefragt“ offenzulegen sind. Selbst wenn es in den Unterlagen Hinweise für einen Grund von Rückvergütungen gegeben habe, so wäre dem Prospekt jedenfalls nicht zu entnehmen, in welcher Höhe Rückvergütungen an die Bank geflossen sind. Insbesondere auch die Höhe der Rückvergütung muss aber nach der BGH-Rechtsprechung von der Bank ungefragt offen gelegt werden.⁶³³

Im Swapurteil hat sich der BGH im Rahmen der Mitverschuldensfrage zu etwaigen Nachfrageobliegenheiten des Kunden geäußert und festgestellt, dass er solche nicht sehe.⁶³⁴ Es sei Ausdruck eines „*besonderen Vertrauensverhältnisses*“, das den Anleger dazu bringt, sich in erster Linie an der Empfehlung seines Beraters zu orientieren, und ihn davon abhält, weitere Nachfragen zu stellen oder Nachforschungen anzustellen. Auch im Beschluss vom 19.07.2011 ließ der BGH der *mangelnden Nachfrage des Zedenten keine Bedeutung beimessen*. Es sei auch nicht treuwidrig, wenn der Anleger, der nicht nachgefragt hat, sich später auf die Aufklärungspflichtverletzung beruft.⁶³⁵

Wegen der Vergleichbarkeit der Vergütung des negativen Marktwertes durch den Hedgingpartner⁶³⁶ und der Parallele, die der BGH selbst zwischen verdeckten Rückvergütungen und verdeckten Marktwerten zieht, ist eine Nachfrageobliegenheit abzulehnen.⁶³⁷ Es ist nicht erkennbar, warum der Kunde weniger schutzbedürftig als bei verheimlichten Kick-Backs sein soll. In beiden Fällen muss der Kunde nicht mit konkreten, einstrukturierten Gewinninteressen rechnen. Das „allgemeine Gewinnerzielungsinteresse“ einer Bank ist, wie der BGH festgestellt hat, nicht ausschlaggebend.

Im Übrigen sieht auch Art. 26 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie zur MiFID keine Nachfrageobliegenheit vor. Vielmehr sind die Existenz, die Art und der Betrag der Gebühr, Provision oder Zuwendung offenzulegen, ohne dass dies unter einen Nachfragevorbehalt gestellt worden wäre. Zwar können die wesentlichen Bestimmungen der Vereinbarungen über Gebühren, Provisionen und nicht in Geldform angebotene Zuwendungen nur in zusam-

⁶³³ BGH, Beschluss vom 09.03.2011, Az. XI ZR 191/10, WM 2011, 925–928, Rz. 27.

⁶³⁴ BGH, Beschluss vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 41.

⁶³⁵ BGH, Urteil vom 19.07.2011, Az. XI ZR 191/10, WM 2011, 1506–1508, Rz. 9.

⁶³⁶ Siehe Grafik unter F. IV. 4. d).

⁶³⁷ A.A. Hanke, Der offenkundige Interessenkonflikt in der Anlageberatung, BKR 2012, 493, 498: *Nachfrageobliegenheit, wenn der Bankkunde erkennen kann, dass seine Bank ein Gewinnerzielungsinteresse mit der betreffenden Anlageberatung und -vermittlung verfolgt.*

mengefasster Form offen gelegt werden, sofern sich die Wertpapierfirma verpflichtet, „auf Wunsch des Kunden“ weitere Einzelheiten offen zu legen und dieser Verpflichtung auch nachkommt.⁶³⁸ Dass zu den „weiteren Einzelheiten“ die Höhe der Gebühr, Provision oder Zuwendung zu rechnen ist, ist der Richtlinie dagegen nicht zu entnehmen. Vielmehr benennt Art. 26 Abs. 1 bereits ausdrücklich den „Betrag“ als aufklärungspflichtig. In einer solchen Zusammenfassung müssten daher jedenfalls die Bandbreiten der Beträge genannt werden, begrenzt auf solche Fälle, in denen der exakte Betrag im Zeitpunkt der Beratung noch nicht feststeht,⁶³⁹ z.B. weil der anfänglich negative Marktwert erst beim telefonischen Abschluss exakt festgestellt werden kann.⁶⁴⁰

VII. Irrtum über die Aufklärungspflicht

Aufgrund der vorgenannten Bond-Entscheidung⁶⁴¹ kann sich der Anlageberater gemäß § 280 Abs. 1 S. 1 BGB schadensersatzpflichtig machen, wenn er seine Beratungs- und Aufklärungspflichten aus dem konkludenten Beratungsvertrag verletzt. Diese Haftung setzt allerdings Verschulden voraus. Hier setzt die Verschuldensvermutung des § 280 Abs. 1 S. 2 BGB an.

1. Verschuldensvermutung

Verletzt der Schuldner eine Pflicht aus dem Schuldverhältnis, so kann der Gläubiger gemäß § 280 Abs. 1 S. 1 BGB Ersatz des hierdurch entstandenen Schadens verlangen. Dies gilt gemäß § 280 Abs. 1 S. 2 BGB nicht, wenn der Schuldner die Pflichtverletzung nicht zu vertreten hat. Gemäß § 276

⁶³⁸ Vgl. *Herresthal*, Die Pflicht zur Aufklärung über Rückvergütungen und die Folgen ihrer Verletzung, ZBB 2009, 348, 350 und 353, der nur außerhalb des Anwendungsbereichs der Richtlinie die allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätze für maßgebend hält. Nach ihnen ist auf Fragen wahrheitsgemäß zu antworten und *ungefragt* über solche Umstände aufzuklären, die für die Gegenseite von erkennbar entscheidender Bedeutung sind, und über die sie nach der Verkehrsauffassung auch *ungefragt* Aufklärung erwarten darf.

⁶³⁹ Vgl. *Koller*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl., zu § 31d, Rz. 48; CESR/09-958, CESR Consultation Paper, Inducements: Good and poor practices, vom 22.10.2009, http://www.esma.europa.eu/system/files/09_958.pdf, (letzter Abruf 23.10.2015), Abschnitt VI Nr. 98: „[...] the information should at least include a reasonable band range of payments, in order for the client to be aware of the possible level of inducements“ und Nr. 114: „In such disclosures the use of bands should thus be limited to those situations where a firm cannot provide the amount prior to the provision of the relevant service.“

⁶⁴⁰ Vgl. D. III. 2., F. II. 1.

⁶⁴¹ Siehe D. I. 1.

Abs. 1 S. 1 BGB hat der Schuldner Vorsatz und Fahrlässigkeit zu vertreten. Steht die Pflichtverletzung also fest, wird das Verschulden des Ersatzpflichtigen gemäß § 280 Abs. 1 S. 2 BGB vermutet. Diese Verschuldensvermutung umfasst gleichermaßen Fahrlässigkeit wie Vorsatz. Hierzu hat der BGH im Urteil vom 12.05.2009⁶⁴² festgestellt:

„Nach § 282 BGB aF (§ 280 Abs. 1 Satz 2 BGB nF) muss der Schuldner beweisen, dass er eine Pflichtverletzung nicht zu vertreten hat. Zum Vertretenmüssen gehören gleichermaßen Vorsatz und Fahrlässigkeit (§ 276 BGB).“

Dies ist auch deswegen von Bedeutung, weil vorsätzliche Pflichtverletzungen nicht nach § 37a WpHG a.F. verjähren.⁶⁴³

Die Geltung dieser Vorsatzvermutung hat der BGH für die Pflicht zur Aufklärung über Rückvergütungen im vorgenannten Urteil vom 12.05.2009 auch für den Fall festgestellt, dass fahrlässige Schadensersatzansprüche gemäß § 37a WpHG a.F. verjährt sein sollten, und die Darlegungs- und Beweislast dafür, dass die beratende Bank nicht vorsätzlich gehandelt hat, der Bank auferlegt. Dies entbinde den Anleger nach teilweise vertretener Ansicht nicht davon, zunächst substantiiert dazu vorzutragen, warum die Pflichtverletzung der Bank fahrlässig oder vorsätzlich begangen worden sein soll.⁶⁴⁴ Teilweise wird hierbei sogar Vortrag zu „Anhaltspunkten bzw. Indizien“ für Vorsatz dem Kunden abverlangt.⁶⁴⁵ Teilweise wird ein Vorsatz ohne äußere Anhaltspunkte bei „einfachen Aufklärungs- oder Beratungsfehlern“ von vornherein ausgeschlossen, wenn es keine Anhaltspunkte für Vorsatz gäbe, die allerdings in der Verletzung aufsichtsrechtlicher Vorschriften liegen können.⁶⁴⁶

Zuzustimmen ist, dass die der beratenden Bank obliegende Darlegungs- und Beweislast, sie habe nicht fahrlässig oder vorsätzlich gehandelt, eine „negative Tatsache“ betrifft. Zudem handelt es sich beim Vorsatz richtigerweise um eine „innere Tatsache“ bei der Person des Handelnden, auf die sich nur aus äußeren Umständen rückschließen lässt. Diese äußeren Umstände sind aber nicht nur schriftliche Prospektunterlagen wie Swappäsentationen oder Termsheets, oder – zumeist umstrittene – mündliche Äußerungen der Bankberater. Vielmehr ist zu diesen äußeren Umständen auch und

⁶⁴² BGH, Urteil vom 12.05.2009, Az. XI ZR 586/07, WM 2009, 1274–1276.

⁶⁴³ Vgl. *Stackmann*, Aufklärungsdefizite und Verjährung im Bankgewerbe, NJW 2012, 2913, 2915.

⁶⁴⁴ OLG Karlsruhe, Urteil vom 08.05.2012, Az. 17 U 82/11, WM 2012, 1860–1863, Rz. 26; OLG München, Beschluss vom 27.03.2012, Az. 5 U 4137/11, BKR 2013, 262, Rz. 18.

⁶⁴⁵ OLG Frankfurt, Beschluss vom 17.12.2012, Az. 23 U 101/12; OLG Frankfurt, Urteil vom 14.01.2013, Az. 23 U 92/12.

⁶⁴⁶ OLG Stuttgart, Urteil vom 10.10.2012, Az. 9 U 87/12, NJW 2013, 320–322.

vor allem die Rechtslage zu zählen. Denn die Rechtslage muss der Rechtsabteilung einer beratenden Bank bekannt sein und diese Kenntnis hat sie an ihre Vertriebsabteilung weiterzuleiten, ansonsten wäre ein Organisationsverschulden gegeben. Die Kenntnis der Rechtsabteilung wird nach § 166 BGB der Bank und damit auch den beratenden Mitarbeitern aus dem Vertrieb zugerechnet.⁶⁴⁷

Was folgt daraus für die Verschuldensvermutung: Vorsatz und Fahrlässigkeit werden zu Lasten der Bank vermutet (§§ 280 Abs. 1 S. 2 BGB i. V. m. § 276 Abs. 1 S. 1 BGB).⁶⁴⁸ Die Bank trägt die Darlegungs- und Beweislast, nicht fahrlässig oder vorsätzlich gehandelt zu haben.⁶⁴⁹ Dies hat der BGH auch mit Urteil vom 24.09.2013 für den Fall eines ähnlichen Interessenkonflikts wiederholt.⁶⁵⁰ Die Bank muss daher eine negative, innere Tatsache beweisen. Dies kann sie tun, indem sie darlegt und beweist, dass sie sich in einem Rechtsirrtum („innere Tatsache“) über die Aufklärungspflicht befunden hat, weil die Rechtsabteilung der Bank selbst bei ordnungsgemäßer Prüfung der Rechtslage eine Aufklärungspflicht nicht feststellen konnte („negative Tatsache“).

Dabei setzt sich die Unterscheidung zwischen Vorsatz und Fahrlässigkeit auch im Rechtsirrtum fort. War der Rechtsirrtum unvermeidbar, liegt weder Vorsatz noch Fahrlässigkeit vor. War der Rechtsirrtum vermeidbar, hat die Bank mindestens fahrlässig gehandelt. War der Rechtsirrtum vermeidbar und hat die Bank eine Aufklärungspflicht für möglich gehalten und ihre Verletzung billigend in Kauf genommen, dann handelte die Bank bedingt vorsätzlich. Hat die Rechtsabteilung der Bank die Aufklärungspflicht erkannt, dann ist direkter Vorsatz gegeben.

2. Unvermeidbarer Rechtsirrtum?

Nach ständiger Rechtsprechung des BGH sind an das Vorliegen eines unverschuldeten Rechtsirrtums strenge Maßstäbe anzulegen, wobei der Schuldner die Rechtslage sorgfältig prüfen, soweit erforderlich, Rechtsrat einholen und die höchstrichterliche Rechtsprechung sorgfältig beachten muss. Grundsätzlich trifft den Schuldner das Risiko, die Rechtslage zu ver-

⁶⁴⁷ Vgl. BGH, Urteil vom 15.04.1997, Az. XI ZR 105/96, NJW 1997, 1917–1919, Rz. 17.

⁶⁴⁸ BGH, Urteil vom 12.05.2009, Az. XI ZR 586/07, WM 2009, 1274–1276, Rz. 17.

⁶⁴⁹ So auch BGH, Urteil vom 28.04.2015, Az. XI ZR 378/13, WM 2015, 1273, Rz. 74.

⁶⁵⁰ BGH, Urteil vom 24.09.2013, Az. XI ZR 204/12, WM 2013, 2065–2069, Rz. 32.

kennen. Er handelt schuldhaft, wenn er mit der Möglichkeit rechnen musste, dass das zuständige Gericht einen anderen Rechtsstandpunkt einnimmt.⁶⁵¹

Zur Aufklärungspflicht über verdeckte Rückvergütungen hat der BGH mit Beschluss vom 29.06.2010 eine Grundsatzentscheidung getroffen.⁶⁵² Danach kann sich eine Bank, die einen Kunden im Rahmen der Anlageberatung nicht auf an sie zurückgeflossene Rückvergütungen hinweist, jedenfalls für die Zeit nach 1990 nicht auf einen unvermeidbaren Rechtsirrtum über Bestehen und Umfang einer entsprechenden Aufklärungspflicht berufen.⁶⁵³ Der BGH stellte dabei zunächst auf zwei Entscheidungen zu vermittelten Waretermingeschäften ab, in denen er heimliche Kickback-Vereinbarungen zwischen Anlagenvermittler und Broker missbilligte, den Vermittler zur Herausgabe der Rückvergütungen nach §§ 675, 667 BGB für verpflichtet gehalten und dem Berufungsgericht aufgegeben hatte, Schadensersatzansprüche nach § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 263 StGB zu prüfen.⁶⁵⁴ Diese Rückvergütungsrechtsprechung beginnend mit dem Urteil vom 19.12.2000⁶⁵⁵ sei nur eine logische Fortsetzung.⁶⁵⁶

Außerdem begründet der BGH die Erkennbarkeit der Aufklärungspflicht aufsichtsrechtlich. Er bezeichnet die Aufklärungspflicht des Anlageberaters über Rückvergütungen – wie schon im Beschluss vom 20.01.2009 – als „Konkretisierung der allgemeinen Aufklärungspflicht über Interessenkollisionen“. Dabei nimmt er Bezug auf die sog. Wohlverhaltensrichtlinie⁶⁵⁷, in deren Ziff. 2.2. Abs. 2 eine „*zivilrechtliche*“ Aufklärungspflicht über die kommissionsrechtliche Verpflichtung zur Herausgabe von Rückvergütungen vorausgesetzt werde, die ihre Grundlage unter anderem in den vorgenannten Urteilen des BGH aus den Jahren 1989 und 1990 gefunden habe.⁶⁵⁸

⁶⁵¹ Vgl. BGH, Urteil vom 14.06.1994, Az. XI ZR 210/93, WM 1994, 1613, 1614; BGH, Urteil vom 04.07.2001, Az. VIII ZR 279/00, WM 2001, 2012, 2014; hierzu näher *Herresthal*, Die Pflicht zur Aufklärung über Rückvergütungen und die Folgen ihrer Verletzung, ZBB 2009, 348, 354.

⁶⁵² BGH, Beschluss vom 29.06.2010, Az. XI ZR 308/09, ZIP 2010, 1335–1337.

⁶⁵³ BGH, Beschluss vom 29.06.2010, Az. XI ZR 308/09, ZIP 2010, 1335–1337, Rz. 5, 7, 8, 10.

⁶⁵⁴ BGH, Urteil vom 28.02.1989, Az. XI ZR 70/88, WM 1989, 1047, 1051; BGH, Urteil vom 06.02.1990, Az. XI ZR 184/88, WM 1990, 462, 464.

⁶⁵⁵ BGH, Urteil vom 19.12.2000, Az. XI ZR 349/99, BGHZ 146, 235 ff.

⁶⁵⁶ Kritisch *Herresthal*, Kritik der aktuellen Ausdifferenzierungen in der höchstrichterlichen Kick-Back-Rechtsprechung, ZBB 2010, 305, 210.

⁶⁵⁷ Richtlinie des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG für das Kommissions-, Festpreis und Vermittlungsgeschäft der Kreditinstitute vom 26. Mai 1997 (BANz. Nr. 98 vom 3. Juni 1997, S. 6586).

⁶⁵⁸ BGH, Beschluss vom 29.06.2010, Az. XI ZR 308/09, ZIP 2010, 1335–1337, Rz. 8.

Zumindest bis zu den Lehman-Entscheidungen des BGH aus dem Jahre 2011, in denen der BGH erstmals eine Abkehr von der Ausstrahlungswirkung des Aufsichtsrechts auf die zivilrechtlichen Pflichten aus einem Beratungsvertrag feststellte,⁶⁵⁹ musste daher davon ausgegangen werden, dass die aufsichtsrechtlichen Pflichten auch für Inhalt und Reichweite (vor-)vertraglicher Aufklärungs- und Beratungspflichten von Bedeutung sind. Zwar nahm die BGH-Rechtsprechung bis dahin an, dass der zivilrechtliche Schutzzweck der Informationspflicht „nicht weiter“ als die Aufklärungs- und Beratungspflichten aus einem Beratungsvertrag oder aus §§ 241 Abs. 2, 311 Abs. 2 BGB gehe.⁶⁶⁰ Dies musste dann aber noch bis September 2011 bedeuten (argumentum e contrario), dass diese Informationspflicht zumindest die Stufe einer Aufklärungs- und Beratungspflicht aus einem Beratungsvertrag erreicht hatte. Seit dem Swapurteil des BGH vom März 2011 wird der anfänglich negative Marktwert in der Regel bereits offengelegt, so dass sich ab dann die Frage eines Rechtsirrtums schon nicht mehr stellt.

Übertragen auf die Erkennbarkeit einer Aufklärungspflicht über einen anfänglich negativen Marktwert eines strukturierten Swaps bedeutet dies bis September 2011 Folgendes:

Bereits am 24.03.2005 hat das OLG Naumburg⁶⁶¹ festgestellt, dass über „*alle wesentlichen mit dem in Rede stehenden Swap verbundenen Risiken und Probleme*“ aufzuklären war. Dies hat der BGH mit Beschluss vom 21.03.2006⁶⁶² bestätigt und ergänzte, dass auch „*über den spekulativen Charakter des konkreten Swapgeschäfts*“ aufzuklären war. Mit Urteil vom 19.12.2006 hat der BGH weiter festgestellt, dass ein Kunde durch Aufklärung in die Lage versetzt werden müsse, das „*Umsatzinteresse*“ der Bank selbst einzuschätzen und zu beurteilen, ob die Bank ihm einen bestimmten Titel nur deswegen empfiehlt, weil sie selbst daran „*verdient*“. Dabei bezog sich der BGH auch auf bereits bekannte, gleichlautende Literaturmeinungen.⁶⁶³ Bei vorsichtiger Auswertung der Rechtsprechung musste daher spätestens im Jahr 2007 damit gerechnet werden, dass Umsatzinteressen, die letztlich zu einem anfänglich negativen, an einen Dritten veräußerlichen

⁶⁵⁹ BGH, Urteile vom 27.09.2011, Az. XI ZR 182/10, BGHZ 191, 119, Rz. 47 und Az. XI ZR 178/10, WM 2011, 2261 Rz. 50; hierzu näher unter D. II. 3.

⁶⁶⁰ BGH, Urteil vom 19.12.2006, Az. XI ZR 56/05, NJW 2007, 1876–1879, Rz. 19.

⁶⁶¹ OLG Naumburg, Urteil vom 24.03.2005, Az. 2 U 111/04, WM 2005, 1313–1318.

⁶⁶² BGH, Beschluss vom 21.03.2006, Az. XI ZR 116/05, BeckRS 2006, 03888.

⁶⁶³ BGH, Urteil vom 19.12.2006, Az. XI ZR 56/05, NJW 2007, 1876–1879, Rz. 23.

Marktwert führen, bei der Beratung offenzulegen waren.⁶⁶⁴ Der BGH hatte im Urteil vom Dezember 2006 zumindest indirekt eine Nachfrageobliegenheit abgelehnt und auch bereits ausdrücklich die Höhe angesprochen, damit der Kunde das Interesse der Bank an dem empfohlenen Erwerb und die damit verbundene Gefährdung der Interessen des Kunden richtig einschätzen kann.⁶⁶⁵

Der BGH sieht in der Pflicht zur Aufklärung über den anfänglich negativen Marktwert einen Ausfluss des zivilrechtlich allgemein anerkannten Grundsatzes der Vermeidung vertragswidriger Interessenkonflikte. Diese Pflicht ist, so auch der BGH, aufsichtsrechtlich in § 31 WpHG kodifiziert.⁶⁶⁶ Die in § 31 WpHG normierte Pflicht zur Vermeidung bzw. Offenlegung von

⁶⁶⁴ Ebenso OLG Köln, Beschluss vom 12.07.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21614, Rz. 14: „Die Aufklärungspflicht ergibt sich auch hinsichtlich des anfänglich negativen Marktwertes aus dem allgemein anerkannten Grundsatz der Vermeidung vertragswidriger Interessenkollisionen. Für den vorliegenden Fall kann daher nichts anderes gelten als für das Vertreten müssen von Pflichten hinsichtlich der Pflicht zur Aufklärung über Rückvergütungen, die ebenso mit der Vermeidung von Interessenkollisionen begründet werden und für die sich die Bank zumindest für einen Zeitraum ab Ende 1990 nicht darauf berufen kann, sich darüber in Unkenntnis befunden zu haben.“; ebenso OLG Düsseldorf, Urteil vom 09.10.2014, Az. I-14 U 91/13, WM 2014, 1907, 1911: „Der BGH hat vielmehr eine Pflicht zur Aufdeckung möglicher Interessenkonflikte, die den Vertragszweck gefährden können, schon weit vor seinem Swap-Urteil angenommen (z. B. BGH 19.12.2000 = WM 2001, 297; NJW-RR 1990, 876ff.). Überdies hat der BGH etwa im Hinblick auf Rückvergütungen bei Kapitalanlagen gefordert, dass die Bank den Kunden über den auch insofern bestehenden Interessenkonflikt aufzuklären hat (vgl. nur BGH Urt. v. 19.12.2006 = WM 2007, 487). Angesichts dieser Rechtsprechung war auch hier ohne Weiteres ersichtlich, dass die Bank über den Interessenkonflikt aufklären musste. Die tatsächlichen Umstände, die den schweren Interessenkonflikt begründeten, waren der Bank sämtlich bekannt.“; ebenso Kammergericht Berlin, Beschluss vom 15.07.2014, Az. 4 U 56/12: „Die vom Bundesgerichtshof in der o. g. Entscheidung statuierte Aufklärungspflicht über den negativen Marktwert ist lediglich eine Ausprägung des allgemeinen Grundsatz der Vermeidung vertragswidriger Interessenkollisionen. Ebenso verhielt es sich für das Vertretenmüssen hinsichtlich der Pflicht zur Aufklärung über Rückvergütungen, die gleichfalls mit der Vermeidung von Interessenkollisionen begründet worden ist und für die sich die Bank nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zumindest für einen Zeitraum ab Ende 1990 nicht darauf berufen kann, sich darüber in Unkenntnis befunden zu haben (vgl. nur BGH Beschluss vom 29. Juni 2010 – XI ZR 308/09 = NJW 2010, 2339–2341, Rn. 5, 6 bei juris). Zu beachten ist dabei für den vorliegenden Fall eines Swapgeschäfts auch, dass der Bundesgerichtshof in seinem Urteil vom 22. März 2011 keine grundsätzlichen Bedenken hatte, dass die Bank nicht schuldhaft gehandelt haben könnte (BGH a. a. O., Rn. 39 bei juris).“

⁶⁶⁵ BGH, Urteil vom 19.12.2006, Az. XI ZR 56/05, NJW 2007, 1876–1879, Rz. 24.

⁶⁶⁶ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR

Interessenkonflikten ist spätestens seit dem Urteil des BGH vom 19.12.2006 für Inhalt und Reichweite (vor-)vertraglicher Aufklärungs- und Beratungspflichten von Bedeutung. Man wird daher auch unter dem Gesichtspunkt der Ausstrahlungswirkung aufsichtsrechtlicher Vorgaben spätestens für das Jahr 2007 eine Aufklärungspflicht über anfänglich negative Marktwerte annehmen müssen, die bewusst einstrukturiert werden, um zu Lasten des Kunden einen Vorteil für die Bank zu generieren. Aufgrund der Abkehr von der Ausstrahlungswirkung des Aufsichtsrechts in den Lehman-Urteilen wird man dies allerdings nur bis zum September 2011 annehmen können.⁶⁶⁷ Infolge des Swapurteils des BGH vom 22.03.2011 stellt sich die Frage eines Rechtsirrtums danach ohnehin nicht mehr.

Allerdings scheint der BGH mit Urteil vom 03.06.2014 seine Rechtsprechung zum vermeidbaren Rechtsirrtum gelockert zu haben. Nunmehr sei ein Rechtsirrtum schon unvermeidbar, wenn die Rechtslage „*besonders zweifelhaft und schwierig*“ sei.⁶⁶⁸ Die vom BGH als Begründung hierfür angeführten Fälle rechtfertigen diese Ansicht allerdings nicht,⁶⁶⁹ so dass ein Rechtsprechungswechsel anzunehmen ist. Der BGH führt hierzu weiter aus, dass die Bank deswegen eine Fehlvorstellung zur Übertragung der Kick-Back-Rechtsprechung auf Innenprovisionen unter dem Gesichtspunkt des Interessenkonfliktes entwickeln durfte, weil mit dem Verschweigen von verdeckten Rückvergütungen eine „*Täuschung des Anlegers*“ verbunden sei.⁶⁷⁰ Eben diese „Täuschung“ findet sich auch beim Verschweigen verdeckter negativer Marktwerte von Swapgeschäften.⁶⁷¹ Das Urteil des BGH vom 19.12.2006 musste daher auch unter den nunmehr erleichterten Bedingungen des BGH zur Frage der Unvermeidbarkeit des Irrtums dazu führen, dass heimlich einstrukturierte Marktwerte unter dem Gesichtspunkt der Interessenkollision offenzulegen waren.

Die Übertragung der BGH-Entscheidung vom 19.12.2006 auf negative Marktwerte wurde tatsächlich auch von einigen Rechtsabteilungen auf Bankenseite so gesehen. Die Rechtsabteilung der Deutschen Bank hat zum Beispiel ihre Prospektunterlagen zu Indexswaps nach dem Urteil des BGH vom 19.12.2006 abgeändert. Erstmals wurden darin Hinweise auf eine „ur-

2011, 293–299, Rz. 32; BGH, Beschluss vom 20.01.2009, Az. XI ZR 510/07, NJW 2009, 1416–1417.

⁶⁶⁷ BGH, Urteile vom 27.09.2011, Az. XI ZR 182/10, BGHZ 191, 119, Rz. 47 und Az. XI ZR 178/10, WM 2011, 2261 Rz. 50; hierzu näher unter D. II. 3.

⁶⁶⁸ BGH, Urteil vom 03.06.2014, Az. XI ZR 147/12, NJW 2014, 2947, Rz. 25.

⁶⁶⁹ *Buck-Heeb*, Aufklärung über Innenprovisionen, unvermeidbarer Rechtsirrtum und die Überlagerung durch Aufsichtsrecht, WM 2014, 1601, 1603.

⁶⁷⁰ BGH, Urteil vom 03.06.2014, Az. XI ZR 147/12, NJW 2014, 2947, Rz. 30.

⁶⁷¹ Hierzu näher unter F. VI. 1.

sprüngliche Preisbildung bei OTC-Derivaten“ und einen „bankinternen Vertriebssertrag“ gegeben,⁶⁷² wenngleich in sehr verschlüsselter Form und für den Durchschnittskunden ohne weitere Erklärung unverständlich. Die Rechtsabteilung hielt daher eine Aufklärungspflicht über den in die Indexswaps einstrukturierten anfänglich negativen Marktwert für möglich. Ob sie eine Verletzung dieser Aufklärungspflicht billigend in Kauf nahm und daher bedingt vorsätzlich handelte, oder aber darauf hoffte, dass ihre Hinweise ausreichend sein könnten (bewusste Fahrlässigkeit), wird vom Einzelfall abhängen und sich unter Umständen erst nach einer Vernehmung von Mitgliedern aus der jeweiligen Rechtsabteilung klären lassen. Die Beweislast für das Vorliegen eines Rechtsirrtums verbleibt aber – dem Grundsatz des § 280 Abs. 1 S. 2 BGB entsprechend – bei der beratenden Bank. Teilweise wird bei der Verletzung aufsichtsrechtlicher Vorschriften wie der Wohlverhaltensrichtlinie bereits bedingter Vorsatz angenommen.⁶⁷³

Mit Urteil vom 28.04.2015 hat der BGH das Vorliegen eines unvermeidbaren Rechtsirrtums hinsichtlich der Pflicht zur Aufklärung über einen anfänglich negativen Marktwert ausdrücklich abgelehnt.⁶⁷⁴

VIII. Kausalität

Auch bei Verletzung der Pflicht zur Aufklärung über einen anfänglich negativen Marktwert hat der BGH im Swapurteil vom 22.03.2011 die sog. „Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens“ angewendet.⁶⁷⁵ Die Kausalitätsvermutung gelte grundsätzlich für alle Aufklärungsfehler eines Anlageberaters, insbesondere auch dann, wenn wie im Swapfall eine Interessenkollision pflichtwidrig nicht offen gelegt wurde.⁶⁷⁶ Auch hierin zeigt sich wieder die Parallele, die der BGH zwischen verdeckten Rückvergütungen und verdeckten Marktwerten zieht.

⁶⁷² Siehe Auszug im Beschluss des OLG Köln vom 09.09.2013, Az. 13 U 120/12, BeckRS 2013, 21615, Rz. 7.

⁶⁷³ Hierzu OLG Stuttgart, Urteil vom 16.03.2011, Az. 9 U 129/10, ZIP 2011, 803–806.

⁶⁷⁴ BGH, Urteil vom 28.04.2015, Az. XI ZR 378/13, WM 2015, 1273, Rz. 73.

⁶⁷⁵ Vgl. BGH, Urteil vom 05.07.1973, Az. VII ZR 12/73, BGHZ 61, 118, 122 f.; BGH, Urteil vom 16.11.1993, Az. XI ZR 214/92, BGHZ 124, 151, 159 f.; BGH, Urteil vom 07.05.2002, Az. XI ZR 197/01, BGHZ 151, 5, 12; BGH, Urteil vom 02.03.2009, Az. II ZR 266/07, WM 2009, 789, Rz. 6 und BGH, Urteil vom 12.05.2009, Az. XI ZR 586/07, WM 2009, 1274, Rz. 22.

⁶⁷⁶ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 40 unter Verweis auf das Senatsurteil vom 12.05.2009, Az. XI ZR 586/07, WM 2009, 1274, Rz. 22.

Die Bank kann und muss Umstände darlegen und beweisen, die diese Vermutung widerlegen könnten. Denn bei der Kausalitätsvermutung handelt es sich nicht lediglich um eine Beweiserleichterung im Sinne eines Anscheinsbeweises, sondern um eine zur Beweislastumkehr führende widerlegliche Vermutung.⁶⁷⁷ Der Vortrag, dass es für den Vertragspartner mehrere, vernünftigerweise nicht nur eine Möglichkeit aufklärungsrichtigen Verhaltens gegeben habe, die gehörige Aufklärung beim Vertragspartner also einen Entscheidungskonflikt ausgelöst hätte, ist hierfür nicht ausreichend; denn auf einen Entscheidungskonflikt des Kunden kommt es seit dem BGH-Urteil vom 08.05.2012 nicht mehr an, weil es mit dem Schutzzweck der Beweislastumkehr nicht zu vereinen sei.⁶⁷⁸ Der Vortrag, es sei nichts dafür ersichtlich, dass der Kunde einen Swapvertrag in Kenntnis des anfänglichen negativen Marktwertes nicht abgeschlossen hätte, genügt ebenfalls nicht den Anforderungen an die Darlegung konkreter Umstände zur Widerlegung der Vermutung.⁶⁷⁹ Dabei ist zu berücksichtigen, dass der BGH im Fall des Verschweigens des anfänglich negativen Marktwertes einen „*schwerwiegenden*“ Interessenkonflikt angenommen hat, der über einen einfachen Interessenkonflikt infolge der angeblich offenkundigen „generellen Gewinnerzielungsabsicht“ hinausgeht.⁶⁸⁰

⁶⁷⁷ BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 08.12.2011, Az. 1 BvR 2514/11, ZIP 2012, 164, Rz. 20; BGH, Beschluss vom 09.03.2011, Az. XI ZR 191/10, WM 2011, 925, Rz. 33.

⁶⁷⁸ BGH, Urteil vom 08.05.2012, Az. XI ZR 262/10, NJW 2012, 2427–2434, Rz. 33 mit Verweis auf *Roth*, Beweismaß und Beweislast bei der Verletzung von bankvertraglichen Aufklärungs- und Beratungspflichten, ZHR 154 (1990), 513, 532, wonach die Aufklärung der Information zur freien Entscheidung des Kunden dient und seine privatautonome Entscheidungsfreiheit wahrt, so dass das Unaufklärbarkeitsrisiko von der Bank zu tragen ist; hierzu kritisch *Herresthal*, Die Pflicht zur Aufklärung über Rückvergütungen und die Folgen ihrer Verletzung, ZBB 2009, 348, 359, wonach *die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens in Konstellationen, in denen der Anleger nicht über Rückvergütungen aufgeklärt wurde, nicht anwendbar sei, da es sich um Konstellationen unklaren Alternativverhaltens handele [...] Von der einzig vernünftigen Entscheidung, die Anlage nicht vorzunehmen, sei erst dann auszugehen, wenn die Rückvergütung eine Höhe erreicht habe, die das Anlageziel bzw. die Rentabilität der Anlage ernsthaft in Frage stellt oder einen schweren Interessenkonflikt des Beraters besorgen lässt. Dies werde prinzipiell, also vorbehaltlich besonderer Umstände des Einzelfalls, erst dann der Fall sein, wenn die Rückvergütung eine Größenordnung von 10–15% des Anlagebetrages übersteigt.*

⁶⁷⁹ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 40.

⁶⁸⁰ BGH, Urteil vom 22.03.2011, Az. XI ZR 33/10 (Swapurteil), BGHZ 189, 13–32 = NJW 2011, 1949–1954 = WM 2011, 682–688 = ZIP 2011, 756–761 = BKR 2011, 293–299, Rz. 38; vgl. F. IV. 1.

Es gibt aber oftmals weitere Umstände, die Zweifel an der Kausalität wecken könnten. Hierzu zählt insbesondere der Abschluss von Vorgeschäften. Wer ein vergleichbares Swapgeschäft in Kenntnis des Aufklärungsfehlers abgeschlossen hatte, der könnte auch ein nachfolgendes Swapgeschäft in Kenntnis des Aufklärungsfehlers abgeschlossen haben. Im Fall von Rückvergütungen hatte der BGH die Angelegenheit zur Vernehmung des Kunden zurückverwiesen, weil dieser bereits einen Fonds in Kenntnis von Grund und Höhe der geflossenen Rückvergütungen abgeschlossen hatte und in der Folge einen weiteren Fonds abschloss, bei dem er sich dann auf eine entsprechende Aufklärungspflichtverletzung berief.⁶⁸¹ Dies ist nur konsequent.

Kein Indiz gegen die Kausalitätsvermutung ist es dagegen, wenn der Kunde nur dem Grunde nach Kenntnis eines Interessenkonfliktes hat, aber nicht der Höhe nach.⁶⁸² Wie bereits dargelegt besteht keine Nachfrageobligenheit des Kunden und er könnte sich falsche Vorstellungen von der Höhe gemacht haben. Deswegen hat der BGH in den vorgenannten Kick-Back-Entscheidungen vom 09.03.2011 und 19.07.2011 die Kausalitätsvermutung zugunsten des Kunden angewendet, obwohl die Kenntnis von Rückvergütungen zumindest dem Grunde nach in Betracht kam.⁶⁸³

Ob sich ein Indiz für die fehlende Kausalität der unterlassenen Mitteilung über Rückvergütungen auch daraus ergeben kann, dass der Anleger an vergleichbaren – „*möglicherweise gewinnbringenden*“ – Kapitalanlagen festhält und nicht unverzüglich Rückabwicklung wegen eines Beratungsfehlers begehrt,⁶⁸⁴ ist fraglich. Es kommt häufig vor, dass Anleger mit einem Vor-

⁶⁸¹ BGH, Urteil vom 08.05.2012, Az. XI ZR 262/10, NJW 2012, 2427–2434, Rz. 51: „Auf Seite 28 des Prospektes zu diesem Fonds ist angegeben, dass und in welcher Höhe die Beklagte Vertriebsprovisionen erhält.“

⁶⁸² A.A. Merz/Rothenhöfer, Aktuelle Fragestellungen: Schadensersatz nach Beratung über Swapverträge, CRP 03-04, 2014, 56, 63, die hierin ein „*widersprüchliches Verhalten*“ sehen.

⁶⁸³ BGH, Beschluss vom 09.03.2011, Az. XI ZR 191/10, WM 2011, 925, Rz. 33: „*Steht – wie hier in Bezug auf Rückvergütungen – eine Aufklärungspflichtverletzung fest, streitet für den Anleger die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens, die zu einer Beweislastumkehr führt.*“; BGH, Beschluss vom 19.07.2011, Az. XI ZR 191/10, WM 2011, 1506, Rz. 9: „*Soweit die Revision einer mangelnden Nachfrage des Zedenten Bedeutung beimessen will, verkennt sie, dass der Bankberater – anders als ein freier Anlageberater (vgl. BGH, Urteil vom 3. März 2011 – III ZR 170/10, WM 2011, 640 Rn. 21) – ungefragt nicht nur über das Ob, sondern auch über die Höhe der Rückvergütungen aufklären muss (vgl. Senatsurteil vom 19. Dezember 2006 – XI ZR 56/05, BGHZ 170, 226 Rn. 24).*“; demgegenüber BGH, Beschluss vom 15.01.2013, Az. XI ZR 8/12, BKR 2013, 203 und Urteil vom 28.04.2015, Az. XI ZR 378/13.

⁶⁸⁴ So BGH, Urteil vom 08.05.2012, Az. XI ZR 262/10, NJW 2012, 2427–2434, Rz. 50; bestätigend BGH, Urteil vom 28.04.2015, Az. XI ZR 378/13, WM 2015, 1273, Rz. 81.

geschäft Gewinne erzielen, dessen Beratung gleichsam fehlerhaft war wie die Beratung zum Nachfolgegeschäft, mit welchem Verluste gemacht wurden. Ob dies von Bankenseite so geplant war, um den Kunden sozusagen erst „anzufüttern“ und ihm die Scheu vor dem Unbekannten zu nehmen, wird sich nicht feststellen lassen. Gerade in Swapsachen ist dieser Zusammenhang aber auffällig. Hat der Kunde also mit dem Vorgeschäft keinen Schaden erlitten, besteht auch kein Schadensersatzanspruch, so dass lediglich die Rückabwicklung des Folgegeschäfts geltend gemacht werden kann. Ob man allein in der Tatsache, dass der Kunde die Gewinne des Vorgeschäfts nicht ebenfalls zur Rückabwicklung anbietet, ein Indiz für fehlende Kausalität erkennen kann, ist zweifelhaft.⁶⁸⁵ In solchen Fällen könnte höchstens eine Vorteilsanrechnung in Betracht gezogen werden.⁶⁸⁶

IX. Vorteilsanrechnung

Eine Vorteilsanrechnung kommt nach allgemeinen Grundsätzen in Betracht oder aufgrund des sog. „Rahmenvertrags für Finanztermingeschäfte“.

1. Kongruente Vorteile

Hat ein zum Schadensersatz verpflichtendes Ereignis neben Nachteilen auch Vorteile gebracht, ergibt sich die Frage, ob diese auf den Schadensersatzanspruch anzurechnen sind. Die Rechtsprechung macht die Vorteilsausgleichung von zwei Voraussetzungen abhängig. Zu dem schädigenden Ereignis muss ein adäquater Zusammenhang bestehen.⁶⁸⁷ Weiter muss die Anrechnung des Vorteils dem Zweck des Schadensersatzes entsprechen, d. h. sie darf den Geschädigten nicht unzumutbar belasten und den Schädiger nicht unbillig begünstigen.⁶⁸⁸ Zwischen Vor- und Nachteil muss ein innerer Zusammenhang bestehen; beide müssen bei wertender Betrachtung gleichsam zu einer Rechnungseinheit verbunden sein.⁶⁸⁹ Der Vorteil ist

⁶⁸⁵ So aber LG Frankfurt a.M., Urteil vom 04.01.2013, Az. 2-21 O 424/11, mit der fragwürdigen Begründung, der Kunde hätte auch Rückabwicklung der gewinnträchtigen Swaps „im Wege des Schadensersatzes“ verlangen müssen.

⁶⁸⁶ So z. B. vorgenommen vom LG Düsseldorf, Urteil vom 28.03.2013, Az. 8 O 43/12, BeckRS 2013, 06810.

⁶⁸⁷ BGH, Urteil vom 15.11.1967, Az. VIII ZR 150/65, NJW 1968, 491; BGH, Urteil vom 16.01.1990, Az. VI ZR 170/89, NJW 1990, 1360.

⁶⁸⁸ BGH, Urteil vom 17.11.2005, Az. III ZR 350/04, NJW 2006, 499; BGH, Urteil vom 12.11.2009, Az. VII ZR 233/08, NJW 2010, 675.

⁶⁸⁹ BGH, Urteil vom 16.05.1980, Az. V ZR 91/79, NJW 1980, 2187; BGH, Versäumnisurteil vom 12.03.2007, Az. II ZR 315/05, NJW 2007, 3130.

dann bei der Schadensposition abzusetzen, der er sachlich entspricht. Erforderlich ist eine sachliche und zeitliche Kongruenz von Vor- und Nachteilen.⁶⁹⁰

Hat ein Kunde also mehrere Swapgeschäfte abgeschlossen und mit einigen Gewinne gemacht, mit anderen Verluste erlitten, kann sich die Frage der Vorteilsanrechnung stellen. Voraussetzung wäre jedenfalls eine entsprechende „Aufklärungsdichte“, d. h. dass die Swapgeschäfte in Bezug auf die Aufklärungspflichten vergleichbar sind („Fehleridentität“).⁶⁹¹ Wäre der Kunde z. B. über den anfänglich negativen Marktwert ordnungsgemäß aufgeklärt worden, so hätte er weder das gewinnbringende Vorgeschäft, noch das verlustreiche Folgegeschäft abgeschlossen. Unter dem Gesichtspunkt der Vermeidung einer „Rosinenpickerei“ könnte eine Vorteilsanrechnung dem Kunden zumutbar sein.

Fraglich ist allerdings schon, ob das schädigende Ereignis überhaupt „conditio sine qua non“ für den anzurechnenden Vorteil sein kann. In der Regel gibt es bei mehreren Geschäften auch mehrere Beratungsgespräche. Die Falschberatung zum Vorgeschäft mag für dieses kausal sein, aber nicht für das Folgegeschäft, wenn es hierfür ein eigenes Beratungsgespräch gegeben hat.

Fraglich ist auch das Vorliegen der erforderlichen Kongruenz. Beim Abschluss von gleichartigen Finanztermingeschäften (mehrere Wechselkurswetten auf das Währungspaar EUR/YEN) hat der BGH die erforderliche „Kongruenz“ ausdrücklich verneint:⁶⁹²

„Darüber hinaus geht das Berufungsgericht in der Annahme fehl, es habe der Klägerin obliegen, zum Umfang der von ihr mit Gewinn durchgeführten Devisenoptionengeschäfte vorzutragen. Bei den von der Klägerin getätigten Geschäften handelte es sich – [...] – um selbständige Schadensereignisse, die auch durch die Gleichförmigkeit einer möglichen (Aufklärungs-)Pflichtverletzung seitens der Beklagten nicht zu einem einzigen Schadensereignis verbunden wurden.“

„Gewinne aus sonstigen Geschäften waren weder bei der Schadensberechnung nach der Differenzhypothese zu berücksichtigen noch im Zuge einer – von der Beklagten darzulegenden und zu beweisenden [...] – Vorteilsausgleichung in Ansatz zu bringen, weil es an einem kongruenten Vorteil fehlte.“

Fraglich ist auch, ob eine Anrechnung den Schädiger nicht unbillig begünstigen würde. Wenn er Gewinne aus fehlerhafter Beratung mit Verlus-

⁶⁹⁰ *Grüneberg*, in: Palandt BGB, 74. Aufl. 2015, Vor § 249 BGB Rz. 67 ff.; BGH, Urteil vom 06.06.1997, Az. V ZR 115/96, NJW 1997, 2378.

⁶⁹¹ OLG Düsseldorf, Urteil vom 10.10.2002, Az. I-6 U 9/02, WM 2003, 1263.

⁶⁹² BGH, Beschluss vom 22.01.2013, Az. XI ZR 471/11, NJW-RR 2013, 948–949, Rz. 11.

ten aus fehlerhafter Beratung verrechnen könnte, hätte er im Ergebnis nichts zu befürchten, so lange mit den Vorgeschäften hinreichend Gewinne aufgebaut worden sind. Damit wäre einer fortgesetzten Falschberatung Tür und Tor geöffnet.

Die rechtlichen Argumente sprechen daher gegen eine Vorteilsanrechnung.⁶⁹³ Eine Anrechnung könnte aber noch bei Anwendung des Rahmenvertrages in Betracht kommen.

2. Rahmenvertrag

Der sog. „Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte“⁶⁹⁴ sieht in Ziff. 1.2. vor, dass alle Einzelabschlüsse untereinander und zusammen mit diesem Rahmenvertrag einen einheitlichen Vertrag bilden; sie werden im Sinne einer einheitlichen Risikobetrachtung auf dieser Grundlage und im Vertrauen darauf getätigt. In Ziff. 8.2. ist dort unter der Überschrift „Schadensersatz und Vorteilsausgleich“ u. a. geregelt, dass eine ersatzberechtigte Partei, die aus der Beendigung von Einzelabschlüssen einen finanziellen Vorteil erlangt, der anderen Partei einen Betrag in Höhe dieses Vorteils schuldet, höchstens jedoch in Höhe des Schadens. Daher wurden die unter einem Rahmenvertrag abgeschlossenen Swapgeschäfte von den OLGs München und Düsseldorf miteinander saldiert.⁶⁹⁵

Dies ist vor dem Hintergrund der Bond-Rechtsprechung kritisch zu sehen. Denn durch jedes Beratungsgespräch kommt ein konkludenter Beratungsvertrag zustande, der Grundlage der Aufklärungspflichten und der entsprechenden Schadensersatzforderungen ist. Der Rahmenvertrag könnte aber nur die Swapverträge (Ziff. 1.2. „Einzelabschluss“) verklammern, nicht die Beratungsverträge.

Zu einer Verrechnung von Swapgeschäften wäre es außerdem erforderlich, dass diese Swapgeschäfte noch nicht abgeschlossen sind. Denn die Saldierungsklausel des Rahmenvertrages erfasst nur Einzelabschlüsse, die im Zeitpunkt der Beendigung des Rahmenvertrages (Ziff. 8.1.) noch nicht vollständig abgewickelt sind (Ziff. 7.1.) und deshalb nunmehr ebenfalls beendet werden. Soweit Einzelabschlüsse aber bereits vollständig abgewi-

⁶⁹³ Bestätigend BGH, Urteil vom 28.04.2015, Az. XI ZR 378/13, WM 2015, 1273, Rz. 85.

⁶⁹⁴ Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte, [https://www.bankenverband.de/service/rahmenvertraege-fuer-finanzgeschaefte/deutscher-raahmenvertrag-fuer-finanztermingeschaefte/\(letzter Abruf 23.10.2015\)](https://www.bankenverband.de/service/rahmenvertraege-fuer-finanzgeschaefte/deutscher-raahmenvertrag-fuer-finanztermingeschaefte/(letzter%20Abruf%2023.10.2015)).

⁶⁹⁵ OLG München, Urteil vom 22.10.2012, Az. 19 U 672/12, WM 2013, 369–374, Rz. 61; OLG Düsseldorf, Urteil vom 07.10.2013, Az. 1-9 U 101/12, WM 2013, 2026–2030, Rz. 51 ff.

ckelt sind, sind sie mit den noch laufenden Einzelabschlüssen gerade nicht zu einer rechtsgeschäftlichen Rechnungseinheit verbunden.⁶⁹⁶

Auch der Rahmenvertrag eignet sich daher nicht für eine Vorteilsverrechnung.⁶⁹⁷

X. Ausblick: Übertragung auf strukturierte Zertifikate

Ein anfänglich negativer Marktwert kann nicht nur in einen Swap, sondern auch in ein Zertifikat einstrukturiert werden.

1. Vergleichbarkeit

Das Zertifikat ist eine verbrieft, „zertifizierte“ Wette, zwischen Kunde und Bank in Form einer Schuldverschreibung. Wie beim Swap wetten die Parteien auf die Entwicklung eines Basiswertes. Beim Swap tauschen die Parteien gegenseitig Zahlungen aus, je nach Entwicklung des Basiswertes. Beim Zertifikat geht der Kunde in Vorleistung und leistet den Anlagebetrag an die Bank, dessen Rückzahlung durch die Bank von der Entwicklung des Basiswertes abhängig ist.

Kurz gesagt: Der Swap ist ein „kreditiertes Zertifikat“. Im Ergebnis nimmt der Kunde beim Swap einen fiktiven Kredit auf, mit dem er auf die Entwicklung des Basiswertes wettet. Deswegen müssen Swapkunden auch entsprechende Sicherheiten bei der Bank hinterlegen, damit deren Forderungen im Verlustfalle gedeckt sind.

Dies kann am Beispiel der „Harvest“ Produktserie der Deutschen Bank verdeutlicht werden. Die Bank hat sich eine Strategie überlegt, um durch Zins- und Währungsspekulation Gewinne zu erzielen. Die Harvest Strategie versucht, die Unterschiede von Zinsdifferenzen verschiedener Währungsräume auszunutzen, indem Währungstermingeschäfte zu bestimmten Roll-Over-Terminen ge- und verkauft werden. Die Strategie soll vollautomatisch ablaufen, so dass sie im Deutsche Bank Balanced Currency Harvest Index abgebildet werden kann. Dieser Index kann nunmehr als Basiswert für verschiedene Finanzprodukte verwendet werden.⁶⁹⁸

Der Harvest Index wurde daher zur Grundlage eines Zertifikates, eines Swaps und eines Fonds gemacht. Beim Harvest Zertifikat hängt die Rück-

⁶⁹⁶ Vgl. LG Frankfurt a.M., Urteil vom 06.02.2013, Az. 2-02 O 150/12.

⁶⁹⁷ Bestätigend BGH, Urteil vom 28.04.2015, Az. XI ZR 378/13, WM 2015, 1273, Rz. 88.

⁶⁹⁸ Vgl. Deutsche Bank, Fondsprospekt DB Platinum IV, Februar 2011, für den DB Balanced Currency Harvest Fonds, der auf dem gleichen Index basiert, S. 211 ff.

zahlung der Anlagesumme von der Entwicklung des Harvest Index ab. Beim Harvest Swap bestimmt der Index die Zahlungen der Swapparteien. Der Fonds wurde so gestaltet, dass seine Wertentwicklung von der Entwicklung des Harvest Index bestimmt wird; hierzu werden Swapvereinbarungen zwischen der Fondsgesellschaft und einem Dritten geschlossen.⁶⁹⁹

Das Zertifikat kann auch wie ein Swap negativ strukturiert werden.⁷⁰⁰ Im Fall des Harvest Zertifikates der Deutschen Bank wurde dieses als „Fallschirm Zertifikat“ mit einer Laufzeit von 4 Jahren, einer 144%igen Teilnahme am Index und einem Schutz gegen Kursverluste bis zu einem Absicherungsniveau von 85% strukturiert. Zugleich wurde auch in das Zertifikat ein „anfänglich negativer Marktwert“ einstrukturiert und vom „fair value“ abgewichen.

2. „Fair value“-Gedanke

In das Zertifikat wurde ein „anfänglich negativer Marktwert“ einstrukturiert. Dem Grunde nach wird hierauf im Ausgabeprospekt auch hingewiesen.

Danach sei im Ausgabepreis ein Aufschlag auf den rechnerisch fairen Wert enthalten („Marge“), welcher von der Deutschen Bank nach ihrem freien Ermessen festgesetzt wird und insbesondere Kosten für den Vertrieb des strukturierten Wertpapiers (Vertriebsvergütungen) und dessen Strukturierung abdecke. Der „theoretisch mathematische (rechnerisch faire) Wert“ hänge im Wesentlichen vom Wert des Bezugsobjektes und dem Wert etwaiger derivativer Komponenten des Wertpapiers ab.⁷⁰¹

Der Kurs für den Kunden enthält also einen Aufschlag auf den „fairen Wert“. Oder anders ausgedrückt: Der anfängliche Marktwert des Zertifikats ist zu Lasten des Kunden negativ. Zu Beginn ist das Zertifikat also „unfair“ bepreist, der Kunde erhält nicht den „fairen Wert“ (fair value), sondern einen reduzierten Wert. Wollte er das Zertifikat unmittelbar nach Erwerb

⁶⁹⁹ Fondsprospekt mit Harvest Indexbeschreibung, abrufbar unter <http://www.at.x-markets.db.com/pdf/DE/prospectus/prospectus1.pdf>, S. 211 ff.: „Ziel der OTC-Swap-Transaktionen ist es, die am Handelstag erwartete Wertentwicklung der übertragbaren Wertpapiere, in die der Teilfonds investiert, gegen die Wertentwicklung des Basiswerts einzutauschen.“

⁷⁰⁰ Vgl. *Gundermann*, Zu den Anforderungen der Bankberatung bei strukturierten Finanzprodukten, BKR 2013, 406, 409: „Danach ergeben sich erhebliche negative Marktwerte zu Lasten des Kunden bereits bei Vertragsschluss auch bei Zertifikaten.“

⁷⁰¹ Finales Termsheet „Fallschirm Zertifikat auf den Deutsche Bank Balanced Currency Harvest Index“, nicht mehr öffentlich zugänglich. Allgemeine Informationen vom 04.04.2008 zu diesem Zertifikat unter http://www.zertifikatereport.de/news_3195.html (letzter Abruf 23.10.2015).

wieder verkaufen, würde er einen Verlust erleiden. Dies gilt unabhängig von dem zusätzlich vereinnahmten Ausgabeaufschlag.⁷⁰²

Im Ausgabepreis ist ein Aufschlag auf den rechnerisch fairen Wert enthalten.⁷⁰³ Der Kunde kann das Zertifikat am Markt daher nur mit einem Abschlag wieder verkaufen. Hierzu wird mitgeteilt, dass der Preis am Sekundärmarkt insbesondere durch den „rechnerisch fairen Wert“ und die „im Ausgabepreis enthaltene Marge“ beeinflusst wird.⁷⁰⁴ Erhält der Kunde aber mit Abschluss schon nicht den rechnerisch fairen Wert, dann muss er beim Verkauf am Sekundärmarkt einen Verlust in Höhe der eingepreisten Marge hinnehmen.

Wie in einen Swap, so kann also auch in ein Zertifikat ein anfänglich negativer Marktwert bewusst einstrukturiert werden. Die Grundsätze, die der BGH für strukturierte Swaps entwickelt hat, müssen daher sinngemäß auch für strukturierte Zertifikate gelten. Auch hier kann der Kunde nicht erkennen, dass die Bank neben dem Ausgabeaufschlag eine weitere Marge in das Produkt einstrukturiert hat, es sei denn, es wurde wie im Fall des Harvest Zertifikates der Deutschen Bank darauf hingewiesen.

Eine Übertragung der Swaprechtsprechung auf unfair bepreiste Zertifikate liegt daher nahe. Der BGH hat bereits im Lehman-Urteil festgestellt, dass es für jeden Anleger offensichtlich sei, dass bei einem derart strukturierten Produkt die Erwartungen der Emittentin auf der einen und des Anlegers auf

⁷⁰² So heißt es in diesem Termsheet weiter: „Schließlich kann die Deutsche Bank auf den so bestimmten Ausgabepreis zusätzlich einen Ausgabeaufschlag in Rechnung stellen.“

⁷⁰³ Finales Termsheet „Fallschirm Zertifikat auf den Deutsche Bank Balanced Currency Harvest Index“: „Im Ausgabepreis ist ein Aufschlag auf den rechnerisch fairen Wert enthalten [...]“.

⁷⁰⁴ Finales Termsheet „Fallschirm Zertifikat auf den Deutsche Bank Balanced Currency Harvest Index“:

„Einflussfaktoren auf die Preisstellung im Sekundärmarkt: Zu den Umständen, auf deren Grundlage der Market-Maker im Sekundärmarkt die gestellten Geld- und Briefkurse selbst festsetzt, gehören insbesondere:

- der rechnerisch faire Wert
- die Geld-Briefspanne: Die Spanne zwischen Geld- und Briefkursen im Sekundärmarkt setzt der Market-Maker abhängig von Angebot und Nachfrage für die Wertpapiere und unter Ertragsgesichtspunkten fest.
- ein ursprünglich erhobener Ausgabeaufschlag
- Entgelte/Kosten: u. a. Verwaltungs-, Transaktions- oder vergleichbare Gebühren nach Maßgabe der Produktbedingungen, die am Ausübungstag der Wertpapiere vom Auszahlungsbetrag abzuziehen sind
- eine im Ausgabepreis ggf. enthaltene Marge (s. oben Ziff. 1)
- Erträge: gezahlte oder erwartete Dividenden oder sonstige Erträge des Basiswerts oder dessen Bestandteile, wenn diese nach der Ausgestaltung der Wertpapiere wirtschaftlich der Emittentin zustehen.“

der anderen Seite gegenläufig seien. Ohne Hinzutreten besonderer Umstände wie z. B. einer bewusst zum Nachteil des Kunden gestalteten Risikostruktur, „für die vorliegend indes keine Anhaltspunkte bestehen“, werde hierdurch keine Aufklärungspflicht der beratenden Bank ausgelöst.⁷⁰⁵ Im Umkehrschluss muss also gelten: Gibt es Anhaltspunkte für eine bewusst zum Nachteil des Kunden gestaltete Risikostruktur, einen „unfair value“, dann besteht eine Aufklärungspflicht hierüber.⁷⁰⁶

Ähnlich lag der Fall im Lehman-Urteil vom 26.06.2012. Dort erhielt die Bank von der Emittentin eine Vertriebsprovision von 3,5%. Diese Vertriebsprovision „berührte indes den Wert der vom Zedenten erworbenen Zertifikate nicht“.⁷⁰⁷ Auf die Möglichkeit der Ausweitung auf strukturierte Zertifikate hat Wiechers bereits hingewiesen. Hierzu merkte er an, dass dadurch, dass die Bank beim Einkauf der Zertifikate einen geringeren Preis bezahlt, als sie ihrerseits bei der Weiterveräußerung dem Anleger in Rechnung stellt, der Wert der Zertifikate in keiner Weise beeinträchtigt werde.⁷⁰⁸

Wird dagegen der Wert der Zertifikate beeinträchtigt, wie dies durch Einstrukturierung eines anfänglich negativen Marktwertes möglich wäre, dann wäre eine diesbezügliche Aufklärungspflicht wohl anzunehmen.

⁷⁰⁵ BGH, Urteil vom 27.09.2011, Az. XI ZR 182/10, BGHZ 191, 119, Rz. 57; Jäger/Meuschke/Hartlieb, Aufklärungspflicht über den anfänglichen negativen Marktwert bei anderen Finanzinstrumenten als Swaps?, BKR 2013, 456, 459: „Nicht vorgetragen war im Ergebnis, dass der Emittent die Rückzahlungsbedingungen bewusst zum Nachteil des Anlegers gestaltet hatte [...]“.

⁷⁰⁶ A.A. Bausch/Schwenker, Zu den Aufklärungspflichten einer Bank bei einem sog. Zinssatz-Collar, BKR 2014, 43, 44, die den Einkaufsrabatt der Lehman-Zertifikate als „eingepreiste Gewinnbestandteile“ bezeichnen.

⁷⁰⁷ BGH, Urteil vom 26.06.2012, Az. XI ZR 316/11, WM 2012, 1520–1526, Rz. 48.

⁷⁰⁸ Wiechers, Aktuelle Rechtsprechung des XI. Zivilsenats des Bundesgerichtshofs, WM 2012, 477, 484/485.

G. Wesentliche Ergebnisse

1. Strukturierte Swaps sind Zinstauschgeschäfte zwischen Kunde und Bank. Kunde und Bank stehen sich als Partner des Swapvertrages gegenüber und tauschen gegenseitig Zahlungen aus, je nach Entwicklung des dem Vertrag zu Grunde liegenden Basiswertes. Der BGH hat erstmals mit Urteil vom 22.03.2011 zu den Aufklärungspflichten bei einem sog. CMS Spread Ladder Swap Stellung genommen (vgl. A. I., II.).

2. Die Swapgeschäfte lassen sich unterteilen nach Zielrichtung, Basiswert, Struktur, Komplexität, Verlustrisiken und Verlustwahrscheinlichkeiten. Swapgeschäfte können spekulativen Zielen oder Sicherungszwecken dienen. Für Sicherungsswaps ist das Vorliegen eines Grundgeschäfts, z.B. eines variablen Darlehens, erforderlich (vgl. B. I.). Als Basiswerte kommen nahezu alle am Markt vorhandenen Parameter in Betracht, also insbesondere Zinsen, Währungen, Rohstoffe und Indizes. Dementsprechend gibt es Zinssatzswaps, Währungsswaps (z.B. CRS), Cross Currency Swaps, Rohstoff-Swaps, Indexswaps und exotische Swapgeschäfte (vgl. B. II.). Swapgeschäfte haben zudem unterschiedliche Strukturen. Es gibt Geschäfte mit Optionsstrukturen wie den CMS Spread Ladder Swap, die überwiegend aus Optionen strukturiert werden, und solche, die eher mit einem Termingeschäft zu vergleichen sind wie ein CCS (vgl. B. III.). Strukturierte Swaps sind auch unterschiedlich komplex. So sind einfache Plain-Vanilla-Swaps abzugrenzen von Swapgeschäften mit Leitereffekten, Hebelwirkungen (Primo Swap, Harvest Swap), Schwellenwertabhängigkeiten (CRS Swap, LSM Swap) oder Sammlerkomponenten (Euribor-Sammler, Spread-Sammler) (vgl. B. IV.). Es gibt ferner Swapgeschäfte mit begrenztem Verlustrisiko für den Kunden und solche mit unbegrenzten Verlustrisiken (vgl. B. V.). Schließlich unterscheiden sich Swapgeschäfte nach der Verlustwahrscheinlichkeit, die sich mittels sog. Value-at-Risk-Verfahren erfassen und in Risikoklassen darstellen lässt (vgl. B. VI.).

3. Die Interessenlage der Parteien ist bei strukturierten Swapgeschäften sehr vergleichbar. Beide Parteien, also Kunde und Bank, können das Swapgeschäft insbesondere zu Zwecken der Gewinnerzielung oder des Risikotransfers einsetzen. Risikotransfer bedeutet, dass durch das Swapgeschäft Risiken auf die andere Vertragspartei übertragen werden. Hierdurch können sich sowohl Kunde als auch Bank gegen die Risiken aus Grundgeschäften, die die Bank in ihrem Handelsbuch oder der Kunde in seinem Kreditport-

folio hält, absichern. Es besteht jedoch ein erheblicher Unterschied bei der Möglichkeit der Gewinnerzielung. Der Kunde kann immer nur einen Spekulationsgewinn erzielen, wenn sich der Basiswert entsprechend zu seinen Gunsten entwickelt. Demgegenüber kann die Bank einen Gewinn nicht nur aus der Entwicklung des Basiswertes erzielen, sondern nahezu risikolos durch Einstrukturierung eines sog. „anfänglich negativen Marktwertes“, den die Bank durch Gegengeschäfte (Hedging) am Markt gewinnbringend verkaufen kann (vgl. C. I., II.).

4. Grundlagen der Aufklärungspflichten bei strukturierten Swapgeschäften sind das Vertragsrecht und mit Einschränkungen auch das Aufsichtsrecht. Seit dem Bond-Urteil des BGH vom 06.07.1993 geht der BGH regelmäßig vom Zustandekommen eines konkludenten Beratungsvertrages zwischen Kunde und Bank aus. Daher muss die Bank eine anlegergerechte Empfehlung abgeben und den Kunden über alle Umstände von wesentlicher Bedeutung aufklären. Dies sind insbesondere solche Umstände, die nach allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen, wie z.B. der Vermeidung vertragswidriger Interessenkollisionen oder der Aufklärung bei erkennbaren Wissensdefiziten oder Gefährdungslagen, zu offenbaren sind. Auch bei Swapgeschäften wird ein solcher Beratungsvertrag geschlossen. Der BGH erkennt bei strukturierten Swapgeschäften ein erhebliches Informationsgefälle und hat daher die Pflicht zur Herstellung eines im Wesentlichen gleichen Wissensstandes in Bezug auf die Swapisiken und zur Wahrung des Kundeninteresses festgestellt (vgl. D. I.).

Das nationale und europäische Aufsichtsrecht hält einen Katalog von Aufklärungspflichten bereit. Dem Kunden sind gem. § 31 WpHG alle zweckdienlichen bzw. zur Anlageentscheidung angemessenen Informationen zur Verfügung zu stellen, und Interessenkonflikte sind zu vermeiden bzw. offenzulegen. Hierzu zählen laut Durchführungsverordnung insbesondere die mit dem Finanzinstrument verbundenen Risiken und Kosten, mithin Angaben zum Gesamtpreis. Die MiFID sieht vor, dass die Bank im bestmöglichen Kundeninteresse agiert und die Durchführungsrichtlinie definiert einen aufklärungspflichtigen Interessenkonflikt für den Fall, dass die Bank zu Lasten des Kunden einen finanziellen Vorteil erzielt. Zuwendungen von dritter Seite, wie z.B. einem Hedgingpartner, sind nach Art und Höhe offenzulegen. Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde hält unter diesen Vorgaben bei Derivaten insbesondere eine Aufklärung über einen anfänglich negativen Marktwert für erforderlich. Darüber hinaus ist künftig ein Gesamtrisikoindikator wie der VaR für strukturierte Produkte in Key Information Documents (KID) vorgesehen. Der BGH hat noch bis zu den Lehman-Urteilen im September 2011 eine Ausstrahlungswirkung für (vor-)vertragliche Aufklärungs- und Beratungspflichten aus Aufsichtsrecht anerkannt. Seit dem Urteil des BGH vom 03.06.2014 können aufsichtsrecht-

liche Pflichten nur dann im Rahmen der Auslegung in den Beratungsvertrag einfließen, wenn sie wie das Transparenzgebot ein „tragendes Grundprinzip des Aufsichtsrechts“ darstellen (vgl. D. II., III.).

5. Zu den allgemeinen Aufklärungspflichten bei Swapgeschäften gehört zunächst eine Ermittlung des Anlageziels, ob der Swap ein Grundgeschäft absichern oder Spekulationsgewinne erzielen soll. Dabei ist die Konnexität zwischen Grundgeschäft und Swap zweifelsfrei festzustellen, ggf. über spekulative Risiken aufzuklären, ohne diese durch Begriffe wie „Zinsoptimierung“ zu verharmlosen, zumal beim Swapgeschäft zunächst kein eigenes Kapital eingesetzt werden muss (vgl. E. I.). Darüber hinaus ist dem Kunden der jeweilige Basiswert zu erläutern einschließlich der Einflussfaktoren wie Zinsstrukturen, Terminkurse, Simulationen oder Indexregeln (vgl. E. II.). Zudem ist dem Kunden zu verdeutlichen, dass er mit dem Swapgeschäft tatsächlich eine Struktur aus Options- und/oder Termingeschäften abschließt (vgl. E. III.). Je nach Komplexität der Struktur sind dem Kunden die jeweils verwendeten Formelelemente zu erklären und es ist ihm zu erläutern, dass die Bank neben der allgemeinen Zinsmeinung über Risikomodelle verfügt, die wahrscheinlichkeitsgewichtete Prognosen erlauben (vgl. E. IV.). Ferner ist der Kunde über das Maximalverlustrisiko aufzuklären und unbegrenzte Verlustrisiken sind durch Extremszenarien als ggf. ruinös darzustellen (vgl. E. V.). Sofern die Bank zum konkreten Swapgeschäft Value-at-Risk-Berechnungen angestellt hat, sind diese auch dem Kunden bekannt zu geben. Der Kunde ist jedenfalls auf die Erforderlichkeit eines aktiven Risikomanagements durch Überwachung der Marktpreisrisiken mittels Value-at-Risk-Modellen hinzuweisen (vgl. E. VI.).

6. Eine besondere Aufklärung ist mit dem sog. anfänglich negativen Marktwert verbunden. Er muss bei allen Swapgeschäften durch finanzmathematische Berechnung auf Grundlage der Zinsstrukturen und Terminkurse ermittelt werden (vgl. F. I.). Der anfänglich negative Marktwert schließt nicht aus, dass der Kunde bei günstiger Marktentwicklung einen Gewinn erzielen könnte, jedoch geht der Markt aufgrund der Datenlage zum Abschlusszeitpunkt davon aus, dass der Kunde bei unveränderten Marktbedingungen einen Verlust erleiden wird. Zugleich fließen in den Marktwert sämtliche Strukturelemente des Swapgeschäfts ein, so dass der Marktwert auch eine Aussage über das konkrete Chancen-Risiko-Verhältnis des Swaps ermöglicht. Schließlich enthält der anfänglich negative Marktwert Kosten und die Gewinnmarge der Bank (vgl. F. II.).

Der anfänglich negative Marktwert ist somit als der Preis des Swapgeschäfts entsprechend der Rechtsprechung zur sog. „Londoner Optionsprämie“ stets offenzulegen (objektive Theorie, vgl. F. III.). Nach Ansicht des BGH ist er deshalb offenzulegen, weil sich die beratende Bank in einem

schwerwiegenden Interessenkonflikt befindet, wenn sie am negativen Marktwert durch Gegengeschäfte bei Abschluss risikolos verdienen kann (subjektive Theorie). Da der Kunde diese Hedgegeschäfte der Bank regelmäßig nicht kennt und auch im Übrigen nicht mit einem einstrukturierten negativen Marktwert im Gegensatz zum unspezifischen Gewinnerzielungsinteresse einer Bank rechnen muss, ist die Kritik an der Wettgegnerthese des BGH nicht berechtigt. Der anfänglich negative Marktwert gefährdet aber nicht nur die Integrität der Beratungsleistung, sondern auch die Werthaltigkeit des Geschäfts, weil er zu Lasten des Kunden einstrukturiert wird. Ein subjektiv-objektiver Ansatz hätte zudem den Vorteil, eine Umgehung der Aufklärungspflicht durch Aufspaltung in beratende und strukturierende Bank zu verhindern. Der BGH sieht die Werthaltigkeit dagegen mit Urteil vom 20.01.2015 erst bei übermäßigen Kosten- und Gewinnbestandteilen beeinträchtigt (vgl. F. IV.).

Von der Pflicht zur Aufklärung über den anfänglich negativen Marktwert sind solche Swapgeschäfte, die zu Absicherungszwecken abgeschlossen wurden, nicht auszunehmen. Jeder Swapvertrag ist eine Zinswette, insbesondere wenn der Swap nur auf Vorrat abgeschlossen wurde. Weder der Markt noch die Wertermittlung unterscheidet nach dem Anlagezweck und auch das Umsatzinteresse der Bank bleibt davon unberührt. Vielmehr sind die besonderen Umstände von strukturierten Swaps im Unterschied zu nicht-strukturierten Produkten entscheidend, weil der anfänglich negative Marktwert stets in die Formeln des Swapgeschäfts für den Kunden unerkennbar einstrukturiert wird. Daher ist die Aufklärungspflicht auch nicht von der Komplexität oder den Verlustrisiken abhängig zu machen (vgl. F. V.).

Der schwerwiegende Interessenkonflikt am verdeckt einstrukturierten Marktwert entspricht wegen der Heimlichkeit und des Täuschungselements dem Verschweigen verdeckter Rückvergütungen. Der anfänglich negative Marktwert ist daher ungefragt dem Grunde und auch der Höhe nach offenzulegen (vgl. F. VI.). Die Bank wird sich jedenfalls seit Bekanntwerden des Urteils des BGH vom 19.12.2006 zur Aufklärung auf Grundlage eines zivilrechtlich allgemein anerkannten Grundsatzes der Vermeidung vertragswidriger Interessenkollisionen nicht auf einen unvermeidbaren Rechtsirrtum berufen können (vgl. F. VII.). Der Kunde kann sich grundsätzlich auf die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens verlassen, wird sich aber bei Anschlussgeschäften in Kenntnis anfänglich negativer Marktwerte erklären müssen (vgl. F. VIII.). Eine Anrechnung gewinnbringender Vorgeschäfte kommt aus Rechtsgründen nicht in Betracht (vgl. F. IX.). Ob die Pflicht zur Aufklärung über einen anfänglich negativen Marktwert konsequenterweise auch bei strukturierten Zertifikaten zur Anwendung kommen wird (vgl. F. X.), wird die Zukunft zeigen.

Literaturverzeichnis

1. Kommentare

- Assmann, Heinz Dieter/Schneider, Uwe*, Wertpapierhandelsgesetz, 6. Aufl., Köln 2012 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl.).
- Ellenberger, Jürgen/Schäfer, Holger/Clouth, Peter/Lang, Volker*, Praktikerhandbuch für das Wertpapier- und Derivategeschäft, 4. Aufl., Heidelberg 2011 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang, Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft, 4. Aufl.).
- Kümpel, Siegfried/Wittig, Arne*, Bank- und Kapitalmarktrecht 4. Aufl., Köln 2011 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl.).
- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Bd. 2, 6. Aufl., München 2012 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Münchener Kommentar, BGB, Bd. 2, 6. Aufl.).
- Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Bd. 5, 2. Aufl., München 2009 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Münchener Kommentar, HGB, Bd. 5, 2. Aufl.).
- Palandt, Otto*, Bürgerliches Gesetzbuch, 74. Aufl., München 2015 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Palandt BGB, 74. Aufl.).
- Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans Jürgen*, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl., München 2011 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl.).
- Schwark, Eberhard, Zimmer, Daniel*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., München 2010 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl.).

2. Monografien

- Beike, Rolf/Barckow, Andreas*: Risk-Management mit Finanzderivaten, 3. Aufl., München 2002.
- Branger, Nicole/Schlag, Christian*: Zinsderivate, Modelle und Bewertung, Berlin 2004.
- Brigo, Damiano/Mercurio, Fabio*: Interest Rate Models, Theory and Practice, 2. Aufl., Berlin 2006.
- Clement, Reiner/Terlau, Wiltrud/Kiy, Manfred*: Angewandte Makroökonomie: Makroökonomie, Wirtschaftspolitik und nachhaltige Entwicklung mit Fallbeispielen, 5. Aufl., Bonn 2012.
- Deutsche Bundesbank, Geldpolitische Implikationen der zunehmenden Verwendung derivater Finanzinstrumente, in: Monatsbericht November, 46. Jg., Nr. 11, Frankfurt am Main 1994.

- Erne*, Roland: Die Swapgeschäfte der Banken, Berlin 1992.
- Filc*, Wolfgang: Zinsarbitrage und Währungsspekulation, Berlin 1975.
- Fischer*, Bernd: Performanceanalyse in der Praxis: Performancemaße, Attributionsanalyse, Global Investment Performance Standards, 3.Aufl., München 2010.
- Gramlich*, Ludwig/*Gluchowski*, Peter/*Horsch*, Andreas/*Schäfer*, Klaus/*Waschbusch*, Gerd: Gabler Bank-Lexikon, 14. Aufl., Wiesbaden 2012.
- Grigoleit*, Hans Christoph: Das Spread-Ladder-Swap-Urteil des BGH im System der zivilrechtlichen Informationshaftung, Verantwortlichkeit der Organmitglieder von Kreditinstituten: Bankrechtstag 2012, Berlin 2013.
- Hull*, John C.: Optionen, Futures und andere Derivate, 9. Aufl., Hallbergmoos 2015.
- Lang*, Volker: Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen, Rechtliche Grundlagen, Typenspezifische Anforderungen, Haftung, München 2003.
- Lenenbach*, Markus: Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Aufl., Köln 2010.
- Möller*, Ingo: Nichtlineare Abhängigkeiten bei finanzwirtschaftlichen Zeitreihen, Bremen 2003.
- Obst*, Georg/*Hintner*, Otto/*Hagen*, Jürgen von/*Stein*, Johann Heinrich von: Geld-, Bank- und Börsenwesen, 40. Aufl., Stuttgart 2000.
- Rudolph*, Bernd/*Schäfer*, Frank: Derivative Finanzmarktinstrumente, 2. Aufl., Berlin 2010.
- Schierenbeck*, Henner: Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 16. Aufl., München 2003.
- Siebers*, Alfred/*Weigert*, Martin: Börsenlexikon, 2. Aufl., München 1997.
- Sperber*, Herbert/*Brink*, Joachim: Internationale Wirtschaft und Finanzen, 2. Aufl., München 2012.
- Tebroke*, Hermann-Josef/*Laurer*, Thomas: Betriebliches Finanzmanagement, Stuttgart 2005.

3. Aufsätze

- Baumann*, Antje: Anmerkung zum BGH-Urteil vom 22.03.2011, EWiR 2011, 408.
- Bausch*, Stephan: Anmerkung zum Urteil des OLG Stuttgart vom 01.02.2012, 9 U 57/11, BKR 2012, 303.
- Bausch*, Stephan/*Schwenker*, Benjamin: Anmerkung zu OLG Celle, Urt. v. 27.2.2013 – 3 U 66/12, BKR 2014, 43.
- Bömcke*, Nikolaus/*Weck*, Jochen: Die Auswirkungen der deutschen Einlagensicherung auf den Anlegerschutz – insbesondere bei der Vermittlung von Lehman-Zertifikaten, VuR 2009, 53.
- Buck-Heeb*, Petra: Juris-Praxisreport, Aufklärungspflichten der Bank bei Swap-Geschäften, jurisPR-BKR 7/2011 Anmerkung 2.
- Aufklärung über Innenprovisionen, unvermeidbarer Rechtsirrtum und die Überlagerung durch Aufsichtsrecht – zugleich Besprechung von BGH vom 3.6.2014, WM 2014, 1601.

- LIBOR- und EURIBOR-Manipulationen – Haftungsrechtliche Fragen, WM 2015, 157.
- Einsiedler*, Mark: Rückvergütungen und verdeckte Innenprovisionen, WM 2013, 1109.
- Gundermann*, Peter: Zu den Anforderung der Bankberatung bei strukturierten Finanzprodukten, BKR 2013, 406.
- Hanke*, Stephan: Der offenkundige Interessenkonflikt in der Anlageberatung, BKR 2012, 493.
- Harnos*, Rafael: Die Reichweite und zivilrechtliche Bedeutung des § 31d WpHG – zugleich eine Besprechung des BGH-Urteils v. 17.9.2013 (XI ZR 332/12), BKR 2014, 1.
- Herresthal*, Carsten: Die Pflicht zur Aufklärung über Rückvergütungen und die Folgen ihrer Verletzung, ZBB 2009, 348.
- Die Verpflichtung zur Bewertung der Kreditwürdigkeit und zur angemessenen Erläuterung nach der neuen Verbraucherkreditrichtlinie 2008/48/EG, WM 2009, 1174.
- Kritik der aktuellen Ausdifferenzierungen in der höchstrichterlichen Kick-Back-Rechtsprechung, ZBB 2010, 305.
- Die Grundlage und Reichweite von Aufklärungspflichten beim Eigenhandel mit Zertifikaten – zugleich eine Besprechung von BVerfG 1 BvR 2514/11, BGH XI ZR 182/10 und BGH XI ZR 178/10, ZBB 2012, 89.
- Die Rechtsprechung zu Aufklärungspflichten bei Rückvergütungen auf dem Prüfstand des Europarechts, WM 2012, 2261.
- Die Weiterentwicklung des informationsbasierten Anlegerschutzes in der Swap-Entscheidung des BGH als unzulässige Rechtsfortbildung, ZIP 2013, 1049.
- Anmerkung zum Urteil des EuGH vom 30.5.2013, Rs. C-604/11 – Genil 48 SL u. a. (Vorgaben der MiFID für das nationale Vertragsrecht), ZIP 2013, 1420.
- Die vertragsrechtlichen Folgen der Honoraranlageberatung nach dem WpHG, WM 2014, 773.
- Anmerkung zum Urteil des BGH vom 20.01.2015, XI ZR 316/13, ZIP 2015, 576.
- Hoffmann-Theinert*, Roland: Zu den Grenzen der Aufklärung bei Bankgeschäften, Liber Amicorum für Detlef Leenen, Berlin 2012, S. 85.
- Jäger*, Georg/*Meuschke*, Ina/*Hartlieb*, Jan: Aufklärungspflicht über den anfänglichen negativen Marktwert bei anderen Finanzinstrumenten als Swaps? BKR 2013, 456.
- Jordans*, Roman: Aufklärungspflichten über Einnahmen aus dem Vertrieb von Finanzprodukten – eine Übersicht über die Rechtsprechung zu Kick-Backs, Provisionen und Margen seit dem Jahr 2000, BKR 2011, 456.
- Klöhn*, Lars: Anmerkung zu BGH, Urteil vom 22.03.2011, ZIP 2011, 762.
- Koch*, Jens: Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes – Die Gratwanderung zwischen angemessener Aufklärung und information overload, BKR 2012, 485.

- Köndgen, Johannes/Sandmann, Klaus*: Strukturierte Zinsswaps vor den Berufungsgerichten: eine Zwischenbilanz, ZBB 2010, 77.
- Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes – zugleich Anmerkung zu BGH, Urt. v. 22.3.2011, XI ZR 33/10, BKR 2011, 283.
- Kropf, Christian*: Beratung durch Banken bei Abschluss von Swapgeschäften, ZIP 2013, 401.
- Lang, Norbert*: Doppelnormen im Recht der Finanzdienstleistungen, ZBB 2004, 289.
- Lang, Volker*: Anmerkung zum Urteil des BGH vom 27.9.2011, Az. XI ZR 182/10 – Zur Aufklärungspflicht der Bank über das Emittentenrisiko, EWiR 2011, 763.
- Lang, Volker/Balzer, Peter*: Die Rechtsprechung des XI. Zivilsenats zum Wertpapierhandelsrecht seit der Bond-Entscheidung, Eine Analyse der Folgerechtsprechung zu BGH, Urteil vom 06.07.1993, Festschrift für Gerd Nobbe, Köln 2009, S. 639.
- Lange, Andreas*: Anmerkung zur Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 22.03.2011, XI ZR 33/10, BB 2011, 1678.
- Lehmann, Matthias*: Zum Schadensersatz bei Beratungspflichtverletzungen der Bank im Zusammenhang mit Zinsswap-Verträgen, JZ 2011, 749.
- Mahler, Sarah*: Darstellung von simulierten früheren Wertentwicklungen von Finanzprodukten – Anmerkung zum Urteil des LG München I vom 30.07.2012, AG 2012, R255.
- Merz, Christian/Rothenhöfer, Kay*: Aktuelle Fragestellungen: Schadensersatz nach Beratung über Swapverträge, CRP 03-04, 2014, 56.
- Möllers, Thomas*: Vermögensbetreuungsvertrag, graue Vermögensverwaltung und Zweitberatung – Vertragstypen zwischen klassischer Anlageberatung und Vermögensverwaltung, WM 2008, 93.
- Morlin, János*: Die Befugnis kommunaler Unternehmen in Privatrechtsform zu Spekulationsgeschäften am Beispiel von Zinsswaps, NVwZ 2007, 1159.
- Mülbert, Peter*: Anlegerschutz bei Zertifikaten, Beratungspflichten, Offenlegungspflichten bei Interessenkonflikten und die Änderungen durch das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG), WM 2007, 1149.
- Nieding, Klaus*: Juris-Praxisreport, Beratungspflichten einer Bank bei Abschluss eines CMS Spread Ladder Swap-Vertrages, jurisPR-BKR 5/2011 Anmerkung 1.
- Nobbe, Gerd*: Anmerkung zu BGH, Hinweisbeschl. v. 9.3.2011 – XI ZR 191/10, BKR 2011, 302.
- Reiner, Günter*: Pflicht zur Aufklärung über negativen Marktwert bei Vertragsschluss: Anmerkung zum Urteil BGH v. 22.3.2011 – XI ZR 33/10, WM 2011, 682, WuB I G 1. Anlageberatung 21.11, 703.
- Roberts, Julian*: Marktwert und Risikomanagement – Anmerkung zu OLG Stuttgart, Urt. v. 1.2.2012 – 9 U 57/11, BKR 2012, 377.
- Roller, Reinhold/Elster, Thomas/Knappe, Jan Christoph*: Spread-abhängige Constant Maturity (CMS) Swaps, ZBB 2007, 345.

- Roth*, Herbert: Beweismaß und Beweislast bei der Verletzung von bankvertraglichen Aufklärungs- und Beratungspflichten, ZHR 154 (1990), 513.
- Roth*, Wulf-Henning: Die „Lehman-Zertifikate“-Entscheidungen des BGH im Lichte des Unionsrechts, ZBB 2012, 429.
- Ruland*, Yorick: Anmerkung zum Urteil des LG Köln vom 27.03.2012 (3 O 459/10; BB 2012, 1053) – Zur Haftung von Kreditinstituten für fehlerhafte Anlageberatung bei einem Zins-Währungs-Swapvertrag, BB 2012, 1054.
- Ruland*, Yorick/*Wetzig*, Marc: Aufklärungs- und Beratungspflichten bei Cross-Currency-Swaps, BKR 2013, 56.
- Schäfer*, Frank: Zivilrechtliche Konsequenzen der Urteile des BGH zu Gewinnmargen bei Festpreisgeschäften, WM 2012, 197.
- Schmieder*, Sandra: Anmerkung zum Urteil des OLG Frankfurt vom 27.12.2010 (16 U 96/10, WM 2012, 1826) – Aufklärungspflicht der Banken über den negativen Marktwert eines Swaps, WuB Dezember 2012, I G 1.–16.12, 721.
- Servatius*, Wolfgang: Beraterpflichten beim Vertrieb offener Immobilienfonds, ZfIR 2014, 677.
- Spindler*, Gerald: Aufklärungspflichten im Bankrecht nach dem „Zins-Swap-Urteil“ des BGH, NJW 2011, 1920.
- Stackmann*, Nikolaus: Aufklärungsdefizite und Verjährung im Bankgewerbe, NJW 2012, 2913.
- Tilp*, Andreas/*Wegner*, Axel: Anmerkung zum Urteil des BGH vom 24.09.2013, XI ZR 204/12, BKR 2014, 27.
- Veil*, Rüdiger: Vermögensverwaltung und Anlageberatung im neuen Wertpapierhandelsrecht – eine behutsame Reform der Wohlverhaltenspflichten? ZBB 2008, 34.
- Anlageberatung im Zeitalter der MiFID – Inhalt und Konzeption der Pflichten und Grundlagen einer zivilrechtlichen Haftung, WM 2007, 1821.
- Weck*, Jochen/*Schick*, Michael: Unwirksamkeit spekulativer Swap-Geschäfte im kommunalen Bereich, NVwZ 2012, 18.
- Weichert*, Tilman/*Weninger*, Thomas: Die Neuregelung der Erkundigungs- und Aufklärungspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. Art. 19 RiL 2004/39/EG (MiFID) und Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, WM 2007, 627.
- Weller*, Marc-Philippe: Die Dogmatik des Anlageberatungsvertrags – Legitimation der strengen Rechtsprechungslinie von Bond bis Ille ./.. Deutsche Bank, ZBB 2011, 191.
- Wendehorst*, Christiane: Anlageberatung, Risikoaufklärung und Rechtswidrigkeitszusammenhang, ÖBA 2010, 562.
- Wiechers* Ulrich: Aktuelle Rechtsprechung des XI. Zivilsenats des Bundesgerichtshofs, WM 2012, 477.
- Winter*, Thomas: Die Prinzipien der höchstrichterlichen Rechtsprechung zu Innenprovisionen, Rückvergütungen und Gewinnmargen, WM 2014, 1606.

Zoller, Michael: Die Haftung anlageberatender Banken bei Cross-Currency-Swaps – zugleich Anmerkung zu OLG München, Hinweisbeschl. v. 29.3.2012 – 5 U 216/12 und zu OLG Stuttgart, Urt. v. 1.2.2012 – 9 U 57/11, BKR 2012, 405.

4. Internetnachweise

BaFin, Rundschreiben 1/2010 (WA) zur Auslegung der Vorschriften des Wertpapierhandlungsgesetzes über Informationen einschließlich Werbung von Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Kunden, http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs_1001_wa_werbung.html (letzter Abruf 23.10.2015).

CESR/05-024c, CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, January 2005, http://www.esma.europa.eu/system/files/05_024c.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

CESR/07-228b, Inducements under MiFID, May 2007, http://www.esma.europa.eu/system/files/07_228b.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

CESR/09-958, CESR Consultation Paper, Inducements: good and poor practices, 22.10.2009, http://www.esma.europa.eu/system/files/09_958.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

Deutsche Bank Balanced Currency Harvest Index USD (DBHVBUSI), <https://index.db.com/dbiqweb2/home.do?redirect=productPage&indexid=57020&assetClass=FX&page=do%2FFFXAnalytic%3Fcmd%3DFxYield%26investorRuleBasedDynamicIndices%3D57020%26singleCurrencyTrades%3Dnone%26indexName%3DBalancedCurrencyHarvestUSD%26indexId%3D57020%26date%3D06022015> (letzter Abruf 23.10.2015).

Deutsche Bank DBIQ Indizes, <https://index.db.com/dbiqweb2/home.do?redirect=homepage> (letzter Abruf 23.10.2015).

Deutsche Bank, Fondsprospekt DB Platinum IV, Februar 2011, <http://www.at.x-markets.db.com/pdf/DE/prospectus/prospectus1.pdf> (letzter Abruf 23.10.2015)

Deutsche Bank Global Currency Harvest Index EUR (DBHVGEUI), <https://index.db.com/dbiqweb2/home.do?redirect=productPage&indexid=57023&assetClass=FX&page=do%2FFFXAnalytic%3Fcmd%3DFxYield%26investorRuleBasedDynamicIndices%3D57023%26singleCurrencyTrades%3Dnone%26indexName%3DGlobalCurrencyHarvestEUR%26indexId%3D57023%26date%3D22102015> (letzter Abruf 23.10.2015).

Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juli 2005, Wechselkurs und Zinsdifferenz: jüngere Entwicklungen seit Einführung des Euro, http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsauftaeze/2005/2005_06_wechselkurs.pdf?__blob=publicationFile (letzter Abruf 23.10.2015).

Deutscher Derivate Verband (DDV), Credit Spreads, <http://www.derivateverband.de/DEU/Transparenz/CreditSpreads> (letzter Abruf 23.10.2015).

Deutscher Derivate Verband (DDV), Risikokennzahl (VaR), <http://www.derivateverband.de/DEU/Transparenz/Risikokennzahl> (letzter Abruf 23.10.2015).

- Deutscher Derivate Verband (DDV), Risikomonitor, <http://www.derivateverband.de/DEU/Transparenz/Risikomonitor> (letzter Abruf 23.10.2015).
- Deutscher Derivate Verband (DDV), Smartphone-App, <http://ddv-risikomonitor.de/> (letzter Abruf 23.10.2015).
- Deutscher Derivate Verband (DDV), Zertifikate-Test, http://www.derivateverband.de/DEU/Transparenz/Zertifikate_Rating (letzter Abruf 23.10.2015).
- Europäische Zentralbank, Monatsbericht Januar 2013, https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Monatsberichte/2013/2013_01_ezb_mb.pdf?__blob=publicationFile (letzter Abruf 23.10.2015).
- Europäisches Parlament, Position of the European Parliament adopted at first reading on 15 April 2014 with a view to the adoption of Regulation (EU) No .../2014 of the European Parliament and of the Council on key information documents for packaged retail and insurance based investment products (PRIIPs), <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2014-0357+0+DOC+XML+V0//EN#BKMD-35> (letzter Abruf 23.10.2015).
- European Securities and Markets Authority, ESMA opinion ESMA/2014/146, 07.02.2014, http://www.esma.europa.eu/system/files/ipisc_complex_products_-_opinion_20140105.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).
- Johanning, Lutz/Döhrer, Björn/Steiner, Nils/Völkle, Arndt*: Risikoberechnungs- und Klassifizierungsmethoden nach KIID und EDG, Juli 2012, <http://www.ed-academy.com/fileadmin/publikationen/Studie%20-%20Risikoberechnungs-%20und%20Klassifizierungsmethoden%20nach%20KIID%20und%20EDG.pdf> (letzter Abruf 23.10.2015).
- May, Stefan*: Bedeutung von Haltedauer und Konfidenzniveau, Genossenschaftsblatt 7/2005, http://www.ikf-online.de/attachments/103_Prof.%20Dr.%20Stefan%20May%20-%20A6%20-%20Bedeutung%20von%20Haltedauer%20und%20Konfidenzniveau.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).
- Newsletter der HypoVereinsbank „Z.Plus Extra, Strukturierte Anlageprodukte, Anlageideen, die einleuchten“, Ausgabe 2/2009, <http://nmhammersen.files.wordpress.com/2012/11/z-plus-extra.pdf> (letzter Abruf 23.10.2015).
- Preis-/Leistungsverzeichnis der Deutschen Bank 2015, https://www.deutsche-bank.de/pfb/data/docs/ser-konditionen_preise_leistungsverzeichnis.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).
- Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte, <https://www.bankenverband.de/service/rahmenvertraege-fuer-finanzgeschaefte/deutscher-rahmenvertrag-fuer-finanztermingeschaefte/>(letzter Abruf 23.10.2015).
- Report of the Financial Crisis Inquiry Commission vom 27.01.2011, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf> (letzter Abruf 23.10.2015).
- Schmidt, Wolfgang M.*: CPQF Working Paper Series No. 33, Das Geschäft mit Derivaten und strukturierten Produkten: Welche Rolle spielt die Bank? Mai 2012, Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt/Main, Mai 2012, <http://www.frankfurt-school.de/clicnetclm/fileDownload.do?goid=000000381059AB4> (letzter Abruf 23.10.2015).

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Analyse der Currency Harvest-Strategie der Deutschen Bank – Endbericht –, im Auftrag der Deutschen Bank AG, Frankfurt am Main, Mannheim 2007, ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/Analyse_Harvest.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

Zertifikate Report: Deutsche Bank-Fallschirm-Zertifikat auf Währungsindex, http://www.zertifikatereport.de/news_3195.html (letzter Abruf 23.10.2015).

5. Geschäftsberichte

Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2007, https://www.deutsche-bank.de/ir/de/download/Geschaeftsbericht_2007_gesamt.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG 2013, https://www.db.com/ir/de/download/Deutsche_Bank_Geschaeftsbericht_2013_gesamt.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

Geschäftsbericht der DZ Bank AG 2009, http://www.geschaeftsbericht.dzbank.de/2009/gb/files/pdf/de/DZ_BANK_GB2009_Gesamt.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

Geschäftsbericht der DZ Bank AG 2010, https://www.dzbank.de/content/dam/dzbank_de/de/home/profil/karriere/pdf_dokumente/1315222570DZBANK_Gruppe_GB2010_Gesamt.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

Geschäftsbericht der DZ Bank AG 2013, http://www.geschaeftsbericht.dzbank.de/2013/gb/files/pdf/de/DZBANK_Gruppe_GB2013.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

Geschäftsbericht der HypoVereinsbank AG 2005, https://investors.hypovereinsbank.de/cms/binaries/downloads/en/reports/2006-03-22_gb_2005_hvbag.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

Geschäftsbericht der LBBW 2009, http://www.lbbw.de/media/de/investor_relations/pdf_investorrelations/2009/LBBW_Geschaeftsbericht_2009.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

Geschäftsbericht der LBBW 2013, http://www.lbbw.de/media/de/investor_relations/pdf_investorrelations/2014/LBBW_Geschaeftsbericht_2013.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

Geschäftsbericht der Portigon AG 2013, http://www.portigon.com/cm/content/portigon/i/de/portigon-ag/finanzinformationen/finanzberichte/finanzberichte_archiv/_jcr_content/marginalparsys/download_4/file.res/Portigon-KB_2013.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

Geschäftsbericht der UniCredit Bank AG 2013, http://investors.hypovereinsbank.de/export/sites/ir/binaries/downloads/de/reports/2014-03-12_gb_2013_hvb_de.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

Geschäftsbericht der WestLB 2009, S. 89, http://www.portigon.com/cm/content/portigon/i/de/portigon-ag/westlb-archiv/finanzberichte/finanzinformationen--geschaeftsberichte/archiv-geschaeftsberichte/_jcr_content/contentparsys/download_14/file.res/WestLB_Konzerngesch%C3%A4ftsbericht_2009_dt.pdf (letzter Abruf 26.01.2015)

Lagebericht und Jahresabschluss der DZ Bank AG 2001, https://www.dzbank.de/content/dam/dzbank_de/de/home/profil/investor_relations/Berichte/Archiv/DZ%20BANK_AG.pdf (letzter Abruf 23.10.2015).

Sachverzeichnis

- Anfänglich negativer Marktwert 17, 52, 68, 82, 150 ff.
Anlageziel 75, 89, 109 ff., 199
Ausstrahlung *siehe* Bindungswirkung
- Backtesting** 57 ff., 138, 144
Basiswert 22 ff., 69, 118
Beratungsvertrag 74 ff., 80
Bewertungsmodelle 20, 31 f., 61, 140 ff., 150 ff.
Bindungswirkung 95, 103
Bond-Urteil 74 ff., 118, 137 f.
- Chancen-Risiko-Verhältnis** 137, 143, 178, 155 ff., 185
Cross Currency Swap 24 ff., 82, 134, 163, 180
Currency Related Swap 23 f., 41
- Derivat** 13 ff., 141
Doppel-Digital-Swap 28
Durchführungsverordnung *siehe* WpDVerOV
- Fair Value** 68, 161, 182, 216
Finanzmarktrichtlinie *siehe* MiFID
Formelelemente 131 ff.
- Gefahrenlage** 78, 86, 97, 123
Gewinnerzielung 67 ff., 71, 168, 189
Gewinnmarge 68, 106, 172, 159 ff., 196
- Harvest Swap** 23, 38 ff., 81, 124, 135
Hebelwirkung 36 ff., 93, 131
Hedgegeschäft 68, 162, 172 ff.
- Indexregeln** 123 ff.
Indexswap 27 ff., 68, 121, 158
- Informationsgefälle** 78, 83 ff., 182
Integrität 78, 167 ff., 174 ff.
Interessenkonflikt 92 ff., 169 ff., 181, 187, 194 f.
Interessenlage 67 ff., 71 ff.
- Kausalität** 209 ff.
Kenntnisstand 79, 85 ff., 123, 142
Kick-Back *siehe* Rückvergütung
Komplexität 32 ff., 129 ff., 191
Kongruenz 213
Konnexität 111 ff., 187
Kosten 92 ff., 106, 157 ff., 166, 181
Kreditspekulation 115 ff.
Kundeninteresse 73, 90 ff., 99, 123, 169
- Leitereffekt** 33 ff., 191
LSM Swap 28, 44 ff., 122
- Marge** *siehe* Gewinnmarge
Markterwartung 120, 129, 154 f., 178
Marktwert 150 ff., 153 ff.
MiFID 94, 98 f.
MiFID-DRL 100, 106 f.
Modelle *siehe* Bewertungsmodell
- Nachfragen** 200 ff.
Negativer Marktwert 89 *siehe auch* anfänglich negativer Marktwert
Negativzins 186
- Objektive Theorie** 161 ff., 181
Optionsprämie 30, 42, 126 f., 165 ff.
Optionsrechtsprechung 86, 165 ff., 179
Optionsstruktur 29 ff., 61, 133, 162

- Plain-Vanilla-Swap** 20, 32 ff., 185, 192
Preis 68, 93 f., 106 f., 143 ff., 161 ff.
Primo Swap 33, 36 ff.
Prognose 52 ff., 116 f., 132 ff., 152 f.
- Rahmenvertrag** 115, 214 f.
Rechtsirrtum 79, 204 ff.
Risikobereitschaft 75, 89, 110 f., 142
Risikoklassen 50 ff., 62 f., 141 ff.
Risikomanagement 53, 62, 70, 142 ff.
Risikotransfer 69, 72
Rohstoffswap 26 ff., 70
Rückvergütung 100 ff., 179, 193 ff.
- Sammlerswap** 23, 46 ff., 61, 131
Schutzgesetz 95 f., 104
Sicherungsswap 19 ff., 187, 199
Simulation 54 ff., 84, 121 ff., 134, 151
Spekulationsswap 21 f., 184, 186, 199
Spread-Ladder-Swap 22 f., 30 ff., 46 ff., 82, 131
Stresstest 57 ff., 138, 149
Strukturierung 68, 83 ff., 157 ff., 177 f., 191
Subjektive Theorie 167 ff., 193
Swap-Urteil 16 f., 82 ff., 109 ff., 150 ff., 180 ff.
- Termingeschäft** 31, 128 f., 158, 163
Terminkurs 102, 119 f., 128
- Terminzins** 84, 119 f., 151
- Umstände, besondere** 168, 187 ff., 194
Umstände, wesentliche 76 ff., 85, 118
- Value-at-Risk** 50 ff., 60 ff., 108, 132 ff., 140 ff.
Verjährung 203
Verluststrisiko 48 ff., 90, 130, 136 ff., 180
Verlustwahrscheinlichkeit 50 ff., 140 ff., 149
Verschulden 201, 202 ff., 126
Verständnishorizont 88 ff.
Vorteilsanrechnung 212 ff.
- Währungsswap** 23 ff., 30, 41
Werthaltigkeit 105 f., 176, 180, 222
Wette *siehe* Zinswette
Wettgegner 169 ff., 181, 188 f.
Wissensvorsprung 78, 85 ff., 97, 116 f., 140
Worst Case 137 ff.
WpDVerOV 93 ff., 121 ff.
WpHG 91 ff., 110, 170, 195
- Zertifikat** 27, 62 f., 105 f., 141, 215 ff.
Zinsmeinung 112, 132 ff.
Zinsoptimierung 71 f., 111 ff., 186
Zinsstruktur 32, 68, 102, 118 ff., 152
Zinsswap 22 ff., 30 ff., 70, 158
Zinswette 79, 87, 168 ff., 182 ff.