

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 120

Der anfängliche negative Marktwert in der Anlageberatung

Von

Christian Sandquist



Duncker & Humblot · Berlin

CHRISTIAN SANDQUIST

Der anfängliche negative Marktwert
in der Anlageberatung

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 120

Der anfängliche negative Marktwert in der Anlageberatung

Von

Christian Sandquist



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechtswissenschaftliche Fakultät
der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg hat diese Arbeit
im Jahre 2018 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
© 2018 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Ochsenfurt-Hohestadt
Druck: CPI buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-15494-4 (Print)
ISBN 978-3-428-55494-2 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85494-3 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

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

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2017/2018 von der Juristischen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg als Dissertation angenommen und befindet sich auf dem Stand vom 10. März 2018.

Bedanken möchte ich mich bei meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Hanno Merkt, LL.M., der mich von Anfang an in meinem Vorhaben unterstützt hat. Herrn Prof. Dr. Jan Lieder, LL.M., danke ich für die zeitnahe Erstellung des Zweitgutachtens. Dem Verlag Duncker & Humblot und den Herausgebern bin ich für die freundliche Aufnahme der Dissertation in die Verlagsreihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“ zu Dank verpflichtet.

Die vorliegende Arbeit hat ihren Ursprung in meiner Studienzeit. Im Rahmen eines Seminars bei meinem späteren Doktorvater kam ich das erste Mal mit dem Kapitalanlagerecht in Berührung. Dort wählte ich das Thema „Beratungspflichten und Haftung des Anlageberaters beim Erwerb von Zertifikaten“. Dieses für mich komplett neue Rechtsgebiet hat mich sofort begeistert, insbesondere die komplexe BGH-Rechtsprechung des XI. Zivilsenats. Daher war es nur folgerichtig, ein Dissertationsthema in diesem Bereich zu suchen. Zum anfänglichen negativen Marktwert bin ich dann durch einen glücklichen Zufall gekommen. Eine Nachrichtmeldung über ein Urteil des BGH bzgl. Swap-Verträgen und einen sog. anfänglichen negativen Marktwert Anfang 2015 hat mein Interesse geweckt und letztendlich zu dieser Untersuchung geführt.

Viele Freunde haben mich während der Erstellung dieser Arbeit durch Gespräche und Anregungen unterstützt. Namentlich erwähnen möchte ich Dr. Steffen Augschill, Anna Hinzer, Oliver Kniest, LL.M., Ilie Manole, Julian Schmitz und Dr. Alexander Wiese. Bedanken möchte ich mich auch bei meinen Eltern, die mich stets unterstützt und gefördert haben. Insbesondere hat meine Mutter die mühevollen Arbeit des Korrekturlesens übernommen.

Düsseldorf, im März 2018

Christian Sandquist

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|----|
| A. Einleitung | 17 |
| I. Der anfängliche negative Marktwert in der Anlageberatung | 17 |
| II. Methode und Gang der Untersuchung | 17 |
| B. Finanzprodukte | 19 |
| I. Einführung | 19 |
| II. Swaps | 19 |
| 1. Grundlagen | 19 |
| 2. Zinssatz-Swap | 20 |
| 3. Währungs-Swap | 21 |
| 4. CMS Spread Ladder Swap | 23 |
| III. Optionen | 23 |
| 1. Grundlagen | 23 |
| 2. Terminoption | 24 |
| IV. Zinsbegrenzungsverträge | 25 |
| 1. Zinssatz-Cap und Zinssatz-Floor | 25 |
| 2. Zinssatz-Collar | 26 |
| V. Zertifikate | 26 |
| 1. Grundlagen | 26 |
| 2. Kapitalschutz-Zertifikate | 27 |
| 3. Discount-Zertifikate | 28 |
| 4. Express-Zertifikate | 28 |
| 5. Bonus-Zertifikate | 28 |
| VI. Anleihen | 29 |
| VII. Fazit | 29 |
| C. Der anfängliche negative Marktwert | 30 |
| I. Einführung | 30 |
| II. Swap-Verträge | 30 |
| 1. Ermittlung des Marktwerts | 30 |
| a) Ausführungen des BGH | 31 |
| b) Allgemeine Methode zur Bestimmung des Marktwerts eines Swaps ... | 32 |
| 2. Veränderung des Marktwerts | 33 |
| a) Beschreibung des BGH | 33 |

| | |
|---|-----------|
| b) Allgemeine Vorgehensweise der Banken | 34 |
| c) Hintergrund der Vorgehensweise | 38 |
| 3. Hedge-Geschäfte der Banken | 39 |
| III. Andere Finanzprodukte | 42 |
| 1. Zertifikate | 42 |
| a) Ermittlung des Marktwerts | 42 |
| b) Veränderung des Marktwerts | 42 |
| 2. Anleihen | 44 |
| 3. Optionen | 44 |
| a) Ermittlung des Marktwerts | 44 |
| b) Veränderung des Marktwerts | 45 |
| 4. Zinsbegrenzungsverträge | 45 |
| a) Zinssatz-Cap und Zinssatz-Floor | 45 |
| b) Zinssatz-Collar | 46 |
| 5. Zwischenergebnis | 46 |
| IV. Kritik an der Terminologie „Marktwert“ und „negativer Marktwert“ | 46 |
| V. Auswirkungen | 48 |
| VI. Fazit | 48 |
| D. Allgemeine Pflichten des Anlageberaters | 49 |
| I. Einführung | 49 |
| II. Grundzüge des Aufsichtsrechts | 49 |
| 1. Verhaltenspflichten §§ 31 ff. WpHG (§§ 63 ff. WpHG n.F.) | 49 |
| a) § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG (§ 63 Abs. 2 WpHG n.F.) | 50 |
| b) § 31d WpHG (§ 70 WpHG n.F.) | 50 |
| 2. Finanzanlagenvermittler § 34f GewO | 51 |
| a) § 13 Abs. 5 FinVermV | 51 |
| b) § 17 Abs. 1 FinVermV | 52 |
| 3. Honoraranlageberatung § 31 Abs. 4c WpHG (§ 64 Abs. 5, 6 WpHG n.F.) und § 34h GewO | 52 |
| III. Grundzüge des Zivilrechts | 53 |
| 1. Anlageberatungsvertrag | 53 |
| 2. Anlegergerechte Beratung | 54 |
| 3. Objektivgerechte Beratung | 54 |
| 4. Pflicht zur Aufklärung über Rückvergütungen, Innenprovisionen, Gewinnmargen und sonstige Provisionen | 54 |
| a) Einführung | 54 |
| b) Rechtslage vor dem 01.08.2014 | 55 |
| aa) Rückvergütungen | 55 |
| bb) Innenprovisionen | 59 |
| cc) Gewinnmargen, Einkaufsrabatte und Ausgabebefürschlätze | 60 |

| | |
|--|----|
| dd) Provisionen in der unentgeltlichen Kaufkommission | 61 |
| ee) Provisionen in der entgeltlichen Kaufkommission | 62 |
| c) Rechtslage ab dem 01.08.2014 | 63 |
| aa) Vertriebsprovisionen von Seiten Dritter | 63 |
| bb) Folgen für die bisherige Rechtsprechung zu Rückvergütungen, Innenprovisionen und Provisionen in der entgeltlichen Kaufkommission | 65 |
| cc) Möglicher Anschluss des III. Zivilsenats | 67 |
| dd) Anpassung der Rechtsprechung zu Gewinnmargen, Einkaufsrabatten, Ausgabeaufschlägen und Provisionen in der unentgeltlichen Kaufkommission | 68 |
| 5. Exkurs: Terminoptionsrechtsprechung | 69 |
| IV. Das Verhältnis von Aufsichtsrecht und Zivilrecht | 70 |
| V. Fazit | 72 |

E. Pflichten des Anlageberaters bei Swap-Verträgen mit anfänglichem negativem Marktwert

| | |
|---|----|
| I. Stand der höchstrichterlichen Rechtsprechung | 74 |
| 1. Einführung | 74 |
| 2. BGH, Urt. v. 22.03.2011 – XI ZR 33/10 (<i>Swap I</i>) | 75 |
| 3. BGH, Urt. v. 20.01.2015 – XI ZR 316/13 (<i>Swap II</i>) | 77 |
| 4. BGH, Urt. v. 28.04.2015 – XI ZR 378/13 (<i>Swap III</i>) | 78 |
| 5. BGH, Beschl. v. 20.10.2015 – XI ZR 532/14 (<i>Swap IV</i>) | 80 |
| 6. BGH, Beschl. v. 15.03.2016 – XI ZR 208/15 (<i>Swap V</i>) | 81 |
| 7. BGH, Urt. v. 22.03.2016 – XI ZR 425/14 (<i>Swap VI</i>) | 81 |
| 8. BGH, Urt. v. 22.03.2016 – XI ZR 93/15 (<i>Swap VII</i>) | 83 |
| 9. BGH, Urt. v. 12.07.2016 – XI ZR 150/15 (<i>Swap VIII</i>) | 83 |
| 10. BGH, Urt. v. 26.07.2016 – XI ZR 351/14 (<i>Swap IX</i>) | 84 |
| 11. BGH, Urt. v. 25.10.2016 – XI ZR 292/14 (<i>Swap X</i>) | 84 |
| 12. BGH, Urt. v. 07.02.2017 – XI ZR 379/14 (<i>Swap XI</i>) | 85 |
| 13. Zwischenergebnis | 85 |
| II. Stand der Diskussion in Instanzrechtsprechung und Literatur | 86 |
| 1. Einführung | 86 |
| 2. Zweipersonenverhältnis | 87 |
| a) Objektgerechte Beratung | 87 |
| aa) Zentrale Kennzahl zur Bewertung des Swap-Vertrags | 87 |
| bb) Realisierbarer Marktwert zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses | 90 |
| cc) Stellungnahme | 92 |
| dd) Ausnahme: Werthaltigkeit | 94 |

| | |
|---|-----|
| b) Pflicht zur Aufklärung über den anfänglichen negativen Marktwert . . . | 98 |
| aa) CMS Spread Ladder Swap | 98 |
| (1) Offenkundiger Interessenkonflikt | 99 |
| (2) Schwerwiegender Interessenkonflikt | 107 |
| (3) Stellungnahme | 112 |
| bb) Sonstige Swap-Verträge | 116 |
| (1) Komplexität | 116 |
| (2) Unbegrenztes Verlustrisiko | 119 |
| (3) Festpreisähnlicher Micro-Hedge | 120 |
| (4) Sonstige Vorschläge | 121 |
| (5) Zwischenergebnis | 123 |
| c) Ausnahme von der Aufklärungspflicht – „Konnexität“ | 123 |
| aa) Einführung | 123 |
| bb) Das Merkmal der „Konnexität“ in anderen Zusammenhängen | 124 |
| cc) „Konnexität“ als berechtigte Ausnahme von der Aufklärungspflicht | 126 |
| dd) Anforderungen an das Swap-Geschäft | 130 |
| (1) Liability-Payer-Swap | 130 |
| (2) Liability-Receiver-Swap | 131 |
| (3) Liability-Currency-Swap | 135 |
| (4) Abgrenzung zum Finanzierungsberatungsvertrag | 138 |
| (5) Asset-Swap | 140 |
| (6) Mirror-Swap | 142 |
| ee) Personenidentität | 143 |
| ff) Übereinstimmung der Nominalbeträge | 147 |
| gg) Laufzeitkongruenz | 148 |
| hh) Zinssatzkongruenz | 149 |
| ii) Sonderfälle | 149 |
| (1) Absicherung mehrerer Risiken | 149 |
| (2) Vorrats-Swaps | 151 |
| (3) Vorzeitiger Wegfall des Grundgeschäfts | 154 |
| 3. Dreipersonenverhältnis | 156 |
| a) Pflichten der beratenden Bank | 156 |
| aa) Objektgerechte Beratung | 156 |
| bb) Pflicht zur Aufklärung über den anfänglichen negativen Marktwert | 157 |
| b) Pflichten des freien Anlageberaters | 158 |
| c) Pflichten der strukturierenden Bank | 158 |
| aa) Vorliegen eines Anlageberatungsvertrags | 159 |
| bb) Pflichten aus dem Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte | 162 |
| cc) Nebenpflicht aus dem Swap-Vertrag | 164 |

- dd) Haftung nach § 128 HGB analog bei gestaffelter Einschaltung mehrerer selbstständiger Wertpapierdienstleistungsunternehmen . . . 164
- ee) Vorvertragliche Aufklärungspflichten 166
 - (1) Allgemeine Grundsätze 166
 - (2) OLG Stuttgart, Urt. v. 14. 12. 2011 – 9 U 11/11 170
 - (3) Literatur 171
 - (4) Stellungnahme 171
- ff) Sonderfall: Tochtergesellschaften als Anlageberater 173
- d) Gefahr der Umgehung von Aufklärungspflichten 174
- e) Finanzielle Beteiligung des Anlageberaters an dem anfänglichen negativen Marktwert 176
 - aa) Pflichten des Anlageberaters 178
 - (1) Beratende Bank 178
 - (2) Freie Anlageberater 180
 - (3) Sonderfall: Doppelvergütung 181
 - bb) Pflichten der strukturierenden Bank 183
 - (1) Grundsatz 183
 - (2) BGH, Urt. v. 19. 12. 2000 – XI ZR 349/99 (*Kick-back I*) 183
 - (3) BGH, Urt. v. 20. 09. 2011 – II ZR 277/09 185
 - (4) Zwischenergebnis 186
- 4. Inhalt der Aufklärungspflicht 186
 - a) Der anfängliche negative Marktwert und dessen Bedeutung 186
 - b) Pflicht zur Aufklärung über die Höhe des anfänglichen negativen Marktwerts 187
 - aa) Keine Aufklärung über die Höhe 187
 - bb) Aufklärung über die Höhe als maßgeblicher Bestandteil 188
 - cc) Stellungnahme 189
- III. Fazit 191

- F. Pflichten des Anlageberaters bei sonstigen Finanzprodukten mit anfänglichem negativem Marktwert 193**
 - I. Einführung 193
 - II. Objektgerechte Beratung 193
 - 1. Zertifikate 193
 - 2. Anleihen 194
 - 3. Optionen 194
 - 4. Zinsbegrenzungsverträge 195
 - III. Pflicht zur Aufklärung über den anfänglichen negativen Marktwert 195
 - 1. Zertifikate 195
 - 2. Anleihen 199
 - 3. Optionen 200

| | |
|---|------------|
| 4. Zinsbegrenzungsverträge | 201 |
| a) Zinssatz-Cap, Zinssatz-Floor und Zinssatz-Collar | 201 |
| b) Zero-Cost-Collar | 201 |
| IV. Sonderfall: Eingebettete Derivate | 204 |
| 1. Begriffserklärung | 204 |
| 2. Anwendungsfall: strukturierte Darlehen | 204 |
| 3. Preisbildung bei Darlehensverträgen | 205 |
| 4. Pflicht zur Aufklärung über den anfänglichen negativen Marktwert | 205 |
| V. Fazit | 209 |
| G. Der anfängliche negative Marktwert im Gesamtgefüge des Kapitalanlagebera- | |
| tungsrechts | 210 |
| I. Einführung | 210 |
| II. Aufsichtsrecht | 211 |
| 1. § 31d WpHG (§ 70 WpHG n.F.) | 211 |
| a) Der anfängliche negative Marktwert als Zuwendung i.S.v. § 31d WpHG | 211 |
| b) Gewinnmargen als Zuwendung i.S.v. § 31d WpHG | 211 |
| aa) Einkaufsrabatte bei fremdemittierten Finanzprodukten | 211 |
| bb) Gewinnmargen bei eigenemittierten Finanzprodukten | 214 |
| c) Stellungnahme | 214 |
| d) Vertriebsprovisionen in der Form des anfänglichen negativen Markt- | |
| werts | 216 |
| e) Auswirkungen des 2. FiMaNoG – § 70 WpHG n.F. | 216 |
| 2. § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG (§ 63 Abs. 2 WpHG n.F.) | 217 |
| 3. § 31 Abs. 4c WpHG (§ 64 Abs. 5, 6 WpHG n.F.) und § 34h GewO | 218 |
| 4. Zwischenergebnis | 218 |
| III. Zivilrecht | 219 |
| 1. Gewinnmargen, Einkaufsrabatte und Ausgabeaufschläge | 219 |
| 2. Rückvergütungen | 222 |
| 3. Innenprovisionen | 227 |
| 4. Provision in der entgeltlichen Kaufkommission | 228 |
| 5. Provision in der unentgeltlichen Kaufkommission | 229 |
| 6. Die neue Fallgruppe – Vertriebsprovisionen von Seiten Dritter | 230 |
| 7. Terminoptionsrechtsprechung | 231 |
| 8. Zwischenergebnis | 232 |
| IV. Fazit | 232 |
| H. Die Entwicklung der BGH-Rechtsprechung zum anfänglichen negativen Markt- | |
| wert | 234 |
| I. <i>Swap I – Swap II</i> | 234 |
| II. <i>Swap I – Swap III</i> | 235 |

| | |
|---|-----|
| III. <i>Swap I – Swap VI</i> | 236 |
| IV. Bewertung der Entwicklung | 237 |
| V. Ausblick | 238 |
| VI. Fazit | 239 |
| I. Eigener Vorschlag – Verzicht auf die weitere Verwendung des Begriffs „anfänglicher negativer Marktwert“ | 240 |
| J. Schlussbetrachtung | 242 |
| Literaturverzeichnis | 246 |
| Stichwortverzeichnis | 262 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|----------|--|
| a.A. | andere Ansicht |
| ABl. | Amtsblatt |
| Abs. | Absatz |
| a.E. | am Ende |
| AG | Die Aktiengesellschaft |
| Anm. | Anmerkung |
| Art. | Artikel |
| Aufl. | Auflage |
| Az. | Aktenzeichen |
| BB | Betriebs-Berater |
| Bd. | Band |
| BeckRS | Beck-Rechtsprechung |
| Beschl. | Beschluss |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch |
| BGBI. | Bundesgesetzblatt |
| BGH | Bundesgerichtshof |
| BGHZ | Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen |
| BKR | Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht |
| BR-Drs. | Bundesratsdrucksache |
| BT-Drs. | Bundtagsdrucksache |
| bzgl. | bezüglich |
| bzw. | beziehungsweise |
| CESR | Committee of European Securities Regulators |
| CHF | Schweizer Franken |
| CRP | Comprechtspraktiker |
| DB | Der Betrieb |
| DRL | Durchführungsrichtlinie |
| DStR | Deutsches Steuerrecht |
| EG | Europäische Gemeinschaft |
| EGBGB | Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuche |
| engl. | englisch |
| EU | Europäische Union |
| EuGH | Europäischer Gerichtshof |
| EUR | Euro |
| EURIBOR | Euro Interbank Offered Rate |
| EWiR | Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht |
| f./ff. | folgend/folgende |
| FinMaNoG | Finanzmarktnovellierungsgesetz |
| FinVermV | Verordnung über die Finanzanlagenvermittlung |
| Fn. | Fußnote |
| FS | Festschrift |

| | |
|-------------------|---|
| GbR | Gesellschaft bürgerlichen Rechts |
| GewO | Gewerbeordnung |
| GG | Grundgesetz der Bundesrepublik Deutschland |
| ggf. | gegebenenfalls |
| GmbH | Gesellschaft mit beschränkter Haftung |
| GWR | Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht |
| HGB | Handelsgesetzbuch |
| Hrsg. | Herausgeber |
| IEV | Issuer Estimated Value |
| i.S.d. | im Sinne der/des |
| i.S.v. | im Sinne von |
| i.V.m. | in Verbindung mit |
| jurisPR-BGHZivilR | juris PraxisReport BGH-Zivilrecht |
| jurisPR-BKR | juris PraxisReport Bank- und Kapitalmarktrecht |
| JZ | JuristenZeitung |
| Kap. | Kapitel |
| KG | Kammergericht |
| KommJur | Der Kommunaljurist |
| KWG | Kreditwesengesetz |
| LG | Landgericht |
| LIBOR | London Interbank Offered Rate |
| lit. | littera |
| LKV | Landes- und Kommunalverwaltung |
| LMK | Lindenmaier-Möhring Kommentierte BGH-Rechtsprechung |
| MiFID | Markets in Financial Instruments Directive |
| Mio. | Million/Millionen |
| m.w.N. | mit weiteren Nachweisen |
| n.F. | neue Fassung |
| NJ | Neue Justiz |
| NJW | Neue Juristische Wochenschrift |
| Nr. | Nummer |
| NZG | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht |
| ÖBA | Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen |
| OLG | Oberlandesgericht |
| OTC | over the counter |
| RdF | Recht der Finanzinstrumente |
| Rdn. | Randnummer |
| s. | siehe |
| s.a. | siehe auch |
| SchlHA | Schleswig-Holsteinische Anzeigen |
| sog. | sogenannte/sogenannten/sogenanntes |
| StPO | Strafprozessordnung |
| u. a. | unter anderem |
| Urt. | Urteil |
| USD | US-Dollar |
| vgl. | vergleiche |
| VO | Verordnung |
| VuR | Verbraucher und Recht |

| | |
|--------|--|
| WM | Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht |
| WpHG | Wertpapierhandelsgesetz |
| WpHG-E | Entwurf eines Wertpapierhandelsgesetzes |
| WuB | Entscheidungsanmerkungen zum Wirtschafts- und Bankrecht |
| z. B. | zum Beispiel |
| ZBB | Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft |
| ZGR | Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht |
| ZHR | Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht |
| ZIP | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| ZPO | Zivilprozessordnung |
| ZWH | Zeitschrift für Wirtschaftsstrafrecht und Haftung im Unternehmen |

A. Einleitung

I. Der anfängliche negative Marktwert in der Anlageberatung

In der Presse war von „Banken-Bashing“ die Rede und die Entscheidung der Bundesrichter wurde als „hanebüchen“ bezeichnet.¹ Der damalige Vorsitzende Richter des XI. Zivilsenats beim BGH galt seit dem als „Bankenschreck“.² Die sogenannte „Ille-Entscheidung“³ aus dem Jahr 2011, in welcher der BGH erstmals die Aufklärungspflicht über den anfänglichen negativen Marktwert bei einem Swap-Vertrag bejaht hatte, sorgte für Aufsehen.

Zwar gab es seit 2008 verstärkt Auseinandersetzungen zwischen Banken und Anlegern wegen abgeschlossenen Swap-Verträgen, ausgelöst durch hohe Verluste auf der Kundenseite.⁴ In der Literatur war da aber noch von dem „*buyer's remorse*“ die Rede, ein Ausdruck englischer Juristen für die Reue des Käufers, wenn dieser im Nachhinein erkennt, dass das Geschäft schlecht war und sich daher schnellstmöglich von diesem lösen will.⁵

Die Entscheidung des BGH stellt den Ausgangspunkt für eine nachfolgende kontroverse Auseinandersetzung um den Begriff und die Folgen des anfänglichen negativen Marktwerts dar. Zunächst auf Swap-Verträge beschränkt, hat sich die Diskussion auch auf andere Finanzprodukte erstreckt.

II. Methode und Gang der Untersuchung

Die rechtliche Auseinandersetzung mit dem anfänglichen negativen Marktwert in der Anlageberatung leidet an einem Grundproblem. Streitig ist bereits, was der anfängliche negative Marktwert überhaupt bedeutet. Dies erschwert die rechtliche Diskussion über die Folgen für die Anlageberatung. Gehen die Ansichten von verschiedenen Prämissen aus, kann die jeweilige Schlussfolgerung durchaus folgerichtig sein. Welche Prämisse die richtige ist, ist damit aber noch nicht geklärt. Die Untersuchung hat sich daher zum Ziel gesetzt, den anfänglichen negativen Marktwert in tatsächlicher und in rechtlicher Hinsicht aufzuarbeiten. Dabei wird mit vielen

¹ FAZ, Artikel vom 23.03.2011, „Hanebüchen“.

² Welt am Sonntag, Artikel vom 27.03.2011, „Der Bankenschreck“.

³ BGH WM 2011, 682 = BGHZ 189, 13.

⁴ Clouth, Bankrechtstag 2015, 163, 164.

⁵ Keller, EWiR 2010, 275, 275.

Beispielen und Schaubildern gearbeitet, um das Verständnis der abstrakten Ausführungen zu erleichtern und die gefundenen Ergebnisse zu stützen.

Der anfängliche negative Marktwert ist dabei keine losgelöste Erscheinung, sondern bezieht sich jeweils auf ein Finanzprodukt. Daher ist es zunächst notwendig die einzelnen Anlageprodukte näher zu betrachten [Kap. B.]. Ziel ist es, ein Grundverständnis für die einzelnen Produkte zu erhalten, ohne zu sehr ins Detail zu gehen. Die Auswahl ist auf die für diese Arbeit relevanten beschränkt. Anschließend kann der anfängliche negative Marktwert jeweils in Bezug auf die einzelnen Finanzprodukte untersucht werden [Kap. C.]. Hierbei ist es unumgänglich sich mit den wirtschaftswissenschaftlichen Grundlagen des anfänglichen negativen Marktwerts zu beschäftigen. Nur mit dieser Basis sind rechtliche Folgerungen für etwaige Pflichten des Anlageberaters möglich. Gerade an dieser Grundlage fehlt es, wenn in Rechtsprechung und Literatur von verschiedenen Prämissen ausgegangen wird. Um die weiteren Folgen des anfänglichen negativen Marktwerts für die Anlageberatung betrachten und bewerten zu können, bedarf es eines zusammenfassenden Überblicks über das Kapitalanlageberatersrecht, wobei auf das Aufsichtsrecht und das Zivilrecht einzugehen ist [Kap. D.]. Sodann werden auf den zuvor geschaffenen Grundlagen die Pflichten des Anlageberaters bei Swap-Verträgen mit anfänglichem negativem Marktwert näher betrachtet [Kap. E.]. Dieser Abschnitt bildet den Schwerpunkt dieser Untersuchung. Dem schließen sich die Pflichten bei sonstigen Finanzprodukten an [Kap. F.]. Nach einer Einordnung des anfänglichen negativen Marktwerts in das Gesamtgefüge des Kapitalanlageberatersrechts [Kap. G.], wird die Entwicklung der BGH-Rechtsprechung zum anfänglichen negativen Marktwert analysiert und ein Ausblick gewagt [Kap. H.]. Endpunkt der Untersuchung ist ein eigener Vorschlag, wie mit dem anfänglichen negativen Marktwert in der Anlageberatung in Zukunft verfahren werden sollte [Kap. I.].

B. Finanzprodukte

I. Einführung

Die Finanzwelt entwickelt unablässig neue Finanzprodukte, die Rechtsprechung und Literatur vor neue Herausforderungen stellen. Die Anforderungen an die Anlageberatung werden maßgeblich durch das empfohlene Anlageprodukt beeinflusst. Dessen Struktur und Funktionsweise ist bestimmend für eine anleger- und objektgerechte Beratung. Auch Schlussfolgerungen für die Offenkundigkeit von Interessenkonflikten sind nur so möglich. Daher ist es zunächst erforderlich, einzelne Finanzprodukte näher zu betrachten. Die Auswahl ist auf diejenigen Anlageprodukte beschränkt, die für die weitere Untersuchung des anfänglichen negativen Marktwert von Bedeutung sind.

II. Swaps

1. Grundlagen

Swaps gehören zur Gruppe der außerbörslichen Finanztermingeschäfte.¹ Finanztermingeschäfte sind von einem Basiswert abgeleitete Geschäfte. Gebräuchlich ist auch der Begriff Derivate.² Termingeschäfte werden in Festgeschäfte und Optionen unterteilt. Festgeschäfte untergliedern sich in Termindirektgeschäfte und Swaps.³

Der Begriff Swap stammt aus dem Englischen „to swap“ und lautet übersetzt „tauschen“.⁴ Bei einem Swap vereinbaren die Vertragsparteien einen Austausch von Zahlungsströmen, basierend auf einem zugrunde liegenden Nominalbetrag.⁵

Der Handel mit Swaps findet außerbörslich statt. Gebräuchlich ist auch der englische Begriff *over the counter* (OTC). Der außerbörsliche Handel zeichnet sich dadurch aus, dass die Geschäfte weder reguliert noch standardisiert noch im Rahmen eines Börsenhandels abgeschlossen werden. Grundlage für den OTC-Handel sind bilaterale und individuell ausgehandelte Verträge. OTC-Derivate können somit in-

¹ *Jahn/Reiner*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rdn. 6.

² *Jahn/Reiner*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rdn. 2.

³ *Jahn/Reiner*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rdn. 3.

⁴ *Jahn/Reiner*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rdn. 6.

⁵ Bank-Verlag, Basisinformationen über Finanzderivate, 41.