

Inhaltsverzeichnis

Einführung	21
A. Ausgangspunkt und Ziel der Untersuchung	22
B. Gang der Darstellung	24

Erstes Kapitel

Ökonomische Grundlagen

§ 1 Grundlagen derivativer Finanzinstrumente	26
A. Derivative Finanzinstrumente	26
B. Systematik derivativer Finanzinstrumente	28
I. Fest- und Optionsgeschäfte	28
II. Bezugswert	29
III. Börslicher Handel und OTC-Handel	29
1. Unterschiede der Marktsegmente	29
2. Marktstruktur der OTC-Derivatemärkte	30
a) Rahmenverträge	30
b) Organisation des Endkundengeschäfts	31
c) Rollenkonflikte im Endkundengeschäft	32
IV. Art der Erfüllung	33
V. Kombination mit anderen Finanzinstrumenten	34
C. Motive für den Einsatz derivativer Finanzinstrumente	34
I. Hedging	34
II. Spekulation	36
III. Arbitrage	36
IV. Zwischenergebnis	37
D. Ökonomischer Nutzen	37
I. Individuelle Ebene	38
II. Überindividuelle Ebene	39
III. Zwischenergebnis	41

E. Gefahren derivativer Finanzinstrumente	41
I. Überblick	42
II. Marktrisiko im Speziellen	42
1. Maßgeblichkeit der Gestaltung	43
2. Nachschussrisiko	43
III. Risikomanagement	45
F. Preis und Preisbildung	47
I. Preis und Wert von Derivaten	47
II. Theoretisch „fairer“ und tatsächlicher Preis	48
1. Abweichungen vom Gleichgewichtspreis	48
2. Aussagekraft des negativen Wertes	49
a) Fairer Preis anderer Finanzprodukte	49
b) Gleichgewichtspreis und Chancen	50
c) Gleichgewichtspreis und Eigeninteresse des Emittenten	52
III. Formen der Preisbildung	52
1. Theoretisch optimale Preisbildung	53
a) Preisbildung an Börsen	53
b) Rechtliche Rezeption	54
2. Preisbildung komplexer OTC-Derivate	54
a) Modellbasierte Preisbildung	55
b) Grenzen modellbasierter Preisbildung	55
IV. Zwischenergebnis	56
G. Zwischenergebnisse zu § 1	56
§ 2 Derivative Finanzinstrumente als Finanzinnovationen	58
A. Ursprünge derivativer Finanzinstrumente	58
B. Derivate als Finanzinnovationen	59
C. Gestaltungsprozess neuer Derivate	60
D. Financial Engineering und Komplexität	62
I. Messbarkeit von Komplexität	62
II. Kriterien für Komplexität	63
III. Folgen zunehmender Komplexität	64
E. Ursachen zunehmender Komplexität	65
I. Entwicklungsaufwand	65
II. Nachfragebasierte Begründung	67
1. Nachfrage als herkömmlicher Erklärungsansatz	67

2. Zweifel an der rein nachfragebasierten Begründung	69
a) Unvollständigkeit des Erklärungsansatzes	69
b) Kritik am Homo Oeconomicus	69
aa) Information Overload	71
bb) Risikowahrnehmung	71
III. Angebotsbasierte Begründung	73
1. Theoretische Anreize für zusätzliche Komplexität	73
a) Nachvollziehbarkeit der Preise	74
b) Wettbewerbssituation	74
c) Folgen für die Absatzsituation	75
2. Studien zu realen Finanzinstrumenten	76
a) Studie von <i>Breuer/Perst</i>	77
b) Studie von <i>Henderson/Pearson</i>	77
c) Studie von <i>Hens/Rieger</i>	79
d) Studie von <i>Célérier/Vallée</i>	80
e) Zwischenergebnis	80
3. Motivation der Marktgegenseite	81
a) Rationalitätsdefizite bei der Abschlussentscheidung	81
b) Typologische Unterscheidung	82
c) Innovation als Verkaufsargument	83
4. Auswirkungen auf die Gesamtbewertung von Derivaten	83
5. Zwischenergebnis	85
F. Normative Implikationen	85
I. Produktqualität als Regulierungsthema	85
II. Regulierungsbedarf	87
1. Systematische Risiken	87
2. Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte	88
3. Anlegerschutz	89
a) Markteingriffe und Paternalismus	89
b) Markteingriffe und verfassungsrechtliche Ordnung	90
c) Anlegerschützender Regulierungsbedarf	91
G. Zwischenergebnisse zu § 2	92

*Zweites Kapitel***Die Swap-Rechtsprechung**

	94
§ 3 Vertrieb strukturierter Swaps	95
A. Tatsächlicher Hintergrund	95
B. Beteiligte Parteien	96
I. Beteiligte Banken	97
II. Beteiligte Kunden	97
III. Schutzwürdigkeit der Kunden	97
C. Vertriebsituation	100
I. Aktives Schuldenmanagement	100
II. Restrukturierung verlustreicher Geschäfte	101
III. Zwei- und Drei-Personen-Konstellationen	101
D. Vertriebene Produkte	102
E. Zinsswaps und strukturierte Varianten	104
I. Zinsswaps	104
1. Grundstruktur	104
2. Einsatzmöglichkeiten	105
II. Caps, Floors und Collars	106
1. Zinscaps und Zinsfloors	106
2. Zinscollars	106
III. Memory Swaps	107
IV. Constant Maturity Swaps	108
1. Grundstruktur	109
2. Zinsstrukturkurven	109
3. Eigenschaften	110
V. Währungskomponenten	111
VI. CMS Spread Ladder Swaps	111
1. Differenzterm	113
2. Hebelfaktor	113
3. Anknüpfung an Vorperiode	113
4. Zahlungsbegrenzung	114
5. Bewertung	115
a) Komplexität	115
b) Chance-Risiko-Profil	117
c) Barwert	118
aa) Ermittelte Werte	118

bb) Verlässlichkeit der Werte	119
6. Denkbare Gründe für den Absatz	119
7. Zwischenergebnis	120
VII. Einseitig kündbare Variante	121
1. Beendigung mit und ohne Ausgleichszahlung	121
2. Auswirkungen des einseitigen Kündigungsrechts	122
3. Bewertung des Kündigungsrechts	123
F. Zwischenergebnisse zu § 3	123
§ 4 Die Swap-Rechtsprechung des BGH	125
A. Anlageberatung nach der Bond-Rechtsprechung	125
I. Bond: Urteil v. 06.07.1993 (XI ZR 12/93), BGHZ 123, 126 ff.	126
1. Verfahrensgegenstand	126
2. Entscheidungsbegründung	126
3. Einordnung	127
II. Optionsvermittler: Urteil v. 16.11.1993 (XI ZR 214/92), BGHZ 124, 151 ff. 128	
1. Verfahrensgegenstand	128
2. Entscheidungsbegründung	128
3. Einordnung	129
III. Interessenkonflikte: Urteil v. 19.12.2006 (XI ZR 56/05), BGHZ 170, 226 ff. 129	
1. Verfahrensgegenstand	130
2. Entscheidungsbegründung	130
3. Einordnung	131
IV. Gewinnmargen: Urteil v. 15.04.2010 (III ZR 196/09), BGHZ 185, 185 ff. 131	
1. Verfahrensgegenstand	131
2. Entscheidungsbegründung	132
3. Einordnung	132
B. Urteile zum Vertrieb von Swaps	133
I. Swap I: Urteil v. 22.03.2011 (XI ZR 33/10), BGHZ 189, 13 ff.	133
1. Verfahrensgegenstand	134
2. Entscheidungsbegründung	134
a) Anlegergerechte Beratung	135
b) Objektgerechte Beratung	135
c) Negativer Marktwert	136
3. Einordnung	137
a) Beratungsqualität	138
aa) Erfolgshaftung bei der anlegergerechten Beratung	139
bb) Erfolgshaftung bei der objektgerechten Beratung	140

cc) Zwischenergebnis	141
b) Negativer Marktwert	142
II. Swap II: Urteil v. 20.01.2015 (XI ZR 316/13), NJW 2015, 1095 ff.	143
1. Verfahrensgegenstand	143
2. Entscheidungsbegründung	143
3. Einordnung	144
III. Swap III: Urteil v. 28.04.2015 (XI ZR 378/13), BGHZ 205, 117 ff.	145
1. Verfahrensgegenstand	145
2. Entscheidungsbegründung	146
a) Vertragliche Grundlage	146
b) Negativer Marktwert	146
c) Sittenwidrigkeit	147
3. Einordnung	147
IV. Swap IV: Urteil v. 22.03.2016 (XI ZR 425/14), NJW 2016, 2949 ff.	148
1. Verfahrensgegenstand	149
2. Entscheidungsbegründung	149
3. Einordnung	150
V. Swap V: Urteil v. 22.03.2016 (XI ZR 93/15), WM 2016, 827 ff.	150
1. Verfahrensgegenstand	151
2. Entscheidungsbegründung	151
3. Einordnung	151
VI. Swap VI: Urteil v. 12.07.2016 (XI ZR 150/15), BKR 2016, 482 ff.	152
1. Verfahrensgegenstand	152
2. Entscheidungsbegründung	152
3. Einordnung	152
C. Konzeption der Swap-Rechtsprechung	153
I. Selbständiger Beratungsvertrag	153
II. Anleger- und objektgerechte Beratung	153
1. Anlegergerechte Beratung	154
2. Objektgerechte Beratung	154
III. Negativer Marktwert	155
IV. Vertragswirksamkeit	156
V. Zusammenschau: das Beratungsmodell	157
1. Grundlagen des Informationsmodells	157
2. Beratungsmodell als Informationsmodell	158
3. Vorrang der Informationspflichten	160
VI. Verhältnis zum Aufsichtsrecht	161
1. Absatz von Derivaten im Aufsichtsrecht	161

2. Verhältnis zum Zivilrecht	161
a) Vertretene Ansätze	162
b) Ansicht des BGH	163
D. Zwischenergebnisse zu § 4	164

Drittes Kapitel

Kritik am Modell der Rechtsprechung 166

§ 5 Die Pflicht zur Aufklärung über den negativen Marktwert	169
A. Negative Marktwerte im System der Vertriebsentgelte	169
I. Rechtsprechung zu Vertriebsentgelten	170
II. Wertungsinkonsistenzen	171
B. Aufklärung über Interessenkonflikte	171
I. Wettgegnertese	172
II. Die Bank als Verkäuferin	174
III. Die Bank als Produktgestalterin	175
C. Grenzen der Aufklärungspflicht	175
I. Offenkundige Interessenkonflikte	176
II. Systematik der Rechtsprechung	177
1. Offenkundigkeit beim Vertrieb fremder Produkte	177
2. Zugrundeliegende Wertung	178
a) Inkompatibilität der Interessenstrukturen	179
b) Die Lösung des BGH	180
c) Normative Korrektur der Interessenlage	180
3. Wertungstransfer	181
III. Rechtfertigung der Ungleichbehandlung	183
1. Inhaltlicher Widerspruch	183
2. Wertungswiderspruch	184
3. Keine Aufklärungspflicht wegen Chancenverschiebung	185
IV. Negativer Marktwert als Indikator für das Eigeninteresse	186
V. Zwischenergebnis	187
D. Kostentransparenz durch Aufklärungspflichten	187
I. Verhältnis zur bisherigen Aufklärungspflicht	188
II. Negativer Marktwert als wesentlicher Umstand	189
1. Abgrenzung von der Terminvermittler-Rechtsprechung	190
2. Besonderheiten der OTC-Märkte	191

3. Marktbezogene Argumente	192
a) Netto- und Bruttomargen	192
b) Reaktion auf Marktversagen	193
4. Umfang der Aufklärung	194
5. Kostentransparenz im Aufsichtsrecht	194
a) Grenzen der Rechtsfortbildung	195
b) Aufsichtsrechtliches Transparenzgebot	195
III. Zwischenergebnis	196
E. Zwischenergebnisse zu § 5	197
§ 6 Die Grenzen des Beratungsmodells	198
A. Quantitative Grenzen des Beratungsmodells	198
I. Grenzen der Regelungssysteme	198
1. Verhältnis zum Vertragsrecht	199
a) Einheitliche Betrachtungsweise	199
b) Informationsmodell und vertragsrechtliche Grenzen	200
aa) Konflikt der Regelungssysteme	201
bb) Immanente Grenzen des Informationsmodells	201
c) Methodischer Vorrang des Vertragsrechts	204
2. Verhältnis zum Aufsichtsrecht	205
a) Produktbeschränkungen im Aufsichtsrecht	205
b) Gewaltenteilung	206
3. Zwischenergebnis	207
II. Inhalt der Beratungspflicht	207
1. Komplexität und Aufklärungsumfang	209
2. Funktion der Bank im Beratungsmodell	209
3. Insbesondere: Beratung zu den Produktrisiken	210
a) Risikokennzahlen	210
b) Risikomanagementsystem	212
4. Zwischenergebnis	213
III. Informationspflichten nach der Abschlussentscheidung	213
1. Konflikt mit dem Informationsmodell	214
2. Pflicht zur Dauerberatung	214
3. Nachvertragliche Aufklärungspflichten	215
4. Deliktische Produktbeobachtungspflichten	216
a) Herstellerbegriff	217
b) Produktbegriff	217
c) Deliktischer Schutz des Vermögens	218

5. Product Governance	218
a) Pflichten durch Product Governance-Vorgaben	218
b) Deliktische Haftung im Nachgang des Produktabsatzes	219
6. Zwischenergebnis	221
IV. Zwischenergebnis	221
B. Personale Grenzen des Beratungsmodells	222
I. Grenzen in der Person des Beraters	223
1. Anreizsituation	223
2. Qualifikation	223
II. Grenzen in der Person des Kunden	225
1. Paradigmenwechsel im ersten Swap-Urteil?	226
2. Berücksichtigung verhaltensökonomischer Erkenntnisse	227
a) Normative Implikationen	227
b) Methodische Grenzen	228
3. Kritik am Standard des BGH	231
a) Information Overload	231
aa) Informationsmodell und Information Overload	231
bb) Grenzen der Rezeption	233
cc) Aufsichtsrechtliche Reaktion	234
(1) Kurzinformativblätter als Regulierungsinstrument	234
(2) Anwendbarkeit der PRIIP-VO auf Derivate	235
b) Risikodarstellung	237
aa) Möglichkeit der Risikodarstellung	237
bb) Grenzen der Rezeption	237
cc) Aufsichtsrechtliche Reaktion	238
III. Zwischenergebnis	239
C. Produktqualität als Grenze des Beratungsmodells	240
I. Produktportfolio und Kundeninteresse	241
II. Prüfpflicht des Anlageberaters	243
III. Produktqualität als Grenze des Beratungsmodells	245
IV. Alternative Mechanismen	247
1. Konkurrenz der Produktportfolios	247
2. Konkurrenz der Anlageberater	247
a) Qualität der Anlageberatung	248
b) Honoraranlageberatung als mögliche Lösung	248
3. Product Governance	250
V. Zwischenergebnis	252
D. Zwischenergebnisse zu § 6	253

*Viertes Kapitel***Zwingendes Vertragsrecht als Alternative** 255

§ 7 Rechtsnatur strukturierter Zinsswaps	259
A. Methodik der Vertragsqualifikation	259
B. Qualifikation I: Ältere Ansätze	261
I. Schuld- oder Erfüllungsübernahme	261
II. Darlehen	262
III. Tausch	262
1. Individualisierbarkeit	263
2. Begründung von Verpflichtungen	264
3. Geld- und Sachschulden	264
IV. Zwischenergebnis	266
C. Qualifikation II: Risikoverträge	266
I. Versicherungsvertrag	267
1. Versicherung und Versicherungsvertrag	268
2. Vertretene Abgrenzungsansätze	269
a) Abgrenzung anhand der kollektiven Risikoabsicherung	269
b) Ermittlungsart der Zahlungen	271
3. Versichertes Interesse	271
a) Schadens- und Summenversicherung	272
b) Tatsächliche Kompensation	273
c) Einschränkungen des Grundsatzes tatsächlicher Kompensation	274
aa) Taxen	274
bb) Neuwertversicherung	275
cc) Bewertung	276
d) Abgrenzung von Derivaten	276
e) Abgrenzung im angloamerikanischen Rechtskreis	277
aa) Notwendigkeit des versicherten Interesses	277
bb) Ökonomische Wirkung	278
cc) Credit Default Swaps als Versicherungen	278
4. Zwischenergebnis	281
II. Spiel	282
1. Derivate und Spieleinwand	282
a) Leistungsprogramm von Spiel und Derivaten	282
b) Potenzielle Filterfunktion des Spieleinwandes	283
c) Zweck des Spieleinwandes	283
d) Ausschluss des Spieleinwands	285

2. Objektiver Tatbestand des Spieleinwandes	286
3. Subjektiver Tatbestand des Spieleinwands	286
a) Willensrichtung der Parteien	286
b) Berechtigter wirtschaftlicher Zweck	287
aa) Kritik am Tatbestandsmerkmal	288
(1) Rechtsprechung zum Fluchthilfevertrag als Grundlage	288
(2) Rechtsunsicherheit	289
(3) Illegitimität der Kontrolle auf wirtschaftliche Berechtigung	289
bb) Rechtfertigung des Tatbestandsmerkmals	291
(1) Individualschutz bei den übrigen Risikoverträgen	291
(2) Absicherung als gesetzlich anerkannter Zweck	291
(3) Abwägungsdefizit bei Verzicht	293
cc) Konkretisierung des Tatbestandsmerkmals	294
(1) Motivation des Intermediärs	295
(2) Motivation des Kunden	296
4. Die Ausnahme vom Spieleinwand nach § 99 WpHG	297
a) § 99 WpHG als Ausdruck der positiven Beurteilung der Finanzinnovation	298
b) Teleologische Reduktion des § 99 WpHG?	299
5. Zwischenergebnis	299
D. Zwischenergebnisse zu § 7	300
§ 8 Allgemeines Vertragsrecht als Grenze	302
A. AGB-Kontrolle	302
I. Anwendbarkeit der §§ 305 ff. BGB	303
II. Einbeziehungskontrolle	305
1. Ungewöhnlichkeit	305
2. Überraschungsmoment	307
III. Transparenzgebot	308
IV. Zwischenergebnis	310
B. Sittenwidrigkeit	310
I. Inhalt der guten Sitten	310
1. § 138 Abs. 1 BGB als Verweis auf außerrechtliche normative Ordnungen	311
2. § 138 Abs. 1 BGB als Ermächtigung zur Rechtsfortbildung	312
3. Methode der Konkretisierung	313
II. Auffassung des BGH	314
III. Exzessive Komplexität	316
1. Anatozismusverbot (§ 248 Abs. 1 BGB)	316

2. Übertragbarkeit der Wertung	317
IV. Risiken	318
1. Umfang der Risiken	319
a) Sittenwidrigkeit von Angehörigenbürgschaften	319
b) Übertragbarkeit der Wertung	320
2. Übernahme von Risiken zur Verlustkompensation	321
V. Hohe Kostenbelastung	322
1. Leistungsmisverhältnis	323
a) Qualitative Betrachtung	324
b) Quantitative Betrachtung	324
aa) Maßgeblichkeit des mathematischen Modellwerts	325
bb) Bestimmung eines auffälligen Missverhältnisses	326
2. Zusätzliches Element	327
a) Wucher	327
aa) Unerfahrenheit	327
bb) Mangel an Urteilsvermögen	327
cc) Subjektives Element	328
b) Wucherähnliches Geschäft	328
aa) Indizwirkung des besonders groben Missverhältnisses	329
bb) Verwerfliche Gesinnung	329
VI. Zwischenergebnis	330
C. Verstoß gegen Treu und Glauben	332
I. Inhaltskontrolle aufgrund von § 242 BGB	332
II. Ausübungskontrolle aufgrund von § 242 BGB	333
D. Zwischenergebnisse zu § 8	334
Ergebnisse und Ausblick	336
A. Erster Teil	336
I. Erklärung der Finanzinnovation	336
II. Veränderter Regelungsbedarf	337
B. Zweiter Teil	337
C. Dritter Teil	338
I. Aufklärung über den negativen Marktwert	338
II. Quantitative Grenzen des Informationsmodells	339
III. Personale Grenzen des Informationsmodells	340
IV. Qualitative Grenzen des Informationsmodells	340

D. Vierter Teil	341
I. Rechtsnatur von Swaps	341
II. Allgemeines Vertragsrecht	342
E. Gesamtergebnis und Ausblick	343
Literaturverzeichnis	345
Stichwortverzeichnis	372