

## 2. Kapitel: Vertragsrecht

Die vertragsrechtliche Betrachtung konzentriert sich auf die Verbindlichkeit derivativer Primärverträge bzw. von Verträgen über den Sekundärerwerb von Derivaten. Dort gibt es zwei, bei den Rechtsfolgen miteinander verwobene Rechtsbereiche, in denen derivative und derivateähnliche Geschäfte sowie Geschäftsbesorgungsverträge, die auf den Abschluss solcher Geschäfte für Dritte gerichtet sind, gegenüber anderen Finanzinstrumenten einer Sonderbehandlung unterliegen oder zu unterliegen scheinen, die jeweils mit den angeblich besonderen Marktrisiken der verkauften bzw. vermittelten Instrumente begründet wird. Dies sind einerseits die Vorschriften über die Unvollkommenheit von bestimmten aleatorischen Verträgen. Andererseits ist es die sich hiermit tatbestandlich teilweise überschneidende Rechtsprechung zu den vorvertraglichen bzw. vertraglichen Informationspflichten des Vertragspartners, deren Verletzung den Vertrag über den Umweg des daraus resultierenden Schadensersatzanspruchs in seinen wirtschaftlichen Folgen vernichtbar macht.<sup>1</sup> Zu prüfen ist, inwieweit die genannten Regelungsbereiche den finanzwirtschaftlichen Eigenschaften von Derivaten gerecht werden. Im Folgenden soll die Rechtslage zunächst aus der Sicht der Rechtsprechung und des Schrifttums dargestellt werden (A.). Im anschließenden Abschnitt (B.) werden die gefundenen Ergebnisse dann bewertet.

### A. Bestandsaufnahme

Die Bestandsaufnahme beginnt mit der Unvollkommenheit aleatorischer Verträge.

#### I. Unvollkommene Geschäfte

Spiel- und Differenzgeschäfte begründen keine Verbindlichkeiten, sind also insofern „unverbindlich“ (§§ 762 I 1, 764 BGB). Gleiches trifft unter bestimmten Voraussetzungen für Börsentermingeschäfte zu (§ 52 f. BörsG). Man vermeidet in diesem Zusammenhang vielfach den Begriff der „Unwirksamkeit“ oder „Nichtigkeit“<sup>2</sup> und spricht lieber von „unvollkommenen“ Verträgen und von „Naturalverbindlichkeiten“.<sup>3</sup> Das

---

1 Näher zur schuldrechtlichen Rückabwicklung des Vertrags s.u. bei A.II.1., S. 121.

2 Siehe z.B. jüngst BGH 20.3.2001 - XI ZR 213/00, ZIP 2001, 784, unter II.5.b.: Börsentermingeschäfte seien (bei unzureichender Information gemäß § 53 II BörsG) „nicht nichtig, sondern nur unverbindlich“.

3 Z.B. BGH 24.1.1985 - I ZR 201/82, BGHZ 93, 307, unter II.2.a. („Naturalobligationen aus den Börsentermingeschäften“); BGH 3.12.1984 - II ZR 112/84, WM 1985, 449, unter III.1. („unvoll-

hängt mit dem Umstand zusammen, dass trotz der fehlenden Durchsetzbarkeit der Verträge Leistungen, die zu ihrer Erfüllung erbracht werden, nicht mehr zurückgefordert werden können (§ 762 I 2 BGB, § 55 BörsG). Darin sieht man eine verspätete Rechtswirkung,<sup>4</sup> weshalb auch von „geminderter Wirksamkeit“ die Rede ist.<sup>5</sup> Schulden und Erfüllung im Rechtssinne (§§ 241, 362 BGB) liegen bei unvollkommenen Verträgen jedenfalls nicht vor.<sup>6</sup> Die folgende Betrachtung bleibt beim Begriff der „Unverbindlichkeit“, gegen den man angesichts des Wortlauts des § 762 I 1 BGB kaum etwas einwenden kann.<sup>7</sup> Sie wendet sich zunächst dem Börsentermineinwand als der gegenüber dem Spiel- und Differenzeinwand vorrangigen (§ 58 BörsG) Regelung zu.

### 1. Börsentermingeschäft

Die börsengesetzliche Regelung des Börsentermineinwands weist eine besondere Nähe zu Derivaten auf, die im Folgenden dargelegt werden soll. Die Betrachtung beginnt mit dem Inhalt des Börsentermineinwands im Allgemeinen (a.), wendet sich dann dem Verhältnis zwischen Börsentermingeschäften und Derivaten zu (b.) und geht schließlich auf die Bedeutung des Bausteineffekts ein (c.).

#### a. Überblick

Der Börsentermineinwand ist regelungstechnisch von eigenartiger Struktur, was sein Verständnis erschwert.

---

kommene Verbindlichkeit aus einem Börsentermingeschäft“); Palandt-*Heinrichs*, Einl. v. § 241 BGB, Rz. 15; Staudinger-*Engel*, Vorb. v. § 762 BGB, Rz. 3; a.A. MünchKomm-*Habersack*, § 762, Rz. 3: Für die Annahme einer „sog. »unvollkommenen Verbindlichkeit«“ sei „nach dem klaren Wortlaut“ des § 762 I 1 BGB kein Raum; deutlich auch Erman-*Terlau*, § 762 BGB, Rz. 1: Der Vertrag sei „schlechthin unwirksam“; *Henssler*, S. 434 („kein wirksames Schuldverhältnis“); zust. *Schwintowski*, JZ 1996, 702, 704: Differenzgeschäfte (§ 764 BGB) seien nichtig, es sei denn, es handle sich um verbindliche Börsentermingeschäfte (§ 58 BörsG).

4 A.A. *Henssler*, S. 435-439: Der Ausschluss der Rückforderung erbrachter Leistungen spreche nicht gegen die Unwirksamkeit der Forderung. Er beruhe vielmehr allein auf der Freiwilligkeit der Leistung. § 762 I 2 BGB verwirkliche den Gedanken des „volenti non fit iniuria“ in einer „über § 814 BGB hinausgehenden, besonders strikten Form“; zust. MünchKomm-*Habersack*, § 762, Rz. 3; Erman-*Terlau*, § 762 BGB, Rz. 1. Siehe ferner die Stellungnahme unten bei B.I.1.b.bb., S. 145 f.

5 Palandt-*Sprau*, § 762, Rz. 1.

6 So speziell zum Spielvertrag *Siber*, S. 59; ähnlich *Henssler*, S. 434 („weder eine Verbindlichkeit noch eine Forderung und damit kein wirksames Schuldverhältnis“); vorsichtiger Palandt-*Heinrichs*, Einl. v. § 241 BGB, Rz. 15 („vielfach nicht einmal eine Schuld im Rechtssinne“).

7 A.A. z.B. *Ebke*, Internationales Devisenrecht, S. 301: Beim Spiel- und Wettvertrag liege „wegen der gesetzlich vorgesehenen Erfüllungsmöglichkeit entgegen dem Gesetzeswortlaut eine Verbindlichkeit vor“. Es fehle allerdings ein „Forderungsrecht“; vgl. auch Mot., S. 644, bei *Mugdán*, Bd. II, S. 360: Der Spiel- und Wettvertrag erscheine „in gewissem Maße rechtsverbindlich“, soweit ihn das Gesetz nicht besonders „reprobier“.

## aa. Regelungsansatz

Nach den §§ 52, 53 BörsG sind sog. Börsentermingeschäfte nur in zwei Fällen wirksam: Die eine Möglichkeit ist, dass auf beiden Vertragsseiten „Kaufleute“ i.S. des § 53 I BörsG<sup>8</sup> beteiligt sind. Die andere Möglichkeit ist, dass die Geschäfte zwischen einem Nicht-Kaufmann und einem Finanzinstitut (Kreditinstitut i.S. des § 1 I KWG oder Finanzdienstleistungsinstitut i.S. des § 1 Ia KWG) oder Börsenunternehmen abgeschlossen werden und der nicht-kaufmännische Privatanleger von seinem Vertragspartner vor dem Vertragsschluss schriftlich über bestimmte, abschließend aufgezählte<sup>9</sup> allgemeine Risiken aus Börsentermingeschäfte informiert wurde (§ 53 II BörsG). Die zuletzt genannte Voraussetzung (sog. „Informationsmodell“) wurde im Rahmen des 1. Finanzmarktförderungsgesetzes (FinMFG)<sup>10</sup> im Jahre 1989 in das BörsG eingefügt und im Jahre 1994 durch das 2. FinMFG auf Warentermingeschäfte ausgeweitet.<sup>11</sup> Die Vertragspraxis hat entsprechende Informationsblätter entwickelt, die von der Rechtsprechung als ausreichend i.S. des § 53 II BörsG anerkannt werden.<sup>12</sup> Vertragspartner, die aufgrund ihrer Eigenschaft als Kaufmann oder ihrer Aufklärung wirksam Börsentermingeschäfte abschließen können, bezeichnet man als „börsentermingeschäftsfähig“. Privatanleger können jeweils nur im Verhältnis zur sie aufklärenden Vertragspartei börsentermingeschäftsfähig sein.<sup>13</sup> Börsentermingeschäfte zwischen börsentermingeschäftsfähigen Parteien sind selbst dann wirksam, wenn sie tatbestandlich in den Anwendungsbereich des Spiel- bzw. Differenzeinwands fallen (§ 58 S. 1 BörsG). Börsentermingeschäfte zwischen nicht-börsentermingeschäftsfähigen Parteien sind unverbindlich; dies gilt

8 Neben eingetragenen Kaufleuten i.S. des HGB werden nach § 53 I 2 BörsG auch sonstige Personen erfasst, die „gewerbsmäßig oder berufsmäßig“ Börsentermingeschäfte betreiben bzw. betrieben haben oder „zur Teilnahme am Börsenhandel dauernd zugelassen“ sind bzw. waren (sog. „Börsenleute“, *Schwark* § 53 BörsG, Rz. 8). Vgl. OLG Saarbrücken 28.1.1997 - 7 U 694/96-114, ZIP 1997, 1284: Die bloße Information eines Anlegers über Videotext und der regelmäßige Bezug einer Fachzeitschrift reichten nicht für „gewerbsmäßiges Handeln“ i.S. des § 53 I 2 BörsG aus.

9 Vgl. zum abschließenden Charakter dieser Aufzählung für die bei Erlass der Börsengesetznovelle „an Terminmärkten vorkommenden Kontraktarten“ BGH 14.2.1995 - XI ZR 218/93, WM 1995, 658, unter II.1.a.aa.; bestätigt in BGH 5.10.1999 - XI ZR 296/98, BGHZ 142, 345, zu Bandbreiten-Optionsscheinen, unter II.1.b.aa.

10 Gesetz v. 11.7.1989, BGBl 1989 I, 1412.

11 Gesetz „über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften“ v. 26.7.1994, BGBl 1994 I, 1749.

12 Vgl. etwa BGH 11.3.1997 - XI ZR 92/96, NJW 1997, 2171, unter II.2.a., zum von den Spitzenverbänden der Kreditwirtschaft entwickelten Informationsblatt „Wichtige Information über die Verlustrisiken bei Börsentermingeschäften“ (abgedruckt in WM 1989, 1193 ff.); vgl. BGH 19.5.1998 - XI ZR 216/97, NJW 1998, 2673, unter I.2.b.aa., zum vom Deutschen Sparkassenverlag herausgegebenen gleichnamigen Merkblatt i.d.F. v. Januar 1993.

13 Vgl. BGH 12.5.1998 - XI ZR 180/97, BGHZ 139, 1 (unter II.1.b.bb.[2]), zu Geschäften mit selbständigen Basket-Optionsscheinen: Wortlaut, Materialien und Sinn und Zweck (Warnfunktion) des Gesetzes sprächen deutlich dafür, dass die Termingeschäftsfähigkeit des Privatanlegers auf Geschäfte mit dem jeweiligen, ihn nach § 53 II BörsG informierenden qualifizierten (d.h. einer Banken- oder Börsenaufsicht unterstehenden) Vertragspartner beschränkt sei. Im Schrifttum spricht man demgemäß von „relativer Termingeschäftsfähigkeit“ (z.B. *Hopt*, HGB, § 53 BörsG, Rz. 10).

unabhängig davon, ob das Geschäft der Spekulation oder dem „wirtschaftlich berechtigten Zweck der Kurssicherung“ dient.<sup>14</sup> Wie beim Spiel (§ 762 I 2 BGB) kann das auf Grund des unwirksamen Geschäfts Geleistete nicht zurückgefordert werden (§ 55 BörsG). Die Unverbindlichkeit von Börsentermingeschäften erstreckt sich nach § 60 BörsG „auf die Erteilung und Übernahme von Aufträgen sowie auf die Vereinigung zum Zwecke des Abschlusses von nicht verbotenen Börsentermingeschäften“.

### bb. Regelungszweck

Der Börsentermineinwand wird von unterschiedlichen Regelungszwecken getragen. Neben der Schaffung eines „rechtlich abgesicherten Rahmens für Termingeschäfte“<sup>15</sup> oder, wie man auch sagt, einer „abgegrenzten Börsenrechtssphäre“<sup>16</sup> im Verhältnis zum Spiel- bzw. Differenzeinwand (§ 58 BörsG) wird vor allem der Schutz des unerfahrenen Publikums vor den speziellen Gefahren (Verlustrisiko) des Terminhandels und einer als ungesund empfundenen Spekulation genannt (Anlegerschutz).<sup>17</sup> Dieses ursprüngliche Ziel ist allerdings spätestens mit der Einführung des Informationsmodells im Jahre 1989 in den Hintergrund getreten.<sup>18</sup> Stattdessen soll der Börsentermineinwand nunmehr den Abschluss von Termingeschäften durch Privatanleger im gesamtwirtschaftlichen Interesse an einem funktionierenden und liquiden Terminmarkt in Deutschland fördern.<sup>19</sup> Zweck der Reform von 1989 war es ausweislich der Regierungsbegründung, durch Einschränkung des Termin- und Differenzeinwands Privatanlegern den Zugang zum Terminmarkt zu ermöglichen.<sup>20</sup> Damit sollten in Angleichung an die Rechtslage in anderen Mitgliedsstaaten der EU die rechtlichen Rahmenbedingungen für die „allgemein befürwortete und volkswirtschaftlich sinnvolle“ Einführung einer deutschen Terminbörse geschaffen werden, um „den Finanzplatz Deutschland insgesamt zu stärken“. Eine „moderne Volkswirtschaft“ könne, so wird ausgeführt, „auf ein breit fundiertes Terminge-

14 BGH 11.10.1988 - XI ZR 67/88, BGHZ 105, 263, unter II.2.; a.A. *Grothe*, S. 426 f.

15 So die Begr. des RegE zur Börsengesetznovelle, BT-Drucks. 11/4177 v. 13.3.1989, S. 10.

16 BGH 14.2.1995 (Fn. 9): Ziel der Börsengesetznovelle sei es, „im Interesse einer funktionsfähigen deutschen Terminbörse eine nach rechtssicheren Kriterien abgegrenzte Börsenrechtssphäre unter Beteiligung ausreichend geschützter privater Anleger zu schaffen“. Ähnlich bereits die Verhandlungen des Reichstags (1907/1908) Aktenstück Nr. 483, S. 2602 (zit. nach *Häuser/Welter*, in: *Assmann/Schütze* [Hrsg.], § 16 Rz. 30).

17 Vgl. nur aus der neueren Rspr. BGH 12.5.1998 (Fn. 13), unter II.1.a.bb., zur Qualifizierung von selbständigen Basket-Optionsscheinen als Börsentermingeschäfte: Hier ist vom Schutzbedürfnis des „nicht börsentermingeschäftsfähigen Publikums“ vor dem „termingeschäftsspezifischen Risiko“, „insbesondere der Hebelwirkung“ die Rede.

18 Zur Geschichte der Regelungszwecke des Börsentermineinwands sowie sonstiger, inzwischen bedeutungsloser Vorschriften für Börsentermingeschäfte siehe *Häuser/Welter*, in: *Assmann/Schütze* (Hrsg.), § 16, Rz. 19 f.

19 Insofern aussagekräftig ist der Gesetzestitel „Zweites Finanzmarktförderungsgesetz“ [Hervorhebung durch den Verf.]; zur wirtschaftspolitischen Rechtfertigung des Terminhandels siehe bereits die Börsen-Enquête-Kommission, Bericht von 1893, S. 75 ff. (zit. nach *Wolter*, S. 111).

20 Begr. des RegE, BT-Drucks. 11/4177, S. 9

schäft nicht verzichten“.<sup>21</sup>

### cc. Begriff

Aus der beschriebenen Uneinheitlichkeit der Gesetzeszwecke entstehen indessen Zielkonflikte, die zu den bestehenden Auslegungsschwierigkeiten und Unsicherheiten um den Begriff des Börsentermingeschäfts beitragen.

### α. Entwicklung

Der Begriff des „Börsentermingeschäfts“ hat sich im Laufe der Gesetzesgeschichte kontinuierlich entwickelt. Die ursprüngliche Version des BörsG von 1896<sup>22</sup> enthielt in § 48 eine deskriptiv-empirische Definition des Börsentermingeschäfts, die sich an der damals üblichen Wirtschaftspraxis orientierte und bestimmte, an den deutschen Börsen gehandelte, auf Erfüllung in Natur gerichtete und in ein Börsenregister eingetragene Zeitgeschäfte mit amtlicher Feststellung von Terminpreisen beschrieb.<sup>23</sup> Im Zuge der weiteren Entwicklung der Wirtschafts- und Finanzpraxis sah sich der Gesetzgeber anlässlich der Gesetzesreform von 1908 veranlasst, die Legaldefinition des Börsentermingeschäfts aufzugeben und die weitere Ausgestaltung des Begriffsinhalts der Rechtsprechung zu überlassen. Inzwischen geht der Begriff längst über die Beschreibung der historischen Börsenpraxis und damit über seinen eigentlichen Wortsinn („Börsentermingeschäft“) hinaus. Im Vordergrund steht nach der Rechtsprechung und seit der Reform von 1989 auch nach dem Gesetzeswortlaut (§ 50 I 2 BörsG) die an den diversen Normzwecken der §§ 50 ff. BörsG zu messende wirtschaftliche Funktion des Geschäfts, und zwar unabhängig davon, ob es auf Erfüllung in Natur oder auf Barausgleich gerichtet, ob es an einer deutschen Börse zugelassen oder außerbörslicher Vertrag ist. Das „Börsentermingeschäft“ hat sich vom deskriptiven zum normativen Tatbestandsmerkmal entwickelt.<sup>24</sup>

21 BT-Drucks. 11/4177, S. 9; siehe auch den RegE zum 2. FinMFG, BT-Drucks. 12/6679 v. 27.1.1994, S. 74, Zu Nr. 26 (§ 53 BörsG), wo im Rahmen der Gleichstellung der Warentermingeschäfte von Privatanlegern mit den übrigen Börsentermingeschäften das Ziel der Etablierung einer „leistungsfähigen Warenterminbörse für landwirtschaftliche Produkte“ in Deutschland genannt wird; vgl. ferner als Beleg für dieselbe gesetzgeberische Intention in anderem Regelungszusammenhang die Begründung des RegE zum 3. FinMFG, BT-Drucks. 13/8933 v. 6.11.1997, Teil A. I., S. 126, 148, zu den Änderungen des KAGG: Ziel des Gesetzentwurfs sei es u.a., „das Kapitalangebot auf den Terminmärkten zu vergrößern, indem Investmentgesellschaften durch Deregulierungen und Liberalisierungen erstmals in bestimmte Terminmarktprodukte investieren“ dürften.

22 Zur Entstehungsgeschichte des BörsG 1896 *Wolter*, S. 90-95.

23 Wiedergegeben bei *Wolter*, S. 101 Fn. 56; kritisch z.B. v. *Nell-Breuning*, S. 165: Die Definition des § 48 BörsG habe nicht nur an dem Schönheitsfehler gelitten, dass sie das Definitum selbst enthalten habe, sondern sie sei vor allem leicht zu umgehen gewesen.

24 Vgl. *Engisch*, S. 140-142, zur Unterscheidung zwischen normativen und deskriptiven Rechtsbegriffen.

## B. Aktueller Stand

Ganz überwiegend wird der Begriff des Börsentermingeschäfts für undefinierbar gehalten.<sup>25</sup> Man greift daher auf die Lehre vom sog. „Typus“ zurück<sup>26</sup> und umschreibt das Börsentermingeschäft im Wege der sog. „typologischen Gesamtbetrachtung“ anhand typischer, aber nicht zwingender Kriterien.<sup>27</sup> Der BGH versteht unter Börsentermingeschäften „Verträge über Wertpapiere, vertretbare Waren oder Devisen nach gleichartigen Bedingungen, die von beiden Seiten erst zu einem bestimmten späteren Zeitpunkt zu erfüllen“ seien. Sie müssen „ferner eine Beziehung zu einem Terminmarkt haben“, der es ermöglicht, jederzeit ein Gegengeschäft abzuschließen.<sup>28</sup> In der beabsichtigten „Glattstellung“ des die Terminspekulation eröffnenden Geschäfts durch ein gewinnbringendes Gegengeschäft liege, so das Gericht, „die besondere Gefährlichkeit“ der Börsentermingeschäfte.<sup>29</sup> Das Merkmal der Glattstellung ist doppeldeutig: Bei derivateähnlichen Geschäften differenziert die Rechtsprechung nicht zwischen der Glattstellung der Liefer- und Abnahmeverpflichtung und der Glattstellung des Marktrisikos.<sup>30</sup> Das häufig ebenfalls genannte Typusmerkmal der Vereinheitlichung (Standardisierung) der Vertragsbedingungen hat gegenüber der Beziehung zu einem Terminmarkt mit Glattstellungsmöglichkeit keine eigenständige Bedeutung, sondern dient dem Nachweis der Glattstellbarkeit des Marktrisikos, insbesondere aber auch der Glattstellbarkeit der Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung.<sup>31</sup> Demgemäß können auch Geschäfte mit marktabwe-

25 Vgl. *Canaris*, WM Sonderbeilage Nr. 10/1988, S. 5 f., m.w.N.: Es gebe keine „echte“ Definition des Börsentermingeschäfts, deren Merkmale erforderliche und hinreichende Voraussetzungen für die Annahme eines Börsentermingeschäfts darstellten; *Kümpel*, 1. Aufl., Rz. 12.28: Das „Phänomen Börsentermingeschäfte“ entziehe sich „wegen seiner Vielgestaltigkeit“ einer „Definition i.S. eines klassifikatorischen Rechtsbegriffs mit abschließend gedachten Merkmalen“. Dieser Ansicht folgt der Sache nach auch der BGH, obwohl er seine entsprechenden Begriffsbestimmungen als „Definitionen“ bezeichnet. Siehe zuletzt etwa BGH 12.5.1998 (Fn. 13), unter II.1.a.bb.; BGH 5.10.1999 (Fn. 9), unter II.1.a.bb.(2).

26 Z.B. *Canaris*, WM Sonderbeilage Nr. 10/1988, S. 6; *Koller*, WM 1985, 593 (593 f.).

27 *Canaris*, WM Sonderbeilage Nr. 10/1988, S. 15; *Kümpel*, 1. Aufl., Rz. 12.29: Die „Denkform des Typus“ erscheine „für die nähere Umschreibung des Börsentermingeschäfts“ angemessener als eine Definition; mit anderer Formulierung *ders.*, 2. Aufl., Rz. 15.65: Für die „Einstufung des Börsentermingeschäfts als Typus“ könnte sprechen, dass „typologisches Denken besonders offen für die Berücksichtigung tatsächlicher Veränderungen und fließender Übergänge“ sei.

28 BGH 22.10.1984 - II ZR 262/83, BGHZ 92, 317, 320, m.w.N. zu Basket-Optionen.

29 BGH 18.1.1988 - II ZR 72/87, BGH 103, 84, unter II.1.

30 Siehe nunmehr aber BGH 12.5.1998 (Fn. 13), unter II.1.a.bb., zu Basket-Optionen mit Barausgleich. Die „Glattstellungsmöglichkeit“ wird hier bei Geschäften mit „Liefer- oder Abnahmeverpflichtung“ nicht mehr für erforderlich gehalten, wohl aber die Möglichkeit einer „Neutralisierung“ des Marktrisikos aus der Position. Deutlich auch LG Stuttgart 26.4.1996 - 23 O 248/95, ZIP 1996, 1339, 1340, zu China-Basket-Optionsscheinen auf DEM-Basis: Unter der Verbindung zu einem Terminmarkt, der es dem Anleger ermögliche, sich durch Eingehung eines Gegengeschäfts „glattzustellen“, sei nicht lediglich die „Überleitung einer effektiven Bezugs- oder Lieferverpflichtung in eine Pflicht zur Differenzzahlung“ zu verstehen, „sondern die Möglichkeit, das Erstgeschäft durch ein Gegengeschäft zu neutralisieren“.

31 Siehe etwa *Henssler*, S. 647, der das Merkmal der Vereinheitlichung beispielsweise auf die Qualität und Menge der zu liefernden Ware sowie auf den Lieferzeitpunkt bezieht.

chenden Terminkursen als Börsentermingeschäfte qualifiziert werden, solange die Marktabweichung nicht so groß ist, dass die Möglichkeit der jederzeitigen Glattstellung dadurch vereitelt wird.<sup>32</sup>

Der BGH hatte Gelegenheit zu präzisieren, dass bei „offenen Differenzgeschäften“ im Gegensatz zu Geschäften mit Erfüllung in Natur eine „Glattstellungsmöglichkeit durch ein Gegengeschäft“ (am Primär-Terminmarkt) nicht erforderlich ist.<sup>33</sup> Für die Möglichkeit der jederzeitigen Glattstellung des (Markt-) Risikos lässt das Gericht vielmehr alternativ die Existenz eines liquiden Sekundär-Terminmarktes für das betreffende Geschäft sowie bei Optionen amerikanischen Typs deren jederzeitige Ausübbarkeit ausreichen.<sup>34</sup> Dennoch scheint das Gericht nicht völlig auf das Kriterium der Möglichkeit zur jederzeitigen Glattstellung des Marktrisikos verzichten zu wollen. Die „Zukunftsbezogenheit“ und das „termingeschäftsspezifische Risiko“ des Geschäfts reichen also, und seien sie auch notwendige Voraussetzungen des Börsentermingeschäfts,<sup>35</sup> für sich allein nicht für eine Anwendung der §§ 50 ff. BörsG aus, wie es teilweise gefordert wird.<sup>36</sup>

Der Fixcharakter des Geschäfts i.S. der §§ 361 BGB, 376 HGB wird schon länger nicht mehr als notwendige Eigenschaft des Börsentermingeschäfts betrachtet.<sup>37</sup> Die Auffassung vom notwendigen Fixcharakter orientierte sich am historischen, das Börsentermingeschäft auf den börsenmäßigen Terminkauf mit Erfüllung in Natur reduzierenden

32 Vgl. OLG München 30.10.1985 - 7 U 1890/85, WM 1986, 586 (rk): Die Prolongation von Devistemtermingeschäften zu Alt- oder Mischkursen sei Börsentermingeschäft, weil die Prologationskurse auf die ursprünglichen Marktkurse zurückgeführt werden könnten. Zustimmend *Hadding/Henrichs*, FS Claussen (1997), 447, 457; *Brandes*, Festgabe Niedersächsische Börse, S. 287, 288, der die Grenze beim Vereinbaren von ersichtlich nicht am Markt orientierten „Phantasiepreisen“ oder bei der Zuwendung „verdeckter Vorteile“ sieht; ähnlich *Bundschuh*, WM 1986, 725, 726. In BGH 15.10.1979 (II ZR 144/78, NJW 1980, 390, unter IV.) wird die Frage der Behandlung marktabweichender Kurse offen gelassen. Zur Besteuerung von Termingeschäften mit marktfernem Preis s.u. 6. Kapitel, C.I.2., S.358.

33 Grundlegend BGH 12.5.1998 (Fn. 13), unter II.1.a.bb, zu Basket-Optionen, mit Hinweis auf die Öffnungsklausel des § 50 I 2 BörsG: Das Erfordernis, ein Gegengeschäft abschließen zu können, orientiere sich „am überkommenen Termindirektgeschäft mit effektiver Liefer- oder Abnahmeverpflichtung“; bestätigend BGH 5.10.1999 (Fn. 9), unter II.1.a.bb.(2), zu Geschäften mit Bandbreiten-Optionsscheinen.

34 BGH 12.5.1998 (Fn. 13), unter II.1.a.bb.

35 Siehe BGH 12.5.1998 (Fn. 13), unter II.1.a.bb., wo die Übertragung der Rspr. zu Aktienindexoptionen auf selbständige Basket-Optionsscheinen damit begründet wird, „das termingeschäftsspezifische Risiko, insbesondere die Hebelwirkung“, sei „für das schutzwürdige nicht börsentermingeschäftsfähige Publikum bei beiden im Wesentlichen gleich“. Vgl. auch die Begr. des RegE zur Änderung des Börsengesetzes, BT-Drucks. 11/4177, S. 10, wo von den „typischen Risiken, die aus Börsentermingeschäften entstehen können“, die Rede ist.

36 Z.B. *Häuser/Welter*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 16 Rz. 139; *Schwintowski/Schäfer*, § 13, Rz. 51; *Drygala*, EWiR § 53 BörsG 3/96, 701, 702.

37 BGH 22.10.1984 - II ZR 262/83, BGHZ 92, 317, 321, zu börsenmäßigen Aktienoptionsgeschäften: Der häufig in Zusammenhang mit Börsentermingeschäften „geforderte (relative) Fixcharakter des Geschäfts i.S. der §§ 361 BGB, 376 HGB“ habe die „Grundform des Börsentermingeschäfts, das sog. Festgeschäft [hier verstanden als einfacher Terminkauf]“, „im Auge“, sei „aber kein unabdingbares Erfordernis eines Börsentermingeschäfts“; ähnlich *Canaris*, WM Sonderbeilage Nr. 10/1988, S. 18: Börsentermingeschäfte seien typischerweise Fixgeschäfte.

Verständnis.<sup>38</sup> In der Tat hängt bei derivateähnlichen Geschäften das Gelingen der Glattstellung von der taggenauen Erfüllung der Lieferpflicht ab. Bereits geringfügige Verspätungen ändern die vereinbarte vertragliche Risikoverteilung in entscheidender Weise. Deshalb entspricht es in diesen Fällen der Interessenlage der Parteien, von einem Fixgeschäft auszugehen und dem Gläubiger die verbesserten Rechtsbehelfe des § 361 BGB und vor allem des § 376 HGB zu ermöglichen.<sup>39</sup> Ganz anders jedoch stellt sich die Lage bei Geschäften mit Barausgleich dar. Denn eine Verspätung bei der Bezahlung des Differenzbetrags hat hier keinen Einfluss auf das Ergebnis der Differenzspekulation. Der vertraglich vereinbarte Fälligkeitstermin bleibt Grundlage für die Berechnung des zu zahlenden Differenzbetrags. Das Interesse des Gläubiger an einer rechtzeitigen Zahlung ist somit nicht höher als bei jeder anderen Geldschuld auch.

Von den genannten Typuskriterien abweichende Geschäftsgestaltungen können ebenfalls als Börsentermingeschäfte angesehen werden, wenn sie „wirtschaftlich dem gleichen Zweck dienen“.<sup>40</sup> Diese Aussage hat inzwischen im Zuge der Reform von 1989 ausdrücklich Eingang ins BörsG (§ 50 I 2) gefunden. Gleichgültig ist es, ob die Verträge an der Börse oder außerbörslich abgeschlossen werden.<sup>41</sup> Dies hat der Börsengesetzgeber dadurch deutlich zum Ausdruck gebracht, dass er mit der Reform von 1989 den IV. Abschnitt (§§ 50 ff. BörsG) von „Börsenterminhandel“ in „Terminhandel“ umbenannt hat, ohne freilich konsequenterweise auch den Begriff des Börsentermingeschäfts durch denjenigen des „Termingeschäfts“ zu ersetzen.<sup>42</sup>

### b. Derivate

Die Verwandtschaft des Begriffs des „Börsentermingeschäfts“ mit dem oben<sup>43</sup> definierten Begriff des Derivats bzw. des derivateähnlichen Geschäfts (Erfüllung in Natur) ist offensichtlich.<sup>44</sup> In beiden Fällen handelt es sich um Verträge oder Wertpapiere über die

38 RG 25.2.1921 - II 200/20, RGZ 101, 361, 363, zur Abgrenzung des Börsentermingeschäfts zum handelsrechtlichen Lieferungsgeschäft am Beispiel von Warentermingeschäften in Zucker; v. *Nell-Breuning*, S. 166.

39 Siehe z.B. § 18 VII der Handelsbedingungen der WTB Hannover: „Liefertermin und Abnahmetermin sind Fixtermine nach § 376 HGB“; vgl. § 4 der Deutschen Kartoffelgeschäftsbedingungen - Berliner Vereinbarungen 1956 - der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Kartoffelwirtschaft (ADK): „Der Future-Kontrakt ist ein absolutes Fixgeschäft“.

40 BGH 22.10.1984 (Fn. 37), m.w.N. aus Rspr. und Literatur.

41 Siehe BGH 21.6.1965 - II ZR 51/63, WM 1965, 766, zu Zwei-Monats-Kaufverträgen („forward contracts“) über Silber am außerbörslichen Londoner „Bullion Market“; RG 25.2.1921 (Fn. 38).

42 Hierzu der Erklärungsversuch *Kümpels*, 1. Aufl., Rz. 12.24: Der Wortbestandteil „Börsen“ beziehe sich nicht auf den Ort des Vertragsschlusses, sondern auf die „besondere Gefährlichkeit“ der Börsentermingeschäfte, wie sie „für die ursprünglich nur an Börsen getätigten Termingeschäfte typisch“ sei.

43 1. Kapitel, A., S. 10 ff.

44 Vgl. auch die Begr. des RegE zum Gesetz zur Änderung des Börsengesetzes, BT-Drucks. 11/4177, S. 18: Zu den Geschäften, die wirtschaftlich gleichen Zwecken dienen (§ 50 I 2 BörsG), gehörten „nach dem jetzigen Stand der Entwicklung der Finanzgeschäfte insbesondere Indexoptionen, Futu-

zukünftige Lieferung von Geld oder liquiden (glattstellbaren) Waren oder Wertpapieren, deren Wert stochastischen Schwankungen unterworfen ist und denen deshalb besondere Risiken zugeschrieben werden. Auch der derivatetypische „Hebeleffekt“<sup>45</sup> scheint notwendiges Merkmal von Börsentermingeschäften zu sein.<sup>46</sup> So überrascht es nicht, dass alle bisher von der höchstrichterlichen *Rechtsprechung* als Börsentermingeschäfte anerkannte Geschäftsarten Derivate (bei Barausgleich), derivateähnliche Geschäfte (bei Erfüllung in Natur)<sup>47</sup> oder aber Sekundärgeschäfte über diese Geschäfte<sup>48</sup> waren und dass umgekehrt keinen Derivaten die Anerkennung als Börsentermingeschäfte verweigert wurde. Dies betrifft Aktien-, Devisen-, Zins- und Warenderivate in Form von Festgeschäften (Futures/Forwards)<sup>49</sup> und in Form von unverbrieften und verbrieften Optionen<sup>50</sup> mit Barausgleich oder Erfüllung in Natur<sup>51</sup>. Lediglich Erst- und Sekundärerwerb

---

res-Geschäfte [...]“.

45 S.o. 1. Kapitel, B.I.2.b., S. 40 ff.

46 Vgl. BGH 18.1.1988 - II ZR 72/87, BGHZ 103, 84, unter II.1.: Bei der Terminspekulation sollten Gewinne im Grundsatz ohne Einsatz eigenen Vermögens und ohne Inanspruchnahme eines förmlichen Bankkredits allein durch ein Gegengeschäft erzielt werden, das die erwartete oder zumindest erhoffte Entwicklung des Marktpreises ermöglichen solle; vgl. *Kümpel*, 1. Aufl., Rz. 12.38 f., m.w.N.: Rspr. und Schrifttum erblickten im Hebeleffekt ein „Kernmerkmal“ der Börsentermingeschäfte; *ders.*, 2. Aufl., Rz. 15.94: Der Termineinwand schütze vor der „verführerischen Anziehungskraft“ des Hebeleffekts; *Jaskulla*, ZBB 1997, 171, 173, m.w.N.: In der Lehre werde die „Spekulation unter Ausnutzung der Hebelwirkung für Börsentermingeschäfte als essentiell angesehen“.

47 Die Rspr. zur Anwendung des Börsentermineinwands auf sog. „Scheinkassageschäfte“ (s.u. unter c.bb.α., S. 101 ff.) stellt keine Ausnahme dar. Denn in Wirklichkeit werden hier nach § 117 II BGB Termingeschäfte vereinbart, die lediglich hinter der äußeren Form von Kassageschäften versteckt werden (so *Häuser/Welter*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 16, Rz. 73).

48 Grundlegend BGH 4.2.1992 - XI ZR 32/91, BGHZ 117, 135, unter II.1.a., zu Verträgen über die Weiterveräußerung laufender unverbriefter Aktienoptionen.

49 Siehe für *Devisenterminkäufe* BGH 25.4.1988 - II ZR 185/87, BGHZ 104, 205, unter II.1.; BGH 15.10.1979 (Fn. 32), unter III.2.; für *Terminkäufe über Zinstitel* BGH 16.11.1987 - II ZR 24/87, BGHZ 102, 204, unter II.3.a., zu Zinsterminkontrakten über USD-Treasury-Bonds und staatlich garantierten verzinslichen Hypothekenbriefen („Ginnie Maes“); für *Warenterminkäufe* BGH 15.6.1987 - II ZR 124/86, NJW 1987, 3193, unter II.2., zu Warentermindirektgeschäften über Edelmetalle an US-amerikanischer Börse; BGH 21.6.1965 (Fn. 41), zu Zwei-Monats-Silberkaufverträgen am Londoner „Bullion Market“. Seit 1.1.1995 (2. FinMFG) sind Börsentermingeschäfte „in Waren“ nach § 53 II 2 BörsG ausdrücklich in den Anwendungsbereich des Informationsmodells einbezogen.

50 Für *Aktienoptionen* siehe BGH 17.11.1998 - XI ZR 78/98, DB 1999, 139, unter II.1.b., zu gedeckten selbständigen Aktienoptionsscheinen (sog. „Covered Warrants“); BGH 3.2.1998 - XI ZR 33/97, WM 1998, 545, unter II.1.a., zu Aktienindexoptionsscheinen; BGH 29.3.1994 - XI ZR 31/93, WM 1994, 834, 837; BGH 12.5.1998 (Fn. 13), unter II.1.a., zu Geschäften mit selbständigen Basket-Optionsscheinen; BGH 13.10.1998 - XI ZR 26/98, NJW 1999, 720, unter II.1.; BGH 16.11.1987 (Fn. 49), zu unverbrieften ausländischen Aktienoptionsgeschäften; ebenso BGH 24.1.1985 (Fn. 3), unter II.1.a. (Optionen mit Barausgleich); BGH 22.10.1984 - II ZR 262/83, BGHZ 92, 317, zu unverbrieften Aktienoptionen mit Lieferung in Natur; für *Devisenoptionen* BGH 3.2.1998 (a.a.O.); BGH 20.3.2001 - XI ZR 213/00, ZIP 2001, 784, unter II.1. (jeweils zu verbrieften Optionen mit Erfüllung in Natur); für *Optionen auf Zinstitel* siehe BGH 3.2.1998 (a.a.O.), zu Zinsoptionsscheinen; für *Warenoptionen* BGH 16.2.1981 - II ZR 179/80, BGHZ 80, 80, zu Londoner Warenterminoptionen; ebenso BGH 19.5.1980 - II ZR 269/79, NJW 1980, 1957, unter I., zu Put-Optionen amerikanischen Typs auf Kakao mit Differenzausgleich an der Londoner

von abgetrennten (sog. unselbständigen) verbrieften Optionen aus Wandelschuldanleihen und Optionsanleihen wurden nicht als Börsentermin-, sondern Kassageschäfte bewertet.<sup>52</sup>

Die Frage, ob es über abgetrennte Optionsscheine hinaus noch weitere Derivate bzw. derivateähnliche Geschäfte gibt, die keine Börsentermingeschäfte sind, wird im *Schrifttum* unterschiedlich beantwortet.<sup>53</sup> Der Vorschlag, den Begriff des Börsentermingeschäfts de lege ferenda durch den „im WpHG und KWG definierten Begriff des Derivats zu ersetzen“, weil dieser angeblich die Konturen des Geschäfts „klarer und griffiger“ zum Ausdruck bringt,<sup>54</sup> ist bislang vereinzelt geblieben. Ihm wird entgegengehalten, der Begriff des Börsentermingeschäfts lasse sich nicht definieren, auch nicht über den Begriff des Derivats.<sup>55</sup> Die Festlegung auf bestimmte Basiswerte, wie sie der „neue Derivatbegriff“ (des WpHG) vornehme, sei angesichts der sich täglich ändernden Strukturen handelbarer Kontrakte zu unflexibel.<sup>56</sup> Ohne der nachfolgenden umfassenden eigenen Stellungnahme zum Verhältnis von Derivat und Börsentermingeschäfte vorgreifen zu wollen, ist jedenfalls auf einen formal-logischen Fehler des genannten Vorschlags hinzuweisen: Die Derivatedefinitionen in KWG und WpHG sind bereits unter-

---

Wareterminbörse. Aus dem *Schrifttum* zust. *Kümpel*, 2. Aufl., 15.101 f.; a.A. noch *ders.*, 1. Aufl., Rz. 12.83 f.: Geschäften in Optionsscheinen fehle es am hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt und am „betragsmäßig unbegrenzten und daher unüberschaubaren Risiko“. Der Hebeleffekt allein lasse ein Rechtsgeschäft noch nicht zu einem Börsentermingeschäft werden.

- 51 Die bereits zitierte Entscheidung BGH 22.10.1984 (Fn. 50) ist grundlegend für die Anerkennung der Einheitstheorie bei Optionen mit Erfüllung in Natur für die Zwecke der §§ 50 ff. BörsG. Zum Meinungsstreit s.o. 1. Kapitel, A.III., S. 15 f.
- 52 Zu Geschäften mit abgetrennten *Aktioptionsscheinen* BGH 16.4.1991 - XI ZR 88/90, BGHZ 114, 177, 180 ff., unter II.1.a.; zuvor BGH Beschl. 28.11.1989 - XI ZR 112/89, WM 1989, 1881; ebenso BGH Beschl. 12.3.1996 - XI ZR 232/95, NJW 1996, 1744; zu verbrieften Optionen auf den Bezug von *Partizipationsscheinen* einer AG siehe BGH 9.7.1996 - XI ZR 103/95, BGHZ 133, 200, unter II.2.; zu Primär- und Sekundärgeschäften mit *Währungsoptionsscheinen* aus DEM-Auslandsanleihen siehe BGH Beschl. 9.12.1997 - XI ZR 85/97, NJW 1998, 994, unter 2. (kritisch *Schwintowski*, EWiR § 53 BörsG 2/98, 403, 404).
- 53 Vgl. *Buthmann*, BI/GF 5/1997, 62. 65, der die fehlende Rechtssicherheit auf dem „wichtigen Sektor der OTC-Geschäfte“ hinsichtlich der Anwendbarkeit der §§ 762, 764 BGB auf „Derivate“ bedauert (wobei er den Begriff des Derivats nicht weiter konkretisiert). Diese Unsicherheit beruhe auf der „nicht vorhandenen, aber vielleicht auch nicht möglichen gesetzlichen Definition des Begriffs »Termingeschäft«“.
- 54 *Kümpel*, 2. Aufl., Rz. 15.221 f.; *ders.*, WM 1997, 49 ff. (bereits zur alten, engeren Fassung des § 2 II WpHG); dabei geht der *Autor* wohl von der Deckungsgleichheit „des Derivatebegriffs“ nach KWG und WpHG mit demjenigen des Börsentermingeschäfts aus, denn er scheint es mit ihrem Vorschlag nicht auf einen Funktionswechsel des Börsentermineinwands anzulegen.
- 55 Sinngemäß *Jaskulla*, ZBB 1997, 171, 177, der hinzufügt, unselbständige abgetrennte Aktioptionsscheine (§ 221 I AktG), die von der Rspr. nicht als Börsentermingeschäfte eingestuft würden, seien Derivate nach § 2 II n.F. WpHG und § 1 XI 4 n.F. KWG.
- 56 *Dornseifer*, S. 64; in dieselbe Richtung *Allmendinger*, in: *Allmendinger/Tilp* (Hrsg.), Rz. 106, S. 28. Von vornherein nicht zu überzeugen vermag der weitere Einwand *Dorneifers*, a.a.O., es werde vernachlässigt, dass es für den Begriff des Börsentermingeschäfts wesentlich sei, sich während der Laufzeit aus der Risikoposition lösen zu können. Denn diese Voraussetzung ist sowohl bei den „Derivaten“ i.S. des § 2 II WpHG als auch nach § 1 XI 4 KWG angesichts der Liquidität der Basiswerte sichergestellt (s.o. 1. Kapitel, A.V.2.a, a.E., S. 26).

einander weder nach Wortlaut<sup>57</sup> noch nach Gesetzeszweck identisch<sup>57</sup> und können schon deshalb nicht beide gleichzeitig mit dem Begriff des Börsentermingeschäfts deckungsgleich sein.

Die meisten Meinungsäußerungen im Schrifttum zum Verhältnis zwischen Börsentermineinwand und Derivaten bzw. derivateähnlichen Geschäften differenzieren nach der Art der Geschäfte<sup>58</sup> entsprechend dem jeweiligen Grad der Standardisierung der Vertragsbedingungen. *Financial Futures* jeder Art sollen als Börsentermingeschäfte zu qualifizieren sein, sofern sie börsengehandelt sind.<sup>59</sup> Außerbörsliche *Zinssatztermingeschäfte* mit regelmäßigen Zahlungsterminen (FRA) werden dann für Börsentermingeschäfte gehalten, soweit sie standardisiert sind. Das soll „weitgehend“ der Fall sein.<sup>60</sup> Gleiches wird für *Zinsbegrenzungsverträge* (Caps, Floors, Collars) vorgebracht,<sup>61</sup> die man als revolvingende Zinssatzoptionen betrachten kann. *Swap-Geschäfte* werden in aller Regel außerbörslich abgeschlossen. Das Schrifttum betrachtet sie überwiegend nur dann als Börsentermingeschäfte, wenn ihre Vertragsbedingungen hinreichend standardisiert sind.<sup>62</sup> Die Standardisierung wird bejaht, wenn die Geschäfte auf der Grundlage von standardisierten Rahmenverträgen abgeschlossen werden. Deren Verwendung, so heißt es, führe zu einer Markttiefe, die den jederzeitigen Abschluss eines Gegengeschäfts ermögliche.<sup>63</sup> Bei Währungsswaps, die oben<sup>64</sup> aus dem Derivatebegriff ausge-

57 Hierzu Schäfer, in: Schäfer (Hrsg.), § 2 WpHG, Rz. 23.

58 Vgl. pauschal Hodgson, 2 Derivatives Use, Trading & Regulation 189, 191 (1996): Der Begriff des Börsentermingeschäfts decke nicht alle „Finanzderivate“, insb. nicht alle OTC-Geschäfte ab. Vgl. demgegenüber Claussen, § 9 Rz. 205, der Börsentermingeschäfte als Teilmenge aller Derivate zu begreifen scheint und sie - ohne weitere Begründung - von „anderen Derivaten“ abgrenzt, die nicht den §§ 50 ff. BörsG unterworfen sein sollen.

59 Henssler, S. 680; Hodgson (Fn. 58), S. 196, speziell zu (Optionen und) Futures an der DTB.

60 Jahn, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bd. 3, § 114, Rz. 78; a.A. hinsichtlich der finanzwirtschaftlichen Realität Scharpf/Luz, D.3.1., S. 440: FRA seien nicht standardisiert; ähnlich Pohl, S. 64; für die Qualifizierung von FRA als Börsentermingeschäfte unabhängig von der Frage der Standardisierung Irmen, in: Schäfer (Hrsg.), Vor §§ 50-70 BörsG, Rz. 84.

61 Jahn, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bd. 3, § 114, Rz. 77; Winter, WM 1994, 2143, 2148; a.A. Pohl, S. 135, Henssler, S. 682 f.; für die Qualifizierung von Zinsbegrenzungsverträgen als Börsentermingeschäfte unabhängig von der Standardisierung Irmen, in: Schäfer (Hrsg.), Vor §§ 50-70 BörsG, Rz. 86: Als [gemeint ist: synthetische] „Serie von Optionen“ seien diese Geschäfte Börsentermingeschäfte nach § 50 I 2 BörsG.

62 Henssler, S. 681; Ebenroth/Messer, ZVglRWiss 87 (1988), 1, 11, jeweils speziell zu Devisenswaps [keine Derivate, s.o. 1. Kapitel, A.VI.2.a., S. 34]; a.A. Irmen, in: Schäfer (Hrsg.), Vor §§ 50-70 BörsG, Rz. 31, 80: Die Standardisierung sei kein notwendiges Merkmal für ein Börsentermingeschäft.

63 Jahn, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bd. 3, § 114, Rz. 76, speziell zu Zinsswaps und (Warenpreis- oder Börsenkurs-) Index-Swaps; ähnlich allgemein zu Finanzswaps Erne, S. 82 f.; für Zins- und Währungsswaps de Lousanoff, ZHR 159 (1995), 229, 235 f.; vgl. auch Kopp, S. 24-27, 86 f., 95-97; im Ergebnis gleich, aber den Termincharakter und die theoretisch unbegrenzte Verlustmöglichkeit des Floating Rate Payer für ausreichend haltend Irmen, in: Schäfer (Hrsg.), Vor §§ 50-70 BörsG, Rz. 82. A.A., nämlich mangels „Standardisierung“ generell gegen die Qualifizierung von Zinsswaps als Börsentermingeschäfte Henssler, S. 681 f.; ebenfalls die „Beziehung zum Terminmarkt“ verneinend Schäfer, ZIP 1986, 1304, 1306; Fülbiel, ZIP 1990, 544, 546; Pohl, S. 45 f.; Köndgen, in: Kübler/Prütting, § 104 InsO, Rz. 18 (Stand: 8/1998), unter fälschlicher Berufung auf die „allgemeine Meinung“: Der Begriff des Börsentermingeschäfts grenze „die terminfixen Swap-

schieden wurden, soll bereits die Ähnlichkeit mit Devisentermindirektgeschäften und die Möglichkeit, am „Devisenmarkt“ (gemeint ist: Devisenkassamarkt) jederzeit Gegen- geschäfte abschließen zu können, für eine Einstufung als Börsentermingeschäft spre- chen.<sup>65</sup> Nach einer anderen, vereinzelt gebliebenen Meinung soll der von den Parteien angestrebte Verwendungszweck der Swaps für die Qualifizierung unter den Börsenter- mineinwand entscheidend sein.<sup>66</sup>

### c. Bausteineffekt

Nachdem festgestellt wurde, dass Derivate zumindest weitgehend als Börsenterminge- schäfte behandelt werden, soll im Folgenden untersucht werden, ob und inwieweit fi- nanzwirtschaftlich gleichwertige (natürliche und synthetische) Positionen unter Ein- schluss von Derivaten unter dem Börsentermineinwand in der Rechtsprechungspraxis oder im Schrifttum eine Gleichbehandlung erfahren. Einleitend geht es um die Gleich- behandlung von Derivaten und derivateähnlichen Geschäften (aa.), anschließend um den Bausteineffekt zwischen Termin- und Kassageschäften (bb.) und zum Schluss noch kurz um strukturierte Anleihen mit integrierten Derivaten (cc.).

### aa. Derivate und derivateähnliche Geschäfte

Wie oben dargelegt,<sup>67</sup> kann man Termingeschäfte mit Erfüllung in Natur in Verbindung mit nachfolgenden Kassaglattstellungsgeschäften als „synthetische“ Derivate betrachten. Die finanzwirtschaftliche Gleichwertigkeit von Termingeschäften mit Differenzaus- gleich und Termingeschäften mit Erfüllung in Natur ist dabei nicht Anwendungsfall,

---

geschäfte“ aus, da die sog. Swapsätze Mittelkurse darstellten, die keinen direkten Bezug zum Ter- minmarkt (etwa für Devisen oder für Zinsinstrumente) aufwiesen. Zweifelnd an der Qualifizierung von Zinsswaps als Börsentermingeschäfte auch *Hodgson*, 2 Derivatives Use, Trading & Regulation 189, 196 (1996).

64 1. Kapitel, A.VI.2.a., S. 34.

65 *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bd. 3, § 114, Rz. 76; ebenso *Pohl*, S. 46; *Hodgson*, 2 Deri- vatives Use, Trading & Regulation 189, 196 (1996); im Ergebnis gleich, aber mit anderer Begrün- dung, nämlich unter Hinweis auf das in Währungs-Swaps „enthaltene“ Devisentermingeschäft *Ir- men*, in: Schäfer (Hrsg.), Vor §§ 50-70 BörsG, Rz. 80; differenzierend *Decker*, WM 1990, 1001, 1009 (Börsentermingeschäft nur bei Laufzeit bis zu zwei Jahren, da ein liquidier Devisentermin- markt nur in diesem Laufzeitbereich bestehe); a.A. noch *Henssler*, S. 681 f., der bei Währungs- swaps wegen des zusätzlichen Zinsrisikos eine ausreichende Standardisierung - zumindest zum damaligen Betrachtungszeitpunkt (1993) - nicht für gegeben hält.

66 *Kümpel*, 2. Aufl., Rz. 14.216, der den Börsentermingeschäftscharakter von Swaps dann verneinen will, wenn das Geschäft subjektiv „nicht der Erzielung von Differenzgewinnen aus Marktschw- angen“ dient. Diese (negative) Voraussetzung sieht er bei Strategien zur Erzielung komparativer Kostenvorteile bei der Kapitalaufnahme als erfüllt an (Der Swap dient dabei als Baustein einer syn- thetischen Kreditaufnahme).

67 Siehe 1. Kapitel, D.II, S. 69.

sondern Nebeneffekt des Bausteineffekts von Derivaten. Wegen der ursprünglich rein deskriptiven Konzeption des Begriffs des Börsentermingeschäfts<sup>68</sup> erfasste der Börsentermineinwand entsprechend den damaligen Börsenusancen zunächst ausschließlich Termingeschäfte mit Erfüllung in Natur (derivateähnliche Geschäfte).<sup>69</sup> Mit dem Aufkommen offener Differenzgeschäfte an und außerhalb der Börse dehnte die Rechtsprechung die Anwendung des Börsentermineinwands aus. Seit 1989 findet diese Entwicklung ihre ausdrückliche gesetzliche Bestätigung in § 50 I 2 BörsG. Danach gehören zu den Börsentermingeschäften „auch Geschäfte, die wirtschaftlich gleichen Zwecken dienen, auch wenn sie nicht auf Erfüllung ausgerichtet sind“ [Hervorhebung durch den Verfasser]. Damit ist eine vertragsrechtliche Gleichstellung von Differenz- und Termingeschäften mit Erfüllung erreicht.

Hintergrund der tatbestandlichen Erfassung von Termingeschäften mit Erfüllung in Natur durch den Börsentermineinwand kann nur die Möglichkeit der Glattstellung der Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung und damit die Möglichkeit der Erzeugung stochastischer Zahlungsströme sein. Das gilt einerseits für den Normzweck der Schaffung einer nach rechtssicheren Kriterien abgegrenzten Börsenrechtssphäre<sup>70</sup> durch Ausschluss des Differenz- und Spieleinwands (§ 58 BörsG), denn es ist erst die Glattstellung, durch die sich das aleatorische Element des Terminkaufs realisiert. Es betrifft andererseits auch den Normzweck des Anlegerschutzes, denn wie jede Anlage ist auch diejenige in Termingeschäfte letztlich auf die Erzeugung von Zahlungsströmen gerichtet. Das „termingeschäftstypische“ Risiko realisiert sich erst in der Glattstellung der Liefer- oder Abnahmeverpflichtung. Terminkäufe mit Erfüllung in Natur, bei denen diese Glattstellungsmöglichkeit mangels eines liquiden Kassamarktes für den Kaufgegenstand („Basiswert“) nicht besteht und die in der Praxis nur außerbörslich sein können (z.B. Speziaukauf), fallen demgemäß nicht unter den Börsentermineinwand. Dasselbe gilt im außerbörslichen Bereich unabhängig von der Liquidität des Basiswertes bei reinen Umsatzgeschäften mit Erfüllung in Natur, die nachweislich ohne Glattstellungsabsicht getätigt werden.<sup>71</sup>

68 S.o. Abschn. a.cc.α., S. 91 f.

69 Vgl. die Begründung zum RegE zur Börsengesetznovelle 1908, Verhandlungen des Reichstags 1907/1908, Aktenstück Nr. 483, S. 2597, 2606 (zit. nach *Kümpel*, 1. Aufl., Rz. 12.55): Das Börsentermingeschäft sei von vornherein darauf angelegt, durch Benutzung eines Gegengeschäfts für das eingegangene Engagement Deckung zu suchen. Vgl. hierzu *Grothe*, S. 422: Die traditionelle Definition des Börsentermingeschäfts orientiere sich am Typus des zweigliedrigen Differenzgeschäfts (d.h.: Eröffnungsgeschäft mit Erfüllung in Natur, Glattstellung am Kassa- oder Terminmarkt), weil Geschäfte in eingliedriger Form (Differenzgeschäfte) lange Zeit keine praktische Relevanz besessen hätten.

70 S.o. Abschn. a.bb., S. 90.

71 Vgl. BGH 19.12.1989 - XI ZR 121/88, WM 1990, 94, 95, unter I.2., in Bezug auf Börsentermingeschäfte, die „vereinzelt zu Anlagezwecken oder zur tatsächlichen Verwendung der Ware“ geschlossen würden, und im Hinblick auf § 57 BörsG: Es habe dem Gesetzgeber „geboten“ erschienen, „solche wirtschaftlich dem Kassa-Handel nahestehenden Geschäfte rechtswirksam zuzulassen“; ganz ähnlich BGH 22.10.1984 - II ZR 262/83, BGHZ 92, 317, 324. Siehe auch *Kümpel*, 1. Aufl., Rz. 12.78: Der hinausgeschobene Fälligkeitszeitpunkt lasse das Zeitgeschäft noch nicht zum

Wenn das Gesetz darauf verzichtet, bei Terminkäufen mit Vereinbarung der Lieferung in Natur die Unverbindlichkeitsfolge der §§ 52 f. BörsG davon abhängig zu machen, dass die Glattstellung der Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung von den Parteien bei Vertragsschluss auch tatsächlich beabsichtigt wird, so erklärt sich die hiermit verbundene Pauschalisierung (Typisierung) mit dem Bedürfnis des Terminhandels nach Rechtssicherheit. Damit unvereinbar wäre es, die Beantwortung der Frage nach der Wirksamkeit des Vertrags an eine Erforschung des Willens der Vertragsparteien bei Vertragsschluss zu knüpfen. Die rechtssystematische Rechtfertigung dieser Typisierung findet sich in dem Gedanken einer gesetzlichen Vermutung, nämlich der Erfahrung, dass Privatanleger ihre Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung aus Terminkäufen mit Erfüllung in Natur (in aller Regel an der Börse) ohnehin so gut wie immer vor oder bei Fälligkeit glattstellen.<sup>72</sup> Die gleichzeitige Erfassung von Differenzgeschäften und Termingeschäften mit Erfüllung in Natur durch den Börsentermineinwand ist demnach eine rechtliche Anerkennung der finanzwirtschaftlichen Funktionsäquivalenz dieser Geschäfte. Das entspricht der finanzwirtschaftlichen Betrachtungsweise, wie sie in § 50 I 2 BörsG zum Ausdruck kommt. Damit ist aber noch nicht gesagt, dass diese Norm auch auf synthetische Derivate aus Kassageschäften angewendet wird.

### *bb. Derivate und Kassainstrumente*

Die stochastischen Zahlungsströme und Risiken aus Derivaten lassen sich durch Kom-

---

„besonders risikoreichen“ Börsentermingeschäft werden. Hinzu kommen müsse, dass der Bankkunde für die Erfüllung seiner Zahlungs- oder Lieferverbindlichkeit keine zusätzlichen Geldmittel aufzuwenden beabsichtige; *ders.*, Kapitalmarktrecht, S. 50: Zeitgeschäfte, die wie Kassageschäfte echte Umsatzgeschäfte in Wertpapieren bezweckten, seien keine Börsentermingeschäfte. Vgl. für eine entsprechende negative subjektive Voraussetzung im US-amerikanischen Recht den Ausschluss bestimmter, in Natur erfüllter Warentermingeschäfte („cash forward contracts“, § 1(a)(11)) vom bundesgesetzlichen Verbot außerbörslicher Termingeschäfte (§§ 4(a) und 4c(b) CEA). Die Rspr. hat hierzu den „underlying purpose test“ entwickelt (z.B. *CFTC v. Co Petro Marketing Group, Inc.*, 680 F.2d 573, 581 (9th Cir. 1982)). Vgl. auch die CFTC 1990 Statutory Interpretation Concerning Forward Transactions (55 FR 39188 v. 25.9.1990).

72 Siehe *Steiner/Meyer*, Stichwort: Financial Futures und Hedging, in: HWF, Sp. 575: [Börsenmäßige] Futures unterschieden sich von [außerbörslichen] Forwards dadurch, dass sie nicht auf die Erfüllung des Vertrages ausgelegt seien und die Marktteilnehmer vielmehr eine Aufhebung ihrer Verpflichtungen vor Fälligkeit des Futures durch ein entsprechendes Gegengeschäft beabsichtigten. Die „Möglichkeit, diese sog. Glattstellung jederzeit vorzunehmen“, werde durch den zentralisierten Handel an der Terminbörse gewährleistet; siehe speziell zu Devisenkontrakten *D. Schneider*, Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, S. 265 (m.w.N.): Bei (standardisierten) Devisenkontraktgeschäften seien es weniger als 1 %, die tatsächlich erfüllt würden, im Warenterminkontrakthandel rund 2 %; siehe zum Warenterminmarkt die Information der US-Aufsichtsbehörde über den Terminhandel CFTC unter <http://www.cftc.gov/opa/brochures/econpurp.html> (Abruf v. 14.5.2000): „Futures trading is not intended as a way to transfer ownership of the actual commodity, so few traders deliver on futures contracts“; ferner OFD Hannover 25.2.1999, S 7100-435-StO 352, unter 1.1., zu Warenterminfutures an der WTB Hannover: Die „weitaus meisten Future-Kontrakte“ würden während ihrer Lieferzeit wieder veräußert. Nur ein geringer Teil aller Kontrakte führe zur tatsächlichen Liefere-

binationen aus herkömmlichen Finanzinstrumenten nachbilden. Insofern stellt sich die Frage nach der Anwendbarkeit des Börsentermineinwands auf synthetische Derivate ( $\alpha$ ). Ferner lassen sich die (realisierten) Zahlungsströme aus Kassainstrumenten durch Derivate nachbilden. Hier geht es darum, ob auf die Anwendung des Börsentermineinwands auf die einzelnen Bausteine dieser kombinierten Position im Interesse einer (bewussten) Gleichbehandlung zwischen natürlichen und synthetischen Kassainstrumenten verzichtet werden kann ( $\beta$ ).

### $\alpha$ . Synthetische Derivate

Bereits vor der Börsengesetzreform von 1989 hat der BGH bei der Abgrenzung des Begriffs des Börsentermingeschäfts ausdrücklich auf dessen wirtschaftliche Funktion abgestellt.<sup>73</sup> Der Tatbestand des § 50 BörsG scheint deshalb nicht erst seit der Einfügung des Abs. 1 S. 2 (Geschäfte mit „wirtschaftlich gleichen Zwecken“) für eine bewusste Gleichbehandlung geradezu prädestiniert zu sein. Dennoch finden sich in der Rechtsprechung bislang nur zaghafte Belege für die Anwendbarkeit des Börsentermineinwands auf synthetische Derivate.

Die Kombination des Kassakaufs von Wertpapieren mit der Aufnahme eines Gelddarlehens lässt sich als synthetischer Terminkauf der Papiere interpretieren.<sup>74</sup> Die höchstrichterliche Rechtsprechung zum „verdeckten Börsentermingeschäft“ oder gleichbedeutend „Scheinkassageschäft“ erkennt offenbar grundsätzlich die Anwendbarkeit des Börsentermineinwands auf solche Strategien an - wenn diese Möglichkeit auch im Ergebnis bislang noch nie zum Tragen gekommen ist und eine konkrete Subsumtion unter die einzelnen Merkmale des Börsentermingeschäfts vermieden wurde.<sup>75</sup> Der Rea-

---

rung.

73 Siehe z.B. BGH 16.4.1991 (Fn. 52); vgl. ferner *Imo*, S. 199 f., zu den Bestrebungen des RG, durch eine „funktionale und wirtschaftliche Betrachtungsweise“ den Bestrebungen der „Börsenkreise“ entgegenzutreten, der Begriffsbestimmung des § 48 BörsG v. 22.6.1896 (RGBl., S. 157) „für wirtschaftlich gleiche Geschäfte durch Modifikation der Vertragsbedingungen zu entgegen“.

74 S.o. 1. Kapitel, C.I.1., S. 54.

75 Siehe RG 26.2.1937 - II 221/36, HRR 1937, Nr. 855, zur Anwendbarkeit der §§ 53 ff. BörsG auf den Kauf von Wertpapieren mit Stundung des Kaufpreises durch die Bank (im Fall aus tatsächlichen Gründen verneinend); ähnlich BGH 18.1.1988 - II ZR 72/87, BGHZ 103, 84, unter II.2., zur Frage der Qualifizierung einer darlehensfinanzierten Kassaanlage in Silber mit der darlehensgebenden Bank als Eigenhändlerin als „verdecktes Börsentermingeschäft“ oder „Scheinkassageschäft“; BGH Beschl. 26.1.1989 - III ZR 46/88, WM 1989, 675, unter 3. (in den konkreten Fällen ebenfalls aus tatsächlichen Gründen verneinend, siehe weiter unten im Text). Aus der instanzgerichtlichen Rechtsprechung siehe OLG Hamburg 17.11.2000 - 11 U 27/99, ZIP 2000, 2246 (nicht rk.), zum Day-Trading mit Devisenkassageschäften: Das Gericht lehnt hier zwar die Anwendung des Börsentermineinwands ab, weil es sich „von den Anforderungen des klassischen Termingeschäfts“ nicht „zu sehr lösen“ möchte (unter 1.3.3.), geht aber gleichzeitig vom Vorliegen eines „mindestens verdeckten“ Differenzgeschäfts aus (unter 3.3.4.). Wirtschaftlich betrachtet sind die Erwerbsvorgänge beim Day-Trading „kreditiert“, da der Kaufpreis von der Bank bis zum Ausgleich durch ein nächstes Geschäft gestundet (im wahrsten Sinne des Wortes) wird. Siehe zu dieser

lisierungszeitpunkt oder -raum der Gewinne bzw. Verluste aus dem Kassageschäft muss jedenfalls wie beim Termingeschäft *ex ante* (bei Vertragsschluss) fest vorgegeben sein.<sup>76</sup> Dahinter steckt die Überlegung, dass sich aus dem Termindruck das „termingeschäftsspezifische“ Risiko<sup>77</sup> ergibt. Denkbar ist im Einzelfall, das Ende der Kreditgewährung als geplanten Veräußerungszeitpunkt anzunehmen. Der BGH weist aber darauf hin, dass eine solche Planung nicht allein aus dem Umstand geschlossen werden darf, dass der Anleger über keine anderweitigen finanziellen Mittel zur Rückerstattung des Kredits verfügt.<sup>78</sup> Die Entscheidung des OLG Düsseldorf vom 21.7.1995<sup>79</sup> zur Frage der Verletzung von Aufklärungspflichten der kreditgebenden Bank geht über die bloße Anerkennung der besonderen Gefährlichkeit eines kreditfinanzierten Terminkaufs eines abgetrennten Optionsscheins (Kassainstrument<sup>80</sup>) nicht hinaus: Darin heißt es, der Senat verkenne nicht, dass die „Gewährung von Krediten zum Zwecke der Wertpapierspekulation“ „durch eine Großbank wirtschafts- und gesellschaftspolitisch sehr bedenklich“ sei. Die Möglichkeit der Anwendung des Börsentermineinwands auf die Kombination von Kredit und Kauf- bzw. Kommissionsgeschäft (vgl. § 60 BörsG) wird nicht einmal angesprochen.

Für den umgekehrten Fall der Kombination eines Kassaleerverkaufs mit einer Wertpapierleihe<sup>81</sup> zur Erzeugung eines synthetischen Terminverkaufs über die geliehenen Wertpapiere<sup>82</sup> hat der BGH die Frage der börsenrechtlichen Behandlung in einer noch zur alten Rechtslage (vor 1989) ergangenen Entscheidung offen gelassen.<sup>83</sup> Im

---

Entscheidung auch unten Fn. 152.

- 76 Vgl. BGH 18.1.1988 (Fn. 75), unter II.2., zu einer Kombination aus Gelddarlehen und Kassakauf von Silber: Auf ein „verdecktes Börsentermingeschäft“ könne nur dann geschlossen werden, wenn sich irgendetwas dafür ergäbe, dass schon bei Abschluss des Anschaffungsgeschäfts „die Wiederveräußerung zu einem bestimmten Zeitpunkt in Aussicht genommen worden sei“; so mit gleichem Wortlaut bereits RG 26.2.1937 (Fn. 75). Kritisch zum Gedanken des Termindrucks oben 1. Kapitel, B.I.2.c., S. 43 ff.
- 77 Siehe die Nachweise oben a.cc.ß, Fn. 35.
- 78 BGH 18.1.1988 (Fn. 75), unter II.2.: „Gegen die Annahme, aus der Befristung des Kredits ergebe sich zwangsläufig der späteste Veräußerungszeitpunkt, weil der Kläger mangels anderer finanzieller Mittel den Kredit nur mit Hilfe des Erlöses aus dem Silberverkauf hätte zurückzahlen können“, spreche die Tatsache, dass „der Kredit mehrmals ausdrücklich und später stillschweigend bis zum Jahre 1984 verlängert worden“ sei „und vor allem, dass das Silber erst Ende 1983, dazuhin noch in zwei Tranchen und zu unterschiedlichen Zeitpunkten, verkauft worden“ sei.
- 79 OLG Düsseldorf 21.7.1995 - 17 U 306/94, WM 1995, 1751, 1753.
- 80 S.o. Abschn. b., S. 96.
- 81 Zur Rechtsnatur der Wertpapierleihe s.o. 1. Kapitel, A.VI.2.b., S. 37.
- 82 S.o. 1. Kapitel, C.I.1., S. 54. So ausdrücklich auch *Dörge*, S. 66: Durch die *Verbindung* eines Kassaverkaufs mit einer Kreditgewährung zwischen denselben Vertragsparteien (bei der Einschaltung Dritter entstehen asymmetrische Positionen) kann bei „wirtschaftlicher Betrachtungsweise“ der Erfolg eines „(herkömmlichen) Börsentermingeschäfts“ erreicht werden.
- 83 BGH 12.6.1978 - II ZR 48/77, NJW 1979, 488, zu „short sales“ an der New Yorker Börse, unter III., vor 1.; im Ergebnis geht das Gericht allerdings dennoch unter dem Gesichtspunkt des Differenzinwands (§§ 762, 764 BGB) von der Unverbindlichkeit des „short sale“ aus, und zwar allem Anschein nach sowohl des Aktienverkaufs als auch des Wertpapierdarlehens (hierzu noch unten 2.c., S. 115 ff.). Das Berufungsgericht (OLG Frankfurt a.M.) war dagegen davon ausgegangen, der short sale stehe einem Börsentermingeschäft gleich.

Schrifttum wird die Frage der Anwendbarkeit der §§ 50 ff. BörsG auf den kreditierten Kassaleerverkauf positiv beantwortet.<sup>84</sup> Dieser Ansatz entspricht dem subjektiven Willen des historischen Reformgesetzgebers von 1989.<sup>85</sup> Dabei dürfte einschränkend unterstellt werden, dass zwischen Kassaleerverkauf und Wertpapierdarlehen ein unmittelbarer zeitlicher und funktioneller Zusammenhang bestehen muss. Unklar bleibt, ob neben dem Kaufvertrag auch das Darlehen unter § 53 BörsG subsumiert wird oder ob seine Unwirksamkeit aus allgemeinen Grundsätzen ergibt.<sup>86</sup> Der Hinweis auf die „wirtschaftliche Einheit“ beider Verträge<sup>87</sup> führt hier für sich allein noch nicht weiter. Bei asymmetrischen Positionen im Dreiecksverhältnis, wenn der Kredit mit einem Dritten auf Vermittlung durch Vertragspartner zustande gekommen ist, ist beispielsweise eine Anwendung des § 139 BGB<sup>88</sup> oder des auf § 242 BGB gestützten Einwendungsdurchgriffs beim drittfinanzierten Kauf<sup>89</sup> denkbar. Der zuletzt genannte Weg bietet sich an, wenn der Kredit mit einem Dritten auf Vermittlung durch den Vertragspartner zustande gekommen ist;<sup>90</sup> er hat den Vorteil, dass man hier auf bereits vorbereitete Lösungen zum notwendigen Schutz des gutgläubigen Dritten zurückgreifen kann.<sup>91</sup>

Die berichteten (nicht entscheidungsrelevanten) Äußerungen des BGH zum „ver-

- 
- 84 *Dörge*, S. 76: Trotz des nichtssagenden Wortlauts des § 50 I 2 BörsG könne kein Zweifel daran bestehen, dass *Kassaleerverkäufe* nach „neuem“ Recht als Börsentermingeschäfte anzusehen seien; *ders.*, a.a.O., S. 69: Solche Geschäfte seien nicht weniger gefährlich als herkömmliche Börsentermingeschäfte. Die Anwendung des Termineinwands sei „unter Gesichtspunkten des Anlegerschutzes gerechtfertigt“; *Kümpel*, 2. Aufl., Rz. 15.108-15.114: Der Kassaleerverkauf werde „infolge der Verknüpfung [...] mit einem Wertpapierdarlehen zum Börsentermingeschäft“ (Rz. 15.111); ähnlich *ders./Peters*, AG 1994, 525, 527, wobei die für Termingeschäfte typische hinausgeschobene Fälligkeit beim Kassaleergeschäft in der hinausgeschobenen Fälligkeit des Wertpapierleihgeschäfts erkannt wird; ebenso *Irmen*, in: Schäfer (Hrsg.), Vor §§ 50-70 BörsG, Rz. 90-92. Gegen die Einstufung von Wertpapierleihgeschäften als Termingeschäfte nach Schweizer Recht *Bertschinger*, I, S. 127 f.
- 85 Begr. des RegE zum Gesetz zur Änderung des Börsengesetzes, BT-Drucks. 11/4177, S. 18: Zu den Geschäften, die wirtschaftlich gleichen Zwecken dienen (§ 50 I 2 BörsG), gehörten „nach dem jetzigen Stand der Entwicklung der Finanzgeschäfte insbesondere [...] sog. »Leer-Verkäufe« (Short-Sales)“.
- 86 Speziell für den Sonderfall der Prolongation eines „Leerverkaufs am Terminmarkt“ hat allerdings *Dörge*, S. 65 f., zugunsten der Anwendbarkeit des Börsentermineinwands Stellung bezogen (sofern der Kredit mit Vertragspartner des Termingeschäfts vereinbart wird); ebenso bereits die Rspr. des RG lange vor Erweiterung des § 50 I BörsG durch das 1. FinMFG: RG 27.4.1907 - I 375/06, RGZ 66, 91, 95 f., zur synthetischen Prolongation eines Terminleerverkaufs durch Abschluss einer Wertpapierleihe bei Fälligkeit: Das Wertpapierleihgeschäft werde ebenfalls vom Termineinwand erfasst; vgl. auch RG 22.4.1913 - II 589/12, RGZ 82, 175, 181.
- 87 Z.B. *Irmen*, in: Schäfer (Hrsg.), Vor §§ 50-70 BörsG, Rz. 91.
- 88 Allgemein zum „Wirksamkeitszusammenhang“ von Kauf und Darlehen *Markus Lehmann*, S. 37-40.
- 89 BGH 25.3.1982 - III ZR 198/80, BGHZ 83, 301, 303 f.
- 90 *Irmen*, in: Schäfer (Hrsg.), Vor §§ 50-70 BörsG, Rz. 91, zum Kassaleerverkauf im Dreiecksverhältnis; andeutungsweise, speziell zur Prolongation von Termingeschäften *Dörge*, S. 66: Die „Gedanken“ kämen „zum Tragen“, „die denen des fremdfinanzierten Kaufs“ entsprechen.
- 91 Zu Notwendigkeit des Gutgläubensschutzes beim Leerverkauf *Kümpel*, 2. Aufl., Rz. 15.115 f. Allgemein zu den Grenzen der rechtlichen Berücksichtigung des asymmetrischen Bausteineffekts im transaktionsbezogenen Vertrags- und Insolvenzrecht s.o. I Kapitel, D.II., S. 68.

deckten Börsentermingeschäft“ jedenfalls lassen sich als Ausdruck der bewussten Gleichbehandlung in Form der Integration<sup>92</sup> deuten. Voraussetzung der finanzwirtschaftlichen Gleichwertigkeit der kombinierten Position mit einem Börsentermingeschäft bei ex-ante-Betrachtung ist der Umstand, dass der Veräußerungszeitpunkt schon bei Vertragsschluss „in Aussicht genommen“ (geplant) ist. Deshalb ist es konsequent, dass das Gericht das Vorliegen eines entsprechenden Willens zur Voraussetzung für die Anwendung des Börsentermineinwands macht.

Im Übrigen bewirkt der Börsentermineinwand eine gewisse Angleichung der rechtlichen Behandlung natürlicher und synthetischer Derivate in die andere Richtung (Zerlegung) bereits automatisch. Ohne die §§ 50 ff. und insbesondere § 58 BörsG würden Rechtsprechung und Schrifttum Derivate nämlich regelmäßig dem Spieleinwand unterwerfen und damit als unwirksam betrachten, sofern sie nicht zu Sicherungszwecken eingesetzt werden.<sup>93</sup> Der Börsentermineinwand nimmt demgegenüber Geschäfte zwischen Kaufleuten untereinander sowie zwischen Finanzinstituten und aufgeklärten Privatanlegern (§ 53 II BörsG) von der Unverbindlichkeitsfolge aus. Darin scheint zumindest eine gewisse Bestätigung der hier vertretenen Ansicht von der fehlenden Originalität der Marktrisiken aus Derivaten zu liegen.<sup>94</sup>

### β. Synthetische Kassainstrumente

Des Weiteren ist der Fall zu betrachten, dass Derivate in Kombination mit anderen Finanzinstrumenten zu „synthetischen“ Kassainstrumenten umfunktioniert werden. So kann sich z.B. ein Darlehensvertrag mit variablem Zinssatz in Verbindung mit einem Zinsswap in ein synthetisches Festzinsdarlehen verwandeln. Die rechtliche Anerkennung dieses Bausteineffekts könnte hier durch eine Einschränkung (teleologische Reduktion) des Anwendungsbereichs des Börsentermineinwands erreicht werden. Hierzu gibt es bislang, soweit überschaubar, in Deutschland keine Rechtsprechung. Im Schrifttum hat man bisher nur ganz vereinzelt und unsystematisch sowie ohne Begründung in diese Richtung gedacht. So ist speziell für Swapgeschäfte und ohne Bezug zum Bausteincharakter von Derivaten vorgeschlagen worden, deren Börsentermingeschäftscharakter könne verneint werden, wenn diese nicht der Erzielung von Differenzgewinnen aus den Marktschwankungen dienen, sondern „die Kosten einer Kapitalaufnahme reduzieren“ sollten.<sup>95</sup> Dies ist immerhin eine Anspielung auf den Einsatz von Swaps zur Erzielung komparativer Kostenvorteile als Sonderfall des Financial Engineering.

92 Oben 1. Kapitel, E.I., S. 72.

93 S.u. Abschn. 2.b., S. 112 ff., und 3., S. 116.

94 Zur Kritik des Börsentermineinwands im Einzelnen s.u. unter B.2.a., S. 147 ff.

95 *Kümpel*, 2. Aufl., Rz. 14.216.

### cc. Integrierte Derivate

Strukturierte Anleihen sind selbst keine Derivate und werden auch nicht als Börsentermingeschäfte behandelt.<sup>95a</sup> Sie lassen sich aber finanzwirtschaftlich, bei „Abtrennbarkeit“ des derivativen Elements auch vertrags- und wertpapierrechtlich, in Kombinationen aus herkömmlichen Anleihen und Derivaten zerlegen.<sup>96</sup> Eine Optionsanleihe enthält dementsprechend eine integrierte „synthetische“ Long-Option. Während aber beim separaten Erwerb einer Anleihe und einer Option Letztere als Börsentermingeschäft bewertet und den §§ 50 BörsG unterworfen wird, fällt der Erwerb einer integrierten Optionsanleihe weder insgesamt noch beschränkt auf die in der Anleihe enthaltene Optionsabrede in den Anwendungsbereich des Börsentermineinwands.<sup>97</sup> Die Rechtsprechung betrachtet entsprechende Optionsscheine selbst dann nicht als Börsentermingeschäfte, wenn sie physisch von der Anleihe abgetrennt und separat veräußert werden.<sup>98</sup> Insofern kommt es zu einer rechtlichen Ungleichbehandlung nicht nur zwischen natürlichen und synthetischen (integrierten) Derivaten, sondern sogar zwischen finanzwirtschaftlich gleichwertigen Derivaten unterschiedlicher Herkunft, nämlich aus einer Optionsanleihe einerseits und aus einer isolierten Emission andererseits.

### 2. Differenzgeschäft

Neben Börsentermingeschäften weisen Differenzgeschäfte nach § 764 BGB eine besondere Nähe zu Derivaten auf. Differenzgeschäfte sind „als Spiel anzusehen“ und daher unwirksam (§§ 764 S. 1, 762 I 1 BGB). Das Gesetz unterscheidet zwei Arten von Differenzgeschäften, die echten nach § 764 S. 1 BGB und die unechten nach § 764 S. 2 BGB.

95a Siehe jüngst mit ausführlicher Begründung LG Frankfurt a.M. 16.3.2001 - 2 - 21 0 403/00, [http://www.landgericht.frankfurt-main.de/ZS\\_Urteil\\_lang\(EcuadorII\).htm](http://www.landgericht.frankfurt-main.de/ZS_Urteil_lang(EcuadorII).htm) (Abruf v. 13.8.2001, unter III., zum Kauf „synthetischer“ (dort gemeint i.S. strukturierter) Anleihen.

96 S.o. 1. Kapitel, A.VI.2.b., S. 34 f.

97 Zum umgekehrten Fall einer Hochkuponanleihe („Reverse Convertible“) mit integrierter *Short*-Aktienoption siehe neuerdings LG Frankfurt a.M. 20.4.2000 - 2/21 O 331/99, DB 2000, 1222: Es handele sich nicht um ein Börsentermingeschäft. Zur Begründung wird auf die wirtschaftliche „Vergleichbarkeit“ der Aktienanleihe mit einem abgetrennten Optionsschein, auf den fehlenden Hebeleffekt und auf das fehlende Risiko eines Totalverlusts verwiesen. Vgl. aber KG 16.5.2001 - 29 U 7237/00, ZBB 2001, 360, wo Reverse Convertibles immerhin ein „spezifisches Terminrisiko“ attestiert wird - allerdings nur im Zusammenhang mit der Schadensersatzhaftung wegen unzureichender Aufklärung bei der Anlagevermittlung. Siehe zu dieser Entscheidung auch unten II.2., Fn. 193.

98 S.o. Abschn. 1.b., S. 96

## a. Überblick

*Echte* Differenzgeschäfte nach § 764 S. 1 BGB sind aleatorische Verträge, die auf die Zahlung eines Geldbetrags gerichtet sind, der sich errechnet aus dem Gewinn bzw. Verlust, wie er sich aus einem Termingeschäft über die Lieferung von „Waren oder Wertpapieren“ nach Glattstellung der Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung ergeben würde. Nicht erforderlich für auf ein „Spiel um die Differenz“<sup>99</sup> gerichtete Geschäfte nach § 764 BGB ist, dass der Differenzausgleich offen, also nach außen sichtbar im Vertrag vereinbart wird („offenes Differenzgeschäft“). Es reicht aus, wenn der Vertragswille zum Differenzausgleich nur in verdeckter Weise vorliegt („verdecktes Differenzgeschäft“). Das ergibt sich wegen der Möglichkeit eines stillschweigend vereinbarten Differenzausgleichs bereits aus dem allgemeinen Recht der Willenserklärungen, wird aber durch das ausdrückliche Abstellen auf die „Absicht“ der Vertragsparteien anstelle der bloßen Wortwahl der Vereinbarung in § 764 S. 1 BGB nochmals hervorgehoben. Insbesondere werden deshalb vom Differenzeinwand auch solche Vereinbarungen erfasst, die sich zur Tarnung nach außen den Anschein echter Liefergeschäfte geben, bei denen sich die Parteien aber in Wirklichkeit darüber einig sind, dass Barausgleich geleistet werden soll. Nach den Regeln über das Scheingeschäft (§ 117 BGB) ist hier für die rechtliche Beurteilung nicht von dem vorgetäuschten, sondern von dem wirklich gewollten (verdeckten) Rechtsgeschäft auszugehen.<sup>100</sup> Dies gilt selbst dann, wenn das Differenzgeschäft nicht nur hinter einem Liefergeschäft versteckt wird, sondern hinter zwei fingierten, von vornherein geplanten, aber zeitversetzten, zueinander spiegelbildlichen und scheinbar voneinander unabhängigen Liefergeschäften (Grundgeschäft und späteres Glattstellungsgeschäft).<sup>101</sup> Ob offen oder verdeckt: Tatbestandlich erfüllen echte Diffe-

99 So die Formulierung in RG 15.6.1927 - I 336/26, RGZ 117, 267, 269.

100 Vgl. BFH 8.12.1981 - VIII R 125/79, BStBl II 1982, 618, 619, zur Besteuerung von Devisen- oder Warentermingeschäften nach § 23 I EStG a.F.: Der bürgerlich-rechtlichen Beurteilung des *verdeckten* Differenzgeschäfts mit der Rechtsfolge aus § 117 I, II BGB entspreche die steuerrechtliche Behandlung (Scheingeschäft) i.S. des § 41 II AO; hierzu näher unten 6. Kapitel, B.II., S. 313 ff.). Inkonsequent ist es, wie das OLG Hamburg (Fn. 75) in seiner Entscheidung v. 17.11.2000 zum Day-Trading einerseits vom Vorliegen eines („mindestens verdeckten“) Differenzgeschäfts und von nur „scheinbar »ernst gemeinten«“ Liefergeschäften auszugehen, andererseits aber zu behaupten, der „tatsächliche An- und Verkauf »echter« Devisen“ gehe „über ein rein simuliertes Geschäft [gemeint dürfte sein: i.S. des § 117 BGB] hinaus“ (unter 3.3.4.).

101 Siehe RG 16.4.1912 - II 524/11, RGZ 79, 234, 238, wo der Begriff des „verdeckten Differenzgeschäfts“ selbst allerdings nicht verwendet wird: Von einem Differenzgeschäft sei, so das RG, nicht nur dann auszugehen, wenn der Differenzausgleich innerhalb eines Vertrages ausdrücklich vereinbart werde, sondern auch, wenn die Lieferung in Natur durch die Abrede ausgeschlossen werde, dass „während des schwebenden Engagements, nach der Technik der Börsengeschäfte, durch ein Gegengeschäft der Unterschied berechnet und gezahlt werden“ solle. Hier sei „gar kein Kauf geschlossen, sondern ein anderes Geschäft vereinbart“, dessen „Gegenstand“ nicht „eine Ware und ein hierfür zu zahlender Preis, sondern der in bestimmter Weise zu berechnende Preisunterschied“ sei. Auch das Gegengeschäft sei dann „kein auf wirklichen Umsatz gerichtetes Geschäft“, sondern diene vielmehr dazu, „den Preisunterschied für einen bestimmten Zeitpunkt zu ermitteln“. Siehe als praktisches Beispiel auch den Sachverhalt in BGH 20.12.1971 - II ZR 156/69, BGHZ 58, 1.

renzungsgeschäfte nach § 764 S. 1 BGB immer gleichzeitig die Voraussetzungen eines Börsentermingeschäfts mit Barausgleich.

Sog. *unechte* Differenzgeschäfte nach § 764 S. 2 BGB sind ernst gemeinte Lieferverträge mit Erfüllung in Natur (derivateähnliche Verträge),<sup>102</sup> bei denen mindestens eine der Vertragsparteien bei Vertragsschluss die (nicht zum Vertragsinhalt erhobene) Absicht hat, die Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung (sowie das Marktrisiko) aus diesem Geschäft zu einem späteren Zeitpunkt, spätestens aber bei Fälligkeit glattzustellen, um so im Wege der Aufrechnung oder Skontration<sup>103</sup> aus den „Schwankungen des Marktes Gewinn“ zu erzielen.<sup>104</sup> Für die Glattstellung ist hierbei der Abschluss eines weiteren, ebenfalls echten Liefergeschäfts über denselben Basiswert und mit demselben Fälligkeitszeitpunkt am Termin- bzw. Kassamarkt mit demselben Vertragspartner oder mit einem beliebigen Dritten<sup>105</sup> vorgesehen. Bereits ihrem objektiven Tatbestand nach erfüllen unechte Differenzgeschäfte nach § 764 S. 2 BGB immer gleichzeitig die Voraussetzungen eines Börsentermingeschäfts mit Erfüllung in Natur. Damit geht die Vorschrift des § 764 BGB in S. 2 über die Grundsätze des allgemeinen Rechts der Willenserklärungen (§ 117 BGB) sowie über den Bereich dessen hinaus, was ohne § 764 S. 1 BGB auch direkt unter § 762 BGB subsumierbar wäre. Einzige Voraussetzung zum Schutz des Vertragspartners ist hier, dass dieser die (nicht zum Vertragsinhalt gewordene, nicht durch den objektiven Tatbestand gedeckte, „überschießende“) Differenzzielungsabsicht der Gegenseite kannte oder kennen musste (§ 764 S. 2 BGB).

Zum Beweis der Differenzzielungsabsicht greift die Rechtsprechung neben der fortgesetzten Unterlassung der effektiven Erfüllung vorausgegangener Geschäfte und der Verbuchung lediglich der Differenz<sup>106</sup> gerne auf ein Indiz zurück, das - wie etwas weiter unten noch zu sehen ist - gleichzeitig eine tatsächliche Vermutung für das Bestehen der Spielabsicht begründet, nämlich das Fehlen der wirtschaftlichen Berechtigung

102 Insofern unrichtig, zumindest missverständlich Palandt-*Sprau*, § 764 BGB, Rz. 1, wenn er das Differenzgeschäft iS des § 764 BGB definiert als „Spekulationsgeschäft, das nur äußerlich auf die Lieferung von Waren oder Wertpapieren gerichtet ist, das aber in Wahrheit keinen Güterumsatz zum Inhalt hat“. Denn nicht der Vertrag selbst ist beim unechten Differenzgeschäft auf Differenzausgleich gerichtet, sondern nur die Strategie einer der Vertragsparteien.

103 Die hierzu erforderliche Gegenseitigkeit der Ansprüche ergibt sich entweder dadurch, dass das Glattstellungsgeschäft mit dem Partner des Grundgeschäfts abgeschlossen wird oder dass beide Geschäfte über eine Börse mit Clearingstelle abgewickelt werden (siehe Fn. 105).

104 RG 15.6.1927(Fn. 99), RGZ 267, 268 f.: Ein Differenzgeschäft könne auch vorliegen, wenn der Differenzausgleich nicht ausdrücklich verabredet werde, sondern wenn „dem Verkaufsgeschäft ein entsprechendes Kaufgeschäft auf denselben Termin zu einem geeignet erscheinenden Zeitpunkt“ entgegengestellt und aus dem Vergleich beider Geschäfte Gewinn und Verlust“ entnommen werde. Zuvor u.a. bereits RG 29.12.1894 - I 310/94, RGZ 34, 82, 83; RG 16.4.1912 (Fn. 101), RGZ 79, 234, 238.

105 Bei börsenmäßigen Geschäften zwischen zwei Börsenteilnehmern tritt nach den jeweiligen Börsenbedingungen regelmäßig die Clearing-Stelle automatisch im Wege der Vertragsübernahme in die vertragliche Position der jeweiligen Gegenseite ein (siehe z.B. § 1.1 Satz 5 der Börsenordnung für die Eurex Deutschland und die Eurex Zürich). Dies hat zur Folge, dass die Vertragsbeziehungen aus Grund- und Glattstellungsgeschäft immer mit der Clearing-Stelle bestehen, egal mit wem die Kontrakte wirtschaftlich zustande gekommen sind.

des Geschäfts.<sup>107</sup> Darüber hinaus soll bei börsenmäßigen Termingeschäften mit Erfüllung in Natur wegen der Margin-Erfordernisse, die „letztlich“ nur den Anspruch auf Schadensersatz wegen Nichterfüllung sichern, und wegen der „minimalen faktischen Erfüllungsquote“ bereits per se eine tatsächliche Vermutung für (unechte) Differenzgeschäfte bestehen.<sup>108</sup> Auf Seiten des Vertragspartners begründen die genannten Indizien, sofern sie ihm bekannt sind, regelmäßig die Erkennbarkeit der Glattstellungsabsicht.

Wohl zu Unrecht gehen die Rechtsprechung<sup>109</sup> und Teile des Schrifttums<sup>110</sup> davon aus, dass die soeben dargestellten, aus zwei echten Liefergeschäften bestehenden „Differenzgeschäfte“ mit einseitiger (außervertraglicher) Differenzerzielungsabsicht (unechte Differenzgeschäfte<sup>111</sup>) gar nicht ausdrücklich vom Tatbestand des § 764 BGB erfasst werden und dass sich § 764 S. 2 BGB auf echte Differenzgeschäfte bezieht, die keines separaten Liefergeschäfts zur Glattstellung bedürfen. Denn bei den echten Differenzgeschäften ist der Differenzausgleich Inhalt des Vertrags, so dass entgegen dem Wortlaut des § 764 S. 2 BGB zwangsläufig *beide* Vertragsparteien Differenzabsicht haben müssen. Außerdem sind es nicht die einheitlichen echten (offenen oder verdeckten) Differenzgeschäfte mit vereinbartem Differenzausgleich, sondern die unechten Differenzgeschäfte mit einseitiger oder zweiseitiger, jedenfalls nicht konzertierter Differenzabsicht, die in der Börsenpraxis vor allem früher, aber auch heute noch<sup>112</sup> am häufigsten zum Erzielen von Differenzgewinnen eingesetzt werden. Es wäre doch seltsam, wenn der historische Gesetzgeber gerade diese Fälle im BGB planwidrig nicht geregelt hätte, ob-

106 BFH 8.12.1981 (Fn. 100), unter I.b.aa.

107 Siehe nur RG 15.6.1927 (Fn. 99), RGZ 117, 267, 269. Zu den einzelnen Indizien *Häuser/Welter*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 16 Rz. 179, m.w.N.

108 Z.B. *Schäfer*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 17, Rz. 29, speziell zu Zins- und Devisen-Futures.

109 Vgl. BGH 20.12.1971 (Fn. 101), unter I., unter Bezugnahme auf die einschlägige Entscheidung RG 15.6.1927 (Fn. 99): Verdeckte Differenzgeschäfte würden „im § 764 BGB in dieser Gestalt nicht erwähnt“. Allerdings dürfte der konkrete, der Entscheidung des BGH zugrunde liegende Sachverhalt eher der Fallgruppe der echten Differenzgeschäfte mit fiktivem Grund- und Glattstellungsgeschäft zuzuordnen sein. Denn im Tatbestand heißt es, zwischen den Parteien habe „*Einigkeit*“ bestanden, „dass es sich um Differenzgeschäfte handeln sollte, bei denen keine Waren geliefert, sondern lediglich der Unterschied zwischen dem vereinbarten Preis und dem eines Gegengeschäfts gezahlt oder empfangen werden sollte.“ In der vom BGH zitierten Entscheidung RG 15.6.1927 (a.a.O.) selbst wird nicht ausdrücklich auf Satz 2 des § 764 BGB, sondern nur allgemein auf „§ 764 BGB“ Bezug genommen.

110 Siehe nur *Grothe*, S. 404; wohl auch *Häuser/Welter*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 16, Rz. 170.

111 Die Terminologie bezüglich dieser Art von Differenzgeschäften ist uneinheitlich. Teils werden sie als eine Unterart der „verdeckten“ Differenzgeschäfte betrachtet (z.B. *Häuser/Welter*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 16, Rz. 173), teils in Abgrenzung zu den einheitlichen („eingliedrigen“) verdeckten Differenzgeschäften als „zweigliedrige“ Differenzgeschäfte bezeichnet (so z.B. *Grothe*, S. 404 f.), teils in Anspielung auf den echten Vertragswillen zur Lieferung, der die beiden Einzelgeschäfte kennzeichnet, als „effektive“ Differenzgeschäfte (*J. Franke*, DB 1975, 1541, 1543 f.). Die Bezeichnung „unechte“ Differenzgeschäfte ist treffender, weil sie zum Ausdruck bringt, dass es hier nicht um gegenseitige Vereinbarungen über die Zahlung von Differenzbeträgen, sondern um „normale“ Umsatzgeschäfte geht, die einseitig so kombiniert werden, dass Differenzgewinne entstehen. Die Differenzgeschäfte des § 764 S. 1 BGB werden hier demgemäß „echte“ oder, wie in RG 29.12.1894 (Fn. 104), RGZ 34, 83, 87, 90), „reine“ Differenzgeschäfte genannt.

112 Hierzu *Grothe*, S. 404 Fn. 2540; zur Börsenpraxis aus historischer Sicht auch *Wolter*, S. 31-34.

wohl er ihnen beim parallel entworfenen BörsG im Rahmen des Börsentermineinwands besondere Aufmerksamkeit gewidmet hat.

Das Differenzgeschäft ist Spiel. Als ungeschriebenes subjektives Tatbestandselement verlangt man deshalb zusätzlich zum objektiven Tatbestand in teleologischer Ergänzung des Wortlauts des § 764 S. 1 BGB und im Unterschied zum Börsentermingeschäft die *Spielabsicht* beider Seiten. Diese ist abzugrenzen von der einseitigen, überschießenden *Differenzabsicht* (und *Spielabsicht*) beim unechten Differenzgeschäft (§ 764 S. 2 BGB). Verneint wird die Spielabsicht von Rechtsprechung<sup>113</sup> und Literatur<sup>114</sup> bei den sog. „*wirtschaftlich berechtigten*“ (echten oder unechten) Differenzgeschäften. Der Differenzeinwand trifft danach nur solche Geschäfte, „die ohne Beziehung zum Güterumsatz des Wirtschaftslebens und der mit ihm verbundenen wirtschaftlichen Tätigkeit aus den Schwankungen des Marktes Gewinn zu erzielen“ suchen.<sup>115</sup> Eine entsprechende Vermutung besteht bei einem auffälligen Missverhältnis zwischen dem Vermögen des Vertragsschließenden und der Höhe des eingegangenen Engagements<sup>116</sup> oder, was bei Privatanlegern regelmäßig der Fall sein wird, wenn das Geschäft dem „Berufskreis“ der Partei „fernliegt“.<sup>117</sup> Als wirtschaftlich berechtigt werden in erster Linie Sicherungsgeschäfte anerkannt.<sup>118</sup> Bislang noch offen ist die auf der Grundlage des gängigen Verständnisses des Differenzeinwands interessante, allerdings wegen §§ 58, 61 BörsG<sup>119</sup> kaum jemals praktisch relevante Frage nach der Anerkennung der wirtschaftlichen Berechtigung einzelner Differenzgeschäfte beim Portfolio-Hedging.<sup>120</sup> Die

- 
- 113 Grundlegend RG 28.3.1923 - I 420/17, RGZ 107, 22, 24-26, zum Baumwollhandel; bestätigt in BGH 20.12.1971 (Fn. 101), unter III.; BGH 11.10.1988 - XI ZR 67/88, BGHZ 105, 263, unter II.2.: Das Differenzgeschäft sei ein „materieller Begriff“, es sei „das Spiel im Gegensatz zu dem wirtschaftlich berechtigten Geschäft“ (vom BGH wörtlich zit. nach *Nußbaum*, S. 630).
- 114 Siehe nur *Häuser/Welter*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 16, Rz. 180-190; vgl. allerdings Staudinger-Engel, § 764, Rz. 18, der den Zusammenhang der für die Wirksamkeit geforderten wirtschaftlichen Berechtigung des Geschäfts mit der Spielabsicht zu übersehen scheint und, insofern zu Unrecht unter Berufung auf die Rspr. des BGH, auch „volkswirtschaftlich nützliche“ Geschäfte vom Differenzeinwand ausnehmen will. Zum volkswirtschaftlichen Nutzen *spekulativer* Geschäfte s.o. Einleitung, S. 6.
- 115 RG 15.6.1927 (Fn. 99), RGZ 117, 267, 269.
- 116 RG 6.2.1914 - II 520/13, Warn 1914, Nr. 157, S. 214 f.
- 117 RG 15.6.1927 (Fn. 99), RGZ 117, 267, 270.
- 118 BGH 20.12.1971 (Fn. 101), unter III.: Die „sog. Hedge-Geschäfte“, die „einen wirtschaftlich gerechtfertigten Sicherungszweck für ein im Betriebe des Abschließenden getätigtes, auf tatsächliche Lieferung gerichtetes Hauptgeschäft“ hätten, seien „einredefrei möglich“. In der Praxis versuchen sich die Marktteilnehmer vor einem späteren Einwand der Erkennbarkeit der Spekulationsabsicht dadurch zu schützen, dass sie sich von der Gegenpartei ein sog., vorformuliertes „Hedge Agreement“ unterschreiben lassen. Darin sichert der Vertragspartner zu, dass er nur zu Hedge-Zwecken kontrahiert. Für ein Bsp. siehe *Reiner*, MünchVbh, Anm. 63.
- 119 S.o. 1.a.aa., S. 89 f.
- 120 Bejahend *Krämer*, S. 279-281, unter Hinweis auf die Erfordernisse eines „effizienten Risikomanagements“; zuvor bereits *Hopt*, FS Werner (1984), 339, 348, der vorschlägt, zur Beurteilung der „pauschalen“ Kurssicherung auf den „Gesamteindruck eines wirtschaftlich berechtigten Sicherungsgeschäfts oder eines reinen Differenzgeschäfts“ abzustellen; vgl. auch *Kopp*, S. 79 f., zum Problem der Subsumtion des Merkmals des wirtschaftlich berechtigten Geschäfts angesichts des „in Industrieunternehmen und anderen Großunternehmen“ zu beobachtenden „Makro-Hedging“

systematische Funktion des objektiven Kriteriums eines wirtschaftlich berechtigten Geschäfts für den Ausschluss der Spielabsicht ist beweisrechtlicher Natur.<sup>121</sup>

Echte und unechte Differenzgeschäfte gehen, soweit sie sich am tatbestandlichen Grundmodell des Terminfestkaufs orientieren, gleichermaßen im Börsentermineinwand auf. Zur Vermeidung von Wertungskonflikten regelt § 58 BörsG in seiner heutigen Form, dass gegen Ansprüche aus (verbindlichen) Börsentermingeschäften von demjenigen, für den das Geschäft nach den §§ 53 und 57 BörsG verbindlich ist, der Differenzeinwand nicht erhoben werden kann. Seine Existenz neben dem Börsentermineinwand verdankt der Differenzeinwand dem Umstand, dass der Anwendungsbereich des Börsentermineinwands lange auf offiziell zugelassene Geschäfte an deutschen Börsen, ursprünglich sogar mit Erfüllung in Natur beschränkt war.<sup>122</sup> Für echte Differenzgeschäfte, außerbörsliche Geschäfte mit Erfüllung in Natur sowie Liefergeschäfte an ausländischen Börsen kam ihm somit ursprünglich eine eigenständige Bedeutung zu. Bei Auslandsgeschäften dauerte diese noch bis vor zehn Jahren fort. Denn früher gelangte hier § 58 BörsG nicht zum Zuge, da diese Geschäfte mangels deutscher Börsenzulassung nicht als Börsentermingeschäfte anerkannt wurden.<sup>123</sup> Mit der Börsennovelle von 1989 entfiel diese Funktion. Und selbst bei Börsentermingeschäften, die einem ausländischen Schuldstatut unterliegen und bei denen die Voraussetzungen des § 61 BörsG für eine Sonderanknüpfung des Börsentermineinwands nicht erfüllt sind, z.B. weil der deutsche Anleger seine Willenserklärung im Ausland abgegeben hat, und die §§ 53 ff. BörsG folglich nicht anwendbar sind,<sup>124</sup> kann der Differenzeinwand nicht zum Tragen kommen - weder nach dem kollisionsrechtlichen Verbraucherschutz des Art. 29 EGBGB<sup>125</sup> noch

---

[gemeint ist: Portfolio-Hedging; zu den Begriffen oben 1. Kapitel, C.III., S. 61] zur Absicherung ganzer Risikoportfolios. Siehe aber unten B.I.3., S. 164, dazu, dass sich die angesprochene Frage bei richtigem Verständnis unvollkommener Geschäfte gar nicht stellen kann.

121 Siehe RG 16.4.1912 (Fn. 101), RGZ 79, 234, 240: Der Abschluss von wirtschaftlich berechtigten Deckungsgeschäften habe die „Bedeutung eines mittelbar gegen die Spielnatur sprechenden Umstandes“. Siehe auch BGH 11.10.1988 (Fn. 113): „Spiel *im Gegensatz* zu dem wirtschaftlich berechtigten Geschäft“ [Hervorhebung durch den Verf.].

122 S.o. Abschn. I.a.cc.α., S. 91.

123 Eine Ausnahme bestand für Auslandstermingeschäfte in Devisen, da diese als inoffizielle Geschäfte gemäß § 96 III BörsG a.F. den offiziellen Geschäften gleichgestellt waren (Häuser/Welter, in: Assmann/Schütze [Hrsg.], § 16, Rz. 547).

124 Die differenzierte Regelung des § 61 BörsG deutet darauf hin, dass diese Norm das Verhältnis des Börsentermineinwands zum Vertragsstatut abschließend entscheiden will. A.A. Schwark, in: 50 Jahre BGH, S. 455, 485; § 53 II BörsG zähle weiterhin zum deutschen *ordre public* (m.w.N. zum Meinungsstand).

125 Vgl. Dannhoff, S. 192 ff., 196: Art. 29 EGBGB ordne keine weitergehenden Rechtsfolgen an als § 61 BörsG; von vornherein skeptisch gegenüber der Anwendung des kollisionsrechtlichen Verbraucherschutzes des Art. 29 EGBGB in diesem Bereich *Samtleben*, RabelsZ 61 (1997), 779, 781 f.: Neben Art. 29 EGBGB müsse, falls diese Vorschrift anwendbar sei, die europarechtliche [gemeint ist das Römische Schuldvertragsrechtsübereinkommen v. 19.5.1980] Zulässigkeit einer eigenen Sonderanknüpfung über § 61 BörsG „zumindest zweifelhaft“ erscheinen (m.w.N.). A.A. OLG Köln 15.12.1997 - 16 U 34/97, OLGR Köln 1998, 166: Dort wird die Wahl englischen Rechts in einem Vertrag über die Ausführung von Börsentermingeschäften an der Londoner Börse zwischen einem deutschen Privatanleger und einem englischen Broker unter Berufung auf Art. 29 I EGBGB sogar

als „zwingende Vorschrift“ über Art. 34 EGBGB und auch nicht als Bestandteil des deutschen nationalen *ordre public* nach Art. 6 EGBGB.<sup>126</sup> Der Regelungszweck des § 61 BörsG in Verbindung mit demjenigen des § 58 BörsG gebietet nämlich einen internationalprivatrechtlichen Gleichlauf von Börsentermin- und Differenzeinwand bei Börsentermingeschäften.<sup>127</sup>

Parallel anwendbar sein können Differenz- und Börsentermineinwand bei Börsentermingeschäften, die nach §§ 52, 53 BörsG unwirksam sind. Für diesen Fall greift § 58 BörsG nicht. Dies ist auch nicht notwendig, denn die Rechtsfolgen sind in Bezug auf die Unverbindlichkeit weitgehend gleichlaufend. Eine praktische Bedeutung entfaltet der Differenzeinwand auch hier nicht.<sup>128</sup> Die Heilungsmöglichkeit nach § 57 BörsG findet in den §§ 764, 762 BGB zwar keine Entsprechung, muss aber als *lex specialis* gegenüber dem allgemeinen Zivilrecht betrachtet werden. Die vereinzelt gebliebene Gegenmeinung, Rechtsfolge des Termineinwands sei gar nicht die automatische Unverbindlichkeit des Geschäfts, sondern die Anwendbarkeit der §§ 764, 762 BGB,<sup>129</sup> überzeugt angesichts des klaren Wortlauts des § 52 BörsG („nur“) nicht.<sup>130</sup> Ein eigenständiger Anwendungsbereich, gerade im Bereich der Derivate und derivateähnlichen Geschäfte, kommt dem Differenzeinwand nur für diejenigen Ansichten zu, die seinen objektiven Tatbestand über den Wortlaut hinaus weit auslegen und die gleichzeitig entgegen der neuesten Entwicklung der Rechtsprechung von einem engen Begriff des Börsentermin-

---

für komplett „unwirksam“ gehalten und stattdessen auf die gesetzliche Ersatzanknüpfung nach Art. 29 II verwiesen (kritisch *Mankowski*, EWiR Art. 29 EGBGB Nr. 1/98, 455-456).

- 126 Vgl. BGH 21.4.1998 - XI ZR 377/97, BGHZ 138, 331, unter II.2.b.cc.(2): Nichts spreche dafür, die Einhaltung der „Formalität“ des § 53 II BörsG, „von der der Termin- und der Differenzeinwand abhängen, bei ausreichend vorinformierten Anlegern zu den elementaren Grundlagen der deutschen Rechtsordnung zu zählen“. Die Entscheidung bezieht sich zwar nur auf den Anerkennungsrrechtlichen *ordre public international* (hier: Art. 2 Nr. 1 des deutsch-österreichischen Anerkennungs- und Vollstreckungsvertrags v. 6.6.1959), der gegenüber dem materiellrechtlichen nationalen *ordre public* „großzügiger“ (BGH 21.4.1998, a.a.O., II.2.b., vor aa.) ist, und betrifft im konkreten Fall einen nicht aufklärungsbedürftigen Fachmann in Termingeschäften. Sie distanziert sich aber ausdrücklich von der „bisherigen st. Rspr. des BGH“, wonach der Termin- und der Differenzeinwand nicht termingeschäftsfähiger Inländer zum „deutschen *ordre public*“ gehört. Siehe z.B. BGH 12.6.1978 (Fn. 83), zur alten, inzwischen überholten Börsenrechtslage sowie zu Art. 30 a.F. EGBGB (entspricht trotz veränderten Wortlauts Art. 6 EGBGB n.F.), unter III., vor 1.: Differenzgeschäften an der New Yorker Börse könne gemäß Art 30 EGBGB der Differenzeinwand entgegengesetzt werden. Für die Fortgeltung dieser Rspr. z.B. MünchKomm-Habersack, § 764 BGB, Rz. 19.
- 127 Ähnlich *Häuser/Welter*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 16, Rz. 566, m.w.N., unter Berufung auf den „mit § 61 BörsG verfolgten Regelungszweck und dem dort festgelegten Schutzbereich“.
- 128 *Schwark*, Einl. §§ 50-50 BörsG, Rz. 5 („keine praktische Bedeutung“); *Staudinger-Engel*, § 764 Rz. 36 a.E. („kaum praktische Bedeutung“).
- 129 *Hellwig/de Lousanoff*, FS Stiefel (1987), 309, 328 ff; neuerdings wieder *Grothe*, S. 424, 426-429.
- 130 Vgl. zur Auslegung des Wortes „nur“ BGH 17.3.1992 - XI ZR 84/91, WM 1992, 682, 684, unter III.1.: „Nach § 52 BörsG (alter wie neuer Fassung)“ seien nicht verbotene Börsentermingeschäfte „nur nach Maßgabe der §§ 53 bis 56 [BörsG] wirksam“. Das Gesetz gehe „damit davon aus, dass Börsentermingeschäfte grundsätzlich unwirksam sind, wenn und soweit nicht eine der Vorschriften der §§ 53 bis 56 BörsG eingreift“; vgl. auch (indirekt) BGH 11.10.1988 (Fn. 113): Danach ist ein „Kurssicherungsgeschäft“ in der Form des Börsentermingeschäfts „bei fehlender Termingeschäftsfähigkeit unverbindlich“, obwohl es eigentlich nach dem Maßstab des Differenzeinwands wegen

geschäfts ausgehen.<sup>131</sup>

### b. Derivate

Gegenstand des folgenden Abschnitts ist die Anwendung des Differenzeinwands auf Derivate in Rechtsprechung und Schrifttum. Die Betrachtung beschränkt sich auf den objektiven Tatbestand. Interessante Fragen von zumindest theoretischem Interesse stellen sich zwar auch bezüglich des Nachweises der Spielabsicht („Spekulation“) und ihrer Abgrenzung zum „wirtschaftlich berechtigten“ Einsatz von Derivaten, insbesondere außerhalb reiner Sicherungszusammenhänge, z.B. wenn diese Instrumente zur synthetischen Herstellung spekulativer Kassainvestitionen eingesetzt werden. Diese wurden aber bislang so gut wie gar nicht diskutiert.<sup>132</sup>

In der *Rechtsprechung* werden Derivate in Gestalt einfacher *Termindirektgeschäfte* über Waren, Edelmetalle und Wertpapiere ohne weiteres als Differenzgeschäfte anerkannt.<sup>133</sup> Nicht ausdrücklich Stellung bezogen hat der BGH bislang dazu, ob § 764 BGB neben Waren und Wertpapieren andere Basiswerte erfassen kann. Devisen jedenfalls verdanken ihre Einbeziehung in den Anwendungsbereich des Differenzeinwands einer weiten Auslegung des Warenbegriffs.<sup>134</sup> Verträge über Rechnungsgrößen auf Aktienbasis werden ohne nähere Begründung als Differenzgeschäfte behandelt.<sup>135</sup> Es bleibt also offen, ob dies auf einer weiten Auslegung des Wertpapierbegriffs oder auf einer Analogie beruht. Auch *Optionsgeschäfte* qualifiziert die Rechtsprechung vorbehaltlich des § 58 BörsG als Differenzgeschäfte, ohne sich dabei mit dem Rechtsstreit um die zivilrechtliche Konstruktion der Option<sup>136</sup> auseinanderzusetzen.<sup>137</sup> Dies gilt nicht nur für

---

wirtschaftlicher Berechtigung verbindlich sein müsste.

- 131 Vgl. MünchKomm-*Habersack*, § 764 BGB, Rz. 5: Dem Differenzeinwand komme ein eigenständiger Anwendungsbereich gegenüber dem BörsG insoweit zu, als es um Geschäfte gehe, „die keinen Bezug zu einem Terminmarkt“ hätten.
- 132 Bei *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bd. 3, § 114, Rz. 84-87, heißt es z.B. zu außerbörslichen, Derivaten wie Swaps und FRA jeweils nur pauschal, diese dienten „im Regelfall“ (zumindest „auch“) Sicherungszwecken (Rz. 84). Eine eigene Stellungnahme zu dieser Frage erübrigt sich vor dem Hintergrund des unten (B.I., S. 134 ff.) noch zu entwickelnden, grundlegend verschiedenen Verständnisses des Spiel-, Börsetermin- und Differenzeinwands.
- 133 BGH 13.7.1987 - II ZR 280/86, BGHZ 101, 296; BGH 16.3.1981 - II ZR 110/80, NJW 1981, 1897; BGH 20.12.1971 (Fn. 101), unter I (jeweils zu Warentermingeschäften an ausländischen Börsen).
- 134 BGH 11.10.1988 (Fn. 113); BGH 15.10.1979 - II ZR 144/78, NJW 1980, 390, unter III.2., jeweils ohne weitere Begründung.
- 135 BGH 13.10.1998 - XI ZR 26/98, NJW 1999, 720, unter II.1.c.cc., indirekt zu selbständigen Indexoptionsscheinen und Basket-Optionsscheinen.
- 136 Hierzu oben I. Kapitel, A.III., S. 15 f.
- 137 BGH 24.1.1985 (Fn. 3), unter II.1.a., zu unverbrieften Aktienoptionsgeschäften mit Erfüllung in Natur an US-amerikanischen Börsen; BGH 17.10.1984 - IVa ZR 78/83, NJW 1985, 920, zu Warenterminoptionen an ausländischen Börsen; ebenso OLG Frankfurt 9.3.1966 - 7 U 153/65, OLGZ 1966, 400, 401, zum Kauf von Warenterminkaufoptionen, die nach den Vertragsbedingungen auf Erfüllung in Natur gerichtet waren („verdecktes Differenzgeschäft“). A.A. aus steuerrechtlicher

unverbriefte Optionen, sondern auch für Erst- und Sekundärgeschäfte in Optionsscheinen,<sup>138</sup> wie beim Börsentermineinwand jedoch mit Ausnahme abgetrennter Optionsscheine aus Wandelschuld- und Optionsanleihen, die als Kassageschäfte angesehen werden.<sup>139</sup>

Im *Schrifttum* ist das Meinungsspektrum zur Anwendbarkeit des Differenzeinwands auf Derivate bzw. derivateähnliche Geschäfte über den Grundtypus des einfachen Terminfestkaufs hinaus ähnlich vielfältig wie beim Börsentermineinwand.<sup>140</sup> Weitgehende Einigkeit scheint immerhin darüber zu bestehen, dass § 764 BGB über Waren und Wertpapiere hinaus zumindest analog auf andere Basiswerte wie z.B. Zinssätze oder von Wertpapieren abgeleitete Rechnungseinheiten<sup>141</sup> und damit auf Zins- und Indexterminengeschäfte<sup>142</sup> anwendbar ist. Primär- und Sekundärgeschäfte in entsprechenden unverbrieften Optionen werden auf der Grundlage der Einheitstheorie, vorbehaltlich der subjektiven Voraussetzungen, ebenfalls als Differenzgeschäfte betrachtet.<sup>143</sup> Verbriefte Optionen werden teils gänzlich,<sup>144</sup> teils nur bei Erfüllung in Natur aus dem Anwendungsbe-

Sicht BFH 28.11.1984 - I R 290/81, BStBl II 1985, 264, in Zusammenhang mit dem Tatbestand des § 22 Nr.3 EStG, der einen beim Spiel nicht vorhandenen Leistungsaustausch voraussetzt, unter III: Verträge über die Begründung von Aktienoptionen würden von beiden Vertragsteilen durch die Einräumung des Optionsrechts einerseits und durch die Zahlung des Optionsentgelts andererseits voll erfüllt. Erst bei dem nach Ausübung der Option zustande kommenden Wertpapiergeschäft, nicht aber beim Optionsvertrag könne sich die Frage stellen, ob ein Differenzgeschäft vorliege.

138 BGH 13.10.1998 (Fn. 135).

139 BGH 16.4.1991 (Fn. 52), unter II.1.b.; zuvor bereits BGH 18.1.1988 - II ZR 72/87, BGHZ 103, 84, 90, unter II.3.

140 Zum Zusammenhang zwischen Differenz- und *Börsentermingeschäft* vgl. die Aussage *Schwarks*, § 58 BörsG, Rz. 8: Geschäfte, die ihrer rechtlichen Struktur, wirtschaftlichen Funktion und handels-technischen Abwicklung nach Börsentermingeschäfte seien, könnten grundsätzlich auch Differenzgeschäfte sein.

141 Vgl. nur *Henssler*, S. 537: § 764 BGB sei analogiefähig. Mit dem Tatbestandsmerkmal des Lieferungsgeschäftes in Waren und Wertpapieren habe der historische Gesetzgeber die ihm bekannten Formen der nicht umsatzorientierten Preisspekulation geregelt. Ein bewusster Ausschluss der Spekulation mit anderen Wirtschaftsgütern sei dagegen nicht beabsichtigt gewesen. Die von § 764 BGB erfassten Vertragsgegenstände seien somit „um rechnerische Einheiten für Warenkörbe oder Wertpapierportefeuilles zu erweitern“.

142 *Henssler*, S. 611-616 („Aktienindexkontrakte“, „Zinsterminkontrakte“); *Schäfer*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 17, Rz. 26 ff. („Index-Futures“); *Schwark*, § 58 BörsG, Rz. 4 („Termin- und Optionsgeschäfte auf der Basis von Aktienindices“).

143 *Schwark*, § 58 BörsG, Rz. 8 (auf der Grundlage einer „rechtlichen und wirtschaftlichen Einheitsbetrachtung“ von Optionsbegründungsgeschäft und Ausübungsgeschäft): Herkömmliche Aktienoptionsgeschäfte und Optionsgeschäfte an der DTB seien grundsätzlich Differenzgeschäfte; dies gelte im Allgemeinen auch bei Erfüllung in Natur; *Hamacher*, WM 1995, 777, 778: DTB-Optionen seien verdeckte Differenzgeschäfte, soweit man der Einheitstheorie folge.

144 *Drygala*, EWiR § 53 BörsG 3/96, 701, 702: Ein Differenzgeschäft zeichne sich dadurch aus, „dass der Geschäftsgegenstand nach der Absicht zumindest einer der Parteien nicht geliefert werden und stattdessen ein Barausgleich vorgenommen werden“ solle. Beim Erwerb eines Optionsscheins werde aber durchaus etwas geliefert, nämlich der Optionsschein als börsenmäßig im Kassahandel notiertes und binnen zweier Tage zu lieferndes und zu bezahlendes Wertpapier. Aus diesen Gründen habe der BGH (BGH 16.4.1991 [Fn. 52], BGHZ 114, 177, 182) die Anwendung des § 764 BGB auf den Erwerb von Optionsscheinen, der nicht als Börsentermingeschäft zu qualifizieren sei, „ausdrücklich abgelehnt“. Allerdings bezog sich diese Ablehnung, so ist einzuwenden, auf unselbstän-

reich des § 764 BGB ausgeschlossen, und zwar im Gegensatz zur Rechtsprechung unabhängig davon, ob es sich um selbständige oder abgetrennte Optionsscheine handelt.<sup>145</sup> Auch bei Zinssatz-Caps ist der Meinungsstand geteilt.<sup>146</sup> Das Gleiche gilt für Zinssatzswaps<sup>147</sup> und Währungsswaps.<sup>148</sup>

### c. Bausteineffekt

Im Folgenden soll überprüft werden, ob und in welchem Ausmaß unter dem Differenzeinwand finanzwirtschaftlich gleichwertige Positionen entsprechend dem Bausteineffekt von Derivaten gleich behandelt werden. Das praktische Interesse an dieser Frage ist wegen des allenfalls noch kleinen, dem Differenzeinwand im Bereich der Derivate verbleibenden Anwendungsbereichs gering. Aus dogmatischer Sicht trägt ihre Beantwortung jedoch einen Mosaikstein zum Gesamtbild der Reaktion des Vertragsrechts auf Derivate und derivateähnliche Verträge bei.

dige, abgetrennte Optionsscheine. Diese qualifiziert der BGH, wie seine Rspr. zur Anwendung des Börsentermineinwands auf selbständige Optionsscheine belegt, nicht etwa deshalb als Kassageschäfte, weil sie verbrieft sind, sondern weil sie aus einer Optionsanleihe stammen, die „legitimerweise zur Beschaffung von Fremdmitteln zu Zinssätzen benutzt“ wird.

- 145 *Schwark*, § 58 BörsG, Rz. 9: Differenzgeschäfte seien nur die „Differenzoptionsscheine“, die von vornherein das Recht auf Auszahlung der Differenz verbrieften. Optionsscheine mit Lieferansprüchen seien dagegen keine Differenzgeschäfte, da die Abnahmepflichten wegen der i.d.R. „die kasamäßigen Erfüllungsfristen weit übersteigenden Lieferzeit“ nicht taggenau glattgestellt werden könnten und überdies zwischenfinanziert werden müssten. Der *Autor* übersieht, dass diese Argumentation nur bei abgetrennten, nicht aber bei selbständigen Optionsscheinen der Praxis entspricht. Bezeichnenderweise beruft er sich auf die Entscheidung BGH 16.4.1991 (Fn. 52), BGHZ 114, 177, 182, die speziell zu abgetrennten Optionsscheinen ergangen ist.
- 146 Für die Anwendbarkeit des § 764 BGB *Schäfer*, ZIP 1986, 1304, 1307 („offene Differenzgeschäfte“); *Henssler*, S. 631; dagegen *Pohl*, S. 135.
- 147 Vgl. *Schäfer*, ZIP 1986, 1304, 1305: Zinssatz-Swaps seien offene Differenzgeschäfte wegen der Verrechnungsklauseln in den marktüblichen Rahmenverträgen; ebenso *Pohl*, AG 1992, 425, 427; *Fülbier*, ZIP 1990, 544, 546; a.A.: *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bd. 3, § 114, Rz. 84: Bei Zinssatz-Swaps fehle das Tatbestandsmerkmal der „Lieferung von Waren oder Wertpapieren“ (ebenso *Kümpel*, WM 1986, 661, 669; *Ebenroth/Messer*, ZVglRWiss 87 (1988), 1, 9) sowie des Differenzausgleichs. Die Netting-Vereinbarung sei „reine Abwicklungsmodalität“, die für die rechtliche Qualifizierung des Swaps unerheblich sei; ebenso *Kümpel*, 2. Aufl., Rz. 14.218; *Henssler*, S. 627, schlägt eine Differenzierung danach vor, ob der Swap der Risikoübernahme oder aber der Risikoabsicherung bzw. der Refinanzierung dient, ohne dass allerdings klar würde, an welchen Tatbestandsmerkmalen des § 764 BGB er die genannten Kriterien misst.
- 148 *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bd. 3, § 114 Rz. 85: Bei Währungsswaps sei das Tatbestandsmerkmal der „Lieferung von Waren oder Wertpapieren“ nicht erfüllt. Fremdwährungsverbindlichkeiten seien keine Sachschulden (a.A. die Rechtsprechung, s.o. bei Fn. 134); *Henssler*, S. 628: Währungsswaps und kombinierte Zins-/Währungsswaps seien echte Austausch- und keine Differenzgeschäfte; ähnlich *Ebenroth/Messer*, ZVglRWiss 87 (1988), 1, 9 ff.: Währungsswaps unterlägen regelmäßig nicht dem Differenzeinwand; a.A. *Erne*, S. 74: Swapgeschäfte könnten grundsätzlich als Differenzgeschäfte qualifiziert werden; ebenso *Fülbier*, ZIP 1990, 544, 545 f.; *Schäfer*, ZIP 1986, 1304, 1305 f.; *Hodgson*, 2 Derivatives Use, Trading & Regulation 189, 196 f. (1996): Es sei zweifelhaft, ob Zins- und Währungs- bzw. Devisenswaps vom Differenzeinwand des § 764 BGB erfasst würden.

Vorweg lässt sich feststellen, dass der Tatbestand des § 764 S. 2 BGB ebenso wie der Börsentermineinwand eine Gleichbehandlung von Derivaten und *derivateähnlichen* Geschäften gewährt, wenn auch in geringerem, an zusätzliche subjektive Voraussetzungen gebundenen Ausmaß. Wie bereits an anderer Stelle<sup>149</sup> erwähnt, ist die finanzwirtschaftliche Gleichwertigkeit von Derivaten und ähnlichen Geschäften allerdings nur ein Nebeneffekt und kein Anwendungsfall des Bausteineffekts von Derivaten.

Der Ausschluss des Differenzeinwands bei *wirtschaftlich berechtigten* Geschäften lässt sich dagegen als partielle, auf Hedge-Zusammenhänge beschränkte rechtliche Anerkennung des Bausteineffekts von Derivaten interpretieren. Zu Sicherungszwecken eingesetzte Derivate werden nicht isoliert, sondern als Einheit in Verbindung mit der abgesicherten Position betrachtet und als synthetische Position unter § 764 BGB subsumiert. Devisentermingeschäfte zur Sicherung von Devisenkassapositionen (z.B. Devisenforderungen aus Kaufvertrag) beispielsweise werden demnach als synthetische Kassapositionen in Inlandswährung genauso wenig dem Differenzeinwand unterworfen wie gleichwertige natürliche (echte) Kassapositionen. In entsprechender Weise gelten Zins-Cap-Vereinbarungen nur dann als Differenzgeschäfte, wenn sie selbständig sind, nicht hingegen, wenn sie als unselbständige sichernde Nebenabrede eines Darlehens abgeschlossen werden. Im letzteren Falle kann man sie als synthetische einheitliche Darlehen mit variablem Zinssatz und *eingebauter* Zinsobergrenze betrachten.<sup>150</sup>

Die Anwendung des Differenzeinwands auf einen (symmetrischen) *synthetischen* Terminverkauf mit Erfüllung in Natur (unechtes Differenzgeschäft, *derivateähnliches* Geschäft) hat der BGH in seiner bereits oben unter dem Gesichtspunkt des Börsentermineinwands<sup>151</sup> behandelten Entscheidung vom 12.6.1978 zugelassen.<sup>152</sup> Hierbei erfasst die Unverbindlichkeit allem Anschein nach beide Bausteine der synthetischen Position, den Leerverkauf von Wertpapieren sowie die Wertpapierleihe. Das ergibt sich aus der Feststellung, der Anleger könne die „Zahlung des »Verlustes« verweigern“, wie er sich aus der Differenz zwischen ursprünglichem Verkaufserlös und späterem Rückkaufspreis zuzüglich Zinsen errechnet.<sup>153</sup> Fragen des Verkehrsschutzes Dritter stellten sich in casu nicht, da beide Verträge (Kommissions- bzw. Kaufvertrag, Wertpapierleihe) mit derselben Person, dem Broker, abgeschlossen wurden.<sup>154</sup> Zur Begründung seiner Entschei-

149 Oben 1. Kapitel, D.II., S. 69.

150 *Henssler*, S. 631: Bilde ein Cap nur eine unselbständige Nebenabrede eines Darlehensvertrags oder einer Anleiheemission, so sei weder ein Differenzgewinn erzielbar noch liege ein Vertrag vor, der seiner originären ökonomischen Funktion entkleidet sei.

151 Abschn. 1.c.bb.α., S. 102.

152 BGH 12.6.1978 (Fn. 83), unter III.2., zu „short sales“ an der New Yorker Börse. Die Frage, ob im vorliegenden Fall nicht sogar vom Vorliegen eines Börsentermingeschäfts auszugehen ist, hat das Gericht offen gelassen (a.a.O., unter III., vor 1.). Siehe für die entsprechende Einstufung von „short sales“ als unwirksame Spielverträge nach New Yorker Recht die Entscheidung des Court of Appeals von New York v. 11.4.1905 im Fall *Hurd v. Taylor*, 73 N.E. 977, 181 N.Y. 231 (1905). Siehe ferner OLG Hamburg 17.11.2000 (Fn. 75), wo Day-Trading mit Devisenkassageschäften als Differenzgeschäft nach § 764 (S. 1) BGB, nicht aber als Börsentermingeschäft behandelt wird.

153 BGH 12.6.1978 (Fn. 83), unter III.2.

154 Aus den Urteilsgründen geht nicht hervor, ob der Broker bezüglich des Wertpapierkaufs als Kom-

derung versucht das Gericht in Bezug auf den objektiven Tatbestand des unechten (einseitigen) Differenzgeschäfts gar nicht erst, den Sachverhalt mit seinen verschiedenen Einzelverträgen (Kommissions- bzw. Kaufverträge über Kauf und Rückkauf der Wertpapiere, Wertpapierdarlehen) unter § 764 BGB zu subsumieren. Es beruft sich vielmehr pauschal auf das „Wesen des Differenzgeschäfts“, was methodologisch wohl als Analogie gedeutet werden muss. Das Interesse des Anlegers, heißt es in diesem Zusammenhang, sei allein darauf gerichtet (Spielabsicht), mit Hilfe der entliehenen Wertpapiere Kursdifferenzen auszunutzen. Die dafür notwendigen „effektiven Umsatzgeschäfte“ seien nur das technische Mittel zur Erzielung der Differenz. Dementsprechend schlage sich der Aktienumsatz nicht in einem Depot des Kunden nieder. Er werde „lediglich über ein Konto verbucht und am Ende in die Differenz aufgelöst“.<sup>155</sup> Zum subjektiven Merkmal in der Person des (nicht spielenden) Vertragspartners nach § 764 S. 2 BGB wird ausgeführt, der Broker, der dem Kunden die Wertpapiere ausgeliehen und sich bei Fälligkeit des Darlehens um das Eindeckungsgeschäft gekümmert habe, kenne die Absicht des Kunden und wisse, dass dieser nicht gewillt sei, beim „short sale“ Aktien zu übernehmen.<sup>156</sup>

### 3. Spielvertrag

Der Spieleinwand wird wie der Differenzeinwand vom Börsentermineinwand verdrängt, soweit Börsentermingeschäfte betroffen sind (§ 58 BörsG). Inwieweit bei Primär- und Sekundärgeschäften in Derivaten oder derivateähnlichen Geschäften neben dem spezielleren Differenzeinwand noch Raum für eine Anwendung des Spieleinwands gegeben ist, hängt vornehmlich von der Analogiefähigkeit des § 764 BGB in Bezug auf solche Termingeschäfte ab, die nicht dem Grundtypus von Terminfestkäufen in Waren oder Wertpapieren entsprechen.<sup>157</sup> So ist beispielsweise für Zinsderivate behauptet worden, sie seien ihrem äußerem Tatbestand nach keine Differenzgeschäfte, sondern Spiele.<sup>158</sup> Der Spieleinwand könnte nach dem herkömmlichen Ansatz<sup>159</sup> darüber hinaus noch Bedeutung erlangen, wenn einzelne Derivate oder derivateähnliche Geschäfte nicht als Termingeschäfte, sondern als Kassageschäfte zu qualifizieren wären.<sup>160</sup> Eine solche Ansicht

---

missionär oder als Eigenhändler (der das Marktrisiko an den Markt weiterleitet) aufgetreten ist.

155 BGH 12.6.1978 (Fn. 83), unter III.2.

156 BGH 12.6.1978 (Fn. 83), unter III.2.

157 S.o. 2.b., S. 112 f.

158 Winter, WM 1994, 2143, 2150, speziell zu Zinsbegrenzungsgeschäften (Zinssatz-Caps); vgl. auch Schäfer, ZIP 1986, 1304, 1305 Fn. 13: Zinsswaps seien „jedenfalls Spielverträge“, sofern man sie nicht bereits als Differenzgeschäfte qualifiziere (s.o. Fn. 148).

159 Zur hier vertretenen, alternativen Interpretation des Spieleinwands s.u. B.I.1.b., S. 138 ff., und B.I.2.a.aa., S. 147 ff.

160 Vgl. BGH 18.1.1988 - II ZR 72/87, BGHZ 103, 84, 87, unter II.1.: Die Abgrenzung zwischen Kassageschäften und Börsentermingeschäften werde „nach dem vereinbarten Erfüllungszeitpunkt“ vorgenommen, „also je nachdem, ob das Geschäft von beiden Seiten sofort innerhalb der börsen-

ist bislang allerdings noch nicht vertreten worden. Abgetrennte Optionsscheine aus Wandelschuld- und Optionsanleihen mit Erfüllung in Natur, welche die Rechtsprechung als Kassageschäfte betrachtet,<sup>161</sup> sind weder Derivate noch derivativeähnliche Geschäfte.<sup>162</sup> Den Spieleinwand hält der BGH dementsprechend bei abgetrennten Optionsscheinen für unanwendbar.<sup>163</sup>

## II. Informationspflichten

Nachdem deutlich geworden ist, wie Derivate (und derivativeähnliche Geschäfte) nach den Vorschriften über unvollkommene aleatorische Verträge behandelt werden, und bevor hierzu im Einzelnen Stellung bezogen wird, sollen nun noch die allgemeinen Informationspflichten betrachtet werden. Das ist der zweite vertragsrechtliche Regelungsbereich, aus dem sich die fehlende Durchsetzbarkeit von Verträgen über den Abschluss oder die Veräußerung von Derivaten ergeben kann und der Derivate im Vergleich mit herkömmlichen Finanzinstrumenten einer besonders strengen Behandlung zu unterwerfen scheint.

Der Blick konzentriert sich auf ungeschriebene vertragliche bzw. vorvertragliche Informationspflichten; aufsichtsrechtliche Informationspflichten werden nur insoweit einbezogen,<sup>164</sup> als sie sich auf den Vertrag auswirken; nicht behandelt werden originäre deliktische Informationspflichten aus § 826 BGB<sup>165</sup> oder abgeleitete aus § 823 II BGB in Verbindung mit strafrechtlichen<sup>166</sup> Informationspflichten. Weiter beschränkt sich die Betrachtung, um die Parallelität und Vergleichbarkeit zum Börsentermineinwand zu bewahren, auf die (vor-) vertraglichen Informationspflichten derjenigen Personen, die

---

mäßig festgelegten und üblicherweise kurzen Frist zu erfüllen ist (Kassageschäft) oder ob dies zu einem späteren, hinausgeschobenen Zeitpunkt zu geschehen hat (Termingeschäft)“.

161 S.o. Abschn. 1.b., S. 96.

162 S.o. 1. Kapitel, A.III., S. 18.

163 BGH 16.4.1991 (Fn. 52), unter II.1.c.: Es fehle „an der erforderlichen Einigung der Parteien darüber, dass die Optionsscheine nicht geliefert und ein Preis nicht gezahlt oder geschuldet werde, sondern irgendein Umstand darüber entscheiden solle, was und wem zu zahlen sei“.

164 S.u. 3., S. 126 ff., S. 129.

165 Hierzu siehe z.B. BGH 14.5.1996 - XI ZR 188/95, ZIP 1996, 1161, unter III., zur Haftung der Vorstandsmitglieder einer Firma zur Vermittlung von Börsentermingeschäften gegenüber dem Anleger; BGH 20.3.1986 - II ZR 141/85, WM 1986, 734, unter 2.b., zur Haftung eines an den Verhandlungen selbst nicht beteiligten Geschäftsführers einer GmbH wegen vorsätzlicher Verhinderung der Aufklärung des Anlegers durch die GmbH über das mit Optionsgeschäften verbundene Risiko; BGH 11.7.1988 - II ZR 355/87, BGHZ 105, 108, unter II., zur Haftung der Geschäftsführer einer Vermittlungsfirma gegenüber dem Anleger wegen mangelhafter Aufklärung über die wirtschaftlichen Zusammenhänge und Risiken des Optionsgeschäfts, insb. über Höhe und Bedeutung der zu zahlenden Optionsprämie; ebenso BGH 17.5.1994 - XI ZR 144/93, WM 1994, 1746, unter II.

166 Hierzu *Rollinger*, S. 39-40; zur sog. „Aufschlagproblematik“ (nicht aufgedeckte Aufschläge, die Vermittler gegenüber der Originalprämie vornehmen) im Rahmen des § 263 StGB siehe *Imo*, S. 718-950.

selbst als Eigenhändler oder Kommissionäre<sup>167</sup> mit dem Anleger in ein Vertragsverhältnis mit stochastisch bedingten Zahlungsansprüchen bzw. -verpflichtungen oder, bei derivativeähnlichen Geschäften, mit Wertschwankungen unterworfenen Liefer- bzw. Abnahmeansprüchen eingehen. Die Informationspflichten von Beratern (§ 2 IIIa Nr. 3 WpHG), Vertretern, Maklern oder sonstigen Finanzintermediären interessieren hier nicht - mögen sie auch inhaltlich teilweise identisch mit denjenigen der vorgenannten Personen sein. Nicht Gegenstand der Untersuchung ist schließlich auch die börsenrechtliche<sup>168</sup> sowie die allgemeine bürgerlichrechtliche, auf culpa in contrahendo (c.i.c.) gestützte Prospekthaftung<sup>169</sup> im engeren bzw. weiteren Sinn.

### 1. Grundsatz

Ungeschriebene vertragliche bzw. vorvertragliche Informationspflichten sind als solche keine Besonderheit derivativer Finanzinstrumente. Für die unterschiedlichsten Arten von Verträgen leitet die Rechtsprechung aus § 242 BGB die ungeschriebene vorvertragliche Nebenpflicht der informationell überlegenen Vertragspartei ab, den Vertragspartner unaufgefordert über Umstände zu informieren, die für die Entscheidung über den Vertragsschluss erheblich sein können.<sup>170</sup> Begrifflich ist dabei abwechselnd von „Aufklärungs“- , „Hinweis“- , „Offenbarungs“- , „Beratungs“- oder „Warnpflichten“ die Rede, wobei kaum ein System erkennbar ist.<sup>171</sup> Für die Zwecke der vorliegenden Untersu-

167 Vgl. die Sonderbedingungen für Börsentermingeschäfte der Banken bzw. Sparkassen, abgedruckt bei *Claussen*, Anhang IV., sowie im Internet unter <http://www.aktien-optionen-web.de/informationen.htm>, Abruf v. 20.6.2000: Nach § 1 („Ausführungsart der Aufträge“) werden Aufträge zum Abschluss von Optionen und Futures an der Eurex in Kommission „durch Selbsteintritt“ (Abs. 1) und zum Abschluss von Börsentermingeschäften an ausländischen Terminmärkten in Kommission „für Rechnung des Kunden“ (Abs. 2) ausgeführt. Bei sonstigen Börsentermingeschäften tritt das Finanzinstitut wahlweise als „Eigenhändler“ oder als Kommissionär durch Selbsteintritt auf (Abs. 3).

168 Hierzu z.B. *Assmann*, FS Kübler (1997), 317, 324 ff.; *Hopt*, in: 50 Jahre BGH, S. 497, 525-527. Allgemein zu den börsenrechtlichen Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten im Zusammenhang mit der Emission von Wertpapieren sowie danach (§ 44 ff. BörsG) siehe *Claussen*, § 9, Rz. 42.

169 Grundlegend BGH 6.10.1980 - II ZR 60/80, BGHZ 79, 337; zur Begrifflichkeit siehe BGH 22.3.1982 - II ZR 114/81, BGHZ 83, 222, unter II.1.a.; siehe auch den allgemeinen Überblick bei *Siol*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bd. 1, § 45, Rz. 25 71; *Hopt*, HGB, Anhang § 177a, Rz. 60-66; zur Haftung einer englischen Brokergesellschaft für die Verwendung eines Prospekts über Börsentermingeschäfte OLG Stuttgart 21.2.1996 - 9 U 190/95 (zit. nach BGH 16.12.1997 - VI ZR 408/96, ZIP 1998, 328); siehe ferner BGH 4.5.1981 - II ZR 193/80, NJW 1981, 2810, unter II.3., gegen die Anwendung der Grundsätze zur Prospekthaftung auf den Vertrieb von Warenterminoptionen durch eine Einmann-GmbH; BGH 1.12.1994 - III ZR 93/93, NJW 1995, 1025, unter I.1., wo die Frage der Prospekthaftung beim Vertrieb von Spekulationsfonds in Devisen- und Warenterminkontrakten offen gelassen wird.

170 Siehe nur den Überblick bei MünchKomm-Roth, § 242 BGB, Rz. 260-336.

171 In BGH 6.7.1993 - XI ZR 12/93, BGHZ 123, 126 („Bond“-Urteil, hierzu näher weiter unten S. 122 f.) beispielsweise werden die Begriffe „Beratung“, „Aufklärung“ und „Information“ synonym verwendet; siehe auch *Bliesener*, 299 f.; Aus der Kasuistik der Rspr. ließen sich wegen der überragen-

chung wird deshalb der allgemeine Begriff der „Informationspflicht“ verwendet. Ein alternativer Weg der Rechtsprechung zur Begründung vertraglicher Informationspflichten der informationell überlegenen Vertragspartei ist die Behauptung eines eigenständigen konkludent abgeschlossenen Informationsvertrags („Beratungsvertrag“, „Auskunftsvertrag“) zu Lasten der professionellen, besser informierten Partei.<sup>172</sup> Die sog. „Beratungspflichten“ im Rahmen von „Beratungsverträgen“ dieser Art sind ebenso wenig wie die „Beratungspflichten“ nach c.i.c. echte, selbständig einklagbare Pflichten zur Abgabe positiver Verhaltensempfehlungen ähnlich den Beratungspflichten von Rechtsanwälten und Steuerberatern (vgl. § 675 II BGB).<sup>173</sup> Vorgeworfen wird z.B. dem gewerblichen Vermittler (Eigenhändler oder Kommissionär) von Finanzanlagen nur, dass die von ihm ohne Rechtspflicht gegebenen Anlageempfehlungen keine ausreichenden Risikoinformationen enthalten bzw. dass er Anlagewünsche seiner Kunden ausführt, ohne sich zu vergewissern, dass diese sich der Tragweite der eingegangenen Risiken bewusst sind. Dementsprechend steht es einer Bank frei, keine Informationen zu erteilen, soweit sie den Kunden ausdrücklich darauf hinweist.<sup>174</sup> Rechtlich geschützt ist das negative Integritätsinteresse des Anlegers an der Vermeidung von Fehlinvestitionen, nicht aber ein etwaiges positives Interesse daran, die bestmögliche Anlage empfohlen zu bekommen.<sup>175</sup>

---

den Bedeutung der Umstände des Einzelfalls kaum allgemeine Schlüsse auf eine terminologische Abgrenzung ziehen; *ders.*, S. 301: „Keine einheitliche Terminologie in der Rspr. des BGH und der Instanzgerichte“. Die Gerichte nähmen nach den Umständen des Einzelfalls alternativ oder kumulativ „Auskunfts-, Beratungs-, Warn- oder Aufklärungspflichten an, ohne diesen Begriffen eine einheitliche Bedeutung zuzumessen (unter Berufung auf die Zusammenstellung bei *Vortmann*, RWS-Skript 1995, Rz. 283 ff., 336 ff.); *Hopt*, FS Gernhuber (1993), S. 169, 170, zur terminologischen Abgrenzung der Rspr.: „wenig fruchtbar“. Wohlgemerkt geht es im vorliegenden Kontext anlegerschützender Informationspflichten nicht um „Beratung“ i.S. von Handlungsempfehlung, bei der der Berater dem Beratenden eigene Wertungen und persönliche Präferenzen kundtut. Letztere nämlich ist eine eigenständige Wertpapiernebenendienstleistung (§ 2 IIIa Nr. 3 WpHG), die von den allgemeinen (ungeschriebenen) Informationspflichten zu unterscheiden ist (vgl. § 31 II 1 Nr. 2 WpHG, hierzu unten 3., S. 126 ff.; vgl. auch die begriffliche Differenzierung in der Verjährungsvorschrift des § 37a WpHG). Die Kritik *Clouths* (S. 167-172) an der Erkenntnis von der Unmöglichkeit einer genauen Abgrenzung von Beratung und Aufklärung (Information) übersieht diese Mehrdeutigkeit des Beratungsbegriffs.

172 Vgl. BGH 29.10.1952 - II ZR 283/51, BGHZ 7, 371, zur Haftung des Rechtsanwalts eines Vermieters gegenüber der Mieterin für die Erteilung einer Auskunft im Rahmen des Abschlusses eines Mietvertrags: Danach kann es für die Annahme einer vertraglichen Haftung genügen, wenn dem Auskunftgebenden bei Erteilung seiner Auskünfte klar ist, dass diese für die Entschließung der Mieterin über den Vertragsschluss maßgebend sein werden (unter Berufung auf die Rspr. des RG, m.w.N.). Der dieser Entscheidung zugrunde liegende Fall betrifft ein Dreiecksverhältnis. Der Beratungsvertrag wird nicht zwischen den Parteien angenommen, die über den Abschluss des Hauptvertrags verhandeln. Für die hier interessierenden Zweierbeziehungen, bei denen die Informationspflicht einen Partner des Hauptvertrags trifft, siehe BGH 22.3.1979 - VII ZR 259/77, BGHZ 74, 103, unter I.1.a.; BGH 4.3.1987 - IVa ZR 122/85, BGHZ 100, 117, unter 2.a.; jeweils zum Erwerb von Kommanditanteilen.

173 Vgl. *Canaris*, Bankvertragsrecht, 4. Aufl., Rz. 78: „Schuldverhältnis ohne primäre Leistungspflicht“.

174 BGH 5.10.1999 - XI ZR 296/98, BGHZ 142, 345, unter II.2.a.cc.(1).

175 Hieran orientiert sich der hypothetische Kausalverlauf, der im Rahmen des § 249 S. 1 BGB der

Beide Konstruktionen, die über die c.i.c. und die Verletzung der Pflichten aus einem selbständigen Informationsvertrag (pFV), lassen sich in ihren tatsächlichen Voraussetzungen kaum gegeneinander abgrenzen und erscheinen regelmäßig austauschbar.<sup>176</sup> Das wird besonders daran deutlich, dass die Frage, ob ein Beratungsvertrag vorliegt, nicht etwa an den bekannten Kriterien des Rechts der Willenserklärungen gemessen,<sup>177</sup> sondern ausschließlich anhand der Schutzbedürftigkeit des Anlegers entschieden wird.<sup>178</sup> Die Behauptung eines stillschweigenden Beratungsvertrags findet sich in der Rechtsprechung vor allem dort, wo die Anlage auf eine Empfehlung des Vermittlers zurückgeht. Im Gegensatz zur Konstruktion vorvertraglicher (negativer) Informationspflichten vermeidet der Beratungsvertrag Konflikte mit der Wertung des § 675 II BGB bzw. mit einschlägigen Banken-AGBs, in denen die Haftung für bankmäßige Auskünfte und Raterteilungen im gesetzlich zulässigen Umfang ausgeschlossen wird.<sup>179</sup> Die

---

Schadensberechnung zugrunde gelegt wird. Der Schadensersatz bemisst sich demnach nicht etwa nach der Rendite einer hypothetisch hinzugedachten Idealanlage, sondern nach der Lage, wie sie bestehen würde, wenn der Kunde gar keine Anlage erworben hätte. Siehe weiter unten im Text S. 121.

176 Deutlich z.B. BGH 16.2.1981 - II ZR 179/80, BGHZ 80, 80, zur Aufklärungspflicht des Vermittlers von sog. Londoner Warenterminoptionen (dabei ist offen gelassen, ob es sich um Kommission oder Eigengeschäft handelt): Der „durch das Beratungsangebot und die Hervorhebung der besonderen Sachkunde hervorgerufene Vertrauenstatbestand“ gebiete es, „der Beklagten Beratungspflichten und Auskunftspflichten als vorvertragliche Schutzpflichten zugunsten der künftigen Anleger aufzuerlegen“; „dass solche Pflichten auch dann anzunehmen wären, wenn ein gewerblicher Vermittler von Optionen die Beratungsbereitschaft in seiner Werbung nicht so ausdrücklich“ hervorhebe, wie das hier geschehen sei, liege „zwar nicht fern“, brauche „aber im vorliegenden Fall nicht entschieden zu werden“; vgl. auch BGH 22.3.1979 (Fn. 172), unter I.2., m.w.N.: Die beklagte Vermittlungsgesellschaft hafte neben dem stillschweigend abgeschlossenen „Beratungsvertrag“ auch aus Verschulden bei Vertragsverhandlungen. Beide Anspruchsgrundlagen bestünden nebeneinander; AG Frankfurt 6.3.1995 - 31 C 3752/94 - 44, WM 1995, 700, zur Vermittlung eines Laufzeit-Rentenfonds: Dem Anleger stehe ein Schadensersatzanspruch [gemeint ist: wegen fehlerhafter sowie fehlender Information] „entweder aus positiver Verletzung des Beratungsvertrags, einer sonstigen Nebenpflichtverletzung oder Verschulden bei Vertragsschluss“ zu.

177 Zur Einschätzung des stillschweigenden Beratungsvertrags als Fiktion s.u. bei B.II.1., S. 171.

178 Siehe z.B. BGH 28.1.1997 - XI ZR 22/96, NJW 1997, 1361, zur Haftung einer Bank wegen Verleitung zur Spekulation auf Kredit, unter 2.: Nachdem das Gericht ausführlich das „besondere Aufklärungs- und Schutzbedürfnis des Darlehensnehmers“ und die Erforderlichkeit eines Risikohinweises der Bank „nach Treu und Glauben“ festgestellt hat, fährt es unvermittelt fort, „durch Verletzung der Pflicht aus dem konkludent abgeschlossenen Beratungsvertrag“ habe sich die Bank nach den Grundsätzen der positiven Forderungsverletzung (pFV) schadensersatzpflichtig gemacht (zu dieser Entscheidung noch unten unter 4.). Bezeichnend ist auch, dass speziell bei (den hier nicht weiter interessierenden) Dreiecksverhältnissen, bei denen der Informationspflichtige nicht selbst Partei des anzubahnenden Hauptvertrags ist, beide Konstruktionen (c.i.c. und Beratungsvertrag) an das Kriterium des „wirtschaftlichen Eigeninteresses“ des informationell überlegenen Vermittlers anknüpfen: Einerseits BGH 22.3.1979 (Fn. 172), unter I.1.a., zur Vermittlung von Kommanditanteilen: Eine Haftung aus einem stillschweigend abgeschlossenen Beratungsvertrag sei insb. dann zu bejahen, wenn der Auskunftgeber „für die Erteilung der Auskunft sachkundig“ oder „wenn bei ihm ein eigenes wirtschaftliches Interesse im Spiel“ sei. Andererseits die st. Rspr. zur Eigenhaftung des Geschäftsleiters gegenüber Vertragspartnern der Kapitalgesellschaft nach c.i.c.: siehe nur BGH 4.5.1981 (Fn. 169), unter II.2.

179 Siehe BGH 6.7.1970 - II ZR 85/68, NJW 1970, 1737, zur Bankenhaftung für eine einem Dritten mit dem Zusatz „ohne unter Obligo“ erteilte Kreditauskunft wegen Verletzung eines Auskunftsver-

Rechtsfolge der Verletzung vorvertraglicher oder vertraglicher Informationspflichten ist ein Schadensersatzanspruch des informationsbedürftigen gegen den informationspflichtigen Vertragspartner. Dieser Anspruch ist auf das negative Interesse gerichtet, sofern Ersterer vorträgt, dass er bei Kenntnis der mitteilungspflichtigen Umstände von einem Vertragsschluss abgesehen hätte.<sup>179a</sup> Er ist dann nach § 249 S. 1 BGB so zu stellen, als wäre der Vertrag nicht abgeschlossen worden oder - gleichbedeutend - von Anfang an unwirksam gewesen. Die Rechtsprechung spricht von einer Verpflichtung zur „Rückgängigmachung des Vertrages“.<sup>180</sup> Die Unterschiede zur Nichtigkeit werden als „eher konstruktiver Natur“ qualifiziert, da „die mit der Nichtigkeit verbundene Drittwirkung bei einer schuldrechtlichen Rückabwicklung über die Vorschrift des § 404 BGB erreicht wird“.<sup>181</sup> Ähnlich wie bei der Verletzung von Aufklärungspflichten in anderen Bereichen besteht eine tatsächliche Vermutung dahingehend, dass der Informationsberechtigte bei gehöriger Information den Anlagevertrag nicht abgeschlossen hätte.<sup>182</sup>

Der Vertrieb von *Finanzanlagen* aller Art bildet eine Fallgruppe, die sich durch eine besonders reichhaltige und weitgehende Rechtsprechung zur (vor-) vertraglichen Verlustrisikoaufklärung des unerfahrenen Anlegers durch die professionellen Verkäufer oder Finanzintermediäre auszeichnet und innerhalb der Derivate ihrerseits eine Sonderstellung einnehmen.<sup>183</sup> Nach der vom BGH in seinem bekannten „Bond“-Urteil<sup>184</sup> ge-

---

trags; vgl. auch BGH 28.4.1954 - II ZR 279/53, BGHZ 13, 198, für die missbräuchliche Berufung auf eine AGB-Haftungsfreizeichnungsklausel in Zusammenhang mit der Empfehlung an einen Bankkunden, einem anderen Kunden Forderungen zu stunden.

179a Ohne praktische Bedeutung im vorliegenden Zusammenhang verlustreicher Derivatgeschäfte ist die bei Verträgen mit gestörtem Äquivalenzverhältnis denkbare Alternativmöglichkeit des Geschädigten, anstelle der Rückgängigmachung einen Anspruch auf *Anpassung des Vertrages* geltend zu machen. Die Rechtsprechung verzichtet dabei „auf den - hypothetischen und ohnehin kaum zu führenden - Nachweis“, „ob der Vertragsgegner sich mit einem Vertragsschluss zu einer niedrigeren Vergütung auch einverstanden erklärt hätte“ (BGH 14.3.1999 - VII ZR 342/89, BGHZ 114, 87, unter II.4., zur c.i.c.-Haftung eines Werkunternehmers wegen unterlassener Offenlegung einer werklohnverteuernenden Provisionszusage; bestätigt z.B. durch BGH 11.2.1999 - IX ZR 352/97, NJW 1999, 2032, unter III., zur Anpassung eines Darlehensvertrages).

180 Z.B. BGH 26.9.1997 - V ZR 29/96, NJW 1998, 302 (unter II.2.a.bb.) zur Haftung wegen c.i.c. beim Verkauf einer Eigentumswohnung im Treuhandmodell; BGH 31.1.1962 - VIII ZR 120/60, NJW 1962, 1197, 1198, zur Haftung wegen fahrlässig falscher Beratung beim Kauf einer Maschine. Bei Dauerschuldverhältnissen kann sich aus der c.i.c. ein Recht zur fristlosen Kündigung ergeben (z.B. BGH 16.4.1997 - XII ZR 103/95, NJWE-MietR 1997, 150, unter 2.a., zum Pachtvertrag).

181 BGH 26.9.1997 (Fn. 180).

182 BGH 16.11.1993 - XI ZR 214/92, BGHZ 124, 151, 159, unter II.2.a., zur Vermittlung von Terminoptionen (m.w.N. zum Anwalts- und Steuerberatervertragsrecht); bestätigt z.B. in BGH 9.6.1998 - XI ZR 220/97, WM 1998, 1527, unter II.2.a., zur Vermittlung von Beteiligungen an einem Pool mit Kapitalgarantie, der Börsentermingeschäfte betreibt: Nach st. Rspr. des Senats sei derjenige, der bei Börsentermingeschäften eine vertragliche oder vorvertragliche Aufklärungspflicht verletze, beweispflichtig [i.S. einer einfachen Vermutung] dafür, dass der Schaden auch bei gehöriger Aufklärung eingetreten wäre.

183 Siehe zum Informationsvertrag etwa BGH 22.3.1979 (Fn. 172), unter I.1.b., zur Vermittlung von Kommanditanteilen: Die Grundsätze der „gefestigten Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs“ zur Haftung aus einem (stillschweigend abgeschlossenen) Beratungsvertrag, seien „auch auf Personen oder Unternehmen anzuwenden, die sich mit dem Vertrieb und der Vermittlung von Kapitalanlagen

prägten Formel ist der Verkäufer einer Finanzanlage zu einer gleichermaßen „anleger“- und „objektgerechten“ Information des Käufers verpflichtet. Trete ein Anlageinteressent an eine Bank oder der Anlageberater einer Bank an einen Kunden heran, *um* über die Anlage eines Geldbetrages beraten zu werden bzw. zu beraten, so werde das darin liegende Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages stillschweigend durch die Aufnahme des Beratungsgesprächs angenommen.<sup>185</sup> Inhalt und Umfang der Informationspflicht sind entsprechend den Umständen des Einzelfalls von einer „Reihe von Faktoren“ abhängig, die einerseits die Person des Kunden und andererseits das Anlageprojekt betreffen.<sup>186</sup> Hinsichtlich des Anlageobjekts hat sich die Information „auf diejenigen Eigenschaften und Risiken zu beziehen, die für die jeweilige Anlageentscheidung wesentliche Bedeutung haben oder haben können“.<sup>187</sup> Diese sog. „objektgerechte Beratung“ erfasst gleichermaßen die „allgemeinen Risiken (Konjunkturlage, Entwicklung des Börsenmarktes)“ und die „speziellen Risiken“ wie „Kurs-, Zins- und Währungsrisiko“.<sup>188</sup> Die Information zur Person des Anlegers muss sich an dessen „Wissensstand über Anlagegeschäfte der vorgesehenen Art und dessen Risikobereitschaft“ ausrichten (sog. „anlegergerechte Beratung“).<sup>189</sup> Dies entspricht dem Gesichtspunkt der Schutzbedürftigkeit des zu informierenden Vertragspartners.

Die begriffliche Unterscheidung der Rechtsprechung zwischen „Beratung“ und „Aufklärung“ lässt bei der Anlagevermittlung ebenso wie in den sonstigen Bereichen<sup>190</sup> keine eindeutige Systematik erkennen. Gemeint ist jedenfalls immer das Erteilen von Informationen über Risiken der geplanten Anlage.<sup>191</sup> Nicht geschuldet, soweit nicht ausdrücklich vereinbart, ist die Abgabe von konkreten Verhaltensempfehlungen. Ge-

---

befassen“; OLG Köln 26.6.1997 - 7 U 154/95, ZIP 1997, 1372, zur Vermittlung hochspekulativer Aktien einer Goldgräbergesellschaft; grundlegend für die inhaltliche Präzisierung der Informationspflichten aus Beratungsvertrag das „Bond“-Urteil“ des BGH (hierzu gleich näher im Text). Zur Informationshaftung bei der Kapitalanlagenvermittlung wegen c.i.c. siehe etwa BGH 9.6.1998 (Fn. 182). Als Sonderfall gehört zur c.i.c.- Informationshaftung bei Kapitalanlagen auch die hier nicht weiter interessierende allgemeine bürgerlichrechtliche Prospekthaftung (siehe die Nachweise oben vor 1., Fn. 169).

184 BGH 6.7.1993 - XI ZR 12/93, BGHZ 123,126, zum Verkauf einer australischen DEM-Anleihe, die anschließend wegen der Insolvenzgefahr des Emittenten einen fast hundertprozentigen Wertverfall erfuhr.

185 BGH 6.7.1993 (Fn. 184), unter II.1.a.; jüngst bestätigt durch BGH 9.5.2000 - XI ZR 159/99, „Fokker-Anleihe“, ZIP 2000, 1204, unter II.1.

186 BGH 6.7.1993 (Fn. 184), unter II.2.a., vor aa.

187 BGH 6.7.1993 (Fn. 184), unter II.2.a.bb.

188 BGH 6.7.1993 (Fn. 184), unter II.2.a.bb.; zu Einzelheiten der Informationspflichten von Kreditinstituten siehe z.B. *Siol*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bd. 1, §§ 43 und 44.

189 BGH 6.7.1993 (Fn. 184), unter II.2.a.aa.

190 Siehe weiter oben im Text, S. 118.

191 Dasselbe gilt für die Begrifflichkeit im Bereich der aufsichtsrechtlichen Informationspflichten nach § 31 f. WpHG; vgl. hierzu *Bliesener*, S. 310: Zwischen Information einerseits und Aufklärung sowie Anlageberatung bzw. individueller Empfehlung andererseits bestehe kein Gegensatz, vielmehr erscheine es aus systematischer Sicht gerechtfertigt anzunehmen, dass dem WpHG ein übergreifender Begriff der „Information“ zugrunde liege, „der sowohl individualisierte als auch nichtindividualisierte Informationsleistungen“ umfasse.

schützt ist vielmehr selbst im Anlagebereich nur das negative Interesse an der Vermeidung verlustreicher Geschäfte. So wird dem Vermittler dementsprechend nicht vorgeworfen, dass die vermittelte Anlage weniger rentabel gewesen sei als mögliche Alternativenanlagen. Differenzieren lässt sich bei der Risikoinformation höchstens graduell danach, in welchem Ausmaß Risiken einbezogen werden, die sich aus den besonderen persönlichen Verhältnissen des Anlegers ergeben.<sup>192</sup>

## 2. Derivate

Bei Derivaten in Gestalt von Termindirektgeschäften und Optionsgeschäften („Börsentermingeschäften“<sup>193</sup>) geht die Rechtsprechung im Vergleich zu sonstigen Finanzanlagen von zusätzlich „gesteigerten Anforderungen“ an die Informationspflichten des professionellen Vertragspartners (Eigenhändler oder Kommissionär) aus.<sup>194</sup> Diese gehen inhaltlich weit über die zur Begründung der Börsentermingeschäftsfähigkeit nach § 53 II BörsG zu erteilenden Basisinformationen<sup>195</sup> hinaus. Rechtsgrundlage sind, wie auch sonst im Bereich der Informationshaftung,<sup>196</sup> culpa in contrahendo<sup>197</sup> und selbständiger konkludenter Beratungsvertrag, wobei beide Konstruktionen häufig gleichzeitig genannt

192 In diese Richtung lässt sich die Unterscheidung zwischen „Aufklärung“ und „Beratung“ in BGH 4.3.1987 (Fn. 172, unter 2.d., zur Anlage in geschlossene Immobilienfonds) interpretieren: Dem Kläger sei es „um Aufklärung und Unterrichtung, vielleicht sogar Beratung bei einer bestimmten Anlageentscheidung“ gegangen.

193 Vgl. zur Parallelität zwischen dem Begriff des Börsentermingeschäfts und den nachstehend erläuterten Sonderregeln BGH 25.10.1994 - XI ZR 43/94, NJW 1995, 321, zu selbständigen Optionsscheinen. Dort ist die Rede von den „von der Rechtsprechung entwickelten Grundsätzen zur Aufklärungspflicht bei Börsentermingeschäften“ (unter 1., vor a.). Die Anwendung dieser Grundsätze wird von der Abgrenzung zwischen Termin- und Kassageschäften abhängig gemacht (unter 1.a. und b.); ebenso LG Frankfurt a.M. 6.1.1997 - 2/21 O 38/96, ZIP 1997, 977, zur Entbehrlichkeit der Schriftform der notwendigen Aufklärung bei der Veräußerung von Optionsscheinen, die das Gericht als „Kassageschäfte“ eingestuft; OLG Düsseldorf 10.10.1996 - 6 U 14/96, WM 1997, 562. Vgl. auch KG 16.5.2001 - 29 U 7237/00, ZBB 2001, 360, wo von der „Notwendigkeit einer schriftlichen Aufklärung“ bei der Vermittlung von Reverse Convertibles die Rede ist, die sich daraus ergeben soll, „dass die mit dem Erwerb dieser Instrumente verbundenen Risiken „denen vergleichbar sind, denen der Stillhalter bei Stillhalteroptionsgeschäften ausgesetzt ist“. Zur Anwendbarkeit des Börsentermineinwands äußert sich das KG dort allerdings nicht ausdrücklich (s.o. I.1.c.cc., Fn. 97).

194 BGH 19.5.1998 - XI ZR 286/97, NJW 1998, 2675, unter II.2.a.: Die „gesteigerten Anforderungen“, die der Senat an die Aufklärung von Kunden gewerblicher Vermittler von Termindirektgeschäften und Optionsgeschäften stelle, seien auf den Effektenhandel von Kreditinstituten (im konkreten Fall: Handel mit Optionsscheinen) nicht übertragbar. Für weitere, über die folgende Darstellung hinausgehende Einzelheiten siehe z.B. Häuser/Welter, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 16, Rz. 257-313.

195 S.o. A.I.1.a.aa., S. 89 f.

196 S.o. 1., S. 118 ff.

197 Z.B. BGH 11.3.1997 - XI ZR 92/96, NJW 1997, 2171, 2172, unter II.1.a., zum Handel mit selbständigen Optionsscheinen

werden.<sup>198</sup>

Im Einzelnen sind danach gewerbliche Vermittler von Börsentermingeschäften *grundsätzlich* ohne weiteres verpflichtet, vor Vertragsschluss ungefragt über „die wesentlichen Grundlagen, die wirtschaftlichen Zusammenhänge, die damit verbundenen Risiken und die Verminderung der Gewinnchancen“ zu informieren.<sup>199</sup> Der Umfang des dem Anleger „aufgebürdeten Verlustrisikos“ sowie die „Verringerung der Gewinnchancen“ durch die Höhe der Vermittlungsprämie ist „auch dem flüchtigen Leser in unmissverständlicher Weise und in auffälliger Form ohne jede Beschönigung deutlich zu machen“.<sup>200</sup> Besonderer Wert wird bei Optionen auf die Offenlegung des Anteils gelegt, den die Vermittlungskommission an dem vom Anleger bezahlten Optionspreis ausmacht.<sup>201</sup> Darüber hinaus sollen optionsunerfahrene Kunden unmissverständlich und in auffälliger Form darauf hingewiesen werden, „dass Aufschläge auf die Börsenoptionsprämie das Chancen-Risiko-Verhältnis aus dem Gleichgewicht bringen und dazu führen, dass die verbliebene, bei höheren Aufschlägen geringe Chance, insgesamt einen Gewinn zu erzielen, mit jedem Optionsgeschäft abnimmt“.<sup>202</sup>

Eine weitere Besonderheit der Informationspflichten bei Derivaten besteht darin, dass die genannten Informationen nach „Treu und Glauben“ *schriftlich* zu erteilen sind, „wenn gewerbliche Vermittler oder Verkäufer ein mit Börsentermingeschäften nicht vertrautes und insoweit nicht über Sachkenntnisse verfügendes Publikum für Options- oder Termindirektgeschäfte zu interessieren suchen“.<sup>203</sup> Bei unerfahrenen Kunden, so der BGH, könne nur durch eine „schriftliche Belehrung“ erreicht werden, „dass die Kaufinteressenten in die Lage versetzt werden, die schwierigen wirtschaftlichen Zu-

198 Vgl. BGH 11.6.1996 - XI ZR 172/95, BGHZ 133, 82, unter II.2.b., zum Kauf von Optionscheinen und unverbrieften Aktienoptionen: Die Verletzung der „(vor-) vertraglichen zusätzlichen Aufklärungspflicht“ verpflichte die Bank „zu Schadensersatz aus Verschulden bei Vertragsschluss oder positiver Vertragsverletzung“; BGH 19.5.1998 (Fn. 194), unter I.2.a.: Die Verletzung der über § 53 II BörsG hinausgehenden Aufklärungspflicht könne die Bank oder Sparkasse „zu Schadensersatz aus Verschulden bei Vertragsschluss oder aus positiver Vertragsverletzung“ verpflichten.

199 Siehe nur BGH 9.6.1998 (Fn. 182), unter II.1.a., zu Termindirektgeschäften.

200 BGH 9.6.1998 (Fn. 182), unter II.1.a.; ebenso BGH 14.5.1996 (Fn. 164), unter II.1.a., jeweils zu Termindirektgeschäften; BGH 1.2.1994 - XI ZR 125/93, NJW 1994, 997; BGH 16.11.1993 (Fn. 182), zur Vermittlung von Terminoptionen.

201 BGH 16.2.1981 (Fn. 176), zur Vermittlung (Eigenhandel oder Kommission, offen gelassen) von Warenterminoptionen mit einem Aufschlag von 100 %. Der Endpreis der Option, so das Gericht, habe deshalb „mit der marktorientierten Chanceneinschätzung und Risikoeinschätzung des Börsenfachhandels“, wie sie sich in der Prämie ausdrücke, „nichts mehr gemein“ gehabt; BGH 5.11.1984 - II ZR 38/84, NJW 1986, 123; BGH 6.6.1991 - III ZR 116/90, ZIP 1991, 1207, unter II.1., ebenfalls jeweils zu ausländischen Warenterminoptionen; BGH 27.11.1990 - XI ZR 115/89, NJW 1991, 1106, unter III.2.a, zu Aktien- und Aktienindex-Optionen; BGH 13.10.1992 - XI ZR 30/92, NJW 1993, 257, unter III.1., zu Stillhalteroptionen auf verschiedenen Terminmärkten.

202 BGH 1.2.1994 (Fn. 200); BGH 16.11.1993 (Fn. 182), unter II.1.a.

203 BGH 25.10.1994 (Fn. 193), unter 2.a., m.w.N.; grundlegend BGH 11.7.1988 (Fn. 164), unter II.1., zur Vermittlung von Londoner Warenterminoptionen. A.A. die Begr. des RegE zur Börsengesetznovelle, BT-Drucks. 11/4177, S. 19: Die zur Erfüllung einer „im Einzelfall“ möglichen, über § 53 II BörsG hinausgehenden „zusätzlichen „Aufklärungspflicht“ notwendigen „Hinweise und Informationen“ könnten „grundsätzlich in einem mündlichen Beratungsgespräch“ gegeben werden.

sammenhänge zu begreifen“. Dadurch werde auch vermieden, dass zwar die Aufklärung mündlich erteilt, sie aber so beschönigt werde, dass ihre Wirkung im Ergebnis vereitelt werde.<sup>204</sup> Andererseits reicht die schriftliche Information alleine nicht aus, sofern sie vorformuliert ist und die individuelle Situation des Anlegers nicht berücksichtigt.<sup>205</sup> Dem Gespräch mit dem Vertragspartner „verbleibt, was die Aufklärung betrifft, insbesondere die Aufgabe, die für die Bewertung des konkreten Geschäfts maßgeblichen Zahlen bekanntzugeben und durch die schriftliche Aufklärung hervorgerufene Zweifel des Kaufinteressenten zu besprechen und aufzuklären“.<sup>206</sup> Eine Ausnahme von den „gesteigerten Anforderungen“ an die gewerbliche Vermittlung von Termindirekt- und Optionsgeschäften macht der BGH für Sekundärgeschäfte mit (abgetrennten oder selbständigen) Optionsscheinen, die er insofern im Gegensatz zu ihrer börsenrechtlichen Qualifizierung als Börsentermingeschäfte dem gewöhnlichen Effektenhandel zuordnet. Die Kreditinstitute könnten die ihnen obliegenden Aufklärungspflichten hier „grundsätzlich auch mündlich erfüllen“.<sup>207</sup>

Die Informationspflichten über die Funktionsweise und die besonderen Gefahren von Derivaten entfallen - wie auch sonst - immer dann, wenn bzw. soweit kein Informationsbedarf besteht oder wenn der zu Informierende wirksam auf seine Informierung verzichtet.<sup>208</sup> Sie bestehen deshalb nicht, wenn der Kunde nach eigenen Angaben bereits umfangreiche Erfahrungen mit Börsentermingeschäften gesammelt hat und sich „als erfahren geriert“. Er kann die Bereitstellung entsprechender Informationen dann nach Treu und Glauben „berechtigterweise nicht erwarten“. Dasselbe gilt, wenn ein Kunde seiner Bank gezielte Kaufaufträge gibt, die ihm von einem Dritten empfohlen worden sind<sup>209</sup> oder wenn die Bank „bereits bei Aufnahme der Geschäftsbeziehung erklärt, sich nur an gut informierte und erfahrene Anleger zu wenden und - von einer Information über bestimmte Daten von Optionsscheinen abgesehen - zur Aufklärung nur durch Ü-

204 BGH 11.7.1988 (Fn. 164), unter II.1.

205 Vgl. BGH 14.5.1996 (Fn. 164), unter II.1.b.dd., zur Vermittlung von Termindirektgeschäften an US-Börsen: Zur gehörigen Aufklärung reiche es jedenfalls nicht aus, „Broschüren, Geschäftsbedingungen, Informationsblätter, Hinweise und sonstige Unterlagen“ zu übersenden „und es dem Kunden ohne besondere Anleitung zu überlassen, die darin verstreut enthaltenen Informationen und Risikohinweise, die für die von ihm in Betracht gezogenen Geschäfte wichtig“ seien, „zusammenzusuchen“.

206 BGH 11.7.1988 (Fn. 164), unter II.1.; aus dem Schrifttum z.B. *V. Lang*, S. 130: Eine wirksame Aufklärung könne „in der Regel“ nur mittels einer „Synthese“ [Anführungszeichen im Original] zwischen mündlicher und schriftlicher Aufklärung erfolgen.

207 BGH 19.5.1998 (Fn. 194). Kritisch zur Sonderbehandlung von Optionsscheinen gegenüber anderen „derivativen Instrumenten“ *Schoch*, BB 2000, 163, 164.

208 BGH Beschl. 12.3.1996 - XI ZR 232/95, NJW 1996, 1744, zur Frage der Annahme eines stillschweigend abgeschlossenen Beratungsvertrags beim Kauf abgetrennter Optionsscheine (Nichtannahme zur Revision wegen fehlender grundsätzlicher Bedeutung).

209 BGH 19.5.1998 (Fn. 194), unter I.2.a., gleichermaßen zur Informationshaftung aus c.i.c. und pFV: Eine Bank oder Sparkasse brauche „auch bei Börsentermingeschäften“ ihre „Ratschläge“ niemandem aufzudrängen. Eine „besondere Beratung“ sei weder gewünscht noch erforderlich, wenn ein Kunde mit gezielten Aufträgen zum Erwerb bestimmter Optionsscheine an sie herantrete; BGH 14.5.1996 (Fn. 164), unter II.2.b., zur Frage der Haftung wegen c.i.c. bei der Vermittlung von

bersendung von Informationsbroschüren, nicht aber durch individuelle Hinweise, bereit zu sein.“ Anleger, die sich hierauf einlassen, erklären konkludent, dass sie weitere Informationen durch die Bank nicht benötigen, „also nicht aufklärungsbedürftig“ sind.<sup>210</sup>

Im *Verhältnis zum Informationsmodell* des Börsentermineinwands betrachtet der BGH die (vor-) vertraglichen Informationspflichten als ergänzenden Anlegerschutz. Er spricht insofern von einem „zweistufigen“ Verhältnis,<sup>211</sup> welches der Konzeption des Gesetzgebers der Börsengesetznovelle von 1989 zugrunde liege.<sup>212</sup> § 53 II BörsG regelt - aus Gründen der „Rechtssicherheit“<sup>213</sup> - „nur die erste Stufe“, nämlich „die erforderliche Grundaufklärung über Funktionsweise und Risiken der verschiedenen Arten von Börsentermingeschäften“. Ein über diese Vorschrift hinausgehender, durch individuelle Verhältnisse des Anlegers oder Besonderheiten der konkreten Geschäfte bedingter zusätzlicher Informationsbedarf sei „nach allgemeinen Grundsätzen auf einer zweiten Stufe durch eine anleger- und objektgerechte individuelle Aufklärung zu erfüllen“.<sup>214</sup> Andernfalls „stünden Personen, welche die Börsentermingeschäftsfähigkeit kraft Information erlangt“ hätten, „bei zumeist besonders risikoreichen Börsentermingeschäften oftmals schlechter als bei anderen Anlagegeschäften“.<sup>215</sup> Die (vor-) vertraglichen Informationspflichten wirken aber auch bei unverbindlichen Börsentermingeschäften.<sup>216</sup> Von praktischer Bedeutung ist dies dann, wenn der Anleger auf das unwirksame Geschäft seinerseits bereits Leistungen erbracht hat (z.B. Optionsprämie), die wegen § 55 BörsG bereicherungsrechtlich nicht zurückgefordert werden können.

### 3. Wertpapieraufsichtsrecht

Parallel zu den vorstehend dargestellten vertraglichen Informationspflichten bei Eigenhandels- und Kommissionsgeschäften mit Finanzanlagen im Allgemeinen und Börsentermingeschäften im Besonderen gibt es seit Inkrafttreten des 2. FinMFG v. 30.7.1994 mit den §§ 31 II Nr. 1 und 2, 32 I Nr. 1 WpHG i.V.m. § 2 III Nr. 1 und 2, IIIa Nr. 4

---

Termindirektgeschäften; ebenso BGH 24.9.1996 - XI ZR 244/95, WM 1997, 309, unter II.2.b.

210 BGH 5.10.1999 (Fn. 174), unter II.2.a.cc.(1), zum Discount-Brokerage mit Bandbreiten-Optionsscheinen; hierzu auch noch unten unter 3., Fn. 223a.

211 Z.B. BGH 19.5.1998 (Fn. 194), unter II.2.b.

212 Siehe auch die Begr. des RegE zur Börsengesetznovelle, BT-Drucks. 11/4177, S. 19: „Aufgrund der besonderen Situation im Einzelfall oder der individuellen Umstände in der Person eines Kunden“ könnten „Anlagevermittler wie auch Kreditinstitute, die Börsentermingeschäfte für Privatkunden abschließen oder an sie vermitteln“, gehalten sein, „zusätzliche“, über das Informationsmerkblatt nach § 52 II BörsG hinausgehende „Beratungs-, Auskunfts- oder Warnpflichten“ zu erfüllen.

213 So BGH 14.2.1995 - XI ZR 218/93, NJW 1995, 1554, unter II.1.a.aa.

214 BGH 11.3.1997 (Fn. 197), unter II.2.a., zum Kauf von Optionsscheinen in offener Stellvertretung für türkische Arbeiter; BGH 11.6.1996 (Fn. 198).

215 BGH 11.3.1997 (Fn. 197), unter II.2.a.

216 BGH 11.3.1997 (Fn. 197), unter II.1.a.. Als ersatzpflichtigen Schaden machten die Kläger in casu die erlittenen Verluste aus den Optionsscheinen abzüglich entnommener Gewinne geltend.

WpHG entsprechende aufsichtsrechtliche Informationspflichten für Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute<sup>216a</sup> (sog. Wertpapierdienstleistungsunternehmen) beim Handel mit oder bei der Vermittlung von „Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten und Derivaten“ (§ 1 WpHG). *Derivate* im wertpapieraufsichtsrechtlichen Sinne sind nach § 2 II Nr. 1 und 2 WpHG „als Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte ausgestaltete Termin- geschäfte“, deren Preis „unmittelbar oder mittelbar abhängt“ vom „Börsen- oder Markt- preis“ von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten, Waren<sup>217</sup> oder Edelmetallen, von „Zinssätzen oder anderen Erträgen“ oder von Devisen, wobei allerdings außerbörsliche Devisenterminkäufe und Devisenswaps ausgenommen sind.

Im Vergleich zum hier vertretenen Derivatbegriff schließt § 2 II WpHG *derivate-* ähnliche Geschäfte mit Erfüllung in Natur mit ein; im Bereich der Devisenterminge- schäfte ist er dagegen enger. Die enumerativ aufgezählten Basiswerte dürften nach der gegenwärtigen Lage des Marktes den Kreis der zur Erzeugung reproduzierbarer sto- chastischer Zahlungsströme möglichen Basiswerte<sup>218</sup> vollständig abdecken. Warum al- lerdings nicht auch Geschäfte über nicht reproduzierbare Zahlungsströme, z.B. aus Ver- sicherungs- und Kreditderivaten vom Anwendungsbereich des WpHG erfasst werden, ist aus Sicht des Normzwecks des Anlegerschutzes nicht erklärbar. „Derivate“ wurden in den Anwendungsbereich des Gesetzes wegen ihrer Liquidität aufgenommen, die sie zum Handel prädestiniert, nicht aber wegen ihrer spezifischen, sie von sonstigen Fi- nanzanlagen unterscheidenden Eigenschaften. Sie erfahren im WpHG gegenüber Wert- papieren und Geldmarktinstrumenten qualitativ keine rechtliche Sonderbehandlung.<sup>219</sup>

Nach § 31 II WpHG sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet, von ihren Kunden Angaben über ihre Erfahrungen oder Kenntnisse in Geschäften, die Ge- genstand von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen sein sollen, über ihre mit den Geschäften verfolgten Ziele und über ihre finanziellen Verhält- nisse zu verlangen (Nr. 1) und ihnen „alle zweckdienlichen Informationen mitzuteilen“ (Nr. 2), soweit dies zur Wahrung ihrer Interessen „und im Hinblick auf Art und Umfang der beabsichtigten Geschäfte erforderlich ist.“ Nach § 32 I Nr. 1 WpHG ist es den ge- nannten Unternehmen verboten, ihren Kunden den An- oder Verkauf von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten zu empfehlen, wenn und soweit die Empfehlung nicht mit den Interessen der Kunden übereinstimmt (Nr. 1). Die Einhaltung dieser Ver- haltenspflichten ist nach § 36 I WpHG jährlich durch einen Wirtschaftsprüfer oder einen vereidigten Buchprüfer zu prüfen.

Für *Derivate* werden die §§ 31 f. WpHG durch Abschnitt B.2.2.4. („Aufklärung zu Derivaten und Optionsscheinen“) der sog. Wohlverhaltensrichtlinie des Bundesauf-

216a Zum Begriff des Kreditinstituts und des Finanzdienstleistungsinstituts s.u. 4. Kapitel, vor A., bei Fn. 1.

217 Die Einbeziehung von Warentermingeschäften geht über die Erfordernisse der ISD v. 10.5.1993, ABIEG Nr. L 141/27 v. 11.6.1993 (siehe dort Anhang, Abschn. B) hinaus.

218 S.o. 1. Kapitel, A.V.2.a., S. 23 ff.

219 Dies gilt ebenso für Art. 11 I 4 ISD, dessen Umsetzung in nationales Recht die §§ 31 f. WpHG bezwecken.

sichtsames für den Wertpapierhandel (BAW) konkretisiert,<sup>220</sup> welcher der Charakter einer Verwaltungsvorschrift zukommt.<sup>221</sup> Nach der genannten Vorschrift müssen 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 gegebenenfalls des Stillhalterrisikos), den Ertrag, das Kursrisiko, das Währungsrisiko und das Bonitätsrisiko enthalten.“ Im Gegensatz zu den vertragsrechtlichen Informationspflichten wird die Schriftform der Information für den Handel mit Derivaten nicht ausdrücklich verlangt. Immerhin heißt es in der Einleitung zu Abschnitt B.2.2. („Inhalt der Aufklärung“) der BAW-Richtlinie allgemein, die Wertpapierdienstleistungsunternehmen müssten den Kunden „soweit erforderlich [...] spätestens vor der Erteilung des Kundenauftrags unter Berücksichtigung seiner Angaben über die Eigenschaften und Risiken der Anlageformen“ unterrichten und dabei „hinsichtlich des Inhalts und der *Form* der Aufklärung die Kenntnisse bzw. Erfahrungen sowie das jeweilige Aufklärungsbedürfnis des Kunden hinsichtlich der betreffenden Anlageform berücksichtigen.“<sup>222</sup>

Ähnlich wie bei den vertraglichen Informationspflichten entfällt die Informationspflicht nach §§ 31 f. WpHG, soweit dies zur Wahrung der Interessen der Kunden und im Hinblick auf Art und Umfang der beabsichtigten Geschäfte nicht erforderlich ist.<sup>223</sup> Nach Abschnitt C. („Ausnahmen“) der Wohlverhaltensrichtlinie nimmt das BAW diesen Fall bei Geschäften mit anderen Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder sonstigen Marktteilnehmern an, die „im Zusammenhang mit ihrer gewerblichen Tätigkeit regelmäßig Geschäfte in Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten in einem Umfang abschließen, der wegen der wirtschaftlichen Bedeutung für die vorgenannten Unternehmen insoweit vertiefte Fachkenntnisse voraussetzt“. Vor Abschluss des Geschäfts sind Anleger dieser Art darauf hinzuweisen, dass sie nicht informiert werden. Eingeschränkte Informationspflichten bestehen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die gegenüber ihren Kunden klarstellen, dass sie Aufträge lediglich ausführen („Execution-Only“).<sup>223a</sup> Hier reicht grundsätzlich eine produktbezogene Aufklärung ohne

220 Richtlinie des BAW gemäß § 35 VI WpHG „zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG für das Kommissionsgeschäft, den Eigenhandel für andere und das Vermittlungsgeschäft der Wertpapierdienstleistungsunternehmen“ v. 9.5.2000, Bundesanzeiger Nr.131 v. 15.7.2000, S.13 790 ([http://www.bawe.de/download/rl00\\_01.pdf](http://www.bawe.de/download/rl00_01.pdf), Abruf v. 13.2.2001).

221 Vgl. Schäfer, in: Schäfer (Hrsg.), § 35 WpHG, Rz. 3: Richtlinien des BAW stellen lediglich Verwaltungsausübungen zur gleichmäßigen Behandlung gleichgelagerter Sachverhalte dar.

222 Hervorhebung durch den Verf.

223 Siehe BGH 5.10.1999 (Fn. 174), unter II.2.a.cc.(1) zu den vertraglichen und unter (2) zu den aufsichtsrechtlichen Informationspflichten.

223a Diese Auslegung des § 31 II Nr. 2 WpHG durch das BAW wurde inzwischen der Sache nach durch BGH 5.10.1999 (Fn. 174) bestätigt. „Besondere“, über schriftliche Informationsbroschüren hinausgehende „Aufklärungshinweise“ könne der Anleger schon deshalb nicht erwarten, weil er „in Kenntnis der begrenzten Informationsbereitschaft der beklagten Bank, „die sich ausdrücklich nur an gut informierte und erfahrene Anleger wendet“, „ohne Äußerung von Informationsbedarf unter Angabe der jeweiligen Wertpapierkennnummern gezielt Bandbreiten-Optionsscheine geordert ha-

Berücksichtigung der Anlageziele und finanziellen Verhältnisse des Anlegers. Die Aufklärung soll „unter Zugrundelegung der Kenntnisse oder Erfahrungen und der vom Kunden beabsichtigten Geschäftsarten erfolgen“ (Abschnitt B.2.6 der Richtlinie).

*Vertragsrechtliche* Bedeutung entfalten die aufsichtsrechtlichen Informationspflichten unmittelbar aber weder für den Inhalt der vertraglichen Informationspflichten, noch, über § 134 BGB, für den Bestand des Anlagevertrags.<sup>224</sup> Die Informationspflichten nach § 31 f. WpHG sind, mögen sie auch demselben Interessenkonflikt entspringen wie die vertragsrechtlichen, rein öffentlichrechtlicher Natur und wirken nicht als vertragliches Eingriffsrecht.<sup>225</sup> Lediglich eine indirekte Wirkung kann sich insofern ergeben, als sie einen berufsrechtlichen Mindeststandard enthalten, der, wie sonstige heteronome Standards auch, dazu geeignet ist, den vertraglichen, nach Verkehrssitten, Handelsbräuchen oder Billigkeitsgrundsätzen (§ 242 BGB) zu entwickelnden Haftungsstandard zu konkretisieren.<sup>226</sup> Den Zivilgerichten steht es aber „aufgrund eigener Rechtsein-

---

be“. Damit bringe er „konkudent zum Ausdruck, er benötige keine weiteren Informationen“. Unter demselben Gesichtspunkt fehlender Aufklärungsbedürftigkeit lehnt das Gericht (a.a.O., unter II.2.a.cc.) im Übrigen auch Schadensersatzansprüche des Anlegers aus c.i.c. oder pFV ab.

224 Siehe stellvertretend für die wohl allgemeine Meinung *Bliesener*, S. 147 f.: Aus § 134 BGB i.V.m. mit §§ 31 oder 32 WpHG lasse sich nicht die Unwirksamkeit der Verträge begründen, die das Wertpapierdienstleistungsunternehmen regelwidrig mit dem Kunden oder mit Dritten eingehe; das WpHG bekämpfe nicht den Abschluss von Kapitalanlagegeschäften, sondern nur bestimmte Verhaltensweisen; zust. *Koller*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), Vor § 31 WpHG, Rz. 20a). Gegen diese Argumentation könnte man einwenden, dass das WpHG den uninformierten Abschluss bekämpft und die Unwirksamkeit des Geschäfts durchaus dem Normzweck des Anlegerschutzes entspricht. Auch die durch Schadensersatz sanktionierten zivilrechtlichen Informationspflichten sind schließlich nach allgemeiner Meinung im Ergebnis auf die Beseitigung der Vertragsfolgen gerichtet. Die Frage soll indes hier nicht weiter vertieft werden.

225 Siehe *Hadding/Henrichs*, FS Claussen (1997), 447, 460 Fn. 52: Die Bestimmung des § 31 II WpHG statuiere „öffentlich-rechtliche »Verhaltensregeln«. Zivilrechtliche Pflichten nach den allgemeinen Regeln blieben „unberührt“; siehe auch *Bliesener*, S. 102-113, insb. S. 112: Die besseren Argumente sprächen dafür, die §§ 31 f. WpHG als Aufsichtsrecht und „Elemente eines öffentlich-rechtlichen Berufsstatuts“ des Wertpapierdienstleistungsunternehmens zu verstehen; vgl. auch *Schwark*, in: Hadding/Hopt/Schimansky, S. 109, 120: Er „zögere“, in den §§ 31 f. WpHG eine „partielle Regelung von Nebenpflichten des Anlagevertrags (Kommissionsvertrag oder Propergeschäft) oder eines vorgelagerten Auskunftsvertrags“ zu sehen; a.A. *Reich*, WM 1997, 1601, 1608: Die Rechtsfolgen der Verletzung der „gesetzlichen Pflichten im Anlegerinteresse“ ergäben sich aus c.i.c..

226 *Bliesener*, S. 157-159; weniger präzise *Koller*, in: Assmann/Schneider, Vor § 31 WpHG, Rz. 19, wenn er von der „Ausstrahlung“ der §§ 31 f. WpHG auf die vorvertraglichen Schutzpflichten aus c.i.c. spricht; undeutlich - unter Berufung auf *Koller* (a.a.O.) - auch die Entscheidung BGH 5.10.1999 (Fn. 174), unter II.2.a.cc.(2), zum Discount-Brokerage mit Bandbreiten-Optionsscheinen: § 31 II Nr. 2 WpHG sei „in erster Linie aufsichtsrechtlicher Natur“, habe aber „auch anlegerschützende Funktion und damit Bedeutung für Inhalt und Umfang (vor-) vertraglicher Aufklärungspflichten“; jüngst für § 31 II Nr. 1 WpHG bestätigt durch BGH 8.5.2001 - XI ZR 192/00, ZIP 2001, 1580, unter II.1.a.aa., zu Stillhalteroptionsgeschäften an der DTB; siehe ferner OLG Oldenburg 21.1.1997 - 5 U 120/96, BB 1997, 1275: Die Bank sei „aus der (langeandauernden) Anlagebeziehung verpflichtet, entsprechend den Grundsätzen des WpHG den ihr gegenüber bestehenden Beratungs- und Aufklärungspflichten nachzukommen“ (zu Unrecht unter Berufung auf OLG Braunschweig 12.6.1996 - 3 U 78/95, ZIP 1996, 1242, wo das WpHG gar nicht erwähnt wird).

sicht“ frei, ob sie „die Wertungen der aufsichtsrechtlichen Vorschriften“ auf die zivilrechtlichen Informationspflichten übertragen wollen.<sup>227</sup> Ein „Auseinanderlaufen“ von Aufsichts- und Privatrecht<sup>228</sup> wird jedenfalls durch die abgeleiteten deliktischen Pflichten nach § 823 II BGB in Verbindung mit §§ 31 f. WpHG verhindert.<sup>228a</sup>

#### 4. Bausteineffekt

Die Frage nach der Behandlung des Bausteineffekts im Rahmen der Rechtsprechung zu den vertraglichen Informationspflichten ist insofern berechtigt, als feststeht, dass Derivate bzw. „Börsentermingeschäfte“ einer qualitativ und insbesondere formell strengeren Behandlung unterworfen werden als Kassageschäfte. Weniger interessant ist dabei die Behandlung synthetischer Kassainstrumente ohne Hebeleffekt, die durch Kombinationen mit Derivaten hergestellt werden. Denn hier wirken Derivate nicht risikoh erhöhend, sondern risikomindernd, so dass hier vom Anleger kaum der Vorwurf erhoben werden kann, er sei über die Risiken der Derivate nicht ausreichend aufgeklärt worden. Der umgekehrte Fall der Bildung synthetischer Derivate durch eine Kombination aus herkömmlichen Finanzinstrumenten hat jedoch in Gestalt der darlehensfinanzierten Kassainvestition praktische Bedeutung. Der Kauf von Wertpapieren auf Kredit erzeugt für den Anleger identische Risiken wie entsprechende außerbörsliche bzw. börsenmäßige Termingeschäfte.<sup>229</sup> Die kreditgebende Bank verfügt, sofern sie gleichzeitig die Anlagegeschäfte ausführt, auf der anderen Seite hinsichtlich der Gefährdung ihres Kunden durch die Anlage über einen vergleichbaren Informationsvorsprung.

Die Rechtsprechung zu kreditfinanzierten Kassageschäften hält sich in Zusammenhang mit den Informationspflichten der Bank dennoch nur an die allgemeinen, im „Bond“-Urteil skizzierten Anforderungen.<sup>230</sup> Sie hat es bisher - ebenso wie das Schrifttum<sup>231</sup> - vermieden, einen Bezug zu den besonderen formellen und materiellen Informationsanforderungen bei Termingeschäften herzustellen. Im Gegenteil: Der Hebeleffekt als solcher wird bei den Anlegern als bekannt vorausgesetzt. „Dass mit einer Spekulation auf Kredit erhebliche Risiken verbunden sind“ hält der BGH für „selbstverständlich“ und bedarf nach seiner Auffassung „grundsätzlich nicht eines aufklärenden Hinweises

227 So BGH 8.7.1981 - IVa ZR 244/80, NJW 1981, 2685, unter II.1., zu den Buchführungs- und allgemeinen Informationspflichten nach §§ 10 f. MaBV.

228 So befürchtet von *Koller*, in: Assmann/Schneider, Vor § 31 WpHG, Rz. 19; *Bliesener*, S. 161, an die Ausgewogenheit der Richtlinie und Praxis appellierend.

228a Für den Schutzgesetzcharakter der §§ 31 f. WpHG siehe *Becker*, S. 114; *Koller*, in: Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 31 WpHG, Rz. 17; *Bliesener*, S. 148-156, insb. S. 156, m.w.N.. Der BGH hat diese Frage bislang noch offen lassen können. Hierzu BGH 5.10.1999 (Fn. 174), unter II.2.b., vor aa., sowie BGH 8.5.2001 (Fn. 226), unter II.2.

229 S.o. 1. Kapitel, B.I.2.b., S. 40 ff., zum Hebeleffekt.

230 S.o. unter II.1., S. 121 f.

231 Vgl. nur *Horn*, FS Clausen (1997), 469, 476 ff.

der kreditgebenden Bank.<sup>232</sup>

Man betrachte z.B. den vom BGH am 28.1.1997 entschiedenen Fall.<sup>233</sup> Dort wandte sich der Anleger mit der Vollstreckungsabwehrklage (§§ 767, 795, 794 I Nr. 5 ZPO) erfolgreich gegen die Zwangsvollstreckung der beklagten Bank aus einer notariellen Grundschuldbestellungsurkunde, die der Sicherung eines Darlehens zur Finanzierung des bei derselben Bank in Auftrag gegebenen spekulativen Kaufs von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren diene. Das Gericht hielt die Bank für schadensersatzpflichtig, weil sie dem Anleger zur Spekulation auf Kredit geraten („verleitet“) hat; damit habe sie ihre Pflicht aus dem „konkudent abgeschlossenen Beratungsvertrag“<sup>234</sup> verletzt. Grundsätzlich sei eine kreditgewährende Bank zwar nicht verpflichtet, „ihren Kunden über die Risiken der Verwendung des Kredits aufzuklären“, und zwar selbst dann nicht, wenn der Kunde den Kredit zur „Wertpapierspekulation“ nutzen wolle.<sup>235</sup> Etwas anderes gelte „ausnahmsweise, wenn im Einzelfall ein besonderes Aufklärungs- und Schutzbedürfnis des Darlehensnehmers“ bestehe und nach „Treu und Glauben ein Hinweis der Bank geboten“ sei, „z.B. weil diese selbst einen zusätzlichen Gefährdungstatbestand gesetzt“ habe oder „über einen relevanten Wissensvorsprung“ verfüge.<sup>236</sup> Im vorliegenden Falle habe der Anlageberater der Bank den Anleger zu einer Spekulation auf Kredit verleitet; dabei seien die dessen Leistungsfähigkeit übersteigenden Verluste absehbar gewesen (= Pflicht zur anlegerbezogenen Beratung).<sup>237</sup> Die Haftung der Bank wird in casu also darauf gestützt, dass diese mit ihrer ausdrücklichen *Empfehlung* einen besonderen Gefährdungstatbestand gesetzt hat. Daraus lässt sich aber nicht ableiten, dass das Gericht bei kreditfinanzierten Kassageschäften ähnlich wie bei Börsentermingeschäften eine *erhöhte* Informationsverantwortung des professionellen Kreditgebers gegenüber seinem Kunden annehmen würde, die insbesondere auch die Hebelwirkung der Kreditierung einschließt. Vom grundsätzlichen Erfordernis einer *schriftlichen* Aufklärung ist ebenfalls nicht die Rede.

Ganz ähnlich wie in der Entscheidung vom 28.1.1997 argumentierte der BGH in dem bereits zitierten Judikat vom 16.4.1991<sup>238</sup> zur Finanzierung spekulativer Käufe von abgetrennten Optionsscheinen, die man als synthetische börsenmäßige Terminkäufe dieser Optionsscheine betrachten konnte. Die vereinbarte maximale Beleihungsgrenze von 70 % des besicherten Wertpapierdepots mit den Optionsscheinen führte dazu, dass der Anleger wie bei börsenmäßigen Futures Nachschüsse leisten musste. Eine Informa-

232 BGH 16.4.1991 (Fn. 52), unter II.1.d., zur Finanzierung spekulativer Käufe von abgetrennten Optionsscheinen aus Wandelschuldverschreibungen ausländischer Tochtergesellschaften deutscher Großbanken. Näher zu dieser Entscheidung weiter unten bei Fn. 238 f.

233 BGH 28.1.1997 (Fn. 178), unter 2.

234 Zur Bedeutung dieser Konstruktion s.o. 1., S. 118 ff.

235 BGH 28.1.1997 (Fn. 178), unter Berufung auf BGH 16.4.1991 (Fn. 52), BGHZ 114, 177, 182 f.; bestätigt durch BGH 27.6.2000 - XI ZR 174/99, NJW 2000, 3558, unter II.1.a.

236 BGH 28.1.1997 (Fn. 178); ebenso z.B. BGH 11.2.1999 - IX ZR 352/97, NJW 1999, 2032, unter II.3.a.

237 BGH 28.1.1997 (Fn. 178).

238 BGH 16.4.1991 (Fn. 52).

tionspflicht („Aufklärungspflicht“) der kreditgebenden Bank besteht nach dieser Entscheidung nur, wenn diese über die Kreditvergabe und die Ausführung des Anlageauftrags hinaus einen „besonderen Gefährdungstatbestand“ für den Kunden schafft.<sup>239</sup>

Aus der Entscheidung des BGH vom 27.2.1996<sup>240</sup> lassen sich keine gegenteiligen Schlüsse ziehen. Sie erging zu einer kreditfinanzierten Anlage in ausländische Wertpapiere, bei der die erworbenen Papiere zur Besicherung des Darlehens eingesetzt und bei Fälligkeit der Rückzahlungsverpflichtung mit Verlust verkauft wurden. Die beklagte Sparkasse hatte hier nicht nur mündlich über das Fremdwährungsrisiko und das Risiko von Kursschwankungen aufgeklärt, sondern zusätzlich schriftlich auf die darlehensspezifische Gefahr von Währungs- und Kursverlusten hingewiesen, „die dem Kunden durch fällige Zins- und Tilgungsleistungen oder durch vorzeitige Verkäufe entstehen“. Das Gericht hielt diese Informationen für ausreichend, ohne sich allerdings dazu zu äußern, ob sie auch notwendig waren. Der Anleger wurde hier von seinem eigenen Vermögensberater betreut und trat „mit deutlichen Vorstellungen von dem gewünschten Anlagegeschäft und dessen Finanzierung an das Kreditinstitut“ heran.<sup>241</sup> Eine ausdrückliche Parallele mit der Rechtsprechung zu den speziellen Informationspflichten bei Termingeschäften wird jedenfalls auch in dieser Entscheidung nicht gezogen.<sup>242</sup>

Nach dem gegenwärtigen Stand der Rechtsprechung ist immerhin die Anerkennung der wirtschaftlichen Einheit von Darlehen und Anlagegeschäft zu Zwecken des Einwendungsdurchgriffs denkbar. Hierin könnte man eine partielle Berücksichtigung des Bausteineffekts sehen. Besonders interessant ist dieser Argumentationsweg im Dreiecksverhältnis, wenn also der Anlagevertrag nicht mit der Bank, sondern einem Dritten abgeschlossen wird. In seiner Entscheidung vom 5.5.1992 hielt der BGH die objektiven Voraussetzungen einer wirtschaftlichen Einheit entsprechend den Grundsätzen zum drittfinanzierten Kauf in Zusammenhang mit der kreditfinanzierten Beteiligung an einer zur Spekulation mit Zerobonds und Aktienoptionen gegründeten GbR für gegeben. Unter der (noch durch die Tatsacheninstanz zu klärenden) Voraussetzung, dass „subjektiv der Eindruck erweckt worden ist“, die Bank und die Anlagen-GbR bzw. deren Initiator stünden der Anlegerin „als eine einheitliche Vertragspartnerin“ gegenüber, folgte es hieraus die Pflicht der Bank zur Information über Risiken der Anlage.<sup>243</sup> Die wirtschaftliche Betrachtung der Einheit der Anlage führte hier also dazu, dass sich die Anbieter der beiden Einzelkomponenten der kombinierten Anlage ihr Verhalten gegenseitig zu-

239 BGH 16.4.1991 (Fn. 52), unter II.2.a.. Im Gegensatz zu BGH 28.1.1997 (Fn. 178) wird hier der Umstand, dass die Bank die Anlage empfohlen hatte, nicht für eine ausreichende Gefährdung erachtet. Der Anleger sei „nicht besonders schutzbedürftig“, da er sich selbst der Bank gegenüber als „Anlage- und Wirtschaftsberater“ vorgestellt hatte; vgl. auch BGH Beschl. 12.3.1996 (Fn. 208), zu abgetrennten Optionsscheinen: Ein Beratungsvertrag komme nicht zustande, wenn der Kunde erklärtermaßen ein Darlehen zum Zweck der Spekulation begehre und dann gezielt Aufträge zum Kauf bestimmter Wertpapiere gebe, die ihm von dritter Seite empfohlen worden seien.

240 BGH 27.2.1996 - XI ZR 133/95, ZIP 1996, 667.

241 BGH 27.2.1996 (Fn. 240), unter II.2.

242 Zur Kritik s.u. bei B.II.3., S. 180 ff.

243 BGH 5.5.1992 - XI ZR 242/91, NJW 1992, 2560, unter II.3.b.

rechnen lassen mussten. Das Gericht ging aber nicht so weit, die Gesamtbetrachtung der ökonomischen Wirkungen des Geschäfts in einer Weise zur Grundlage der vertragsrechtlichen Subsumtion des Geschäfts zu machen, dass man von einer vertragsrechtlichen Anerkennung des Bausteineffekts sprechen könnte. Dafür war aber auch der zugrunde liegende Sachverhalt ungeeignet. Die Kombination aus einem Darlehen und dem Anteil an einer Gesellschaft, die in Derivate investiert, bildet nämlich nicht etwa ein synthetisches Derivat (mit den Derivaten im Gesellschaftsvermögen als Basiswerte). Eine Reproduzierung des zukünftigen Ertrags der Beteiligung durch den unmittelbaren Sofortserwerb geeigneter Derivate ist wegen des Ermessensspielraums der Geschäftsleitung der GbR bei der Auswahl der Anlageobjekte nicht möglich.

Nicht einmal die Möglichkeit eines Einwendungsdurchgriffs vom Darlehensvertrag auf den Anlagevertrag erwähnt der BGH in seiner Entscheidung vom 2.2.1999.<sup>244</sup> Der klagende Landwirt hatte im Jahre 1988, also noch vor Inkrafttreten des VerbrKrG, mit der beklagten Bank auf seinem Hof einen Darlehensvertrag über DEM 1 Million abgeschlossen. Zweck des Darlehens war der Erwerb festverzinslicher Wertpapiere in australischer Währung über *dieselbe* Bank (Zweipersonenverhältnis). Im weiteren Verlauf verlor der AUD erheblich an Wert. Da der Kläger die Darlehenszinsen nicht mit eigenen Mitteln bezahlen konnte, verkaufte er die Wertpapiere. Der Erlös reichte bei weitem nicht zur Tilgung des Darlehens aus. Mit seiner Klage begehrte der Landwirt die Feststellung, dass der Bank aus dem Kreditverhältnis keine Ansprüche mehr zustehen. Der BGH ging zwar davon aus, dass der Kläger den Darlehensvertrag mit Erhebung der Klage wirksam nach §§ 1, 2 HWiG widerrufen hatte.<sup>245</sup> Er zog daraus aber keinerlei Konsequenzen für den rechtlichen Bestand der mit dem Darlehen wirtschaftlich zusammenhängenden Wertpapierorder. Vielmehr betrachtete er die Verluste des Landwirts aus dem Anlagegeschäft offensichtlich als endgültig und versagte dem Kläger im Rahmen der Rückabwicklung des Darlehens die Berufung auf den „Wegfall der Bereicherung infolge Untergangs der Darlehensvaluta“ mit Rücksicht auf den allgemeinen bereicherungsrechtlichen Grundsatz, wonach jemand, dem Kapital zur zeitweiligen Nutzung überlassen wird, dem Empfänger einer Leistung gleichsteht, „der den Mangel des Rechtsgrundes kennt und deshalb nach § 819 BGB verschärft haftet“.<sup>246</sup>

Insgesamt ist festzustellen, dass eine Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen im Rahmen der vertraglichen Informationspflichten bei Abschluss von Anlagegeschäften bislang in weiten Teilen nicht sichergestellt ist.

## B. Stellungnahme

Die vorstehend anhand der Rechtsprechung herausgearbeitete Antwort des geltenden

244 BGH 2.2.1999 - XI ZR 74/98, NJW 1999, 1636.

245 BGH 2.2.1999 (Fn. 244), unter II.1.

246 BGH 2.2.1999 (Fn. 244), unter II.2.

Vertragsrechts auf Derivate ist nunmehr einer eingehenden Bewertung zu unterziehen. Entsprechend dem obigen Vorgehen sollen zuerst der Regelungsbereich des Börsentermin-, Differenz- und Spieleinwands und sodann die hiermit teilweise überlappenden vertraglichen Informationspflichten betrachtet werden.

### ***I. Unvollkommene Geschäfte***

Der Börsentermineinwand ist ebenso wie der Differenzeinwand eine Reaktion des historischen Gesetzgebers auf das Phänomen der Finanzinnovation in Gestalt der Termingeschäfte gegen Ende des letzten Jahrhunderts.<sup>247</sup> Die späteren Änderungen des BörsG sowie die dargestellten, hinter der „Typus“-Theorie versteckten Probleme bei der Konkretisierung des Begriffs des Börsentermingeschäfts reflektieren die Schwierigkeiten, welche die Rechtsordnung bei dem Versuch erfährt, mit der unaufhörlichen Finanzinnovation Schritt zu halten. Rechtssicherheit kann hier erst dann eintreten, wenn der innere Grund für die rechtliche Sonderbehandlung von Börsentermingeschäften und die dogmatische Einordnung des Börsentermineinwands vollständig offengelegt und gegebenenfalls die notwendigen gesetzgeberischen Korrekturen vollzogen worden sind. Der Befund jedenfalls, dass Derivate regelmäßig als Börsentermingeschäfte eingestuft werden,<sup>248</sup> lässt bereits die besondere Bedeutung erahnen, welche die spezifischen finanzwirtschaftlichen Eigenschaften dieser Instrumente im Rahmen des Börsentermineinwands spielen müssen.

Ausgangspunkt der Überlegungen ist die These, dass Börsentermingeschäfte aus demselben inneren Grund unverbindlich sind wie Spielverträge und Differenzgeschäfte. Hierfür spricht der Umstand, dass die meisten, wenn nicht gar alle Differenzgeschäfte zugleich Börsentermingeschäfte sind sowie dass § 58 BörsG die rechtliche Qualifizierbarkeit eines Vertrags als unverbindliches Spiel oder Differenzgeschäft in direkter Weise an dessen Eigenschaft als Börsentermingeschäft und an die Börsentermingeschäftsfähigkeit der Vertragspartner koppelt. Die Ergänzung des Börsentermineinwands durch das Informationsmodell im Jahre 1989 ändert an dieser Einschätzung nichts Grundsätzliches. Denn diese Maßnahme brachte nicht etwa einen alternativen Unverbindlichkeitsgrund, sondern eine zusätzliche, den Anwendungsbereich des Börsentermineinwands

247 Vgl. aus der Zeit vor Erlass von BörsG und BGB die Kritik des Ökonomen *David Kohn*, Getreideterminhandel, 1891, S. 62 f. (zit. nach *Wolter*, S. 30): Die „Theoretiker“ [gemeint sind die Juristen] hätten bei der Qualifizierung des „Termingeschäfts“ als Spiel und Wette vergessen, dass das „Vermögensrecht der äußere Ausdruck der wirtschaftlichen Ordnung“ sei, dass „daher jenes mit dieser zugleich fortschreiten“ müsse und dass „die alten Rechtsformen nicht fähig“ seien, „ohne Änderungen ihres Inhalts deren neue Gestaltungen aufzunehmen“. Die juristische Definition des Termingeschäfts und mit dieser „die Aufnahme des Termingeschäfts in den Kreis der Rechtsinstitutionen“ wäre „ein großer Verdienst für die Wirtschaft, welche jetzt [vor Einführung des § 764 BGB einerseits sowie des § 48 BörsG (ursprüngliche Fassung) andererseits] im Termingeschäfte eine außerhalb des Gesetzes stehende Institution in sich“ schließe.

248 Hierzu oben A.I.1.b., S. 94 ff.

einschränkende Voraussetzung für das Eintreten der bestehenden Unverbindlichkeitsfolge.<sup>249</sup> Schlüssel zum Verständnis des Börsentermineinwands und zur Beurteilung der Frage, ob der Börsengesetzgeber sachgerecht auf die finanzwirtschaftlichen Eigenschaften von Derivaten reagiert hat, ist also der Rechtsgrund der Unverbindlichkeit von Spielverträgen. Dieser soll im Folgenden herausgearbeitet werden (1.). Darauf aufbauend werden Börsentermin- und Differenzeinwand in einer neuen Weise interpretiert (2. - 4.). Schließlich wird noch auf den Bausteineffekt eingegangen (4.).

### 1. Spielvertrag

Spiel bzw. Wette<sup>250</sup> sind die Prototypen eines aleatorischen Vertrags. Das Verständnis ihrer Besonderheit gegenüber nicht aleatorischen Verträgen, insbesondere Austauschverträgen, ist nicht nur Voraussetzung für das Verständnis des Börsentermineinwands, sondern, über den Betrachtungsbereich dieser Arbeit hinaus, allgemein für eine sinnvolle Systematisierung des scheinbaren Durcheinanders von verbindlichen und unverbindlichen aleatorischen Verträgen.<sup>251</sup>

249 Hierzu näher unten bei 2.c., S. 158 ff.

250 Die begriffliche Unterscheidung zwischen Spiel und Wette hat keine tiefere rechtliche Bedeutung. Der BGB-Gesetzgeber hat die gegenseitige Abgrenzung beider Begriffe deshalb bewusst der „Wissensschaft“ überlassen (Mot., S. 643, bei *Mugdan*, Bd. II, S. 359). Als Wetten werden i.d.R. solche Spiele bezeichnet, bei denen das zukünftige Ergebnis eines Meinungsstreits zwischen den Parteien über Gewinn und Verlust entscheiden soll (vgl. Palandt-*Sprau*, § 762 BGB, Rz. 3; *Henssler*, S. 444: „Bekräftigung eines ernsthaften Meinungsstreits“). Hinzuzufügen ist, dass die Besonderheit gegenüber (sonstigen) Spielen darin besteht, dass nicht erst bei Fälligkeit, sondern bereits im Augenblick des Vertragsschlusses objektiv verifizierbar ist, welche Seite Recht hat. Dies setzt notwendigerweise voraus, dass sich die widersprechenden Behauptungen der Parteien auf die Vergangenheit beziehen (vgl. Palandt-*Sprau*, § 762 BGB, Rz. 3, der bei zukunftsbezogenen Behauptungen lediglich „i.d.R.“ von Spiel und nicht von Wette ausgehen will). Dass das Kriterium des Meinungsstreits allein nicht ausreicht, um Wetten zu kennzeichnen, zeigt sich daran, dass sich z.B. auch das Roulettespiel als Meinungsverschiedenheit über die Lage der Kugel nach Ende des Spiels deuten lässt. Auch die Sportwette ist demnach Spiel (anders BGH 29.11.1998 - XI ZR 334/97, WM 1998, 2255, unter II.3., wo diese Verträge ohne weiteres als „Wettverträge“ bezeichnet werden). Eine dem allgemeinen Sprachgebrauch nähere Möglichkeit wäre es, Wetten als Spiele zu definieren, deren Ausgang aus der Sicht mindestens einer Seite nicht vom „reinen“ Zufall, sondern von ihrer persönlichen (kognitiven oder physischen) Leistung abhängt. Der Einfachheit halber sei nachfolgend ausschließlich vom Spiel als Oberbegriff die Rede.

251 Vgl. demgegenüber die resignierende Feststellung *Hensslers*, S. 733, „dass ein einheitliches, wertungsmäßig abgestimmtes gesetzliches Konzept, nach dem sich der Schutz der risikobelasteten Vertragspartei in diesen Vertragsformen [gemeint sind aleatorische Verträge] vollzieht, nicht existiert“. Der Gesetzgeber habe „eher willkürlich einzelne Formen der vertraglichen Risikoübernahme aufgegriffen und sie einem beschränkten Schutz unterstellt“.

## a. Meinungsstand

Nach herkömmlicher Meinung unterscheidet sich der Spielvertrag von anderen Verträgen durch seinen „besonderen Vertragszweck“.<sup>252</sup> Dieser mache, so sagt man, den „Geschäftserfolg nach der einen oder anderen Seite“ „von einer Ungewissheit, meist sogar ganz oder teilweise vom Zufall abhängig“ („aleatorischer Bestandteil“).<sup>253</sup> Die Hoffnung, mit geringem Einsatz hohen Gewinn zu machen, sei ein „Wesensmerkmal“ des Spiels.<sup>254</sup> Nach anderer Meinung wird der Vertragszweck des Spiels durch die „Trias aus Gewinnerzielung, Unterhaltung und Behauptungsbekräftigung“ bestimmt.<sup>255</sup> Der „Schwerpunkt der Vertragszwecke“ müsse beim Spiel entweder in der Bekräftigung eines ernsthaften Meinungsstreits (Wette), in der Unterhaltung oder in der Erzielung eines in der Hauptsache von einem Unsicherheitsfaktor abhängigen Gewinns (Spiel) liegen.<sup>256</sup> Als Rechtsgründe der Unverbindlichkeit werden die in der Ungewissheit des Geschäftserfolgs liegende „Gefährlichkeit“<sup>257</sup> sowie das „Fehlen eines ernsthaften sittlichen oder wirtschaftlichen Zwecks“<sup>258</sup> genannt. Der historische BGB-Gesetzgeber enthielt sich einer eigenen dogmatischen Begründung des Spieleinwands und verwies stattdessen auf die „Rechtsauffassung der Gegenwart“.<sup>259</sup>

Tatsächlich mögen die genannten Kriterien zwar typische Erscheinungsformen von Spielen kennzeichnen; sie eignen sich aber weder kumuliert noch einzeln zur definitorischen Abgrenzung des Spiels zu anderen, uneingeschränkt wirksamen aleatorischen Verträgen bzw. wirksamen Umsatzgeschäften, geschweige denn zur Rechtfertigung der Unverbindlichkeit: Gefährlich, d.h. mit Verlustrisiken behaftet sind nicht nur Spielverträge, sondern z.B. auch Bürgschaften oder Garantien. Selbst Risikoversicherungsverträge (anders: Kapitallebensversicherung) sind „gefährlich“, weil eine große Wahr-

252 Palandt-Sprau, § 762 BGB, Rz. 1.

253 Palandt-Sprau, § 762 BGB, Rz. 1; zust. BGH 29.9.1977 - III ZR 164/75, BGHZ 69, 295, 301, unter I.3.

254 Canaris, WM 1988, Sonderbeilage Nr. 10, S. 11.

255 Henssler, S. 459.

256 Henssler, S. 443, 444 (ohne weitere Begründung).

257 Palandt-Sprau, § 762 BGB, Rz. 1; Soergel-Häuser, § 762 BGB, Rz. 1.

258 BGH 29.9.1977 (Fn. 253); Soergel-Häuser, § 762 BGB, Rz. 1; einschränkend Palandt-Sprau, § 762 BGB, Rz. 1 („nicht etwa Unsittlichkeit“); vgl. auch Staudinger-Engel, Vorb. zu §§ 762 ff. BGB, Rz. 6: Verträge „ohne wirtschaftlich oder sozial berechtigten Hauptzweck“. Im Spätmittelalter wurde das Würfelspiel, wie Großfeld/Rothe, ZVglRWiss 98 (1999), 209, 221, berichten, „sogar in die Nähe teuflischer Laster“ gerückt.

259 Mot., S. 644, bei Mugdan, Bd. II, S. 360. Vgl. auch Prot., Bd. II, Recht der Schuldverhältnisse, S. 3170 f. (bei Mugdan, Bd. II, S. 1007 f.), wo die Unklagbarkeit des Spielvertrags kontrovers begründet wird: Während die einen die Auffassung vertraten, das Spiel dürfe „wegen der damit möglicherweise verbundenen wirtschaftlichen und sittlichen Gefahren nicht durch Gewährung gerichtlicher Hilfe zur Erzwingung der von den Spielern gegeneinander übernommenen Verbindlichkeiten“ gefördert werden („rechtspolizeilicher Gedanke“), hielten die anderen entgegen, die Unklagbarkeit des Spiels beruhe darauf, „dass das Spiel und die daraus sich ergebenden Beziehungen der Spieler dem Gebiete der Sitte, nicht dem des Rechtes angehörten, dass der Spielvertrag nicht ein der rechtlichen Regelung zu unterwerfendes Verkehrsgeschäft sei“.

scheinlichkeit dafür besteht, dass sich das versicherte Risiko nicht oder nicht im befürchteten Umfang verwirklicht und der Versicherungsnehmer deshalb als Prämie mehr an den Versicherer bezahlt als er vom Versicherer zurückerhält.<sup>260</sup> Der wirtschaftliche Zweck kann Spielverträgen deshalb nicht abgesprochen werden, weil das bewusste Eingehen von Risiken zum Erzielen eines Gewinns sogar der Inbegriff wirtschaftlicher Denkweise im weitesten Sinne ist.<sup>261</sup> Und gesamtwirtschaftlich gesehen ist die „Spielbranche“ (Lotterien, Spielautomaten etc.) ohnehin ein bedeutender Faktor.<sup>262</sup> Das Kriterium der Behauptungsbekräftigung dient nur der rechtlich bedeutungslosen begrifflichen Abgrenzung von Spiel und Wette.<sup>263</sup> Bezieht man dieses Merkmal pauschal auf die Meinungsverschiedenheit über den „Gewinner“, geht seine Funktion nicht über diejenige des aleatorischen Elements hinaus. Die Unterhaltungswirkung ist, sofern man nicht aleatorische Verträge wegen des damit verbundenen „Nervenkitzels“ generell als „unterhaltend“ einstuft, weder hinreichend noch notwendige Voraussetzung von Spielen. Man denke nur auf der einen Seite an Unterhaltungsverträge ohne (ausschließlich) aleatorischen Charakter (z.B. Flipperautomat, Kinobesuch) und auf der anderen Seite an Spiele in Gestalt von Differenzgeschäften, die man nicht unbedingt der Unterhaltungsindustrie zurechnen würde. Der Gesichtspunkt der Spekulation schließlich eignet sich zwar zur Abgrenzung des unwirksamen Spiels von den wirksamen aleatorischen Sicherungsgeschäften, nicht aber vom spekulativen Umsatzgeschäft am Kassamarkt oder vom wirksamen Börsentermingeschäft. Gerade in Bezug auf das wirksame Börsentermingeschäft wird das Scheitern der angebotenen Kriterien zur Charakterisierung des Spiels in der über eine Tautologie nicht hinausgehenden Feststellung deutlich, beim rechtsverbindlichen „Spekulationsgeschäft“ (Kassa- und Termingspekulation) werde das Unsicherheitselement (aleatorischer Charakter) „nicht in ausschließlich spielerischer Absicht“ eingesetzt.<sup>264</sup> Im Folgenden soll deshalb ein eigener Erklärungsansatz für die vertragsrechtliche Besonderheiten des Spiel und für den Rechtsgrund seiner fehlenden

260 Vgl. *Henssler*, S. 459, der die „ähnlich weitgehenden Gefahren“ von „Verträgen, die einen Sicherungszweck erfüllen wie die Bürgschaft, die Garantie und der Versicherungsvertrag“ im Vergleich zum Spiel einräumt. Das vom *Autor* (a.a.O.) alternativ zur Gefährlichkeit angebotene Kriterium der „gegenseitigen Risikoübernahme“, das auf die Symmetrie oder Asymmetrie der vertraglich vereinbarten Risikoverteilung abstellt, ist allerdings ebenso wenig zur Abgrenzung geeignet. Bei allen Spielen, bei denen eine Seite die von der anderen Seite gewährte Gewinnchance mit einem „Spieleinsatz“ bezahlt (z.B. Lotterie), ist die Risikostruktur ebenso asymmetrisch wie bei den genannten aleatorischen Sicherungsverträgen.

261 Deutlich EuGH 24.3.1994 - C-275/92, „Schindler“, EuGHE 1994, I-1039, Tz. 25: Lotterien seien „Dienstleistungen“ i.S. des Art. 50 (ex-Art. 60) EGV; a.a.O., Tz. 33: Die Zufallsabhängigkeit des Lotteriegewinns nehme „dem Austausch“ [gemeint ist: Preis für das Los, Teilnahme an der Lotterie] „nicht seinen wirtschaftlichen Charakter“.

262 Unzutreffend deshalb auch die Feststellung des FG Karlsruhe 15.5.1996 - 12 K 314/92, EFG 1996, 1146, 1147 f., zur Abgrenzung des Spiel von „betrieblich veranlassten“ Termingeschäften: „Wette und Spiel i.S. der §§ 762, 764 gegen Geld“ fänden „außerhalb des Wirtschaftskreislaufs“ statt.

263 S.o. vor a., Fn. 250.

264 Insofern symptomatisch *Henssler*, S. 291; wenig aufschlussreich auch *Canaris*, WM 1988, Sonderbeilage Nr. 10/1998, S. 8: Für den Spieleinwand genüge es „selbstverständlich“ nicht schon, dass ein Geschäft „spekulativen Charakter“ habe.

Klagbarkeit vorgestellt werden.

### *b. Eigene Konzeption*

Die Gründe, weshalb ein rechtsgeschäftlicher Verpflichtungsakt unwirksam bzw. einredebehaftet sein kann, lassen sich in zwei Kategorien einteilen: Mängel der Willensbildung oder -kundmachung, die sich aus dem Gedanken der Privatautonomie selbst ergeben (immanente Gründe), und Beschränkungen der Privatautonomie aus Gründen des öffentlichen Interesses (externe Gründe). Zu den externen Gründen zählen die von der allgemeinen Meinung zur Begründung der Unverbindlichkeit angeführten Eigenschaften des Spiels (Gefährlichkeit, Unsittlichkeit etc.). Der nachfolgend zu entwickelnde vertragsinterne Ansatz will dagegen versuchen, die Unverbindlichkeit frei von jeder rechtspolitischen und moralischen Bewertung bereits auf den Willen der Parteien und die Grundstrukturen der Vertragsautonomie selbst zurückzuführen. Die Analyse des Willens der Parteien geht dessen Bewertung anhand externer Kriterien gedanklich voraus. Ein rein vertragsrechtlicher Ansatz könnte außerdem am besten erklären, warum der Spielvertrag, soweit überschaubar, in allen wichtigen Rechtsordnungen unabhängig vom politischen System unwirksam ist. Ausgangspunkt der Überlegungen ist die allgemeine Erkenntnis von der besonderen Natur des Vertragszwecks beim Spiel.<sup>265</sup> Der Begriff des Vertragszwecks trägt beide genannten Kategorien von Unverbindlichkeitsgründen in sich: Den externen, rechtspolitischen Mängeln entspricht der ungesetzliche oder unsittliche Vertragszweck (§§ 134, 138 BGB), den vertragsinternen Mängeln der bereicherungsrechtliche Begriff des Leistungszwecks (privatautonome „causa“). Die „causa“ des Austauschvertrags ist der Inbegriff der Zwecke, zu denen die Parteien die beiderseitigen Leistungen austauschen.

### *aa. Leistung und causa*

Eine Leistung, verstanden als bewusste zweckgerichtete Vermehrung fremden Vermögens,<sup>266</sup> benötigt eine causa, damit sie dauerhaften Bestand hat und der Leistende sie nicht vom Leistungsempfänger zurückfordern kann (§ 812 I 1 Fall 1, 812 I 2 Fall 2 BGB). Die causa einer Leistung ist der Rechtsgrund für das Behaltendürfen der in dieser Leistung liegenden Vermögensvermehrung (§ 812 BGB).<sup>267</sup> Die bewusste zweckgerichtete Vermögensvermehrung i.S. des Leistungsbegriffs kann tatsächlicher oder rechtlicher Natur sein. Sie schließt die Entstehung einer Forderung ein. Die rechtsgeschäftliche

265 S.o. Abschn. a., S. 136 ff.

266 St. Rspr., siehe nur BGH 2.11.1988 - IVb ZR 102/87, BGHZ 105, 365, unter 2.a.

267 Vgl. *Larenz/Canaris*, S. 136: Der Rechtsgrund [i.S. von § 812 BGB] sei als „Behaltensgrund“ zu verstehen.

Begründung einer Forderung im sog. Verpflichtungsvertrag ist somit eine Leistung an den Gläubiger, die einer *causa* bedarf.<sup>268</sup> Für abstrakte Schuldverträge stellen dies die §§ 812 II BGB sowie 518 I 2 BGB ausdrücklich klar. Für sog. „kausale“ Schuldverträge (Prototypen: gegenseitiger Vertrag, Schenkungsversprechen) wird dieser Zusammenhang im Gesetz nicht besonders hervorgehoben, weil sie bereits ihrer Natur nach ihren Zweck in sich tragen.<sup>269</sup> Implizit lässt sich die Notwendigkeit einer *causa* dort aber aus der synallagmatischen Verknüpfung der gegenseitigen Leistungspflichten bzw. aus der Einrede des Notbedarfs (§ 519 BGB) und dem Rückforderungs- oder Widerrufsrecht nach den §§ 528, 530 BGB erkennen.

Ohne *causa* kann der Verbindlichkeit aus einem Verpflichtungsvertrag die Einrede der Bereicherung (§§ 821 bzw. 242 BGB<sup>270</sup>) entgegengehalten werden, sofern nicht ausnahmsweise § 818 III BGB eingreift. Die Verbindlichkeit braucht dann nicht erfüllt zu werden und ist insofern, soweit sich der Schuldner darauf beruft, faktisch unwirksam. Die bereicherungsrechtliche *causa* einer Leistung, also auch der Begründung einer Verbindlichkeit kann sowohl eine gesetzliche als auch eine privatautonome Vermögenszuweisung bilden. Privatautonome Zuweisung und damit gültige *causa* ist jede Leistungszweckabrede, deren Ziel erreicht wurde bzw. noch erreichbar ist (vgl. § 812 I 2 a.E. BGB). Leistungen, deren vereinbarter Zweck verfehlt wurde, sind dagegen kondizierbar, können also zurückverlangt werden. Das betrifft vor allem die Fälle der Leistungskondition bei unwirksamem Kausalgeschäft (§ 812 I 1 Fall 1). An einem Rechtsgrund mangelt es dort, weil die erbrachten Leistungen dem Zweck der Erfüllung entsprechender schuldrechtlicher Verpflichtungen dienen und weil genau diese Verpflichtungen wegen der Unwirksamkeit des Geschäfts gar nicht bestanden. Die Kondizierbarkeit bei Zweckverfehlung gilt aber auch bei Leistungen, die in der Begründung einer Verbindlichkeit bestehen. Für zweiseitige Geschäfte mit Austauschzweck kommt dieser Gedanke beispielsweise in der Sonderregelung des § 323 I 1 BGB und des § 306 BGB<sup>271</sup> zum Ausdruck.

Der Inhalt der Leistungszweckabrede richtet sich grundsätzlich nach den tatsächli-

268 *Flume*, S. 159: Das Versprechen einer Leistung bedürfe „grundsätzlich über das bloße »Versprechen« hinaus eines Rechtsgrundes“, der es rechtfertige, „dass dem Versprechensempfänger ein Rechtsanspruch auf Grund des Versprechens gegen den Versprechenden“ zustehe.

269 Vgl. *Flume*, S. 170: Die *causa* des schuldrechtlichen Kausalgeschäfts sei „nichts anderes als der Inhalt“ dieses Vertrags; *ders.*, S. 171: *Causa* der durch den kausalen Schuldvertrag vereinbarten Forderungen sei „stets das Kausalgeschäft in seiner Gesamtheit“. Nicht verwechselt werden darf die Frage nach der *Causa* des schuldrechtlichen Verpflichtungsgeschäfts mit der durch das Abstraktionsprinzip entstehenden, zusätzlichen Frage nach der *Causa* der nachfolgenden Verfügungsgeschäfte, die auf Erfüllung der Verpflichtungen aus dem Schuldvertrag gerichtet sind (vgl. *Flume*, S. 169 f.).

270 Vgl. MünchKomm-Lieb, § 821, Rz. 2, zum hier nicht zu entscheidenden Streit über den Anwendungsbereich des § 821 BGB im Verhältnis zu den allgemeinen Vorschriften (§ 242 BGB).

271 Vgl. *Flume*, S. 171: *Causa* des kausalen Schuldvertrags sei stets das Kausalgeschäft in seiner Gesamtheit. Wenn deshalb eine der vereinbarten Leistungen unmöglich sei, entstehe „nicht nur nicht die Forderung auf diese Leistung“, sondern der „Vertrag im Ganzen“ sei nichtig (§ 306). Der Grund hierfür liegt in dem Umstand, dass der Zweck der Gegenleistungspflicht mit dem Wegfall

chen Zweckvorstellungen des Leistungsempfängers und des Zuwendenden im Zeitpunkt der Leistung.<sup>272</sup> Nur soweit diese Vorstellungen nicht übereinstimmen, ist für die Auslegung des Inhalts der Zweckbestimmung nicht der innere Wille des Leistenden, sondern - ebenso wie bei der objektiven Auslegung von Willenserklärungen - der Blickwinkel eines objektiven Leistungsempfängers unter Berücksichtigung der Besonderheiten der betroffenen Verkehrskreise auf beiden Seiten des Vertrags (z.B. Privatanleger<sup>273</sup>) maßgebend.<sup>274</sup> Vereinbart werden kann grundsätzlich jede Art von Zweck, soweit er nicht gesetzes- oder sittenwidrig ist. Die möglichen Zweckbestimmungen für Vermögenszuwendungen lassen sich in zwei Gruppen einteilen, nämlich die uneigennütigen (z.B. die typische Schenkung) und die eigennütigen. In letzterem Fall leistet der Zuwendende zu dem Zweck, hierdurch (per Saldo) aus seiner Sicht irgendeinen Vorteil zu bewirken. Dieser kann, aber muss nicht notwendigerweise in einer Gegenleistung bestehen.<sup>275</sup>

Der Leistungsaustausch im (synallagmatischen oder nicht synallagmatischen) Austauschvertrag ist Prototyp einer eigennütigen privatautonomen causa. Austauschverträge sind Verträge, die auf den wechselseitigen Leistungsaustausch gerichtet sind.<sup>276</sup> Vereinbarter Zweck der beiderseitigen Leistungen ist beim gegenseitigen, synallagmatischen Austauschvertrag für beide Parteien der (bereits eingetretene oder noch einzutretende) Erhalt der Gegenleistung. Die Leistung wird jeweils um der Gegenleistung Willen erbracht (do ut des), weil diese Gegenleistung dem Leistenden auf beiden Seiten des Vertrags subjektiv jeweils mehr wert ist als die eigene Leistung. Zweck und Grund für das Erbringen der eigenen Leistung ist der *subjektive Mehrwert* der Gegenleistung.<sup>277</sup> Ist die in Aussicht stehende Gegenleistung weniger wert oder nur gleichwertig, besteht aus

---

der Leistungspflicht ebenfalls nicht mehr erfüllt werden kann.

272 Vgl. BGH 10.3.1993 - XII ZR 253/91, BGHZ 122, 46, unter 3.c.: Für den bereicherungsrechtlichen Leistungsbegriff komme es „entscheidend auf die tatsächlichen Zweckvorstellungen des Zahlungsempfängers und des Zuwendenden im Zeitpunkt der Leistung“ an; ebenso bereits BGH 2.11.1988 (Fn. 266).

273 Hierzu unten 2.a.aa., S. 150 ff.

274 BGH 10.3.1993 (Fn. 272), unter 3.c.: „Objektive Betrachtungsweise aus der Sicht des Zahlungsempfängers“.

275 Bsp. (nach Palandt-Thomas, § 812 BGB, Rz. 70, m.w.N.): Erfüllung einer vertraglichen Pflicht; Erfüllung einer sittlichen oder Anstandspflicht; Förderung einer ehelichen oder eheähnlichen Lebensgemeinschaft.

276 Zum Begriff des Austauschvertrags siehe Palandt-Heinrichs, Vor § 320 BGB, Rz. 7: Die für den Austauschvertrag wesentliche Verknüpfung von Leistung und Gegenleistung brauche nicht notwendigerweise synallagmatisch i.S. der §§ 320 ff. BGB ausgestaltet zu sein. Möglich sei auch eine „konditionelle“ (vgl. Maklervertrag) oder „kausale“ (vgl. § 812 I 2 Fall 2 BGB) Verbindung. Bei der kausalen Verbindung verfolge die eine Partei den von der anderen Partei gebilligten Zweck, mit ihrer Leistung die andere Partei zur Erbringung der an sich nicht geschuldeten Leistung zu veranlassen. Möglich sei es, den mit der Leistung bezweckten Erfolg zum Inhalt eines gegenseitigen Vertrags zu machen. Vgl. auch Larenz/Wolf, § 23, Rz. 126, der Austauschverträge ökonomisch über den Güteraustausch definiert.

277 Vgl. zum subjektiven Mehrwertprinzip Kötz, FS Drobniig (1998), 563, 566, in Bezug auf den Kaufvertrag: Jede Partei lege der zu erhaltenden Leistung zumindest subjektiv einen *höheren* „Wert“ zu als der selbst zu erbringenden Leistung.

der Sicht einer eigennützigen orientierten Partei kein ausreichender Grund, sich auf einen Leistungsaustausch einzulassen.<sup>278</sup>

Allerdings tritt beim synallagmatischen Austauschvertrag als Besonderheit des deutschen Rechts das Trennungs- und Abstraktionsprinzip mit seiner Unterscheidung zwischen kausalem Verpflichtungs- und abstraktem Erfüllungsgeschäft zwischen Leistung und Austauschzweck.<sup>279</sup> Dieser Ansatz bewirkt, dass Leistungszweck der gegenseitigen Leistungshandlungen (Erfüllungsgeschäfte) nicht mehr unmittelbar der Erhalt der Gegenleistung ist, sondern die Erfüllung der Leistungspflicht aus dem Verpflichtungsgeschäft. Der Austauschzweck selbst wird nicht bei der Erfüllung, sondern auf der Ebene des Verpflichtungsgeschäfts (eigentlicher „Austauschvertrag“) angesiedelt. Es wäre aber verfehlt, die Austauschbeziehung beim synallagmatischen Austauschvertrag auf die beiderseitige Verpflichtung zu reduzieren und davon auszugehen, dass sich die eine Partei ausschließlich deshalb zur Erbringung ihrer Leistung verpflichtet, weil die Gegenseite im Gegenzug dasselbe tut. Die gegenseitige Verpflichtung der Parteien für sich alleine erfüllt beim Austauschvertrag in der Regel nicht den Austauschzweck.<sup>280</sup> Das gilt jedenfalls solange, wie der Austausch dieser Verpflichtungen als solcher für die Parteien über keinen eigenständigen, vom späteren Leistungsaustausch unabhängigen subjektiven Mehrwert verfügt.<sup>281</sup> Diese Frage ist anhand der Leistungszweckabrede zu beantworten, die der gegenseitigen Verpflichtung zugrunde liegt. Stimmt diesbezüglich der innere Wille der Parteien nicht überein, kommt es jeweils auf den objektiven Empfänger-, d.h. Gläubigerhorizont an.<sup>282</sup>

Trotz des Abstraktionsprinzips schlagen Störungen, die den Zweck des Austausches der tatsächlichen Leistungen betreffen, nach den Grundsätzen des sog. „funktionalen Synallagma“ auf die Wirksamkeit der gegenseitigen Pflichtbindung durch.<sup>283</sup> Sie beseitigen zwar nicht unmittelbar die causa der Leistungen, sondern zunächst nur die

278 Ungenau, weil die subjektive *Äquivalenz* von Leistung und Gegenleistung genügen lassend, die Rspr., z.B. BGH 13.6.1980 - V ZR 11/79, BGHZ 77, 359, 363, unter 2.a.: Das Abhängigkeitsverhältnis im Synallagma sei dadurch gekennzeichnet, dass jeder Vertragspartner seine Leistung „um der anderen willen“ verspreche und davon ausgehe, dass „die Leistung des anderen der seinen (mindestens) gleichwertig“ sei. Zust. Palandt-*Heinrichs*, Einf. v. § 320 BGB, Rz. 8: Die Vorstellung von der Äquivalenz der beiderseitigen Leistungen sei daher bei gegenseitigen Verträgen „i.d.R.“ Geschäftsgrundlage.

279 Siehe nur *Stadler*, S. 7 f., sowie rechtsvergleichend S. 24-45.

280 So aber *Kegel*, FS Mann (1977), 57, 62: Beim gegenseitigen Vertrag sei die causa der Verpflichtung die Verpflichtung des Gegners. Wie hier dagegen *Schmidt-Rimpler*, S. 26, 58: Bei allen synallagmatischen Verträgen werde die Leistung grundsätzlich „um der *Gegenleistung* willen“ und nicht bereits um des Versprechens der Gegenleistung willen gewährt [Hervorhebung im Original]. Vgl. auch Art. 1104 I des französischen code civil zum Begriff des Austauschvertrags („*contrat commutatif*“): „Il [le contrat] est commutatif lorsque chacune des parties s'engage à *donner ou à faire une chose* qui est regardée comme *l'équivalent* de ce qu'on lui *donne*, ou de ce qu'on *fait* pour elle [Hervorhebungen durch den Verf.]“.

281 S.u. 2., S. 146 ff., zu einer bestimmten Art „abstrakter“ Leistungsversprechen, die selbst als zweckerfüllende Leistung zu betrachten sind.

282 S.o. S. 140, bei Fn. 272.

283 Ebenso *Schmidt-Rimpler*, S. 58.

causa der Leistungspflichten. Dies sieht man für den synallagmatischen Austauschvertrag besonders deutlich bei § 323 BGB, wo die beiderseitigen Verpflichtungen erlöschen, wenn auf einer Seite die Erfüllung unmöglich wird. Mit dem Wegfall bzw. der Einredebehafetheit der Leistungspflichten entfällt in der Folge aber auch die causa der bereits erbrachten Leistungen. Der eigentliche, letztlich entscheidende Leistungszweck des dinglichen Erfüllungsgeschäfts ist also trotz der rechtsgeschäftlichen Aufspaltung der Transaktion in Verpflichtungs- und Erfüllungsgeschäft der (von beiden Seiten als vorteilhaft betrachtete) tatsächliche Gütertausch und nicht das Verpflichtungsgeschäft um seiner selbst Willen. Die Zwischenschaltung des Verpflichtungsgeschäfts bewirkt eine künstliche Trennung des Austauschzwecks von der Erfüllungshandlung. Sie ist nichts anderes als ein rechtstechnischer Mechanismus zum Schutz des Verkehrsinteresses bei bestimmten Mängeln der Vertragsbeziehung, der im Vergleich zu anderen Rechtstechniken in kausalen Rechtsordnungen eine besondere Flexibilität und Klarheit gewährleistet.<sup>284</sup>

### *bb. Causa des Spielvertrags*

Der Spielvertrag ist wie der Austauschvertrag (i.S. von Leistungsaustausch) ein gegenseitig verpflichtender und eigennütziger Vertrag. Der Zweck des Spiels ist auf beiden Seiten das Erzielen eines Vorteils. Angestrebter Vorteil ist im Normalfall der Spielgewinn, nicht etwa aber bereits die bloße Gewinnchance, also die Hoffnung auf diesen Gewinn.<sup>285</sup> Im Gegensatz zum (normalen) Austauschvertrag ist der Spielvertrag aber nicht auf einen Austausch von Leistungen gerichtet, der von beiden Seiten gleichermaßen als vorteilhaft betrachtet wird. Bei Spielen mit symmetrischer Risikostruktur kommt es überhaupt nicht zu einem Austausch, sondern nur zu einer einseitigen Leistung des jeweiligen Verlierers bei Fälligkeit. Dasselbe gilt bei Spielen mit asymmetrischer Risikostruktur (Optionscharakter) für diejenige Partei, die bei Vertragsschluss den Spieleinsatz geleistet hat, für den Fall, dass sie verliert. Gewinnt sie, erhält sie zwar bei Fälligkeit eine Leistung der verlierenden Gegenseite („Stillhalter“), so dass man, wenn man den Spieleinsatz in die Betrachtung einbezieht, von einem „Austausch“ sprechen könnte.<sup>286</sup> Dieser Austausch ist aber nur aus der Sicht des Gewinners vorteilhaft. Aus der Sicht des Verlierers ist er nachteilig und deshalb hätte dieser den Vertrag gar nicht abgeschlossen, wenn er den Ausgang den Spiels im Voraus gekannt hätte.

284 Stadler, S. 728-738.

285 Der Sonderfall von Spielverträgen mit liquidem Sekundärmarkt, etwa im Rahmen einer Lotterie mit (z.B. börsennotierten) Gewinnscheinen, soll hier einmal außer Betracht bleiben. Hier wäre es denkbar, dass der Spieler den wirtschaftlichen Erfolg seiner Geldleistung (Einsatz) bereits im Erwerb des Gewinnscheins verwirklicht sieht und es ihm gleichgültig ist, wie das Spiel ausgeht.

286 Zu den Besonderheiten der „Spiele“, bei denen der „Gewinn“ im Abschluss eines günstigen Umsatzgeschäfts besteht (derivateähnliche Geschäfte), s.u. bei 2.a.bb. S. 154 f., und 3., S. 164.

Die *Besonderheit* des Spielvertrags besteht also in dem Umstand, dass sich zwar beide Parteien wie beim normalen Austauschvertrag gegenseitig verpflichten (nämlich stochastisch bedingt zur Leistung des Gewinns bzw. unbedingt zur Leistung des Einsatzes), *um* aus der dinglichen Erfüllungsleistung der Gegenseite (z.B. Auszahlung des Gewinns) einen Vorteil zu ziehen (Leistungszweck),<sup>287</sup> dass aber wegen der Struktur der gegenseitigen Leistungspflichten die gleichzeitige Erfüllung dieses Leistungszwecks auf beiden Seiten per se unmöglich ist. Die verlierende Partei wird beim Spiel notwendigerweise immer in ihrer Leistungszweckbestimmung enttäuscht. Daran ändert sich nichts dadurch, dass man auf *causa*-Ebene den Verpflichtungsvertrag dazwischenschaltet mit dem Effekt, dass man als unmittelbare *causa* der Erfüllungsleistung nicht das Erzielen eines Gewinns, sondern die Erfüllung der Verpflichtung aus dem Spielvertrag betrachtet. Denn der Zweck der Gewinnerzielung ist dann jedenfalls *causa* der gegenseitigen *Leistungsverpflichtungen*. Es würde am Parteiwillen vorbeigehen, beim Spielvertrag den Austausch der gegenseitigen Verpflichtungen der Spieler als solchen als Leistungszweck zu betrachten.<sup>288</sup> Die Leistungsverpflichtungen haben für die Parteien nämlich im Vergleich zu ihrer Absicht der Gewinnerzielung keinen Eigenwert. Sie sind nur rechtstechnisches Vehikel zum Erreichen dieses Ziels.<sup>289</sup>

Dementsprechend kann die verlierende Vertragsseite beim Spiel grundsätzlich ihre eigene Verpflichtungserklärung wegen Zweckverfehlung kondizieren.<sup>290</sup> Dabei kann sie in den Grenzen des § 818 III entweder die Erfüllung ihrer Leistungsverpflichtung verweigern (§ 821 BGB)<sup>291</sup> oder, wenn sie bereits geleistet hat (Einsatz, Gewinnauszahlung), die Leistung zurückfordern (§ 812 I 1 Fall 1, I 2 a.E. BGB). Anders ist es

287 S.o. Abschn. aa., S. 141, zu der Erkenntnis, dass beim normalen Austauschvertrag nicht die Leistungspflichten, sondern die Leistungen selbst zueinander im Synallagma stehen.

288 Für das französische Vertragsrecht in dieselbe Richtung gehend *Capitant*, S. 52: Die *causa* aleatorischer Verträge sei „komplexer“ als bei den Austauschverträgen. Beim Spielvertrag verpflichte sich der Spieler, *weil er hoffe, Glück zu haben*. Dies sei der *vorrangige Grund seiner Verpflichtung*, zu dem „wie in jedem synallagmatischen Vertrag“ die Berücksichtigung der von der Gegenseite übernommenen Verpflichtung trete [Hervorhebungen durch den *Verf.*].

289 Insofern undifferenziert, weil alle Risikoverträge über einen Leisten schlagend, Art. 1104 II des französischen *code civil*: „Lorsque l' *équivalent* consiste dans la *chance* de gain ou de perte pour chacune des parties, d'après un événement incertain, le contrat est *aléatoire*“ [Hervorhebungen durch den *Verf.*]. Der Begriff des „*contrat aléatoire*“ wird in Art. 1964 *code civil* weit definiert und umfasst neben dem unwirksamen Spiel (Art. 1965 *code civil*) auch den Versicherungsvertrag, die Leibrente sowie das Risikodarlehen.

290 Dieser Erklärungsansatz für die „Unvollkommenheit“ des Spiels lässt sich durchaus mit der von *Großfeld/Rothe* (ZVglRWiss 98 (1999), 209, 222-224) beschriebenen rechtsgeschichtlichen Beobachtung vereinbaren, wonach der Spielvertrag bei den Germanen ursprünglich „verbindlich“ war und erst mit der Christianisierung und dem damit verbundenen „Wandel zur Rationalität“ als Ausdruck „unvernünftigen Handelns“ unklagbar wurde. Dazu braucht man den Spielvertrag nämlich nicht als „Teufelswerk“ zu interpretieren. Die allgemeine Kondizierbarkeit von Leistungen, deren Zweck verfehlt wurde, lässt sich ebenso als Ausdruck des Vernunftgedankens begreifen.

291 Vgl. *Erman-Westermann*, § 821, Rz. 2 (m.w.N.): Die Einrede des § 821 BGB sei an die Grenzen des § 818 III BGB gebunden. Die Einrede wirke also insoweit nicht, wie der Gläubiger Aufwendungen gemacht, Gegenleistungen bewirkt oder Schäden erlitten habe. Beim Spielvertrag dürften diese Fälle außerhalb der §§ 818 IV, 819, 820 BGB kaum vorstellbar sein.

nur, wenn sie die Zweckbestimmung nachträglich ändert, z.B. zugunsten der Erfüllung einer moralischen Verpflichtung („Ehrenschild“).<sup>292</sup> Die fehlende Klagbarkeit von Spielverbindlichkeiten, wie sie § 762 I 1 BGB anordnet, ist somit aus der Sicht des allgemeinen Vertragsrechts eine Selbstverständlichkeit. Sie beruht letztlich auf der Widersprüchlichkeit und Inkompatibilität der beiderseitigen Leistungszweckbestimmungen.<sup>293</sup> Insofern könnte man auch von einer „hinkenden“, nämlich nur einseitig wirksamen causa des Spielvertrags sprechen. Der Gedanke des unvollkommenen Austauschs und der hinkenden causa lässt sich im Übrigen auch außerhalb des Spielvertrags nutzbar machen. So erklärt er beispielsweise die von der Rechtsprechung festgestellte Unwirksamkeit einer Vereinbarung, derzufolge die Leistung durch einen der Vertragsschließenden (§ 315 BGB) oder einen Dritten (§ 319 BGB) nicht etwa nach billigem oder freiem Ermessen, sondern willkürlich bestimmt werden kann.<sup>294</sup> Das Kriterium der beiderseitigen Spielabsicht, angeblich subjektive Tatbestandsvoraussetzung des Spiels,<sup>294a</sup> ist nichts anderes als Ausdruck der zum Scheitern verurteilten Spiel-*causa*, d.h. des beiderseitigen Willens zum Erzielen eines Gewinns aus dem Geschäft. Die wirtschaftliche Berechtigung von (echten)<sup>294b</sup> Differenzgeschäften wird üblicherweise als Indiz für das Fehlen der Spielabsicht begriffen und führt zum Ausschluss des Spiel- bzw. Differenzeinwands.<sup>295</sup> Vertragsrechtlich betrachtet bewirkt sie, dass das Geschäft aus der Sicht betreffenden Vertragsseite seinen Zweck (z.B. Hedging einer offenen Position) unabhängig von der späteren Verwirklichung des aleatorischen Elements erfüllt. Zu einem Scheitern der Vereinbarung kommt es deshalb anders als bei gewöhnlichen Spielen

292 Siehe gleich weiter unten im Text, S. 145.

293 Vgl. *Boulat/Chabert*, S. 44 f., die für das französische Recht den Rechtsgrund der Unverbindlichkeit des Spiels unter Hinweis auf die Art. 1104, 1964 code civil (hierzu oben Fn. 289) ebenfalls in der Natur des vereinbarten Leistungszwecks („cause de l’ obligation“) erblicken, ohne diesen Gedanken freilich zu vertiefen: Die „cause de l’ obligation“ sei das Instrument zur Unterscheidung zwischen [gemeint ist: unverbindlichen] „contrats aléatoires“ und „contrats commutatifs“. Die „cause de l’ obligation“ ist in der französischen Rechtsterminologie von der „cause du contrat“ der Art. 1131 ff. code civil abzugrenzen, bei der es sich um den Inbegriff vertragsrechtlicher Unwirksamkeitsgründe handelt, die außerhalb der synallgmatischen Verknüpfung von Leistung und Gegenleistung liegen.

294 BAG 16.3.1982 - 3 AZR 1124/79, DB 1982, 1939, unter 4.a.; anders BGH 10.7.1981 - V ZR 51/80, NJW 1982, 31, wo die Frage, „ob das Bestimmungsrecht bei einer etwa der Willkür des Beklagten überlassenen Ausübung mit § 138 BGB vereinbar wäre“, offen gelassen wird; vgl. im französischen Vertragsrecht das Wirksamkeitserfordernis des „prix déterminé“ nach Art. 1129 I code civil („La quotité de la chose peut être incertaine, pourvu qu’elle puisse être déterminée“), dem der Gedanke zugrunde liegt, dass ein gegenseitiger Vertrag nicht wirksam sein kann, wenn die eine Seite die Bestimmung der Art oder des Umfangs der zu empfangenden Gegenleistung allein und ohne gerichtliche Kontrolle der Gegenseite überlässt. Hierzu Com 12.12.1989, Bull. IV, no. 318: Die Elemente zur Bestimmung der Menge der geschuldeten Sache dürften nicht vom Willen einer der Parteien abhängen.

294a Siehe z.B. MünchKomm-*Habersack*, § 762 BGB, Rz. 6. Der *Autor* verweist zur Begründung auf die „Struktur des Spiel- und Wettvertrags als einseitig verpflichtender Vertrag mit noch offener Besetzung der Schuldner- bzw. Gläubigerseite“ sowie auf § 764 S. 2 BGB, wo es aber nicht um die Spiel-, sondern um die Differenzzielungsabsicht geht.

294b Zum nichtaleatorischen Charakter *unechter* Differenzgeschäfte s.u. B.I.3., S. 165, bei Fn. 379.

295 S.o. A.I.2.a., S. 109, bei Fn. 113.

nicht schon von vornherein und zwangsläufig, sondern erst dann, wenn die Gegenseite ihrerseits keine wirtschaftlich berechtigten Ziele verfolgt, also „spielt“ und obendrein verliert. Im Allgemeinen wird zwar pauschal behauptet, der Differenzeinwand finde keine Anwendung, „wenn das betreffende Geschäft einem wirtschaftlich berechtigten Zweck“ diene;<sup>295a</sup> tatsächlich erklärte die Rechtsprechung Differenzgeschäfte in der Vergangenheit aber bereits dann für unverbindlich, wenn sie auf Anlegerseite der Spekulation dienten und schief gingen, ohne zusätzlich noch zu prüfen, ob sie vielleicht auf Seiten des Finanzinstituts gehedgt oder in sonstiger Weise wirtschaftlich berechtigt waren.<sup>295b</sup>

Der Ausschluss der Rückforderung des „auf Grund des Spiels“ Geleisteten (§ 762 I 2 BGB) spricht nicht gegen die hier entwickelte Konzeption des Spielvertrags. Leistet der Spieler den Gewinn im Bewusstsein, dass er verloren hat, tut er dies nicht in der untauglichen Absicht, einen Gewinn zu erzielen, sondern zur Erfüllung seiner Spielschuld. Weiß er hierbei, dass er die Spielschuld wegen der Einrede der Bereicherung nicht zu erfüllen braucht bzw. ist ihm diese Frage gleichgültig und versteht er die Spielschuld primär als moralische Verpflichtung, ist die Erfüllungsleistung kausal (§ 814 BGB). Der Auszahlung des Gewinns liegt dann nämlich eine entsprechende selbständige, also vom Spielvertrag verschiedene und nicht etwa gescheiterte, sondern erfüllte Leistungszweckabrede zugrunde (vgl. § 812 I 2 Fall 2 BGB), die den Rechtsgrund für das Behaltendürfen des Spielgewinns bildet. Dem widerspricht nicht, dass die Rechtsprechung § 762 I 2 BGB selbst dann für einschlägig hält, wenn in Unkenntnis des Umstandes geleistet wurde, dass es sich um eine Spielschuld handelt.<sup>296</sup> Im Gegensatz hierzu soll zwar bei § 814 BGB jeder Tatsachen- und Rechtsirrtum den Ausschluss der Anwendbarkeit der Norm nach sich ziehen;<sup>297</sup> der Spieler selbst wird sich außerhalb der Fälle der §§ 104 Nr. 2, 105 II BGB aber kaum auf Unkenntnis berufen können - weder im Hinblick auf die Tatsache des Spiels noch bezüglich der Zweckverfehlung des Spielvertrags. Und wer sich der Zweckverfehlung bewusst ist, weiss in der Regel - zumindest in laienmäßiger Parallelwertung - auch, dass er die Leistung verweigern darf. Die Situation einer Leistung in Unkenntnis der Spielschuld dürfte also nur in solchen Fällen denkbar sein, wo ein Dritter vor Auszahlung des Gewinns Rechtsnachfolger des Verlierers wird. Hier aber ist der sachgerechte dogmatische Ansatz zur Begründung der Rechtsfolge des § 762 I 2 BGB nicht eine mehr oder weniger diffuse Vorstellung von einer „unvollkommenen“, aber rechtlich eben doch nicht völlig bedeutungslosen Spiel-

295a Siehe für alle *König*, in: Ebenroth/Boujong/Joost, Allgem. Bankvertrag VIII, Rz. 28.

295b Siehe die Nachweise oben A.I.2.b., S. 112, bei Fn. 133 ff.

296 RG 27.2.1935 - V 350/34, RGZ 147, 149, 153, zur Leistung durch den Erben; ebenso bereits Mot., S. 644, bei *Mugdan*, Bd. II, S. 360; weitere Nachweise bei *Staudinger-Engel*, § 762 BGB, Rz. 17. Zur Vorschrift des § 55 BörsG, die im Anwendungsbereich des Börsentermineinwands funktionell dem § 762 I 2 BGB entspricht, siehe BGH 18.4.1989 - XI ZR 133/88, BGHZ 107, 192, unter II.2.d. (m.w.N.): Dass der nicht termingeschäftsfähige Schuldner das Bewusstsein der Unverbindlichkeit habe, setze § 55 BörsG nicht voraus.

297 Palandt-Thomas, § 814, Rz. 3 m.w.N.

verbindlichkeit, sondern der Gesichtspunkt der Wissenszurechnung bei Rechtsnachfolge.<sup>298</sup>

Leistet einer der Spieler den Einsatz (Spiel mit asymmetrischer Risikostruktur) oder eine Anzahlung<sup>299</sup> (Spiel mit symmetrischer Risikostruktur), noch bevor sich das Spiel entschieden hat, geschieht dies in der Regel zu dem Zweck, einen Gewinn zu erzielen. Verliert er das Spiel, scheitert der Zweck der erbrachten *dinglichen* Leistungen. Für diese ist die Lage in Bezug auf die *causa* nicht anders als für die *schuldrechtliche* Leistung in Gestalt der eigenen stochastisch bedingten Leistungsverpflichtung beim symmetrischen Spiel bzw. bei der „Stillhalterposition“ des asymmetrischen Spiels. Das dingliche Geschäft ist dann zwar jeweils aufgrund des Abstraktionsprinzips wirksam, wegen der Zweckverfehlung aber kondizierbar. Zurückgefordert werden kann der Einsatz bzw. die Anzahlung nach den Kriterien des allgemeinen Vertragsrechts nur dann nicht, wenn sich die Leistung des Spielers ausnahmsweise i.S. einer alternativen Leistungszweckabrede dahingehend auslegen lässt, dass er sie, sollte er wider Erwarten verlieren, als Begleichung einer Ehrenschild betrachten will (vgl. § 814 BGB). Die herkömmliche Meinung zur Behandlung von Spieleinsätzen, Optionsprämien und von als Vorauserfüllung gewährten Einschüssen als „Leistung aufgrund des Spieles“ nach § 762 I 2 BGB bzw. als Leistung „aufgrund des Geschäfts“ nach der börsenrechtlichen Parallelnorm des § 55 BörsG widerspricht dieser Erkenntnis,<sup>300</sup> aber auch ihren eigenen Prämissen zur Ratio des Spieleinwands. Denn wenn schon der Rechtsgrund für die Unverbindlichkeit des Spiels dessen Gefährlichkeit und damit das öffentliche Interesse am Schutz des Spielenden vor sich selbst sein soll, ist nicht einzusehen, warum Letzterer gerade dann weniger schutzwürdig sein sollte, wenn sich die Gefahr, vor der er geschützt werden sollte, tatsächlich realisiert hat.

## 2. Börsentermingeschäft

Im Folgenden soll untersucht werden, ob und inwieweit sich der Börsentermineinwand der §§ 52 f. BörsG mit seinen komplexen Tatbestandsvoraussetzungen und Rechtsfolgen in das vorstehend entwickelte Erklärungsmodell (im folgenden: „*causa*-Modell“) für die fehlende Klagbarkeit des Spielvertrags einordnen lässt. Die Betrachtung beginnt mit der Suche nach dem dogmatischen Hintergrund der Nichtanwendbarkeit (§ 58 BörsG) des Spieleinwands auf Börsentermingeschäfte zwischen Kaufleuten untereinander bzw.,

298 Zur grundsätzlichen Anwendbarkeit des § 166 I BGB auf vergleichbare Tatbestände der Wissenszurechnung siehe BGH 24.1.1992 - V ZR 262/90, BGHZ 117, 104, 106, unter II.3.a.

299 Zur zivilrechtlichen Einordnung von „*margins*“ s.o. 1. Kapitel, B.I.2.b., Fn. 155.

300 Vgl. zu § 762 I 2 BGB Palandt-*Sprau*, § 762 BGB, Rz. 6 (Spieleinsatz); OLG Düsseldorf 15.2.1982 - 5 U 174/81, WM 1982, 751 (Einschuss auf Warenterminfestgeschäft). Vgl. zu § 55 BörsG BGH 13.12.1982 - II ZR 63/82, BGHZ 86, 115 (Einschuss auf Warenterminfestgeschäft); ebenso BGH 13.7.1987 - II ZR 280/86, BGHZ 101, 296, unter IV.2.a.; BGH 22.10.1984 - II ZR 262/83, BGHZ 92, 317 (Zahlung einer Optionsprämie).

unter den besonderen Voraussetzungen des Informationsmodells, zwischen Finanzinstituten und Privatanlegern („Einschränkungseffekt“, unten a.). Dabei wird sich erweisen, dass sich Börsentermingeschäfte wegen ihrer finanzwirtschaftlichen Eigenschaften wesentlich von Spielverträgen unterscheiden. Anschließend ist zu überprüfen, weshalb nach dem Börsentermineinwand andererseits selbst solche Geschäfte unwirksam sein können, die keine Spiele sind und nicht einmal aleatorischen Charakter aufweisen („Ausweitungseffekt“, unten b.). Weiter ist zu untersuchen, wie sich der Börsentermineinwand in Gestalt des Informationsmodells in die bestehende Dogmatik der vertraglichen Informationspflichten einordnen lässt („Informationsobliegenheit“, unten c.). Zum Schluss folgt eine kritische Auseinandersetzung mit dem Begriff des Börsentermingeschäfts (unten d.).

### *a. Einschränkungseffekt*

Nachfolgend wird gezeigt, dass sich der Einschränkungseffekt des Börsentermineinwands vertragsrechtlich mit Hilfe des vorstehend entwickelten *causa*-Modells deuten lässt, weil Börsentermingeschäfte im Gegensatz zu Spielen nicht etwa eine hinkende, sondern eine vollkommene Austausch-*causa* besitzen. Ausgangspunkt der Überlegungen ist die Feststellung, dass alle bislang von der Rechtsprechung als Börsentermingeschäfte betrachteten Verträge *Derivate*, *derivateähnliche Verträge* oder *Sekundärgeschäfte* über den Erwerb von (verbrieften) *Derivaten* sind.<sup>301</sup>

#### *aa. Derivate*

Stochastisch bedingte Forderungen aus *Derivaten* unterscheiden sich von Forderungen aus *Spielverträgen* durch ihre jederzeitige Bewertbarkeit. Sie verfügen bereits bei Vertragsschluss über einen, wenn nicht empirisch ermittelbaren, so doch wenigstens theoretisch errechenbaren (objektiven) Marktwert, der jederzeit am Termin-, zumindest aber am Kassamarkt realisiert werden kann.<sup>302</sup> Ferner eignen sich stochastisch bedingte Ansprüche aus *Derivaten* als Bausteine kombinierter Positionen im Rahmen des *Financial Engineering* und *Hedging*. Diesen Umständen verdankt die Einschränkungsfunktion des Börsentermineinwands gegenüber dem *Spieleinwand* ihre dogmatische Rechtfertigung.

Die Werthaltigkeit stochastisch bedingter Forderungen und ihre Eignung zur Ver-

301 S.o. A.I.1.b., S. 94 f.

302 Die *Warenkassa-* und *-terminmärkte* stehen den *Finanzmärkten* in Bezug auf ihre *Liquidität* nach (s.o. 1. Kapitel, A.V.2.a., S. 24). Dies ist der Grund für die strengere rechtliche Behandlung der *Warentermingeschäfte* in der Vergangenheit. Vgl. etwa die erst 1994 durch das 2. *FinMFG* aufgehobene Vorschrift des § 68 *BörsG* mit dem strengen *Differenzeinwand* speziell für *Termingeschäfte* in *Getreideerzeugnissen*, die angesichts der nunmehr ausreichenden *Liquidität* auf dem inzwischen weltweiten Markt gerechtfertigt ist.

wendung als finanzwirtschaftliche Bausteine verleiht ihnen aus der Sicht ausreichend qualifizierter Gläubiger<sup>303</sup> einen abstrakten Charakter und macht sie in ihrem subjektiven Mehrwert unabhängig von den möglichen, aber unsicheren Erfüllungsleistungen, die sie versprechen. Das ist der Schlüssel zum Verständnis des Börsentermineinwands: Bei Derivaten ist es im Unterschied zum Spiel nicht die (unsichere) Erfüllung des stochastisch bedingten Leistungsversprechens des Vertragspartners, derentwegen sich die Vertragsparteien verpflichten. Der Vertrag wird vielmehr um der stochastisch bedingten Zahlungsverpflichtung der anderen Seite selbst willen abgeschlossen.<sup>304</sup> Die Gegenleistung kann in der Zahlung eines bestimmten Geldbetrags (Option) oder aber in einer eigenen stochastisch bedingten Verpflichtungserklärung (Future/Forward, Swap) bestehen. Der stochastisch bedingte Zahlungsanspruch ist im derivativen Vertrag mehr als nur rechtstechnischer Zwischenschritt zur Bedürfnisbefriedigung. Er ist selbst zweckerfüllende Leistung.<sup>305</sup> Ein insoweit<sup>306</sup> ähnlicher Ansatz ist für den Versicherungsvertrag bereits in Gestalt der Theorie der Gefahrtragungspflicht vertreten worden, freilich unter Postulierung zusätzlicher Pflichten des Versicherers zur Organisation seiner Zahlungsbereitschaft und ohne den Zusammenhang mit dem Spieleinwand offenzulegen.<sup>307</sup>

Bei Derivaten mit *symmetrischer* Risikostruktur verpflichten sich dementsprechend beide Vertragsseiten *allein* deshalb gegenseitig, weil sich die Gegenseite ebenfalls stochastisch bedingt verpflichtet und diese Verpflichtung einen objektiven, jederzeit realisierbaren Wert hat. Der von der einen Partei mit der Leistung angestrebte Erfolg (Leistungszweckbestimmung) ist in diesem Falle unabhängig von der späteren Entwicklung der mit der eigenen Leistungsverpflichtung und dem Leistungsanspruch

303 Hierzu näher weiter unten im Text (S. 149 ff.).

304 Vgl. *Schmidt-Rimpler*, S. 26: Bei synallagmatischen Verträgen werde die Leistung „um der Gegenleistung willen gewährt“. Nur dann könne sie um eines Versprechens willen gewährt sein, „wenn es abstrakten Charakter“ habe, „da es alsdann als Leistung aufgefasst“ werde [Hervorhebungen im Original].

305 Vgl. *Schmidt-Rimpler*, S. 40: Das BGB erfordere für die Leistung keinesfalls, dass sie geschuldet sei (unter Hinweis auf §§ 241, 814 BGB).

306 Unterschiede bestehen allerdings im Hinblick auf den Umstand, dass die Vertreter der Theorie der Gefahrtragungspflicht neben der bedingten Pflicht des Versicherers noch weitere Vorbereitungs-handlungen (z.B. Bildung der Gefahrengemeinschaft) in das Synallagma aufnehmen wollen (vgl. *Schmidt-Rimpler*, S. 26).

307 *Bruck-Möller*, § 1 VVG, Anm. 41 ff.; *ders.*, Diskussionsbeitrag in: Rohrbeck (Hrsg.), S. 137-139: Danach erreicht der Versicherte seinen Zweck bereits mit der Gefahrtragung durch den Versicherer. Vgl. auch BGH 2.3.1994 - IV ZR 109/93, NJW 1994, 1534, unter 2.c., wo immerhin von der „dem Reisekrankenversicherer obliegenden Gefahrtragung“ die Rede ist. Kritisch *Schmidt-Rimpler*, S. 24 f.: Dieser Ansatz werde der Interessenlage des Versicherten bei Eintritt des Versicherungsfalles nicht gerecht; *Siebert*, in: Rohrbeck (Hrsg.), S. 125, 131, 134 f.: Die Gefahrtragung sei „kein Leistungsgegenstand“ i.S. der §§ 241 ff. BGB, sondern nur Folge der „bedingten Verpflichtung“; ebenso *J. Prölss*, in: Prölss/Martin, § 1 VVG, Rz. 22: Die „Gefahrtragung“ des Versicherers sei „nicht Leistung i.S. des § 241 BGB, sondern Haftungszustand“, der „aus dem bedingten Leistungsversprechen“ folge; kritisch gegenüber der Ansicht von der „Entgeltlichkeit des Versicherungsprodukts Sicherheit“ auch *Schünemann*, JZ 1995, 430, 431. *Dreher*, S. 89 ff., 92, lehnt die Gefahrtragungstheorie aus „rechtlicher Sicht“ ebenfalls ab, bescheinigt ihr aber zumindest den Vorzug, „ein wirtschaftlich anschauliches Erklärungsmodell“ für die „tatsächlichen Vorgänge bei

gegen die Gegenseite verbundenen Unsicherheiten. Selbst wenn sich der Markt für den Basiswert so entwickeln sollte, dass die als Gegenleistung erhaltene stochastisch bedingte Forderung wertlos und die Partei leistungspflichtig wird, entfällt damit nicht nachträglich der mit der Verpflichtungserklärung (Leistung) angestrebte Erfolg. Die gegenseitigen Verpflichtungserklärungen befinden sich, anders als beim normalen Austauschvertrag, in einem sich selbst genügenden Synallagma.

Entsprechendes gilt für Derivate mit *asymmetrischer* Risikostruktur. Der Stillhalter verpflichtet sich zu einer stochastisch bedingten, objektiv bewertbaren Leistung, um vom Optionskäufer die aus seiner Sicht subjektiv höherwertige Optionsprämie zu erhalten. Da er sich des Wertes der eingegangenen Leistungsverpflichtung bei Vertragsabschluss voll bewusst ist, kann der Zweck, zu dem er sich verpflichtet hat, vertragsrechtlich gesehen selbst dann nicht verfehlt werden, wenn er durch die spätere Ausübung der Option einen Verlust erleiden sollte. Der Optionskäufer verpflichtet sich zur Zahlung der Optionsprämie und erfüllt diese Verpflichtung seinerseits um dieser objektiv bewertbaren, stochastisch bedingten Verpflichtung des Stillhalters willen. Dies geschieht ebenfalls unabhängig von der weiteren Wertentwicklung des Optionsrechts.<sup>308</sup> Die Rechtslage ist beim „Kauf“ oder „Tausch“ reproduzierbarer und deshalb bewertbarer stochastisch bedingter Forderungen somit nicht grundsätzlich anders als beim „Kauf“ oder „Tausch“ nicht stochastisch bedingter Forderungen.<sup>309</sup> Solche Verträge sind ohne weiteres wirksam, selbst wenn die Forderungen, wie insbesondere bei derivateähnlichen Geschäften, nicht auf eine feste Geldsumme, sondern auf die Lieferung einer festen Menge vertretbarer Sachen mit schwankendem Marktpreis gerichtet sind. Die Feststellung, dass bei Derivaten ein Synallagma in der gegenseitigen Verpflichtung (Festgeschäft) bzw. Verpflichtung und Prämienzahlung (Option) besteht, sich hierin aber auch erschöpft,<sup>310</sup> findet ihre Bestätigung in der insolvenz- und bilanzrechtlichen Behandlung von Derivaten, wie später noch zu sehen sein wird.<sup>311</sup>

Die Vertragsparteien müssen in der Lage sein, den Marktwert ihrer stochastisch

der Produktion von Versicherung“ zu bieten.

- 308 Anklänge an den hier entwickelten Zusammenhang zwischen der Werthaltigkeit stochastischer Ansprüche und der causa eines aleatorischen Vertrags findet man im englischen Recht unter dem Gesichtspunkt der notwendigen „consideration“ vertraglicher Verpflichtungen bei *Swan*, F&DLR, Vol. III, Issue 1, 3, 18-20 (1996) unter der Überschrift „Derivatives consideration“: Unter „consideration“ versteht der *Autor* „so gut wie alles, was jemand als Gegenleistung für ein Versprechen akzeptieren würde“. Diese Voraussetzung sei bei Derivaten erfüllt, da diese eine zeitlich begrenzte „opportunity to exploit a flexible spectrum of commercial opportunities“ gewährten (a.a.O., S. 18).
- 309 Die Begriffe „Tausch“ und „Kauf“ verstehen sich hier im untechnischen, wirtschaftlichen Sinne. Zur Frage der Anwendbarkeit der §§ 433 ff. BGB siehe bereits oben 1. Kapitel, A.III., S. 16, bei Fn. 25.
- 310 Insofern richtig BFH 28.11.1984 - I R 290/81, BStBl II 1985, 264, unter III., zu Aktienoptionen: Das Optionsgeschäft werde „von beiden Vertragsteilen durch die Einräumung des Optionsrechts einerseits und durch die Zahlung des Optionsentgelts andererseits voll erfüllt“. Zu pauschal ist es allerdings, wenn das Gericht diese Aussage neben Optionen mit Barausgleich auch auf solche mit Erfüllung in Natur bezieht, ohne dabei die zivilrechtliche Konstruktion der Option im Einzelfall zu berücksichtigen.
- 311 S.u. 3. Kapitel, B.I.1.b.bb, S. 205 ff.; 5. Kapitel, B.I., S. 258 ff.

bedingten Forderungen bzw. Verbindlichkeiten (nachfolgend: „Position“) jederzeit zu realisieren bzw. ihn unter Ausnutzung des Bausteineffekts zum Financial Engineering oder Hedging einzusetzen. Nur dann darf man davon ausgehen, dass sie den mit ihren Leistungen angestrebten Zweck, mit dem Empfang der Gegenleistung einen subjektiven Mehrwert zu erzielen, plangemäß erreichen. Dies setzt ein Mindestmaß an Kenntnissen, Fähigkeiten und Mitteln voraus („Qualifikation“). Eine Vertragspartei, der die Qualifikation fehlt, ist nicht in der Lage, von den besonderen Eigenschaften zu profitieren, die Derivate von Spielen unterscheiden. Für diese Partei hängt der subjektive Erfolg des derivativen Vertrags dann genauso ausschließlich vom Eintritt eines zufälligen Ereignisses bei Fälligkeit ab wie bei einer Sportwette oder einem Würfelspiel. Aktienkurse, Devisenkurse, Warenpreise oder Zinsniveaus sind mindestens ebenso wenig vorhersehbar wie der Fall eines Würfels oder der Ausgang eines Pferderennens.<sup>312</sup> Der Grad der notwendigen Qualifikation der Vertragsparteien ist von der Struktur des Derivats und der Beschaffenheit der betroffenen Termin- und Kassamärkte abhängig. Je einfacher die Glattstellung ist, desto geringere Anforderungen bestehen an die Qualifikation. Existiert für das betreffende Derivat ein Sekundärmarkt mit laufend notierten Kurswerten, dürfte selbst der unerfahrenste Privatanleger ausreichend „qualifiziert“ sein, vorausgesetzt er hat davon Kenntnis. Ausreichende Qualifikation besteht ferner bei Vertragspartnern, die den Vertrag nachweisbar gerade *um* des Bausteineffekts *willen* abschließen. Dies betrifft vor allem Geschäfte zur Absicherung von Ertrags- oder Wertschwankungen aus (sonstigen) Vermögenspositionen der Partei. Insofern ist denjenigen, allerdings nur de lege ferenda, Recht zu geben, die Börsentermingeschäfte für wirksam halten, wenn sie Kursicherungszwecken dienen.<sup>313</sup>

Hierbei ist zu beachten, dass die Qualifikation der Vertragsparteien nicht per se Voraussetzung für den rechtlichen Bestand des Geschäfts ist. Vielmehr ist sie lediglich Kriterium für die Auslegung der Leistungszweckabrede. Es kommt deshalb nicht auf ihr tatsächliches Vorliegen an, sondern darauf, ob beide Parteien nach objektiver Auslegung am Maßstab des Empfängerhorizonts<sup>314</sup> jeweils davon ausgehen durften, dass die Gegenseite ausreichend qualifiziert war. Dies kann im Interesse der Rechtssicherheit gewisse *Typisierungen* entsprechend den Verkehrskreisen rechtfertigen, denen die Vertragsparteien angehören bzw. in deren Umfeld der Vertrag zustande kommt. Insofern kann der Gedanke einer geschützten „Börsenrechtssphäre“<sup>315</sup> durchaus Sinn machen. Die Situation erinnert an die Sachverhalte, die den verschiedenen Spezialgesetzen (VerbrKrG, HWiG etc.) zum verbraucherschützenden Widerrufsrecht (§ 361a BGB)

312 Vgl. *D. Schneider*, Informations- und Entscheidungstheorie, S. 130: Es sei ein „Aberglaube“, zu meinen, ohne Kenntnis von Gesetzmäßigkeiten aus der Vergangenheit auf die Zukunft schließen zu können. Zwar seien bei jedem Wertpapier Renditen und deren Häufigkeitsverteilungen mit ihrer Streuung für mehr oder weniger lange Vergangenheitszeiträume errechenbar, aber diese verkörpern noch keine Wahrscheinlichkeitsverteilungen für Prognosezwecke.

313 *Grothe*, S. 429; zur Begründung dieser Ansicht s.o. unter A.I.2.a. (a.E.), bei Fn. 129 f.

314 S.o. Abschn. 1.b.aa., S. 140.

315 S.o. bei A.I.a.bb., S. 90.

zugrunde liegen. Der personelle Anwendungsbereich dieser Vorschriften zum Schutz der materiellen Vertragsfreiheit bei unterlegener Verhandlungsposition wird durch die typisierende Unterscheidung zwischen „Verbrauchern“ auf der einen und „Unternehmern“ auf der anderen Seite abgegrenzt (§ 13 f. BGB). Personen, die bei „Abschluss eines Rechtsgeschäfts in Ausübung ihrer gewerblichen oder selbständigen beruflichen Tätigkeit“ handeln (§ 14 BGB), genießen danach kein Widerrufsrecht, weil sie „durch Ausbildung und Berufserfahrung in der Lage sind, die Tragweite ihrer Vertragsschließung zu übersehen“.<sup>316</sup>

Der Umstand, dass *Börsentermingeschäfte* nicht generell, sondern nur dann wirksam sind und vom Spiel- und Differenzeinwand befreit werden, wenn „börsentermingeschäftsfähige“ Personen miteinander kontrahieren, lässt sich unter diesen Prämissen zu einem gewissen Grade mit dem Gedanken der Qualifikation der Vertragsparteien vereinbaren. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang die teilweise rechtliche Parallele zwischen dem unwirksamen Derivatgeschäft eines unqualifizierten, nicht börsentermingeschäftsfähigen Vertragspartners und der finanzwirtschaftlich gleichwertigen Inanspruchnahme eines Verbrauchercredits zur Finanzierung des Kassaerwerbs entsprechender Basiswerte.<sup>317</sup> Denn übt der Verbraucher sein gesetzliches Widerrufsrecht aus, ist er an den Kredit-, und unter den Voraussetzungen des § 9 II VerbrKG („verbundene Geschäfte“) zugleich an den Kaufvertrag nicht mehr gebunden. Die sachliche Rechtfertigung des Widerrufsrechts des privaten Anlegers wird in diesen Fällen im „Verlockungseffekt“<sup>318</sup> der hinausgeschobenen Zahlungspflicht und dem „spezifischen Risiko“ dieser Transaktion erblickt.<sup>319</sup> Damit aber sind genau die beiden Kriterien benannt, die auch für die Charakterisierung der Börsentermingeschäfte entscheidend sein sollen.<sup>320</sup> Durchaus miteinander vergleichbar ist in beiden Fällen ferner die Warnfunktion der Schriftform, wobei sich freilich das Formerfordernis beim Kassageschäft auf den Vertrag selbst bzw. auf die Willenserklärung des Verbrauchers einschließlich der obligatorischen Angaben (§ 4 VerbrKrG) bezieht und beim Börsentermingeschäft auf die zu erteilende Risikoinformationen (§ 53 II BörsG; c.i.c. bzw. pFV). Die praktischen Folgen unserer obigen Feststellung, dass die Rechtsprechung bei der Subsumtion kreditfinanzierter Kassageschäfte unter den Börsentermineinwand bislang zurückhaltend ist und

316 So ausdrücklich die Begr. des RegE zum VerbrKrG, BT-Drucks. 11/5462, S. 17.

317 Vgl. die Begr. des RegE zur Änderung des BörsG, BT-Drucks. 11/4177 v. 13.3.1989, S. 19, in Zusammenhang mit der Einführung des Informationsmodells nach § 53 II BörsG: Der „mit der Umstrukturierung der terminrechtlichen Bestimmungen bei Privatpersonen verfolgte Gedanke“ entspreche einem „allgemeinen Prinzip der neueren Rechtsentwicklung“. Danach solle „der Schutz“ durch eine „qualifizierte Form der Unterrichtung über bestimmte Tatbestände“ erreicht werden, so dass der „Verbraucher oder Anleger eine verantwortliche Eigenentscheidung treffen“ könne. Als Beispiele werden u.a. die „Informationspflichten“ nach dem HWiG und nach der (damals noch nicht in deutsches Recht umgesetzten) EG-Verbraucherkredit-Richtlinie aufgeführt.

318 *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 350.

319 *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 351, speziell zum verbraucherkreditfinanzierten Aktienkauf.

320 S.o. I. Kapitel, B.I., Abschn. 2.b., S. 41 („Verlockung“), sowie 2. Kapitel, A.I., Abschn. 1.a.cc.β., S. 92, 93 („termingeschäftsspezifisches Risiko“).

auch ihre zu Börsentermingeschäften entwickelten gesteigerten Anforderungen an die (vor-)vertraglichen Informationspflichten des professionellen Vertragspartners nicht auf synthetische Derivate erstreckt, werden somit in einem gewissen Maße durch das sog. Verbraucherschutzrecht abgedeckt.

Entscheidender Kritik setzt sich die Gestaltung des personellen Anwendungsbereichs des Börsentermineinwands aber wegen rechtspolitisch motivierter Systembrüche aus, die durch die Reform von 1989 teils beseitigt und teils verstärkt wurden. Deutet man die Rechtslage vor der Börsenreform von 1989 nach dem hier entwickelten Ansatz, ist das Gesetz damals davon ausgegangen, dass eingetragene Kaufleute i.S. des Handelsrechts sowie sog. Börsenleute<sup>321</sup> immer, Privatanleger dagegen grundsätzlich nicht dazu in der Lage sind, den objektiven Marktwert einer stochastisch bedingten Terminposition zu jedem gewünschten Zeitpunkt zu realisieren. Bei Kaufleuten entspricht diese Typisierung, wohl anders als bei Börsenleuten, häufig nicht der Wirklichkeit,<sup>322</sup> vor allem bei kleinen Unternehmen ohne besonderes Know How im Bereich des Risikomanagements.<sup>323</sup> Für Privatanleger geht sie, zumindest in den Fällen, wo für das betreffende Derivat ein liquider Sekundärmarkt mit börsentäglichen Kursnotierungen besteht, ebenfalls an der Realität vorbei. So ist beispielsweise bekannt, dass die meisten Optionscheine privater Anleger vor Fälligkeit veräußert werden.<sup>324</sup> Rechtfertigen lässt sich die pauschale Betrachtung hingegen bei Fehlen eines liquiden Sekundär- und Terminmarktes. Die üblicherweise relativ geringen Anlagebeträge Privater können hier eine Glattstellung am Kassamarkt, sollte sie der Anleger überhaupt in Erwägung ziehen, unrentabel machen.

Die Einführung des Informationsmodells im Jahre 1989 und seine Erweiterung auf Warentermingeschäfte 1994 hat in Bezug auf Börsentermingeschäfte unter Kaufleuten und „Börsenleuten“ an dieser Einschätzung nichts geändert. Die damit bestimmte Wirksamkeit von Börsentermingeschäften zwischen Finanzinstituten oder Börsenunternehmen auf der einen und i.S. des § 53 II BörsG informierten Privatanlegern auf der anderen Seite bedeutet, dass sich nach dem Gesetz nunmehr auch Privatanleger entgegenhalten lassen müssen, sich des objektiven Marktwertes der selbst eingegangenen bzw. der erworbenen stochastisch bedingten Verbindlichkeit bzw. Forderung bewusst gewesen zu

321 Zum Begriff s.o. bei A.I.1.a.aa., Fn. 8.

322 Ebenfalls kritisch zur unterschiedslosen Einbeziehung aller im Handelsregister eingetragenen Vollkaufleute BGH 16.3.1981 - II ZR 110/80, NJW 1981, 1897, 1898, unter 3. (zur alten, insoweit bis heute aber nicht geänderten Rechtslage): Die Abgrenzung der durch § 53 BörsG erfassten Personen entspreche nicht den „Anforderungen eines abgewogenen Rechtsschutzes“.

323 Zum Risikomanagement siehe auch unten 5. Kapitel, B.II.1., Fn. 64. Vgl. ferner die teilweise im Wortlaut vom RefE abweichende Begründung zu Art. 1 Nr. 7 des RegE (ZIP 1997, 2059, 2061): Durch den neuen Abs. 2 des § 91 AktG (im RefE noch § 93 AktG) solle „die Verpflichtung des Vorstands, für ein angemessenes Risikomanagement und für eine angemessene interne Revision zu sorgen,“ „verdeutlicht“ werden.

324 Vgl. *Beike/Potthoff*, S. 234, die darauf hinweisen, dass bei Optionscheinen mit Erfüllung in Natur üblicherweise - wenn überhaupt- nur Call-Inhaber von der Möglichkeit einer Ausübung Gebrauch machen.

sein und das Geschäft gerade im Hinblick hierauf abgeschlossen zu haben. Der durch das Informationsmodell geschaffene Zusammenhang zwischen dem Informationsstand des Anlegers und seiner Qualifikation i.S. des *causa*-Ansatzes erscheint nur auf den ersten Blick einleuchtend. Bei genauerem Hinsehen fällt auf, dass die nach § 53 II BörsG gebotene Information ihrem Inhalt nach keineswegs darauf gerichtet ist, den Anleger über die finanzwirtschaftlichen Besonderheiten derivativer Geschäfte<sup>325</sup> und insbesondere die bestehenden Glattstellungsmöglichkeiten aufzuklären. Im Gegenteil: Der Anleger soll nach dem dritten Spiegelstrich der genannten Vorschrift<sup>326</sup> sogar über den „eher theoretischen“ Fall aufgeklärt werden, dass ein Glattstellungsgeschäft (gemeint sein kann bei Derivaten nur: am Terminmarkt) „angesichts der Marktlage nicht möglich ist“.<sup>327</sup> Damit zielt die zu erteilende Information allgemein auf die Risiken, die durch das Eingehen stochastisch bedingter, derivativer oder nicht derivativer Terminpositionen eingegangen werden. Nach dem Maßstab des *causa*-Ansatzes erscheint die Regelung des § 53 II BörsG somit willkürlich.

Tatsächlicher Hintergrund für die Schaffung des Informationsmodells ist gar nicht die vertragsrechtliche Anerkennung der Reproduzier- und Bewertbarkeit. Vielmehr sind es zwei andere Gesichtspunkte: *Erstens* das neu aufgekommene rechtspolitische Bestreben nach einer Förderung des „Finanzplatzes“ und Terminmarktes „Deutschland“ durch die Öffnung der Terminmärkte für die breite Masse der Privatanleger<sup>328</sup> und *zweitens* die Substitution der Schutzfunktion der Unverbindlichkeit durch diejenige der Risikoaufklärung, wohl ausgehend von dem (unzutreffenden) Verständnis des Spieleinwands als Schutz des Spielers vor der Gefährlichkeit des Spiels.<sup>329</sup> Die volkswirtschaftliche Zielsetzung der börsengesetzlichen Regelung des Terminhandels vermag ferner zu erklären, warum es für die Herstellung der Börsentermingeschäftsfähigkeit nicht ausreicht, wenn Nicht-Finanzinstitute Privatanleger oder Privatanleger sich gegenseitig in einer § 53 II BörsG inhaltlich entsprechenden Weise aufklären, und zwar selbst wenn sie hierzu dieselben Einheitsformulare wie Finanzinstitute verwenden. Die Beschränkung auf Privatanlegergeschäfte mit Finanzinstituten und Börsenunternehmen stellt typisierend sicher, dass nur kapitalmarktrelevante und für die Gesamtwirtschaft bedeutende Geschäfte Privater durch den Börsentermineinwand gegenüber dem Spieleinwand privilegiert werden.<sup>330</sup>

325 Vgl. die Feststellung des BGH in seinem Urteil vom 5.10.1999 (XI ZR 296/98, BGHZ 142, 345), unter II.1.b.bb, „nicht einmal über ein so fundamentales Risiko wie die Hebelwirkung“ sei nach § 53 II BörsG zu informieren.

326 § 53 II, 3. Spiegelstrich BörsG: „[...] so ist das Geschäft verbindlich, wenn der Kaufmann [...] den anderen Teil vor Geschäftsabschluss schriftlich darüber informiert, dass [...] Geschäfte, mit denen die Risiken aus eingegangenen Börsentermingeschäften ausgeschlossen oder eingeschränkt werden sollen, möglicherweise nicht oder nur zu einem verlustbringenden Marktpreis getätigt werden können [...]“.

327 Schwark, § 53 BörsG, Rz. 12.

328 S.o. A.I.1.a.bb., S. 90.

329 S.o. B.I.1.a., S. 136 f.

330 Zur Kritik unten c., S. 158 ff.

*bb. Derivateähnliche Geschäfte*

Leistungsverpflichtungen aus Terminkäufen mit Erfüllung in Natur und entsprechenden Optionen haben einen objektiven Marktwert, der demjenigen entsprechender Geschäfte mit Barausgleich vergleichbar ist. Im Unterschied zu Derivaten sind derivateähnliche Geschäfte allerdings nicht ausschließlich aleatorischer Natur. Sie sind vielmehr normale synallagmatische Umsatzgeschäfte i.S. der §§ 320 ff. BGB mit intakter Austausch-*causa* und daher dem Spieleinwand entzogen. Die Fiktion des § 764 S. 2 BGB ist deshalb rechtssystematisch verfehlt. Diese Einschätzung gilt gleichermaßen für Festgeschäfte (Forward/Future, Swap) und Optionen, bei Letzteren unabhängig davon, ob diese zivilrechtlich als einheitlicher Vertrag oder als zwei verschiedene Verträge konstruiert sind. Der Umstand, dass eine der Vertragsparteien beabsichtigt, die auf Termin gekaufte Sache unmittelbar bei Erwerb anderweitig wieder zu verkaufen bzw. sich die leer verkaufte Sache erst zum Termin anderweitig zu besorgen, hat auf das subjektive Äquivalenzgefüge von Leistung und Gegenleistung genauso wenig Einfluss wie beim Handel mit nicht liquiden Gegenständen. Dennoch liegen derivateähnliche Geschäfte im Anwendungsbereich des Börsentermineinwands, ja sind aus historischer Sicht sogar der Prototyp des Börsentermingeschäfts. Der Grund hierfür liegt darin, dass sie, zumindest wenn sie auf die Lieferung von Waren und Wertpapieren lauten,<sup>331</sup> nach dem Willen des Gesetzgebers trotz ihrer wirksamen *causa* als unechte Differenzgeschäfte gemäß §§ 764 S. 2, 762 BGB unter den Differenz- und Spieleinwand fallen.<sup>332</sup> Die §§ 52 f., 58 BörsG beheben somit im Rahmen der Anwendungsvoraussetzungen des Börsentermineinwands immerhin teilweise den durch § 764 S. 2 BGB verursachten vertragsrechtlichen Systembruch.

*cc. Sekundärmarktgeschäfte*

Die Veräußerung von Positionen in Derivaten auf dem Sekundärmarkt geschieht entweder im Wege der isolierten Abtretung von (verbrieften oder unverbrieften) Optionsrechten oder durch die Vertragsübernahme mit Zustimmung der Gegenseite bei Terminfestgeschäften. Der Abtretungsvertrag bzw. der Vertragsübernahmevertrag ist seiner Natur nach von vornherein nichtaleatorisch. Denn stochastisch bedingt ist nicht etwa eine der durch den Übertragungsvertrag begründeten Leistungspflichten, sondern lediglich die durch den Vertrag veräußerte Leistungsverpflichtung. Die aleatorische Natur eines veräußerten Anspruchs bzw. Geschäfts kann sich nur insoweit auf das Sekundärgeschäft auswirken, als sie nach dem Maßstab des Spieleinwands<sup>333</sup> das Bestehen der übertragenen Position selbst in Frage stellt. Dann greifen, je nachdem, ob man von der objektiven

---

331 S.o. A.I.2.b., S. 112 ff.

332 Zur Kritik s.u. 3., S. 164.

333 S.o. aa., bb., S. 147 ff., 154 f.

Möglichkeit einer Wirksamkeit ausgeht, entweder § 306 BGB oder die §§ 437 I, 440 I, 325 I BGB<sup>334</sup> ein. Die von der Rechtsprechung im Zusammenhang mit selbständigen und abgetrennten Optionsscheinen getroffene Unterscheidung zwischen Sekundärgeschäften, die als (aleatorische) Termingeschäfte qualifiziert werden und solchen, die (nichtaleatorische) Kassageschäfte sind,<sup>335</sup> ist insofern nicht nachvollziehbar. Sie lässt sich nicht aus der Systematik des Spieleinwands heraus erklären. Ihren Grund findet sie vielmehr in einem anderen Normzweck des Börsentermineinwands, dem Anlegerschutz, und dem von den Gerichten bei selbständigen Optionsscheinen erkannten Informationsbedürfnis der Anleger.<sup>336</sup>

*dd. Vergleich mit Versicherungsvertrag*

Die Leistungsfähigkeit des hier vorgestellten causa-Ansatzes für die Rechtfertigung der Wirksamkeit aleatorischer Verträge soll im Folgenden noch kurz am Beispiel des Versicherungsvertrags überprüft werden.<sup>337</sup> Ebenso wie das Börsentermingeschäft mit Barausgleich ist der Versicherungsvertrag ein Risikovertrag. Der Versicherungsnehmer bezahlt bei der Schadens- und Haftpflichtversicherung die Prämie und erwirbt einen stochastisch unsicheren Anspruch auf eine Zahlung während der Laufzeit des Vertrags. Wie bei der Option ist die Risikostruktur asymmetrischer Natur. Der Versicherungsvertrag ist wirksam, weil sich die Leistungszweckbestimmungen der Parteien im Gegensatz zum Spiel nicht gegenseitig widersprechen. Primärer Zweck, zu dem der *Versicherungsnehmer* die Versicherungsprämie bezahlt, ist nicht etwa die stochastisch bedingte Auszahlung der Versicherungsleistung, sondern der unbedingte, sichere Erhalt des (durch die stochastisch bedingte Leistungspflicht verkörperten) Versicherungsschutzes während der gesamten Laufzeit.<sup>338</sup> Dieser Zweck wird erfüllt, unabhängig davon, ob der Versicherungsfall eintritt oder nicht. Deshalb hat der Versicherte auch nicht den Eindruck, „verloren“ zu haben, falls der Versicherungsfall während der Laufzeit des Vertrages nicht eingetreten ist. Vielmehr hat der Versicherungsschutz für den Versiche-

334 Zum Verhältnis zwischen § 306 und § 437 BGB siehe RG 16.5.1917 - V 30/17, RGZ 90, 240, 244; vgl. auch OLG Saarbrücken 11.11.1999 - 1 U 867/98 u.a., WM 1999, 2503: Danach ist ein Vertrag, mit dem ein GmbH-Gesellschafter die auf seine Geschäftsanteile entfallenden Nutzungsrechte an Patenten der GmbH verkauft, wegen objektiver Unmöglichkeit nach § 306 BGB unwirksam, ohne eine Haftung nach § 437 BGB zu begründen.

335 S.o. A.I.1.b., S. 96.

336 Siehe BGH 4.2.1992 - XI ZR 32/91, BGHZ 117, 135, unter II.1.a.bb.: Nach Ansicht des Gerichts läuft der mit der Unverbindlichkeit des Erstgeschäfts bewirkte Schutz des Anlegers leer, wenn dieser die Option schuldrechtlich wirksam weiterveräußern kann, da der Ersterwerber dem Zweiterwerber dann nach den §§ 437 I, 440 I, 325 I BGB Schadensersatz wegen Nichterfüllung zu leisten hätte. Näheres zur Anlegerschutzfunktion des Börsentermineinwands s.u. unter c., S. 158 ff.

337 Außer Betracht bleiben wegen ihrer hier nicht zu vertiefenden Besonderheiten Kapitallebensversicherungen und Rückversicherungen.

338 Siehe bereits oben aa., S. 148, bei Fn. 306 f., zur versicherungsrechtlichen Theorie der Gefahrtragungspflicht.

rungsnehmer unabhängig hiervon einen subjektiven Wert.<sup>339</sup> Dementsprechend wünscht sich der Versicherungsnehmer in der Regel gerade nicht, dass der Versicherungsfall eintritt. Das Versicherungsvertragsrecht stellt dabei sicher, dass der Versicherungsvertrag nicht losgelöst vom Sicherungsinteresse zur „puren“ Spekulation verwendet werden kann.<sup>340</sup> Primärer Zweck, zu dem sich der *Versicherer* zu stochastisch bedingten Leistungen verpflichtet, ist es, die Prämien zu kassieren und damit einen Überschuss zu erzielen. Das hiermit eingegangene Risiko ist für ihn aufgrund des Gesetzes der großen Zahl berechenbar (negativ werthaltig), und auf der Grundlage einer entsprechende Kalkulation bestimmt er die Höhe der Versicherungsprämie. Die versicherungstechnische Berechnung des Entgelts in der vom Versicherer organisierten Gefahrengemeinschaft ermöglicht die „greifbar äquivalente Gestaltung von Leistung und Gegenleistung“.<sup>341</sup> Der Versicherer kann sich deshalb, sollten sich trotzdem unerwartet viele oder teure Versicherungsfälle ergeben, nicht darauf berufen, er habe gehofft, weniger Versicherungsleistungen erbringen zu müssen, und der Zweck, zu dem er sich zur Erbringung der Versicherungsleistungen verpflichtet habe, sei enttäuscht worden.<sup>342</sup> Der Versicherungsvertrag ist somit ein gegenseitiger (synallagmatischer) Vertrag mit wirksamer Austausch-*causa*.

### b. Ausweitungseffekt

Die Herausnahme von Börsentermingeschäften aus dem Anwendungsbereich des Spiel-

339 Insofern zutreffend, allerdings ohne den Zusammenhang zur Leistungszweckbestimmung und *causa* herzustellen, *Schwintowski*, JZ 1996, 702, 703: Das Charakteristische des Versicherungsvertrags sei nicht die aufschiebend bedingte Geldleistung, sondern der sofortige (unbedingte) „Erwerb“ von Sicherheit. Die Geldleistung sei nur Sekundärfunktion von Versicherung. Kritisch, ohne hieraus allerdings rechtliche Konsequenzen für die Wirksamkeit des Vertrags zu ziehen, *Matthias Lehmann*, in: *Lehmann/Kirchgesser/Rückle* (Hrsg.), S. 17, 72 f.: Der fortlaufende „Versicherungsschutz“ [Anführungszeichen im Original] sei nicht mehr als ein „Etikett“ und keine „Absatz-Leistung“, weil der Versicherungsvertrag gegen den Schaden nicht schütze („Luftgebilde“).

340 Siehe insb. die Vorschriften zur Über- (§ 51 VVG), Unter- (§ 56 VVG) und Doppelversicherung (§§ 59 f., 90 VVG).

341 *Bydlinski*, S. 637 f., zur Abgrenzung des „verkehrsüblichen Falls des Versicherungsunternehmens“ von der „unüberbrückbar spekulativen“ Einzelversicherung ohne Risikogemeinschaft, bei der „sogleich wieder das Zufallselement, also die aleatorische Gestaltung der Leistungspflichten, in den Vordergrund“ rücke. Der *Autor* erkennt somit die vertragsrechtliche Bedeutung der Bewertbarkeit des Risikos auf Seiten des Versicherers, vermag sich aber nicht vom gängigen moralisierenden Verständnis des Spieleinwands zu lösen (*ders.*, S. 639): „Sowohl die Risikogemeinschaft wie das »Vermögensgestaltungsziel« seien notwendig, „um die Versicherung den spekulativen Glücksverträgen gegenüberzustellen“. Die „Risikogemeinschaft bzw. die versicherungstechnische Auswertung der »großen Zahl« dienten dazu, „ungeachtet der Maßgeblichkeit ungewisser Ereignisse ein wirtschaftlich nachprüfbares Äquivalenzverhältnis zu ermitteln und die *Seriosität des Vertragstyps* unter diesem Gesichtspunkt zu gewährleisten“ [Hervorhebungen durch den *Verf.*].

342 *Henssler*, S. 459 f.: Der Versicherer strebe zwar Gewinne an; diese folgten aber nicht aus der Risikoübernahme, sondern „im Gegenteil“ daraus, dass das Unsicherheitselement nach dem Gesetz der großen Zahl [im Portfolio aller abgeschlossenen Versicherungsverträge] ausgeschlossen werde.

einwands (§§ 52 f., 58 BörsG) lässt sich wie dargelegt im Grundsatz mit der hier entwickelten Dogmatik des Spielvertrags erklären. Neben seinem Einschränkungseffekt verfügt der Börsentermineinwand allerdings im Vergleich zu den §§ 762, 764 BGB auch über einen Ausweitungseffekt. Dieser betrifft den Bereich, wo die Einschränkungswirkung mangels Börsentermingeschäftsfähigkeit der Vertragspartner, insbesondere wegen unzureichender Risikoauflärung (§ 53 II BörsG), nicht wirkt. Er besteht in zweierlei Hinsicht und rechtfertigt sich in beiden Fällen nicht durch die fehlende causa der Verträge, sondern durch den Schutz des Anlegers vor übermäßigen Risiken.

*Erstens* geht der Börsentermineinwand tatbestandlich über Geschäfte mit Barausgleich hinaus und sanktioniert *derivateähnliche* Geschäfte ebenfalls mit der Unverbindlichkeitsfolge. Diese Verschärfung übertrifft noch diejenige, die § 764 S. 2 BGB mit der Erfassung unechter Differenzgeschäfte gegenüber dem Spieleinwand bewirkt. Denn die §§ 52 ff. BörsG beschränken sich anders als der Differenzeinwand nicht auf Geschäfte über Waren und Wertpapiere<sup>343</sup> und vor allem verlangen sie auch nicht, dass die Gegenseite des Liefergeschäfts die Glattstellungsabsicht ihres Vertragspartners kannte. Mit dem Gedanken einer wegen einseitiger Zweckverfehlung hinkenden causa lässt sich die Unverbindlichkeit derivateähnlicher Geschäfte nicht rechtfertigen. Wie bereits dargelegt, sind Termingeschäfte mit Erfüllung in Natur normale Umsatzgeschäfte.<sup>344</sup> Eigentlicher Hintergrund dieser Verschärfung ist wiederum die Fehlvorstellung von der Funktion des Spieleinwands als Instrument zum Schutz des Spielers vor der Gefährlichkeit des Spiels.<sup>345</sup> Denn betrachtet man die mit einer privatautonomen Gestaltung verbundenen Verlustrisiken der Vertragspartner als ausreichenden Grund dafür, dieser Gestaltung die vertragsrechtliche Wirksamkeit zu versagen, ist es durchaus konsequent, diese Rechtsfolge auf Verträge mit nichtaleatorischem Charakter auszudehnen, wenn sie Teil einer über das Einzelgeschäft hinausgehenden spekulativen Gesamtstrategie sind<sup>346</sup> - jedenfalls solange kein schutzwürdiges Vertrauen des Vertragspartners in die Wirksamkeit des Geschäfts entgegensteht.<sup>347</sup>

*Zweitens* sind Derivate zwischen nicht börsentermingeschäftsfähigen Vertragspartnern über den Spiel- und Differenzeinwand hinausgehend selbst dann unwirksam, wenn die Parteien damit wirtschaftlich berechtigte Sicherungsziele verfolgen. Aus der Sicht des causa-Ansatzes ist diese Verschärfung im Vergleich zum Spiel- bzw. Differenzeinwand nicht zu rechtfertigen. Denn wie bereits dargelegt, kann sich ein Vertragspartner, der nicht auf einen unsicheren Gewinn spekuliert, sondern eine mit eigenen Vermögenspositionen negativ korrelierende Hedge-Position aufbauen will, bei Verlusten aus dem Hedge-Geschäft (und korrelierenden Gewinnen aus der Gegenposition)

343 S.o. A.I.2.b., S. 112 f., zur Frage einer analogen Anwendung des § 764 BGB auf sonstige Basiswerte.

344 S.o. Abschn. a.bb., S. 154.

345 S.o. bei I.a., S. 136.

346 S.o. bei A.I.1.c.aa., S. 99, bei Fn. 71, zum Ausschluss von reinen Umsatzgeschäften mit nachweisbar fehlender Glattstellungsabsicht aus dem Anwendungsbereich des Börsentermineinwands.

347 Vgl. § 764 S. 2 BGB: „kennt oder kennen muss“

nicht auf eine Zweckverfehlung berufen. Ratio dieser Verschärfung kann wiederum nur der Gedanke des Anlegerschutzes vor der Gefährlichkeit der Terminspekulation sein. Aus dieser Sicht ist sie in einem gewissen Sinne sogar konsequent, denn auch das Hedging kann für unerfahrene Anleger mit Risiken behaftet sein, wenn die Effektivität des Hedges falsch eingeschätzt oder wenn bei dynamischen Strategien die Position nicht rechtzeitig oder richtig angeglichen wird.<sup>348</sup> Allerdings passt die Rechtsfolge nicht: Die Nichtigkeit des Sicherungsgeschäfts bei fehlender Aufklärung kann kontraproduktiv sein, da sie offene Risikopositionen erzeugt.<sup>349</sup> Das ist aber kein spezifisches Problem wirtschaftlich berechtigter Geschäfte, sondern ein generelles Problem des Informationsmodells. Diesem Punkt wendet sich der nun folgende Abschnitt (c.) zu.

### c. Informationsobliegenheit

Börsentermingeschäfte haben, soweit sie Derivate sind und die Vertragspartner eine ausreichende Qualifikation besitzen, eine wirksame causa.<sup>350</sup> Sie teilen nicht den Unverbindlichkeitsgrund des Spiels und sind echte Austauschgeschäfte, wenn auch mit aleatorischem Charakter. Die Einschränkungsfunktion des Börsentermineinwands berücksichtigt diesen Zusammenhang wie gesehen für Kaufleute und Börsenleute, stellt ihn aber für Privatanleger unter den Vorbehalt einer Risikoaufklärung durch den Vertragspartner. Der gleiche Vorbehalt gilt im Geltungsbereich der Ausweitungsfunktion des Börsentermineinwands für die Wirksamkeit kausaler (wirtschaftlich berechtigter) aleatorischer Verträge bzw. selbst nichtaleatorischer (derivateähnlicher) Umsatzgeschäfte. Dahinter steckt der Gedanke des Anlegerschutzes, der, ausgehend vom Missverständnis über die Funktion des Spieleinwands als Instrument zum Schutz des Spielers vor der Gefährlichkeit des Spiels, im Börsentermineinwand von Anfang an enthalten war und mit dem Informationsmodell weiter verfeinert wurde. Die durch den Börsentermineinwand erzeugte Verknüpfung von Anlegerschutz und (aus § 762 BGB entlehnter) Unverbindlichkeitsfolge ist unsystematisch und widersinnig, weil der innere Grund für die Unverbindlichkeit des Spiels, wie gezeigt, gar nicht der Schutzgedanke, sondern der Wille der Parteien selbst ist. Seit 1989 wird der Anleger nicht mehr in allen Fällen, sondern nur noch dann vor sich selbst geschützt, wenn ihn das Finanzinstitut oder Börsenunternehmen, mit dem er kontrahiert, keine (ausschließlich objektbezogene) Minimal- und Pauschalinformation über die Risiken erteilt hat. Der minimal und pauschal informierte Anleger wird als eigenverantwortlich betrachtet. Die Verbindung von Anlegerschutz und Spieleinwand wird damit zwar gelockert, aber nicht beseitigt. Alte Wertungswidersprüche sind zum Teil geblieben, neue entstanden. Für den Zusammenhang

348 Anders *Grothe*, S. 426, m.w.N.: Bei Kurssicherungsvereinbarungen und anderen wirtschaftlich berechtigten Geschäften fehle die „besondere Gefährlichkeit“ des Börsentermingeschäfts.

349 So zu Recht *Grothe*, S. 426 f.

350 S.o. Abschn. a.aa., S. 145 ff.

zwischen Börsentermin- und Spieleinwand wurde dies bereits dargelegt. Für das Verhältnis des Börsentermineinwands zu den (vor-) vertraglichen Informationspflichten soll dies im Folgenden näher ausgeführt werden.

Die enge systematische Beziehung zwischen der Informationsobliegenheit nach § 53 II BörsG<sup>351</sup> und den (vor-) vertraglichen Informationspflichten wird bereits dadurch deutlich, dass die Rechtsprechung in diesem Zusammenhang von einem zweistufigen Verhältnis ausgeht.<sup>352</sup> Eine genauere Betrachtung scheint dies zu bestätigen: Beim Tatbestand spielt jeweils der Abschluss eines derivativen Vertrags zwischen einem informationell unterlegenen, in der Regel privaten Anleger und einem professionellen Finanzintermediär eine entscheidende Rolle. Die Rechtsfolgen harmonisieren a priori ebenfalls miteinander, denn nicht nur der Börsentermineinwand, sondern auch die Verletzung (vor-) vertraglicher Informationspflichten führt im Ergebnis zur fehlenden Durchsetzbarkeit und Rückabwicklung des Vertrages, über dessen Risiken nicht ausreichend informiert wurde.

Dennoch bestehen neben der verschiedenen, das „Stufenverhältnis“ begründenden Intensität der gebotenen Information entscheidende strukturelle Unterschiede, welche die Eignung des Informationsmodells zum Anlegerschutz in Frage stellen. Der Schutz des uninformierten Anlegers durch den Börsentermineinwand führt zu einer Abkopplung der Informationsverantwortlichkeit vom Gesichtspunkt der *Kausalität*. Verträge können einerseits selbst dann unwirksam sein, wenn die Verletzung der Informationsobliegenheit nicht kausal für den Vertragsschluss wurde. Der Anleger verfügt dann entweder bereits ohne Aufklärung über die entsprechenden Kenntnisse, z.B. weil er sich im Selbststudium kundig gemacht hat oder trotz fehlender Wiederholungsaufklärung (§ 53 II 3 BörsG) noch sehr gut an den Inhalt der Informationsschrift erinnert,<sup>353</sup> oder aber würde selbst nach erfolgter Standardaufklärung keine andere Anlageentscheidung treffen.<sup>354</sup>

Andererseits können Verträge nach § 53 II BörsG Rechtswirkungen entfalten, obwohl der Anleger sie bei gehöriger Aufklärung nicht abgeschlossen hätte. So sind im

351 Die sog. „Informationspflichten“ nach § 53 II BörsG (z.B. BGH 19.5.1998 - XI ZR 216/97, NJW 1998, 2673, unter I.2.a.; Wolter, S. 180) sind bei genauer Betrachtung keine echten Rechtspflichten, sondern lediglich Obliegenheiten (zum Begriff der Obliegenheit R. Schmidt, S. 315). Die Erteilung der Informationen nach § 53 II BörsG kann weder gerichtlich erzwungen werden noch zieht ihre Verletzung Schadensersatzansprüche nach sich. Vielmehr übt § 53 II BörsG lediglich einen faktischen Zwang auf Erteilung der Informationen aus. Es handelt sich insofern um einen „funktionalen Nötigungstatbestand“ (zum Begriff R. Schmidt, S. 76 ff.).

352 S.o. A.II.2., S. 124.

353 Vgl. V. Lang, ZBB 1999, 218 ff.: Er bescheinigt der „derzeit geltenden Gesetzeslage“ im Hinblick auf die fehlende Börsentermingeschäftsfähigkeit hinreichend sachkundiger privater Anleger „Schwachstellen“ (S. 228) und empfiehlt, in Ausnahmefällen die Grundsätze der Rspr. zur treuwidrig ausgenutzten Formnichtigkeit (§ 242 BGB) auf die „Formvorschrift des § 53 II BörsG“ zu übertragen (S. 221-223, 225-228).

354 Vgl. OLG Frankfurt 4.2.2000 - 24 U 51/98, ZIP 2000, 615, unter 4.: Die §§ 52, 53 BörsG knüpfen „an die formale Erfüllung einer Informationspflicht an, nicht an die Frage, inwieweit Informationsbedürfnisse bestanden“ hätten oder die „Informationserteilung »abschreckende« Wirkung hätte ent-

Rahmen des Informationsmodells alle Derivate wirksam, die *nach* Erteilung der Information abgeschlossen wurden, auch wenn sich ihr Abschluss als kausale Folge vorausgegangener Obliegenheitsverletzungen im Rahmen früherer Geschäfte darstellt.<sup>355</sup> Demgegenüber erkennt die Rechtsprechung zu den allgemeinen Informationspflichten an, dass ein Aufklärungsmangel bei Abschluss eines bestimmten Geschäfts Folgewirkungen für spätere Geschäfte haben kann, selbst wenn es zwischenzeitlich zu einer ordnungsgemäßen Aufklärung gekommen ist. Denn ein Anleger, der mit seinem Erstgeschäft einen Gewinn erzielt, steht nachfolgenden warnenden Hinweisen unter Umständen nicht mehr unbefangen gegenüber.<sup>356</sup>

Ferner ist die Rückabwicklung bereits erfüllter, nach §§ 52, 53 II BörsG unverbindlicher Börsentermingeschäfte wegen §§ 55, 57 BörsG trotz fehlender oder ungenügender Aufklärung ausgeschlossen.<sup>357</sup> Bezeichnenderweise wird dieses Ergebnis durch die Rechtsprechung in ergänzender Korrektur des Gesetzes über die allgemeine Informationshaftung auf der „zweiten Stufe“ ausgeglichen.

Ungereimtheiten bestehen ferner bei den *Rechtsfolgen*. Die Unverbindlichkeit, mit welcher der Börsentermineinwand Geschäfte mit nicht ausreichend aufgeklärten Personen sanktioniert und die gegebenenfalls, vorbehaltlich der §§ 55, 57 BörsG, zur Rückabwicklung bereits erbrachter Erfüllungsleistungen führt, ist von Amts wegen zu berücksichtigen.<sup>358</sup> Dies führt dazu, dass sich zumindest theoretisch der Börsentermineinwand auch *gegen* den Anleger richten kann, dann nämlich, wenn dieser einen Gewinn erzielt und sich das Finanzinstitut darauf beruft, seinen Kunden nicht ausreichend aufgeklärt zu haben. Damit wird über das Regelungsziel des Anlegerschutzes hinausgeschossen. Bei den (vor-) vertraglichen Informationspflichten kann das nicht passieren, denn kein Anleger braucht sich bei fehlerhafter Aufklärung gegen seinen Willen einen auf die Rückgängigmachung des gewinnbringenden Anlagevertrags gerichteten „Schadensersatz“ aufdrängen zu lassen.<sup>359</sup> Schließlich sei noch der Gesichtspunkt des Verzichts angesprochen. Die (instanzgerichtliche) Rechtsprechung wendet den Börsentermineinwand selbst dann an, wenn der Anleger auf seine Informierung verzichtet hat.<sup>360</sup>

---

fallen können“.

355 BGH 11.6.1996 - XI ZR 172/95, BGHZ 133, 82, unter II.2., zu Optionsgeschäften.

356 BGH 22.6.1993 - XI ZR 215/92, WM 1993, 1457, 1458, unter 2., zu Warenterminoptionen.

357 Vgl. bereits die obige Kritik zum Spieleinwand, wo der Ausschluss der Rückforderung von Leistungen „auf Grund“ des Vertrags (§ 762 I 2 BGB) ebenfalls nicht mit dem Normzweck des Schutzes des Verlierers vor der Gefährlichkeit des Geschäfts vereinbar ist (unter I.b.bb., a.E., S. 146).

358 Siehe BGH 19.5.1980 - II ZR 269/79, NJW 1980, 1957, 1958, unter I.: Wegen der Unverbindlichkeit des Geschäftsbesorgungsverhältnisses (§ 60 BörsG) könne der Anspruch gegen die beklagte Vermittlungsgesellschaft auf Herausgabe des Gewinnes aus den Warenterminoptionengeschäften nicht gerichtlich durchgesetzt werden. Bezeichnenderweise sind die Fälle, in denen sich das Finanzinstitut auf die Unverbindlichkeit nach §§ 52, 53 II BörsG beruft, aber ausgesprochen selten.

359 Zur (rein theoretischen, aber interessanten) Frage, ob man den Abschluss eines objektiv gewinnbringenden Vertrags überhaupt als „Schaden“ betrachten kann, weil der Anleger ihn bei ordnungsgemäßer Risikoaufklärung nicht abgeschlossen hätte, siehe BGH 26.9.1997 - V ZR 29/96, NJW 1998, 302, unter II.2.b.; hierzu kritisch unten II.1., S. 172 ff.

360 KG 7.1.1997 - 19 U. 4688/96, EWIR §. 818, BGB 1/98, 261 (Schäfer), zum Erwerb von USD-

Mit dem Anlegerschutz ist die fehlende Klagbarkeit des Geschäfts hier nicht mehr zu rechtfertigen. Dementsprechend wirkt der Verzicht bei den vertraglichen Informationspflichten haftungsbefreiend.<sup>361</sup>

Es ist deutlich geworden: Das Informationsmodell leidet an Wertungswidersprüchen und Systembrüchen. Verursacht werden diese dadurch, dass § 53 II BörsG als Besonderheit des deutschen Kapitalmarktrechts<sup>362</sup> gleichzeitig mehreren Regelungszielen dient, nämlich der Einschränkung des Spieleinwands und dem Schutz des informationell unterlegenen Anlegers. Diese Zwecke widersprechen sich zwar als solche nicht gegenseitig, sie sind aber auch nicht so sehr miteinander verwandt, dass sie sich in das Korsett einheitlicher Tatbestandsvoraussetzungen und Rechtsfolgen zwingen ließen. Als Folge dieser Inkonsistenzen entstehen Unklarheiten („Informationsmüll“<sup>363</sup>) zum Anwendungsbereich des Börsentermineinwands, die in der gängigen Auffassung von der Undefinierbarkeit des Begriffs des Börsentermingeschäfts und der Konzeption des Typus-Begriffs ihren hilflosen Ausdruck finden.

#### d. Begriff des Börsentermingeschäfts

Die herkömmliche Meinung verdeckt die im Börsentermineinwand der §§ 50 ff. BörsG eingebauten Inkonsistenzen, indem sie die Undefinierbarkeit des Börsentermingeschäfts mit der Theorie vom Typus-Begriff methodologisch legitimiert. Der Widersinn dieses Vorgehens soll im Folgenden aufgezeigt werden.

Der herrschende Ansatz begreift den sog. Typus als eine besondere Art von Tatbestandsmerkmalen mit variablem Begriffsinhalt. Diese sollen sich durch bestimmte „typische“ Erkennungskriterien auszeichnen, die allerdings für die Anwendung der betreffenden Norm auf einen konkreten Sachverhalt nicht sämtlich vorliegen müssen. Entscheidend soll vielmehr sein, ob der Sachverhalt „dem Erscheinungsbild des Typus“ entspricht.<sup>364</sup> Richtig am Typus-Ansatz ist, dass sich nicht jeder in einem gesetzlichen Tatbestand verwendete Begriff in eindeutiger, abschließender Weise über das kumulative Vorliegen einer bestimmten Anzahl von empirisch feststellbaren Erscheinungen der

---

Optionsscheinen: Die Ablehnung einer Beratung stelle keinen Grund dar, die Berufung des Anlegers auf die fehlende Termingeschäftsfähigkeit wegen Verstoßes gegen Treu und Glauben für unbeachtlich zu halten (zust. Schäfer, a.a.O., S. 261, ohne weitere Begründung).

361 S.o. A.II.2., S. 126.

362 Vgl. das US-amerikanische Recht, wo „Futures“ durch § 4(c) CEA (eingefügt 1992 durch den Future Trading Practices Act of 1992, 7 U.S.C. 16(e)(2)) aus dem Anwendungsbereich der einzelstaatlichen „anti-gaming“- und „antibucket-shop“-Gesetze herausgenommen werden und wo *unabhängig* von dieser Privilegierung aufsichtsrechtliche Aufklärungspflichten bestehen.

363 Vgl. *Helsper*, BB 1992, 1500, 1503, allgemein zum von der Rspr. produzierten „Informationsmüll der zweiten Art“, der sich als Folge gesetzgeberischer oder richterlicher Fehler in der Systematik ergebe, indem z.B. Regelungen mit unterschiedlichen Zielsetzungen miteinander vermengt würden (am Beispiel eines Baumschutzgesetzes, das Ausnahmenvorschriften für sozial Bedürftige enthalte).

364 Z.B. *Kümpel*, 2. Aufl., Rz. 15.65, unter Berufung auf die allgemeinen Ausführungen bei *Larenz*, S. 221, 462.

Seinswelt „definieren“ zu lassen braucht. Das kann bei Tatbestandsmerkmalen der Fall sein, die nicht rein deskriptiv (z.B. „Mensch“) sind, sondern auch oder vielleicht sogar ausschließlich einen normativen, vom allgemeinen außerrechtlichen Verständnis abweichenden Gehalt aufweisen (normative Tatbestandsmerkmale). Denn die besondere normative Wertung, die in diesen Tatbestandsmerkmalen enthalten ist, kann, aber muss sich nicht unbedingt über Erscheinungen der Seinswelt ausdrücken lassen. Viel häufiger muss das Tatbestandsmerkmal dann die für die Subsumtion erforderliche Konkretisierung über andere Rechtsnormen bzw., wenn es keinen solchen bereits anderweitig vorgeprägten Rechtsbegriff enthält, über den Normzweck erlangen. Auslegungsschwierigkeiten ergeben sich vor allem bei den gemischt deskriptiv-normativen Tatbestandsmerkmalen. Diese lehnen sich an einen allgemeinen Begriff der Seinswelt an, stimmen mit ihm im „typischen“ Begriffskern überein, verfremden ihn aber in den Randbereichen des Bedeutungsfeldes normativ (z.B. Begriff der „Unmöglichkeit“ i.S. des § 306 BGB). Diese sog. „normativen Realtypen“<sup>365</sup> stehen in einem Spannungsfeld zwischen dem Normzweck und dem, was noch vom Wortlaut gedeckt ist.<sup>366</sup> Das ist ein allgemeines Problem der juristischen Hermeneutik. Nur in diesem Rahmen ist die Typisierung anerkanntes Hilfsmittel.<sup>367</sup> Nicht hilfreich ist es aber, in solchen Fällen davon auszugehen, dass sich das Tatbestandsmerkmal überhaupt nicht nach allgemeinen, d.h. für den Rechtsunterworfenen vorhersehbaren Kriterien definieren lässt und zur Subsumtion auf eine diffuse, an den typischen Merkmalen des empirischen Begriffskerns orientiertes „Erscheinungsbild“ abzustellen.<sup>368</sup> Denn dadurch werden die vorrangige Bedeutung des Normzwecks und die lediglich begrenzende Funktion des Wortlauts verdeckt. Die Vertreter des Typus-Ansatzes geben sogar selbst zumindest die Nähe zur teleologischen Auslegung zu.<sup>369</sup> Jeder gesetzliche Tatbestand sollte bestimmbar und damit definierbar

365 Larenz, S. 465: Normativer Realtypus sei etwas, das nicht eindeutig über äußere Merkmale der Seinswelt definiert werden könne, das aber typischerweise mit bestimmten äußeren Kriterien zusammentreffe. Hierzu zählten die normativen Tatbestandsmerkmale, sofern sie der Seinswelt entlehnt seien, aber nicht über präzise Kriterien der Seinswelt definiert werden können.

366 Vgl. Larenz (Fn. 365), zum „normativen Realtypus“: Die Auswahl der maßgeblichen Erscheinungen und die nähere Umgrenzung des Typus würden „durch den Normzweck und den hinter der Regelung stehenden Rechtsgedanken mit bestimmt“. Sie erfolgten unter einem normativen Gesichtspunkt. Der „normative Realtypus“ habe „empirische wie normative Elemente“.

367 Vgl. allgemein zur Bedeutung der typologischen Methode für die Rechtsfindung Leenen, S. 134 ff.: Er stellt die Typisierung als allgemeine Methode dar, die nicht nur bei einigen wenigen ausgewählten Tatbeständen, sondern überall dort zur Anwendung kommt, wo in der Abgrenzung zweier Tatbestände voneinander fließende Übergänge denkbar sind (Bsp. gemischte Entgeltlichkeit; Kauf/Miete; Kauf/Darlehen; Dienst-/Werkvertrag etc., S. 134 ff.).

368 So aber Larenz (Fn. 365): Der normative Realtypus sei eine Typenbezeichnung und kein „Begriff“, weil die zur Kennzeichnung angegebenen (außerrechtlichen) Merkmale „jeweils in unterschiedlicher, nicht generell festzulegender Stärke zutreffen“ könnten „und es insgesamt weniger auf solche einzelnen Merkmale als auf das gesamte »Erscheinungsbild« ankomme. Letzteres sei „aus der Erfahrung“ gewonnen.

369 Vgl. Engisch, S. 137 Fn. 6: Methodologisch weise der Typus „starke Berührungspunkte mit der teleologischen Rechtsanwendung“ auf. Viele Überlegungen, die unter dem Stichwort „typologische Betrachtungsweise“ angestellt würden, könnten auch im Rahmen der teleologischen Rechtsanwendung behandelt werden (unter Hinweis auf Leenen, S. 190 ff.). Einschränkungen des Anwendungs-

sein in dem Sinne, dass es in Bezug auf einen konkreten Sachverhalt möglich sein muss, eindeutig zu entscheiden, ob dieser die Voraussetzungen des Tatbestands erfüllt oder nicht. Das folgt aus dem rechtsstaatlichen Bestimmtheitsgebot, wobei man hier auch den Normzweck selbst als zulässiges Definitionsmerkmal zu betrachten hat.

Damit ist der Maßstab abgesteckt, den man an den Begriff des Börsentermingeschäfts anzulegen hat. Dieser ist „normativer Realtypus“ im oben genannten Sinne. Sein reales Element ist mit der Aufgabe des Bezugs zur Börse<sup>370</sup> noch nicht ganz aufgegeben,<sup>371</sup> aber zurückgedrängt worden.<sup>372</sup> Entscheidend für seine Auslegung ist nunmehr der Normzweck der §§ 50 ff. BörsG. Hierbei zeigt sich: Das eigentliche Problem des Börsentermineinwands ist nicht der Begriff des Börsentermingeschäfts, sondern der Umstand, dass die Regelung von mehreren, teilweise miteinander inkompatiblen Normzwecken geprägt ist. Die Norm wird im Einzelfall immer dann unanwendbar, wenn beide Normzwecke unterschiedliche Rechtsfolgen gebieten. Man nehme beispielsweise den Fall, dass ein Privatanleger von seiner Bank ein sog. Wetter-„Derivat“ kauft, für das kein liquider Sekundärmarkt existiert. Über die Risiken des Geschäfts wird er entsprechend § 53 II BörsG aufgeklärt. Der Gesichtspunkt des Anlegerschutzes gebietet hier die Qualifizierung des Geschäfts als Börsentermingeschäft und damit dessen Verbindlichkeit. Dagegen spricht jedoch wegen § 58 BörsG (Ausschluss des Spieleinwands für Börsentermingeschäfte) der Umstand, dass das Geschäft wegen der fehlenden Reproduzier- und Bewertbarkeit der Zahlungsströme<sup>373</sup> eine hinkende Spiel-*causa* aufweist und aus diesem Grunde eigentlich unwirksam sein müsste. Das Börsentermingeschäft lässt sich nicht abstrakt so definieren, dass regelmäßig beide Normzwecke kumulativ erfüllt werden. Eine Rangordnung zwischen ihnen kann schon deshalb nicht bestimmt werden, weil beide ihre feste Ausprägung in der normativen Struktur des Börsentermineinwands gefunden haben - der Anlegerschutz auf Tatbestands- und die Spiel-*causa* bei den Rechtsfolgen.

Die Vorschrift des § 50 I 2 BörsG („Geschäfte mit wirtschaftlich gleichen Zwe-

---

bereichs dieser Rechtsbegriffe im Hinblick auf „Atypizität“ fänden ihren Platz bei der restriktiven Auslegung, Erweiterungen wegen typologischer Ähnlichkeit fänden ihn bei der Analogie (unter Hinweis auf *Leenen*, S. 110, 162, 172 ff.). Damit werde „natürlich die Fruchtbarkeit eines typologischen juristischen Denkens nicht in Frage gestellt, sondern nur seine Vielseitigkeit und Vereinbarkeit mit den klassischen juristischen Methoden betont“. *Canaris*, WM Sonderbeilage Nr. 10/1988, S. 6, spricht immerhin vom „Vorrang der teleologischen Argumentation“ gegenüber dem Typusansatz, verweist allerdings auf die Unsicherheiten der teleologischen Auslegung, „in denen dann doch wieder der Rückgriff auf begriffliche oder typologische Merkmale den Ausschlag geben“ könne. Kritisch dagegen *Häuser*, ZBB 1992, 249, 259: Es sei „nicht ohne weiteres deutlich“, welchen Fortschritt die Einordnung des Börsentermingeschäfts als Typus „gegenüber einer teleologischen Gesetzesanwendung“ bringe.

370 Vgl. die 1989 vorgenommene Änderung der Überschrift zum IV. Abschn. des Börsengesetzes von „Börsenterminhandel“ in „Terminhandel“.

371 Die Rspr. (s.o. 2. Kapitel, A.I.3., Fn. 159) hält sich für die Abgrenzung des Börsentermingeschäfts vom Kassageschäft an die börsenübliche Terminologie.

372 S.o. unter A.I., Abschn. 1.a.cc.α. (a.E.), S. 91, zur Wandlung des Börsentermingeschäfts vom deskriptiven zum normativen Tatbestandsmerkmal.

373 Hierzu 1. Kapitel, A.V.2.b., S. 27.

cken“) läuft dadurch leer bzw. deren Anwendung wird willkürlich, weil sich nur über den Normzweck definieren lässt, welches der rechtlich maßgebliche „wirtschaftliche Zweck“ des Börsentermingeschäfts ist. Bezeichnenderweise hält sich der BGH hier in der Einzelsubsumtion nicht mit der Bestimmung des Zwecks von Börsentermingeschäften auf, sondern stellt einseitig aus der Sicht des Normzwecks des Anlegerschutzes auf das „besondere wirtschaftliche Risiko“ der Geschäfte ab.<sup>374</sup> Die Qualifizierung des Börsentermingeschäfts als „bloße Geschäftsform“ in Abgrenzung zum „materiellen Begriff“ des Differenzgeschäfts<sup>375</sup> ist ein rhetorischer Versuch der Rechtsprechung, die aus der Sicht der Anlegerschutzfunktion durchaus vernünftige<sup>376</sup> Einbeziehung „wirtschaftlich berechtigter“ Sicherungsgeschäfte in den Wirkungsbereich der Informationsobliegenheit des § 53 II BörsG zu rechtfertigen. Sie verschleiert den inneren Zusammenhang zwischen Börsentermineinwand einerseits und Spiel- und Differenzeinwand andererseits im Hinblick auf die Rechtsfolge der Unverbindlichkeit. Tatsächlich ist das Börsentermingeschäft durchaus ein materieller Vertragstyp in dem Sinne, dass sich die Eigenschaft eines Vertrags als Börsentermingeschäft nach materiellen, d.h. inhaltlichen Kriterien bestimmt. Je nach betrachtetem Normzweck ist dies der besondere Charakter seiner Austausch-*causa* oder die Gefährlichkeit der erzeugten Risiken.

Als Ergebnis bleibt festzuhalten: Der Begriff des Börsentermingeschäfts i.S. des § 50 I BörsG ist aufgrund der beiden miteinander unvereinbaren Normzwecke der Einschränkung des Spieleinwands einerseits und des Schutzes des informationell unterlegenen Anlegers andererseits nicht in allen Fallkonstellationen eindeutig bestimmbar.<sup>377</sup> Somit fehlt es dem Tatbestand des Börsentermineinwands im freiheitsrechtlich sensiblen Bereich der Privatautonomie an der rechtsstaatlich erforderlichen Bestimmtheit.

### 3. Differenzgeschäft

Die rechtliche Bewertung des Differenzeinwands baut auf den vorstehend gewonnenen Erkenntnissen zum *causa*-Ansatz bei Derivaten und derivateähnlichen Geschäften auf. Danach ist der Differenzeinwand rechtssystematisch grundsätzlich verfehlt. *Echte* Differenzgeschäfte sind selbst bei weiter, analoger Anwendung des Tatbestands des § 764 S. 1 BGB immer gleichzeitig Derivate und als solche zumindest unter ausreichend qualifi-

374 So vor Einführung des § 50 I 2 BörsG bereits BGH 22.10.1984 - II ZR 262/83, BGHZ 92, 317, 321, zu Geschäften über Basket-Optionen, wo es heißt, auch von der „Grundform des Börsentermingeschäfts“, des „Festgeschäftes“ [verstanden als Terminkauf mit Erfüllung in Natur], abweichende Geschäftsgestaltungen könnten als Börsentermingeschäfte angesehen werden, wenn sie „wirtschaftlich dem gleichen Zweck“ dienen.

375 BGH 11.10.1988 - XI ZR 67/88, BGHZ 105, 263, unter II.2.

376 S.o. Abschn. 2.c., S. 158.

377 Vgl. das Eingeständnis von *Canaris*, WM Sonderbeilage Nr. 10/1988, S. 19: Typologisches Denken berge mit seiner Reihenbildung die Gefahr einer völligen Auflösung der Konturen in sich („Treibsandgefahr“). Es sei deshalb nötig, die Reihe „irgendwo“ abubrechen.

zierten Vertragspartnern kausal,<sup>378</sup> so dass dem Zahlungsanspruch des Gewinners nicht die Einrede der Bereicherung gegenübersteht. Es gibt deshalb aus vertragsrechtlicher Sicht keinen Anlass, echte Differenzgeschäfte pauschal für unverbindlich zu erklären, sofern sie wirtschaftlich nicht berechtigt sind. Mit der Fiktion dieser Geschäfte als Spielverträge verkennt die Regelung die finanzwirtschaftlichen Eigenschaften derivativer Instrumente, nämlich die Werthaltigkeit ihrer stochastisch bedingten Forderungen bzw. Verbindlichkeiten. *Unechte* Differenzgeschäfte sind derivateähnliche Geschäfte und als solche wirksame (kausale) nichtaleatorische Umsatzgeschäfte.<sup>379</sup> Dementsprechend entfaltet der Differenzeinwand heute für Derivate und derivateähnliche Geschäfte wegen § 58 BörsG zu Recht nur noch eine geringe bzw., nach der hier vertretenen Ansicht, überhaupt keine praktische Bedeutung.<sup>380</sup>

#### 4. Folgerungen

Für die Wirksamkeit aleatorischer Verträge ist aus der Sicht des *causa*-Modells entscheidend, dass die stochastisch bedingten Forderungen bzw. Verbindlichkeiten als solche bereits bei Vertragsschluss unabhängig von der zukünftigen Entwicklung ihres Basiswerts bis zur Fälligkeit für den Vertragspartner einen subjektiven Wert haben. Diese Werthaltigkeit ist gegeben, wenn die Vertragsposition (Forderung/Verbindlichkeit) einen jederzeit realisierbaren objektiven Marktwert hat und der betreffende Vertragspartner aufgrund seiner persönlichen Qualifikation grundsätzlich dazu in der Lage ist, diesen Marktwert zu realisieren bzw. in anderer Weise zu nutzen.<sup>381</sup> In diesem Sinne lässt es sich nachvollziehen, warum die Rechtsprechung die jederzeitige Möglichkeit der „Glattstellung“ bzw. „Neutralisierung“ und die Beziehung zum Terminmarkt als „Typus“-Merkmale des Börsentermingeschäfts betrachtet, vorausgesetzt, man bezieht sich auf die „Glattstellung“ des Marktrisikos und nicht (nur) auf diejenige der Lieferverpflichtung bei derivateähnlichen Geschäften.<sup>382</sup>

Für den jederzeit realisierbaren Marktwert der Vertragsposition kann man sich zwei verschiedene Situationen vorstellen: Die Existenz eines liquiden Sekundärtermin-

378 S.o. 2.a.aa., S. 147 ff.

379 S.o. 2.a.bb., S. 154; siehe auch *Henssler*, S. 572: Das verdeckte [gemeint ist: unechte] Differenzgeschäft sei „seiner Natur nach ein Austauschvertrag“ („Kaufvertrag“, „Tauschvertrag“) und die Beurteilung als unverbindliches Spiel nur eine „gesetzliche Fiktion“. Dementsprechend ist dem Common Law eine Ausdehnung des Spieleinwands auf Liefergeschäfte mit einseitiger Spekulationsabsicht unbekannt. Hierzu *Bauer*, S. 361.

380 S.o. A.I.2.a., S. 112; vgl. auch *Samtleben*, in *Hopt/Rudolph/Baum* (Hrsg.), S. 485: Das Nebeneinander von Differenzgeschäft und Börsentermingeschäft sei allein historisch zu erklären. Es sei auf die mangelhafte Koordination der Arbeiten zum BörsG und zum BGB (beide von 1896) zurückzuführen (unter Berufung auf *Wolter*, S. 21 ff., 89-104). Seit der Börsengesetznovelle von 1989 (Einbeziehung ausländischer Börsentermingeschäfte) bestehe zwischen BörsG und § 764 BGB „volle Parallelität“.

381 S.o. bei 2.a.aa., S. 147 f.

382 S.o. unter A.I., Abschn. 1.a.cc.β., S. 92 ff.

marktes, wo die betreffende Marktrisikoposition veräußert werden kann, oder die jederzeitige Glattstellbarkeit der Position mit Hilfe sonstiger, im Ergebnis gegenläufiger Geschäfte am Kassa- oder Terminmarkt.<sup>383</sup> Bei Derivaten, d.h. Termingeschäften über liquide, lagerfähige Basiswerte mit marktnahem Terminpreis<sup>384</sup> gibt es definitionsgemäß zumindest immer einen liquiden *Kassamarkt*, an dem eine Glattstellung möglich ist. Für diese Instrumente kommt es somit für die Wirksamkeit auf die Existenz eines *Terminmarktes* mit Glattstellungsmöglichkeit dann nicht an, wenn die Vertragspartner aufgrund ihrer Qualifikation dazu in der Lage sind, die Glattstellungsmöglichkeit am Kassamarkt zu nutzen. Speziell bei Aktienindexderivaten ist zusätzlich zu beachten, dass die Glattstellung am Kassamarkt bei niedrigen Anlagesummen, wie sie für Privatanleger typisch sind, mit unverhältnismäßig hohen Transaktionskosten verbunden ist. Insofern stellt die Rechtsprechung hier zu Recht auf die Existenz eines Sekundärmarktes ab.<sup>385</sup> Termingeschäfte mit nicht liquidem Basiswert (Nichtderivate<sup>386</sup>) sind mangels eines entsprechenden Kassamarktes generell nur wirksam, wenn sie zumindest auf dem Terminmarkt glattstellbar sind. Dazu muss es entweder einen liquiden Sekundärmarkt geben, auf dem sie jederzeit zu einem empirisch feststellbaren Marktwert veräußert werden können, oder einen liquiden Primärterminmarkt, auf dem sich jederzeit gegenläufige Neugeschäfte abschließen lassen. Mögliche Beispiele hierfür sind, die Liquidität des Marktes vorausgesetzt, börsennotierte Wetter-„Derivate“<sup>387</sup> sonstige „Versicherungsderivate“ und das sog. „Futures betting“ oder „Spread betting“, das sich von herkömmlichen Sportwetten neben der differenzierteren Gewinnauszahlungsstruktur durch die Liquidität des Vertrags unterscheidet, die es den Wettlern erlaubt, vor Fälligkeit aus dem Vertrag auszusteigen.<sup>388</sup>

383 Vgl. die entsprechenden Kriterien, die IAS 39.96(a) und (c) in Zusammenhang mit der (paritätischen) Marktwertbilanzierung (hierzu unten, 5. Kapitel, C.II.4., S. 297 ff.) als Voraussetzungen für die Existenz eines zuverlässig bestimmbar („reliably measurable“), also realisierbaren Marktwertes („fair value“) bei marktrisikosensiblen Finanzinstrumenten nennt: eine öffentliche, auf einem liquiden Markt („active market“) beruhende Kursnotierung (a) oder ein aufgrund eines geeigneten Modells errechneter theoretischer Wert, sofern die Berechnung auf Variablen beruht, die aus liquiden Märkten abgeleitet werden können (c.); insofern zustimmend die Stellungnahme des *IDW*, WPg 1998, 1078, 1081 f. (zu § 63 des IASC-Entwurfs E62).

384 S.o. 1. Kapitel, A.V.1., S. 22; zur Marktnähe des Terminpreises als Voraussetzung eines *Börsentermingeschäfts* (soweit kein Sekundärmarkt für das Geschäft vorhanden ist) siehe OLG München 30.10.1985 - 7 U 1890/85, WM 1986, 586: Prolongierte Devisentermingeschäfte zu Alt- oder Mischkursen seien Börsentermingeschäfte, wenn die neuen Kurse auf die ursprünglichen Kurse zurückzuführen seien.

385 Siehe BGH 12.5.1998 - XI ZR 180/97, BGHZ 139, 1, unter II.1.a.bb.: Die Neutralisierung des Marktrisikos einer Aktienindexkaufoption durch den Anleger erfolge durch „Ausübung oder Verkauf der Option“.

386 S.o. 1. Kapitel, A.V.2.b., S. 26 f.

387 Vgl. die am 22.9.1999 am Chicago Mercantile Exchange (CME) gestarteten „weather derivatives“, wie z.B. die „heating degree day index futures“ für Atlanta, Chicago, Cincinnati und New York (berichtet nach RiskProfessional, Heft 1/8, November 1999, S. 13).

388 Hierzu RiskProfessional, Heft 1/8, November 1999, S. 44; aus der Praxis z.B. die „Pro-Basketball2000“-Futures der Internet-Firma World Sports Exchange ([www.wsex.com](http://www.wsex.com)) unter Aufsicht der Gaming Commission von Antigua und Barbuda.

Für den Börsentermineinwand ergibt sich hieraus Folgendes: Die §§ 53 BörsG mit ihrer Funktion, den Spieleinwand im Interesse eines liquiden Terminmarktes zu beschränken (Einschränkungsfunktion), sind verzichtbar. Die Unanwendbarkeit des Spieleinwands auf Derivate sowie auf andere Termingeschäfte des Kapitalmarktes, sofern solche Instrumente überhaupt vom Zweck des Börsentermineinwands gedeckt sind,<sup>389</sup> ergibt sich nämlich bereits aus dem allgemeinen Vertragsrecht. Soweit der Börsentermineinwand hiervon inhaltlich abweicht, ist er aus vertragsrechtlicher Sicht systemwidrig, ohne dass sich hierfür eine besondere rechtspolitische Rechtfertigung anführen ließe. Den Bedürfnissen des internationalen Kapitalverkehrs nach Rechtssicherheit und Rechtsklarheit („Finanzplatz Deutschland“) kann man bereits auf der Grundlage des *causa*-Ansatzes Rechnung tragen.

Vom Vorliegen des persönlichen Kriteriums der Fähigkeit der Vertragspartner zur Marktwertrealisierung bzw. zum Gebrauch der Bausteinfunktion (Qualifikation<sup>390</sup>) darf man bei eingetragenen Kaufleuten ausgehen. Dies entspricht dem allgemeinen handelsrechtlichen Prinzip, dass von jedem Kaufmann professionelles Verhalten erwartet werden darf. Voraussetzung hierfür ist nur, dass diese Personen als solche, d.h. im Rahmen ihres Geschäftsbetriebs auftreten. Nach geltendem Recht soll demgegenüber der Börsentermineinwand selbst auf Kaufleute anwendbar sein, die nicht für ihr Geschäft, sondern privat investieren.<sup>391</sup> „Börsenleute“ kann man in Anlehnung an § 53 I 2 BörsG per se als ausreichend qualifiziert betrachten. Bei Geschäften mit und zwischen Privaten kommt es auf den Einzelfall an. Je leichter die Marktwertrealisierung, desto geringere Anforderungen sind an die Qualifikation zu stellen. Beim *Abschluss* von Termingeschäften, für die ein liquider Sekundärmarkt besteht oder aller Voraussicht nach bestehen wird, reicht die Kenntnis des Anlegers von diesem Markt.<sup>392</sup> Der Schutz des Kapitalmarktes erfordert bei Privatleuten keine Pauschalisierung, weil dieser Personenkreis ohnehin nicht direkt, sondern nur vermittelt über Finanzinstitute am Kapitalmarkt auftritt. Finanzinstituten kann zugemutet werden, dass sie sich über die Qualifikation ihrer Kunden informieren und gegebenenfalls vor Vertragsschluss entsprechende Hinweise über die Glattstellungsmöglichkeiten erteilen. Das entspricht dem Grundsatz nach, wenn auch mit

389 Gewisse Zweifel hieran bestehen vor allem aus historischer Sicht. Der volkswirtschaftliche Nutzen des Terminmarktes, den der Börsentermineinwand fördern sollte, wurde nämlich in der Bedeutung der Terminpreise für die Kassapreise erblickt (Bericht der Börsen-Enquête-Kommission, 1893, S. 75 ff., zit. nach *Wolter*, S. 111) - ein Kriterium, das für nichtderivative Termingeschäfte mit Barausgleich nicht zutrifft.

390 S.o. 2.a.aa., S. 150.

391 Vgl. *Schwark*, § 53 BörsG, Rz. 4; a.A. *Canaris*, Bankvertragsrecht, 3. Aufl., Rz. 1875: In § 53 BörsG sei „im Wege der teleologischen Reduktion das Erfordernis eines Handelsgeschäfts hineinzuinterpretieren“, „dessen Vorliegen freilich nach § 344 HGB vermutet“ werde; kritisch, allerdings nicht aus der Sicht der Marktwertrealisierung, sondern des Risikobewusstseins auch *Samleben*, in *Hopt/Rudolph/Baum* (Hrsg.), S. 503, m.w.N.: Kaufleute, die sich beruflich nicht mit Börsentermingeschäften befassen, seien deshalb als Privatanleger nicht unbedingt sachkundiger [gemeint ist: als andere Privatanleger].

392 S.o. 2.a.aa., S. 150. <https://doi.org/10.5771/9783845287164-85>, am 05.08.2024, 17:52:08

anderem Inhalt, der Rechtsprechung zu den (vor-) vertraglichen Informationspflichten<sup>393</sup> sowie der Wertung der § 31 f. WpHG<sup>394</sup>. Eine Rechtspflicht in diese Richtung besteht aber nicht. Auch aleatorische (derivative oder nichtderivative) Termingeschäfte zwischen einem Privaten und einem Kaufmann, der *nicht* einer „gesetzlichen Bank- und Börsenaufsicht“ untersteht, und sogar zwischen zwei Privaten sollten in Einzelfällen wirksam sein können. Das geltende Monopol zugunsten von Finanzinstituten als Vertragspartner von Privatanlegern erklärt sich - wenn überhaupt - ausschließlich mit dem (systemwidrigen) Gedanken des Anlegerschutzes und hat sachlich mit dem Spieleinwand nichts zu tun.<sup>395</sup> Einen Sonderfall stellen (private) Vertragspartner dar, die zu Sicherungszwecken kontrahieren. Für sie ist die eingegangene aleatorische Position ohne weiteres subjektiv werthaltig. Verträge mit solchen Personen sind deshalb nach dem causa-Ansatz wirksam, wenn entweder die (private oder kaufmännische) Gegenseite ebenfalls Sicherungszwecke verfolgt oder wenn sie in anderer Weise ausreichend qualifiziert ist. Das geltende Recht steht hierzu im Widerspruch.<sup>396</sup>

*Sekundärgeschäfte* in Termingeschäften sind echte Umsatzgeschäfte und lassen sich unter keinen Umständen unter den Spieleinwand subsumieren.<sup>397</sup> Die übliche Unterscheidung zwischen abgetrennten und selbständigen Optionsscheinen<sup>398</sup> ist insofern nicht nachvollziehbar. Die Auswirkungen von Wirksamkeitsmängeln des zugrunde liegenden Primärgeschäftes bestimmen sich nach dem Recht der Leistungsstörungen. Ebenfalls echte Umsatzgeschäfte sind derivateähnliche Verträge, also Termingeschäfte mit Erfüllung in Natur.

Verträge über den Abschluss eines Termingeschäfts für einen Dritten in Kommission und andere *Nebenverträge* sind im Gegensatz zu § 60 BörsG nach allgemeinem Vertragsrecht grundsätzlich wirksam. Deren Einbeziehung in den Spieleinwand lässt sich auf der Basis des causa-Ansatzes nicht begründen. Geschäftsbesorgungsverträgen über die Ausführung von Termingeschäften mit Dritten auf Rechnung des Auftraggebers liegt eine wirksame Austausch-*causa* zugrunde, die grundsätzlich unabhängig ist von der *causa* des geplanten Ausführungsgeschäfts, sofern sich aus dem Leistungsstörungsrecht (z.B. § 306 BGB) nichts anderes ergibt. Ist das Termingeschäft zwischen dem Kommissionär und dem Dritten seinerseits wirksam, entstehen für den Auftraggeber zunächst

393 Oben A.II.1., 2., S. 118 ff.

394 Oben A.II.3., S. 126 ff.

395 Siehe BGH 29.3.1994 - XI ZR 31/93, WM 1994, 834, 838, unter III.1.b.: § 53 I BörsG solle sicherstellen, dass das Informationsmodell nur im Rahmen einer „qualifizierten Beratung“ zur Anwendung komme (unter Berufung auf den Bericht des Finanzausschusses zum Gesetz zur Änderung des Börsengesetzes, BT-Drucks. 11/4721 v. 8.6.1989, S. 11, 21). Daraus folge, dass die Unterrichtung nach § 53 II BörsG „nur von einem gesetzlicher Bank- und Börsenaufsicht unterstehenden Kaufmann“ wirksam geleistet werden könne.

396 S.o. A.I.1.a.aa. (a.E.), S. 90, bei Fn. 14; de lege ferenda für den Ausschluss des Börsentermineinwands bei Hedge-Geschäfte mit „konkretem Sicherungszweck“ siehe *Samtleben*, in Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), S. 507 f.

397 S.o. 2.a.cc., S. 154.

398 S.o. A.I.1.b., S. 96.

wirksame Aufwendungsersatzansprüche.<sup>399</sup> Diese stehen allerdings unter dem Vorbehalt eines auf das negative Interesse gerichteten Schadensersatzanspruchs wegen Verletzung von Informationspflichten.<sup>400</sup> Auf diese Weise werden die Bedürfnisse des Anlegerschutzes berücksichtigt, ohne die Systematik der Vertragsautonomie preiszugeben.

Die *Informationsfunktion* des Börsentermineinwands ist entbehrlich. Sie ist systemwidrig<sup>401</sup> und sie wird inhaltlich vollständig durch die allgemeinen (vor-) vertraglichen Informationspflichten absorbiert.<sup>402</sup> In allen Fällen, in denen sich der Anleger darauf beruft, dass das Geschäft nach §§ 52, 53 II BörsG wegen mangelnder Aufklärung unwirksam sei, lässt sich dieselbe Rechtsfolge über einen Schadensersatzanspruch wegen c.i.c. bzw. pFV konstruieren.<sup>403</sup> Deshalb hat die Rechtsprechung das Informationsmodell im Bereich des internationalverfahrensrechtlichen *ordre public international*, also soweit, wie ihr das *le lege lata* überhaupt möglich ist, bereits vollständig aufgegeben<sup>404</sup> und den Anlegerschutz ausschließlich den allgemeinen Informationspflichten überlassen.<sup>405</sup> *De lege ferenda* können Börsentermin- und Differenzeinwand ersatzlos gestrichen werden.<sup>406</sup>

- 
- 399 Nicht überzeugend ist deshalb die Rspr. zur Ausdehnung des Spieleinwands auf den Auftrag zum Spiel. Siehe BGH 16.3.1981 - II ZR 110/80, NJW 1981, 1897, unter 3., zu ausländischen Warentermingeschäften; BGH 16.5.1974 - II ZR 12/73, NJW 1974, 1705, zu einer Lottospielgemeinschaft. Diese Rspr. ist im Übrigen inkonsequent, weil sie trotz der angeblichen Unverbindlichkeit des Auftrags dem Auftraggeber die Möglichkeit belässt, erzielte *Gewinne* herauszuverlangen (Nachweise bei Soergel-Häuser, § 762, Rz. 7).
- 400 S.o. A.II.1., S. 118 ff.
- 401 Oben Abschn. 2.c., S. 158 ff.
- 402 Selbst der historische Gesetzgeber hat erkannt, dass die standardisierte Information nach § 53 II BörsG im Einzelfall durch eine individuelle Risikoaufklärung ergänzt werden muss (Begr. des RegE, BT-Drucks. 11/4177, S. 19, s.o. A.II.2., Fn. 212).
- 403 Anscheinend ähnlicher Auffassung *Samtleben*, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), S. 505-508, dessen „Alternativvorschlag“ zum Börsentermineinwand („neuer § 764 BGB“) auf das Rechtsinstitut der Börsentermingeschäftsfähigkeit einschließlich des Informationsmodells verzichtet; vgl. auch *Dannhoff*, S. 269: Das Beispiel des US-amerikanischen Rechts zeige, dass es für einen effektiven Anlegerschutz des Differenzeinwands ebensowenig bedürfe wie des Termineinwands. Siehe aber unten Fn. 406 zum Reformvorschlag dieses *Autors*.
- 404 Siehe BGH 21.4.1998 - XI ZR 377/97, BGHZ 138, 331, unter II.2.b.cc.(2): § 53 II BörsG gewährleiste nur noch einen „Mindestschutz uninformatierter privater Kunden“. „Sachkundige“ [gemeint ist: auf der „zweiten Stufe“ des Anlegerschutzes aufgeklärte] „Anleger, die bei Börsentermingeschäften eine eigenverantwortliche Entscheidung treffen“ könnten, würden „vom Gesetzgeber nicht mehr als schutzbedürftig angesehen“. Bei ihnen sei „die gesetzlich vorgeschriebene schriftliche Information eine bloße Formalität im Interesse von Rechtssicherheit und Rechtsklarheit“. Zu dieser Entscheidung auch oben A.I.2.a., Fn. 126.
- 405 Zur internationalprivatrechtlichen Anknüpfung der Informationspflichten beim Vertrieb von Kapitalanlagen siehe den Überblick bei *Schütze*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 10, Rz. 9-16; für eine deliktische Anknüpfung der Prospekthaftung (i.w.S.) *de lege lata* und eine Anknüpfung an den betroffenen Markt *de lege ferenda* *Grundmann*, *RabelsZ* 54 (1990), 283, 311.
- 406 Ebenfalls für die völlige, allerdings nicht ersatzlose Streichung des Börsentermin- und Differenzeinwands *Dannhoff*, S. 266 ff., 283-285. Der *Autor* schlägt vielmehr vor, stattdessen eine inhaltlich erweiterte, vorformulierte und nunmehr nicht mehr durch die Unvollkommenheit des Geschäfts, sondern durch Schadensersatz sanktionierte börsengesetzliche Pflicht des Vermittlers zur Erteilung von Risikoinformationen einzuführen. Eine Auseinandersetzung zum Verhältnis des Börsentermin- und Differenzeinwands zum Spieleinwand und zum allgemeinen Vertragsrecht erfolgt nicht.

### 5. Bausteineffekt

Nach dem *causa*-Ansatz erklärt sich die rechtliche Durchsetzbarkeit der Zahlungsansprüche aus Derivaten mit der objektiven Reproduzierbarkeit der durch diese Instrumente erzeugten stochastisch bedingten Zahlungsströme, ihrer daraus folgenden Bewertbarkeit bzw. mit ihrer Eignung zum Einsatz als Bausteine im Rahmen kombinierter Positionen (Anerkennung der *Werthaltigkeit* derivativer Verträge) sowie der damit verbundenen Erfüllung des dem Vertragsschluss zugrunde liegenden Austauschzwecks.

Die auf finanzwirtschaftliche Gleichwertigkeit gestützte rechtliche *Gleichbehandlung* natürlicher und synthetischer Positionen kommt demgegenüber nach dem *causa*-Ansatz nicht in Betracht. Mit der Aufhebung des Börsentermin- und Differenzeinwands ändert sich die dem oben dargestellten Meinungsstand zugrunde liegende (in sich widersprüchliche) Interessenlage<sup>407</sup> in entscheidender Weise. Denn alleiniger Beurteilungsmaßstab für die Wirksamkeit eines Geschäfts ist nunmehr der Spieleinwand, d.h. der Charakter der aleatorischen *causa*. Mit dem Risikoschutz der Anleger fällt gerade derjenige Normzweck weg, der für die finanzwirtschaftliche Gleichwertigkeit von Zahlungsströmen und Risiken besonders sensibel ist.<sup>408</sup> Jeder von den Parteien als rechtlich selbständig gewollte Vertrag ist in Bezug auf seine *causa* entsprechend diesem Willen separat zu betrachten. Das ist ein Gebot der Privatautonomie. Die zusammenfassende Betrachtung von Kombinationen aus Kassageschäften und Darlehen als synthetische Termingeschäfte<sup>409</sup> wäre, abgesehen von der Frage der Spiel-*causa*, bereits aus dieser Sicht verfehlt, solange feststeht, dass die einzelnen Komponenten dieser Kombination wirklich gewollt sind (§ 117 I BGB) und nicht ein aleatorisches Geschäft verdecken (§ 117 II BGB). Primärgeschäfte über strukturierte Anleihen sind andererseits schon deshalb nicht dem Spieleinwand ausgesetzt, weil sie nach dem Willen der Vertragsparteien eine Einheit bilden und keinen ausschließlich aleatorischen Charakter haben.<sup>410</sup> Anders stellt sich die Lage bei kombinierten Geschäften dar, deren Einheit nur äußerlicher Natur ist, deren Bestandteile aber nicht im Synallagma miteinander verflochten sind. Dies zeigt sich am Beispiel einer Vereinbarung über die Prolongation eines Termingeschäfts. Sie lässt sich zerlegen in ein neues Termingeschäft über den prolongierten Zeitraum und eine Stundung oder ein Darlehen bezüglich des bei Fälligkeit des ursprünglichen Termingeschäfts zahlbaren Betrags. Deshalb kann das in der Prolongation enthaltene, neue Termingeschäft separat dem Spieleinwand ausgesetzt sein. Nach den Grundsätzen über den Einwendungsdurchgriff bei verbundenen Verträgen entfaltet diese Unverbindlichkeit dann allerdings auch Auswirkungen auf die Stundung bzw. das Darlehen.

407 S.o. bei A.I.1.c., S. 114 ff.

408 Siehe auch unten II.3., S. 180 ff.

409 Siehe zu entsprechenden Ansichten für den Börsentermineinwand oben A.I.1.c.bb.α., S. 101 ff., sowie für den Differenzeinwand oben A.I.2.c., S. 114 ff.

410 S.o. bei A.I.1.c.c., S. 105

## II. Informationspflichten

Die nachfolgende Stellungnahme zu den (vor-)vertraglichen Informationspflichten gliedert sich in vier Bereiche: Zunächst geht es um allgemeine Überlegungen zur Rechtsgrundlage dieser Pflichten (1.), anschließend um die Frage, wie sich der Gedanke der Informationsverantwortlichkeit des Vertragspartners mit der eigenverantwortlichen Risikoübernahme im Risikovertrag vereinbaren lässt (2.), sodann um die (angeblichen) qualitativen Besonderheiten der Informationspflichten bei Derivaten (3.) und schließlich um das Verhältnis der Informationspflichten zur aleatorischen causa bei Derivaten (4.).

### 1. Rechtsgrundlage

Die dogmatische Fundierung der Informationspflichten über einen selbständigen Informationsvertrag bzw. über das Rechtsinstitut der *c.i.c.* vermag nicht zu überzeugen. Auffällig ist bereits, dass beide Rechtsgrundlagen auf Schadensersatzhaftung, nicht aber auf das rechtsgeschäftliche Scheitern des Vertragsschlusses gerichtet sind und die gewünschte Rechtsfolge der Beseitigung des Vertrags nur über einen Umweg, nämlich den Anspruch auf Rückgängigmachung des Vertrags zu erreichen ist. Der herkömmliche Ansatz vermag ferner nicht zu erklären, warum Informationspflichten nur bei Vertragsschluss, nicht aber während der Laufzeit des Vertrags bestehen sollen.<sup>411</sup> Beim *Beratungsvertrag* tritt hinzu, dass das Vorliegen der Tatbestandsvoraussetzungen eines entsprechenden Vertragsschlusses - wie im Schrifttum zu Recht beanstandet - in der Regel reine Fiktion bleibt.<sup>412</sup> Im Bereich der Rechtsfolgen wird die Haftung wegen pFV nicht konsequent durchgehalten, da sich der kausale Schaden streng genommen am Erfüllungsinteresse und damit am Vergleich mit derjenigen Alternativenanlage orientieren müsste, zu welcher der Anlageberater hätte raten müssen.<sup>413</sup>

Die Schadensersatzhaftung nach *c.i.c.* wegen Verletzung vorvertraglicher Informationspflichten muss sich ebenfalls dogmatische Ungereimtheiten entgegenhalten lassen.

411 Vgl. LG München II 18.6.1996 - 1 O 2247/96, WM 1996, 2113, 2114 f., zum Erwerb japanischer Aktien-Optionsscheine: Jeder Kunde wisse, „dass er von seiner Bank keineswegs laufend über den Kurs eines erworbenen Wertpapiers informiert“ werde. Vgl. auch *Bähr*, EWiR § 276 BGB 5/95, 645, 646 (unter Berufung auf die allgemeine Meinung): Es würde die Anforderungen an die Kreditinstitute überfordern, wollte man auch nach abgeschlossener Beratung noch Warn- und Beratungspflichten statuieren.

412 Vgl. MünchKommHGB-*Ebke*, § 323, Rz. 103: Die Rspr. zur stillschweigenden Einigung gerate „sehr schnell in die Nähe der Fiktion“; *ders.*, Wirtschaftsprüfer, S. 45 f.; *Schäfer*, WuB I G 1 -9.96, S. 813, 814: Der Abschluss des Auskunfts- oder Beratungsvertrags sei bei einmaligen oder erstmaligen Ratschlägen oder Auskünften „häufig fiktiv“, insb. wenn er konkludent abgeschlossen worden sein solle (unter Hinweis auf BGH 6.7.1993 - XI ZR 12/93, BGHZ 123, 126, „Bond“-Urteil); *Canaris*, Bankvertragsrecht, 4. Aufl., Rz. 78: Die Annahme eines Auskunftsvertrags, der Banken zwar nicht zur Erteilung von Auskünften, aber zur Haftung für die Richtigkeit (freiwillig) erteilter Auskünfte verpflichte, sei „äußerst gekünstelt“.

413 S.o. A.II.1, S. 121. <https://doi.org/10.5771/9783845287164-85>, am 05.08.2024, 17:52:08  
Open Access -  <https://www.nomos-elibrary.de/agb>

Vertragliche Nebenpflichten, wie sie dem Rechtsinstitut der c.i.c. zugrunde liegen, sind kein Selbstzweck. Die Pflichtverletzung definiert sich vielmehr im Hinblick auf ein bestimmtes geschütztes Rechtsgut des begünstigten Vertragspartners. Die Rechtsgutverletzung indiziert die Pflichtverletzung. Bei vorvertraglichen Informationspflichten kommt als geschütztes Rechtsgut nur der Schutz des Vermögens des Anlegers in Betracht. Der Schutz der freien Willensbestimmung hingegen bleibt, wie der BGH selbst feststellt, anderen Rechtsmechanismen überlassen.<sup>414</sup> Entgegen anderweitiger Meinungsäußerungen im Schrifttum ist der Schutzbereich der c.i.c. gerade nicht „allumfassend“.<sup>415</sup> Vielmehr bedarf die Aufnahme eines bestimmten rechtlichen Interesses in den Schutzbereich der c.i.c. jeweils einer besonderen Rechtfertigung. Andernfalls würden die Konturen des Tatbestands der c.i.c. aufgelöst. Denn die c.i.c. enthält selbst keine Wertungskriterien, sondern ist darauf angewiesen, dass diese von außen über das Merkmal der Pflichtverletzung in sie hineingelegt werden. Dasselbe gilt für den Fall, dass man die Verantwortlichkeit des Finanzintermediärs auf den Gedanken der „Vertrauenshaftung“ stützen möchte.<sup>416</sup>

Die Annahme aber, dass die c.i.c.-Informationshaftung (oder die Vertrauenshaftung) wegen fehlerhafter Information das Vermögen schützt, führt zu einem Widerspruch. Denn das Vermögen des Anlegers ist in diesen Fällen regelmäßig gar nicht geschädigt. Maßgeblicher Zeitpunkt für die Betrachtung der Rechtsgutverletzung ist nämlich der Vertragsschluss. Das weitere Schicksal des Vertrags ist demgegenüber der haftungsausfüllenden Kausalität zuzuordnen. Im Zeitpunkt des Vertragsschlusses ist der derivative Vertrag i.d.R. aber nicht nachteilig, sondern unter Berücksichtigung des Eigenwertes der Vermittlungsleistung<sup>417</sup> objektiv und, soll der Vertrag nicht nach dem *causa*-Ansatz unklagbar sein,<sup>418</sup> auch subjektiv ausgeglichen.<sup>419</sup> Dementsprechend wirft der BGH dem Finanzintermediär auch gar nicht vor, den Anleger nicht über die Unan-

414 BGH 26.9.1997 (Fn. 359), unter II.2.a.bb.: Die Anfechtung schütze die freie Selbstbestimmung auf rechtsgeschäftlichem Gebiet gegen unerlaubte Mittel der Willensbeeinflussung, und zwar unabhängig vom Eintritt eines Schadens; die Rückgängigmachung nach c.i.c.- Grundsätzen oder aufgrund deliktsrechtlicher Normen verlange auf der Tatbestandsseite den Eintritt eines Schadens. Diese Unterschiede dürfe man nicht „verwischen“.

415 So aber *Lorenz*, ZIP 1998, 1053, 1056: Darunter falle auch die rechtsgeschäftliche Entscheidungsfreiheit.

416 *Canaris*, Bankvertragsrecht, 4. Aufl., Rz. 78: Richtig sei, die Haftung der Bank nicht aus einem Vertrag, sondern aus einem gesetzlichen „Schuldverhältnis ohne primäre Leistungspflicht“ abzuleiten („Vertrauenshaftung kraft Schutzpflichtverletzung“). *ders.*, ZHR 163 (1999), 206, 220-222, allgemein zur im Schrifttum geäußerten Kritik an seiner Konzeption der Vertrauenshaftung; differenzierend *V. Lang*, S. 24: Grundlage der Informationshaftung sei eine „rechtliche Sonderverbindung“, deren Akzentuierung unterschiedlich ausfalle, nämlich als Vertrauenshaftung kraft Schutzpflichtverletzung, Erklärungshaftung oder Haftung aus geschäftlichem Auskunftskontakt.

417 Siehe BGH 2.11.1982 - 5 StR 358/82, NJW 1983, 292, zum betrügerischen Handel mit Warenterminoptionen. Dort wird für den strafrechtlichen Begriff des Vermögensschadens nach § 263 StGB anerkannt, dass dem Wert der vermittelten Option die „Provision für einen seriösen inländischen Makler“ grundsätzlich hinzuzurechnen ist.

418 S.o. 2.a.aa., S. 147 ff.

419 Vgl. BGH 26.9.1997 (Fn. 359), unter II.2.b.aa.: „Zu einem Schaden komme man dann, wenn der

gemessenheit der Optionsprämie oder der Vermittlungsprovision bzw. über eine ungleiche Risikoverteilung beim Festgeschäft informiert zu haben. Vielmehr versucht er, die c.i.c.-Konstruktion dadurch zu retten, dass er den Begriff des Vermögensschadens am Gesetz vorbei einer sog. „normativen Kontrolle“ unterzieht und in ihn genau diejenigen Wertungsmerkmale der freien Selbstbestimmung - in ebenso freier Rechtsfortbildung<sup>420</sup> - hineininterpretiert, die er zuvor ausdrücklich aus dem Schutzbereich der c.i.c. ausgeschlossen hatte.<sup>421</sup> Es ist nicht mehr als eine Leerformel bzw. ein Zirkelschluss, wenn der BGH die „normativen“ Kriterien dieser „Kontrolle“ an der „Haftungsgrundlage, konkret also an dem sie ausfüllenden haftungsbegründenden Ereignis“ und an der „darauf beruhenden Vermögensminderung“ orientieren will.<sup>422</sup> Ob die fehlende Erteilung von Informationen haftungsbegründend ist, hängt ja gerade davon ab, ob eine Rechtsgutverletzung, d.h. ein Schaden eingetreten ist. Im Zuge dieser Argumentation gelangt das Gericht über einen subjektiven Schadensbegriff<sup>423</sup> zu einem Ergebnis, das seiner eigenen Prämisse widerspricht: zur Haftung des Finanzintermediärs dafür, dass der Anleger nicht das bekommt, was er mit dem Vertragsschluss wollte, und damit zum Schutz der freien Selbstbestimmung durch die Sicherstellung einer informierten Investitionsentscheidung.<sup>424</sup> Dementsprechend macht die herkömmliche Meinung den Umfang der Informationspflichten vom Zweck der Anlage abhängig. Diese Pflichten sollen somit im Ergebnis eine Zweckverfehlung der Anlage vermeiden.<sup>425</sup>

---

Vertragsschluss für die Kläger wirtschaftlich nachteilig“ gewesen sei.

- 420 Bezeichnend die Äußerung *Herbert Schimanskys*, damals Vorsitzender des auf Bankrecht spezialisierten XI. Zivilsenats des BGH, WM 1995, 461, 464: Die „Normierung von Aufklärungspflichten“ [gemeint ist: durch die Rspr. !] bei Finanzmarktprodukten erlaube eine „sachgerechte Dosierung der Sanktion“ entsprechend dem erlittenen Schaden [Hervorhebungen vom Verfasser].
- 421 BGH 26.9.1997 (Fn. 359), unter II.2.b.aa.: Bei der Bestimmung der Nachteiligkeit des Vertrags seien „die Rechnungsposten allerdings, gemessen am Schutzzweck der Haftung und an der Ausgleichsfunktion des Schadensersatzes, wertend zu bestimmen“ (m.w.N.). Die schadensersatzrechtliche Differenzhypothese habe sich einer „normativen Kontrolle“ zu unterziehen, „die sich einerseits an der jeweiligen Haftungsgrundlage, konkret also an dem sie ausfüllenden haftungsbegründenden Ereignis, und andererseits an der darauf beruhenden Vermögensminderung“ orientiere und die „dabei auch die Verkehrsanschauung“ berücksichtige“ (m.w.N.).
- 422 BGH 26.9.1997 (Fn. 359).
- 423 BGH 26.9.1997 (Fn. 359), unter cc.: Sei der Kaufgegenstand den Kaufpreis wert, so könne ein Vermögensschaden schon darin liegen, „dass der von dem schuldhaften Pflichtverstoß Betroffene in seinen konkreten Vermögensdispositionen beeinträchtigt“ sei. Der Schadensersatzanspruch diene dazu, „den konkreten Nachteil des Geschädigten auszugleichen“; der Schadensbegriff sei „mithin im Ansatz subjektbezogen“ (m.w.N.). Bei objektiver Werthaltigkeit von Leistung und Gegenleistung könne der Schaden des „durch ein haftungsbegründendes Verhalten zum Abschluss eines Vertrages“ gebrachten Vertragspartners auch darin bestehen, „dass die Leistung für *seine Zwecke* nicht voll brauchbar“ sei [Hervorhebung durch den Verf.].
- 424 Bezeichnend wieder *Schimansky*, WM 1995, 461, 464: Die „Normierung von Aufklärungspflichten“ bei Finanzmarktprodukten sei eine „sehr subtile und für den Anbieter schonende Art des Schutzes der *Vertragsfreiheit* des Kunden“ [Hervorhebung durch den Verf.].
- 425 OLG Köln 26.6.1997 -7 U 154/95, ZIP 1997, 1372 f., zum Kauf von Aktien: Die Beratung habe sich daran auszurichten, ob das beabsichtigte Anlagegeschäft der „sicheren Geldanlage“ dienen solle oder „spekulativen Charakter“ habe. Erstrebe der Kunde erkennbar eine „solide Kapitalanlage“, so seien „an die Beratungspflicht höhere Anforderungen zu stellen als bei Geschäften, die

Hat man erst einmal erkannt, dass es bei den (vor-) vertraglichen Informationspflichten um den Schutz der freien, privatautonomen Selbstbestimmung (materiale Entscheidungsfreiheit<sup>426</sup>) geht, liegt es nahe, die Lösung des Problems eines informationellen Ungleichgewichts zwischen den Vertragspartnern nicht im Schadensersatzrecht zu suchen, sondern dort, wo die privatautonome Selbstbestimmung systematisch angesiedelt ist: im *Recht der Willenserklärungen*. Insoweit setzt das Rechtsinstitut des *verbraucherschützenden Widerrufsrechts* (§ 361a BGB), das der Gesetzgeber in besonderen Fällen zum Ausgleich der psychologischen, aber auch der informationellen Unterlegenheit des Verbrauchers (§ 13 BGB) gegenüber dem berufsmäßig handelnden Vertragspartner (Unternehmer, § 14 BGB) zum Einsatz bringt,<sup>427</sup> durchaus an der richtigen Stelle an.<sup>428</sup> Der vorliegende Kontext des Vertriebs derivativer Finanzinstrumente fällt allerdings nur in Ausnahmefällen in den Anwendungsbereich einschlägiger Verbraucherschutzgesetze.<sup>429</sup>

Das im *allgemeinen* Recht der Willenserklärungen zum Schutz der tatsächlichen Entscheidungsfreiheit zur Verfügung stehende rechtliche Instrumentarium ist mitnichten auf das vorsätzliche Ausnutzen des Informationsgefälles durch einen der Vertragspartner beschränkt (§ 123 BGB). Die Zulassung der Anfechtung bei nur fahrlässiger Täuschung im Wege der Rechtsfortbildung *contra legem*<sup>429a</sup> dürfte methodologisch zwar zu weit gehen. Einen vielversprechenden Ansatz für die sachgerechte Erfassung sonstiger Fälle von Vertragsschlüssen bei ungleichem informationellen Kräfteverhältnis der Vertragspartner, welcher der Frage der Anfechtbarkeit wegen Täuschung oder (sonstigen) Irrtums (§ 119 I, II BGB) bzw. dem Bestehen eines rechtsvernichtenden Widerrufs-

---

primär nicht Anlage-, sondern Spekulationszwecken“ dienen; ebenso OLG Frankfurt a.M. 22.9.1994 - 16 U 138/93, WM 1995, 245, 247.

426 Zur Bedeutung der materialen (tatsächlichen, positiven) neben der formalen (rechtlichen, negativen) Entscheidungsfreiheit der Vertragspartner siehe *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 277 f.; zu den Grenzen der positiven Freiheit siehe *Bydlinski*, S. 158 f.

427 Hierzu z.B. *Larenz/Wolf*, § 39, Rz. 9-25 ff.. Vgl. auch die speziellen, mit dem Widerrufsrecht verbundenen Informationspflichten nach § 4 VerbrKrG sowie - besonders detailliert - nach §§ 4, 2, 3 III TzWrG; § 2 FernAbsG; ähnlich das „Widerspruchsrecht“ nach § 5a VVG i.V.m. § 10a VAG.

428 Vgl. aber *Lorenz*, S. 171, der es als „größten rechtstatsächlichen“ Nachteil der Regelung des HWiG betrachtet, dass sie „durch das großzügig gewährte Widerrufsrecht die Entwicklung von individualisierten Hilfsmitteln, insbesondere die eines Übertummelungsschutzes als Fallgruppe der c.i.c. verhindert bzw. gestoppt“ habe.

429 Der von der EU-Kommission am 23.7.1999 vorgelegte „Geänderte Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen an Verbraucher und zur Änderung der Richtlinien 97/7/EG und 98/27/EG“ (KOM[1999] 385 endg.) befreit Verträge über die „Annahme, Übermittlung und/oder Ausführung von Aufträgen und Dienstleistungen im Zusammenhang mit Emissionen“ von „Termin- und Optionsgeschäften“ ausdrücklich vom Anwendungsbereich des Widerrufsrechts (Art. 4 Ia lit. b).

429a So aber *Grigoleit*, § 5, S. 40-83 („Derogation des informationellen Vorsatzdogmas“); vgl. ferner *Kemper*, S. 219, der sich für eine Ausdehnung des § 123 BGB über den Vorsatz hinaus auf alle Fälle einsetzt, in denen jemand zur Abgabe einer Willenserklärung durch eine „rechtswidrige Willensbeeinflussung“ bestimmt wurde. Sehr kritisch gegenüber *Grigoleits* Ansatz *Lieb*, FS Medicus (1999), 337, 349 f. („fast verwegen“).

rechts<sup>430</sup> in der Gedankenführung vorausgeht, bildet jedoch die *Auslegung* der beiderseitigen Willenserklärungen. Denn diese ist objektiv am Empfängerhorizont orientiert und damit ohnehin normativ vorgeprägt. Es erscheint deshalb denkbar, den Schutz der informationell schwächeren (nicht professionellen) Vertragspartei dergestalt in die Auslegung des Vertragsinhalts einzubauen, dass das subjektive, für die informationell überlegene (professionelle) Vertragspartei erkennbare Anlageziel und das Maß der Risikobereitschaft des Anlegers Vertragsinhalt werden. Die genannten Merkmale konkretisieren dadurch den Gegenstand der zu vermittelnden Anlage neben oder je nach Parteiwillen<sup>431</sup> sogar anstelle deren namentlicher Bezeichnung (z.B. „Deutsche Telekom Call“ der Deutschen Bank) in maßgeblicher Weise. Bei einer Doppelindividualisierung des Vertragsgegenstands liegt ein Fall der objektiven anfänglichen Unmöglichkeit vor, wenn das benannte Instrument (Derivat) nicht dem vertraglichen Anlageziel sowie der vertraglichen Risikobereitschaft entspricht (z.B. Altersvorsorge). Nach § 306 BGB ist der Vertrag dann nichtig - ein wirtschaftliches Ergebnis, zu dem auch der herkömmliche Ansatz über den Umweg des Schadensersatzanspruchs auf Rückabwicklung gelangt. Verfehlt wäre es hingegen, die Willenserklärung des Anlegers bereits wegen Vorliegens eines inneren Widerspruchs (Perplexität) für unwirksam zu halten.<sup>432</sup> Denn ein unauflösbarer Widerspruch liegt hier nicht etwa im erklärten Willen, sondern nur in den Voraussetzungen für dessen Realisierbarkeit. Es ist eben solange kein logischer Widerspruch, mithilfe eines Termingeschäfts eine sichere Anlage tätigen zu *wollen*, wie sich der Erklärende in einem *Irrtum* über die Risiken von Termingeschäften befindet. Mit der Lösung über § 306 BGB findet der Schutz der rechtsgeschäftlichen Entscheidungsfreiheit des Anlegers seine Wertungsgrundlage im Recht der Willenserklärungen und seine Vollendung im Leistungsstörungsrecht.<sup>433</sup> Die im Rahmen der laufenden Schuldrechtsreform geplante ersatzlose Aufhebung der bisherigen §§ 306-309 wird hier zu keiner grundlegend anderen Beurteilung führen. Die anfängliche objektive Unmöglichkeit steht zwar nach § 311a I BGB i.d.F. des Regierungsentwurfs eines „Gesetzes zur Modernisierung des Schuldrechts“ vom 9.5.2001 (BGB-RegE)<sup>434</sup> „der Wirksamkeit eines Vertrags“ nicht mehr entgegen. Nach § 275 I BGB-RegE ist aber jedenfalls der Anspruch auf Leistung ausgeschlossen, „soweit und solange diese für den Schuldner oder für jedermann

430 Siehe z.B. Palandt-*Heinrichs*, Überblick vor § 104 BGB, Rz. 17, zum Charakter des mit der Einfügung des § 361a BGB im Jahre 2000 neu konzipierten verbraucherschützenden Widerrufsrechts als Gestaltungsrecht.

431 Vgl. BGH 27.2.1985 - IVa ZR 121/83, NJW 1986, 1035, unter II.3., zur Auslegung einer perplexen Fälligkeitsabrede: Der Trichter dürfe einen Vertrag, der „(scheinbar) widerspruchsvolle Bestimmungen“ enthalte, „nicht völlig unbeachtet lassen“; er müsse „zu ergründen versuchen, welche Überlegungen und Vorstellungen den widerspruchsvoll erscheinenden Vertragsbestimmungen zugrunde lagen“.

432 Für die Unwirksamkeit perplexer Willenserklärungen, deren innerer Widerspruch sich nicht durch Auslegung beheben lässt, siehe z.B. *Medicus*, Rz. 133; *Flume*, S. 314.

433 *Lorenz*, S. 121, vertritt demgegenüber pauschal und ohne weitere Differenzierung die Auffassung, § 306 BGB entfalte „als Leistungsstörungsregelung“ keine „Schutzwirkung im Hinblick auf die Freiheit der Willensentschließung“.

434 Volltext unter <http://www.bmj.bund.de/ggv/schuldre.pdf>, Abruf v. 6.6.2001.

unmöglich ist“<sup>434</sup>. Das entspricht dem allgemeinen Grundsatz „impossibilium nulla obligatio est“<sup>434a</sup>.

Kommt die Auslegung zu dem Ergebnis, dass das vereinbarte Risikoprofil der Anlage und ihre Eignung für den vertraglichen Anlagezweck vorrangige und damit alleinige Individualisierungskriterien des Vertragsgegenstands sind, wird sich das gewünschte Anlageobjekt in der Regel nicht eindeutig seiner Gattung nach bestimmen lassen. Die Wirksamkeit des Vertrags scheitert dann am Fehlen der *essentialia negotii*.<sup>435</sup> Grundsätzlich darf beim durchschnittlichen Privatanleger keine überdurchschnittliche Risikobereitschaft vorausgesetzt werden. Will die informationell überlegene Seite ihrem Vertragspartner dennoch eine risikoreiche Anlage verkaufen, muss sie dafür sorgen, dass der Anleger eine entsprechende Risikobereitschaft bzw. ein entsprechendes Anlageziel erklärt. Das geschieht am besten durch vorbereitende Information: Hält der Anleger trotz objekt- und anlegerbezogener Risikoaufklärung an seinem Anlagewunsch fest, werden die mit der betreffenden Anlage verbundenen Risiken bei objektiver Auslegung am Empfängerhorizont Bestandteil seiner Willenserklärung und konkretisieren den Vertragsgegenstand. So gesehen sind die sog. Informationspflichten dann in Wirklichkeit bloße *Informationsobliegenheiten*.<sup>436</sup>

Die dargestellte, am Horizont und Verwendungszweck der schwächeren Vertragspartei orientierte Auslegung ist der deutschen Rechtsordnung übrigens keineswegs unbekannt. Man denke an die extensive Rechtsprechung zu den (stillschweigenden) kaufrechtlichen Eigenschaftszusicherungen,<sup>437</sup> durch die ebenfalls Informationsungleichgewichte ausgeglichen werden.<sup>438</sup> Gleiches trifft für die Fälle arglistischen Verschweigens oder Vorspiegelns<sup>439</sup> solcher Eigenschaften der Kaufsache zu, die für den Käufer erkennbar von Bedeutung sind. Die Schadensersatzhaftung nach § 463 S. 2 BGB ist hier bezeichnenderweise nicht etwa auf das negative, sondern auf das Erfüllungsinteresse des Käufers gerichtet.<sup>440</sup> Im Falle des Verschweigens, wo dem Arglistvorwurf eine Aufklärungspflicht<sup>441</sup> zugrunde liegt, wird der Verkäufer damit so behandelt, wie wenn er dem Käufer das Fehlen der nachteiligen Eigenschaften der Kaufsache, auf die sich diese

434a Dig. 50, 17, 185 (*Celsus*), <http://www.gmu.edu/departments/fld/CLASSICS/digest50.html> (Abruf v. 13.8.2001).

435 Zu den *essentialia negotii* als Wirksamkeitsvoraussetzung von Verträgen z.B. BGH 20.6.1997 - V ZR 39/96, NJW 1997, 2671, unter 2.a. (Grundstückskaufvertrag).

436 Dazu, dass auch die sog. „Informationspflichten“ nach § 53 II BörsG nur Obliegenheiten sind, s.o. B.I.2.c., Fn. 351.

437 Z.B. BGH 22.3.2000 - VIII ZR 325/98, NJW 2000, 2018: Der Händler gebe beim Verkauf eines Neufahrzeugs i.d.R. die Zusicherung, dass das verkaufte Fahrzeug „fabrikneu“ ist und im Zeitpunkt des Verkaufs noch Bestandteil der aktuellen Modellpalette des Herstellers ist.

438 Hierauf verweist in Zusammenhang mit Gebrauchtwagen *Kötz*, FS Drobnig (1999), 563, 574 Fn. 20.

439 Zur analogen Anwendbarkeit des § 463 S. 2 BGB auf das arglistige *Vorspiegeln* siehe z.B. BGH 29.1.1993 - V ZR 227/91, NJW 1993, 1643, unter B.I.2. (vor a. sowie a.bb.).

440 Siehe nur Palandt-*Putzo*, § 463, Rz. 14.

441 Vgl. Palandt-*Putzo*, § 463, Rz. 12, i.V.m. Palandt-*Heinrichs*, § 123, Rz. 5 (m.w.N.), dazu, dass das arglistische Verschweigen nach § 463 S. 2 BGB das Bestehen einer entsprechenden Aufklärungs-

Pflicht bezieht, positiv zugesichert hätte, wie wenn also diese Eigenschaften Vertragsbestandteil geworden wären.

Auch im Schrifttum ist jüngst von renommierter Seite die „Nähe“ zwischen der c.i.c. als Instrument zum Schutz der materialen Vertragsfreiheit gegenüber fahrlässiger Irreführung einerseits und der kaufrechtlichen Gewährleistungshaftung herausgestellt worden.<sup>442</sup> Die dazu vorgebrachte Erkenntnis, die „von der anderen Vertragspartei gemachten irreführenden Angaben“ erfüllten „mutatis mutandis die Anforderungen an eine sog. Beschaffenheitsvereinbarung“,<sup>443</sup> bleibt freilich auf halbem Wege stehen. Sie wird lediglich als Kontrollmaßstab für die Ausformung der c.i.c.-Haftung eingesetzt, aber (noch) nicht zum Anlass genommen, die vertragsrechtliche Folgen eines Abweichens der Wirklichkeit von der Vorstellung der informationell unterlegenden Vertragspartei neu zu überdenken.

Friktionen gegenüber der Wertung des § 123 BGB, nach der das Prinzip der informationellen Eigenverantwortung der Vertragsparteien im Allgemeinen nur bei vorsätzlicher Irreführung durch die Gegenseite durchbrochen wird, treten in gleicher Weise beim herkömmlichen c.i.c.-Ansatz auf<sup>444</sup> und stellen nicht speziell das hier angedeutete Auslegungsmodell in Frage.<sup>445</sup>

Die weiteren Einzelheiten dieses Ansatzes sollen im Folgenden nicht näher diskutiert werden. Die Frage der rechtsdogmatischen Fundierung der Informationspflichten beim Abschluss von Verträgen tritt zwar in der Rechtsprechungspraxis bei der Vermittlung derivativer Finanzinstrumente besonders häufig auf. Es handelt sich jedoch nicht um ein derivativespezifisches Problem, sondern um ein allgemeines vertragsrechtliches, dessen Lösung an dieser Stelle nur angedacht werden konnte, dessen Einzelheiten aber einer gesonderten Untersuchung vorbehalten bleiben. Für die folgenden Überlegungen soll die ganz herrschende Ansicht vom Charakter der Informationsverantwortlichkeit der informationell überlegenen Vertragspartei als echter Rechtspflicht zugrunde gelegt werden.

---

pflicht voraussetzt.

442 *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 306-314.

443 *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 307.

444 Siehe z.B. *Grigoleit* (Fn. 429a): Er liest aus § 123 BGB ein „Vorsatzdogma“ heraus, das er nur durch eine Rechtsfortbildung contra legem (zugunsten einer Anfechtbarkeit bei nur fahrlässiger Täuschung) überwinden zu können glaubt; aus methodologischer Sicht kritisch *Fleischer*, AcP 200 (2000), 91, 99 ff.: Er zieht es vor, die Anerkennung der fahrlässigen Informationspflichtverletzung auf eine „gesetzesübersteigende Rechtsfortbildung mit Rücksicht auf ein Bedürfnis des Rechtsverkehrs“ (a.a.O., S. 100) zu stützen.

445 *Canaris*, AcP 200 (2000), 273, 308, sieht in der einer kaufrechtlichen „Beschaffenheitsvereinbarung“ gleichen „Verantwortung“ des anderen Teils „für die Richtigkeit seiner Angaben“ ein „eingermaßen überzeugungskräftiges Abgrenzungskriterium“ und eine „so signifikante Besonderheit“, dass man „mit guten Gründen sagen“ könne, hierauf sei die Vorsatzschranke des § 123 BGB „nicht zugeschnitten“.

## 2. Risikovertrag und Information

In Bezug auf Gegenstand und Tiefe der zu erteilenden Risikoinformation kann sich bei Derivaten ein juristischer Zielkonflikt zwischen Vertragsfreiheit und Anlegerschutz ergeben, soweit der Finanzintermediär (Vermittler) als Eigenhändler auftritt. Denn derivative Verträge verdanken ihre Existenz gerade den unterschiedlichen Einschätzungen beider Vertragspartner über die zukünftigen Marktbewegungen. Dies gilt zwar nicht immer, wie das Beispiel der Hedge-Geschäfte oder der Financial-Engineering-Transaktionen zeigt, aber häufig. Bei „spekulativen“ Geschäften glauben beide Parteien, die Zukunft besser vorhersehen zu können als die Gegenseite. Informationspflichten können sich zwar nicht auf die zukünftigen Marktbewegungen selbst beziehen, aber auf die vergangenen und gegenwärtigen Tatsachen, auf denen die subjektive Einschätzung der Zukunft durch die Vertragsparteien beruht. Zwingt man den Eigenhändler als professionellere und objektiv informationell überlegene Seite dazu, sein ganzes, für die Beurteilung der Marktlage relevantes Wissen dem Vertragspartner gegenüber zu offenbaren, kann dies leicht zu einer Angleichung der subjektiven Einschätzung beider Parteien und damit zur Vereitelung des Vertragsschlusses führen.

Daran sieht man, dass die Pflicht der informationell überlegenen Partei zur Erteilung von Risikoinformationen beim Eigenhandel nicht beliebig weit gehen kann. Sie muss vielmehr mit dem Eigeninteresse dieser Partei an der Wahrung ihres Informationsvorsprungs abgewogen werden. Am ehesten ist die Erteilung solcher Informationen zumutbar, die allgemein zugänglich und in der Preisbildung bereits enthalten sind. Bei privaten marktrelevanten Informationen kann eine Mitteilung an den Vertragspartner, wenn es sich um Insidertatsachen handelt (§ 13 I WpHG), nach § 14 I Nr. 2 WpHG aber sogar verboten sein. In solchen Fällen ist dann gleichzeitig der Vertragsschluss mit der informationell unterlegenen Partei als Insidergeschäft nach § 14 I Nr. 1 WpHG verboten, soweit dieser auf eine „Ausnutzung“ der Kenntnis des Insiders von einer Insidertatsache hinauslaufen würde. Das betrifft Primär- und Sekundärgeschäfte mit Insiderpapieren, zu denen nach § 12 I börsengehandelte Optionsscheine sowie nach § 12 II Nr. 2 und 3 WpHG börsengehandelte Wertpapier-„Derivate“ i.S. des § 2 II WpHG zählen,<sup>446</sup> also Derivate und derivateähnliche Geschäfte i.S. der hier benutzten Terminologie. Die Interessenabwägung zwischen Finanzintermediär und informationell unterlegenem Anleger soll hier nicht weiter vertieft werden. Zum einen würde dies eine definitive Klärung der Fragen um die Rechtsgrundlage der Informationspflichten voraussetzen.<sup>447</sup> Zum anderen ist der Konflikt zwischen Vertragsfreiheit und Informationspflicht in der beschriebenen Form gar kein derivativespezifisches Problem, ja nicht einmal eine Besonderheit von Risikoverträgen.<sup>448</sup> Bei nichtaleatorischen Umsatzgeschäften mit aleatorischen und speku-

446 Kritisch zur selektiven Erfassung von Insidergeschäften mit Derivaten durch § 12 WpHG *Clausen*, § 9, Rz. 98.

447 Oben 1., S. 171 ff.

448 So aber *Henssler*, S. 736: Aufklärungs- und Beratungspflichten des Vertragspartners seien bei

lativen Teilelementen tritt er in vergleichbarer Weise auf.

Nur soviel sei angemerkt: Im Risikovertrag wie auch sonst müssen die Parteien das Risiko einer fehlenden objektiven Äquivalenz von Leistung und Gegenleistung selbst tragen. Die Gegenseite ist somit nicht verpflichtet, Einzelheiten ihrer Preiskalkulation für die eigene Wertschöpfung offen zu legen.<sup>449</sup> Beim Verkäufer betrifft dies den Preis der Kaufsache, beim Vermittler (z.B. Kommissionär) die Provision. Dieser Gedanke führt bei den Informationspflichten zur grundlegenden Unterscheidung zwischen Eigenhandel und Geschäftsbesorgung.<sup>450</sup> Damit und nicht etwa mit dem Risikoschutz hängt es zusammen, dass die Rechtsprechung vom nicht als Eigenhändler auftretenden Vermittler einer fremden Option verlangt, dass er die Zusammensetzung des Endpreises aus originärer Optionsprämie und eigener Provision offen legt.<sup>451</sup> Denn die Option selbst ist nicht Teil der Wertschöpfung des Vermittlers. Was dieser also transparent zu machen hat, sind nicht etwa die Einzelheiten seiner Kalkulation,<sup>452</sup> sondern ist vielmehr eine vertragsrechtliche Selbstverständlichkeit: den Preis seiner eigenen (Geschäftsführungs-) Leistung. In entsprechender Weise ist die Höhe der Bankenprovision z.B. auch beim Auftrag zum Kauf einer Aktie offenzulegen. Das ist eine Frage der Vergleichbarkeit der Angebote der Anbieter von Geschäftsführungsdienstleistungen. Nur so kann zwischen diesen ein funktionierender Wettbewerb entstehen. Für die Beurteilung des mit der Investition eingegangenen Risikos ist dagegen die Aufgliederung von Prämie und Provision nicht notwendig. Die risikoe erhöhende Wirkung des Aufschlags ist als solche für den Anleger uninteressant;<sup>453</sup> entscheidend für ihn ist das Gesamtrisiko, über das ohnehin aufzuklären ist.<sup>454</sup> Bei Festgeschäften ergibt sich die Offenlegung der Ver-

---

*aleatorischen Verträgen* „regelmäßig“ nicht denkbar [Hervorhebung durch den Verf.]. Die „gegenseitige vertragliche Risikoübernahme“ führe „wegen der erkennbar konträren Parteiinteressen“ zur „nahezu umfassenden Informationsverantwortlichkeit des jeweiligen Risikoträgers“.

449 Vgl. BGH 16.2.1981 - II ZR 179/80, BGHZ 80, 80, zu Warenterminoptionen: Im Wirtschaftsleben sei die Aufdeckung der Kalkulation unzumutbar.

450 Insofern, nicht aber in Bezug auf die völlige Verneinung der Informationspflichten des Eigenhändlers bei aleatorischen Verträgen zutreffend *Henssler*, S. 736: Aufklärungs- und Beratungspflichten seien regelmäßig nur bei den „nicht als Vertragspartner auftretenden Drittpersonen (Vertriebsmittler und Anlageberater)“ denkbar.

451 S.o. A.II.2., S. 124.

452 Insofern zutreffend BGH 16.2.1981 (Fn. 449): Hier gehe es nicht um eine „unberechtigte und im Wirtschaftsleben unzumutbare Aufdeckung der Kalkulation“.

453 So aber BGH 16.11.1993 - XI ZR 214/92, BGHZ 124, 151, unter II.1.a., m.w.N., wo beklagt wird, die Anleger wüssten ohne Aufdeckung des Provisionsanteils insb. nicht, dass Aufschläge auf die Börsenoptionsprämie nicht nur zu einem höheren Preis für dasselbe Objekt führten, sondern das Verhältnis von Chancen und Risiken aus dem Gleichgewicht brächten. Im Ergebnis unberechtigt, aber in der Konsequenz der Risikoargumentation des BGH liegend die Kritik an den „Aufschlagsentscheidungen“ der Rspr. bei *Imo*, S. 925 f.: Nicht über die Zusammensetzung des Preises aus Originalprämie und Aufschlag sei aufzuklären, sondern über die Kursschwankungsbreiten (Volatilität) des Basiswertes, deren Bedeutung für die Optionspreisbildung und den Einfluss auf die Gewinnchancen.

454 Insoweit richtig BGH 16.11.1993 (Fn. 453), unter II.1.a.: Erst recht sei den Anlegern unbekannt [gemeint ist: und ihnen deshalb zu erklären], dass höhere Aufschläge vor allem Kunden, die mehrere verschiedene Optionen erwerben, aller Wahrscheinlichkeit nach *im Ergebnis* praktisch chancen-

mittlungsprovision im Gegensatz zur Option automatisch, weil wegen der symmetrischen Risikostruktur keine zusätzliche Risikoprämie anfällt.

### 3. Derivate

Wie oben gesehen<sup>455</sup> geht die Rechtsprechung für die Vermittlung von Derivaten im Vergleich zu herkömmlichen Finanzinstrumenten von „gesteigerten Anforderungen“ an die Marktrisikoinformation aus. Dies gilt selbst im Vergleich zu entsprechend gehebelten Kassainvestitionen. Der bewusst darlehensfinanzierte Verkauf von Wertpapieren (synthetische Derivate) wird in Bezug auf die Anforderungen an die Information großzügiger behandelt, als entsprechende Wertpapierderivate.<sup>456</sup>

Die „gesteigerten Anforderungen“ an die Risikoaufklärung bei Derivaten, die inhaltlich „die wesentlichen Grundlagen“ und „wirtschaftlichen Zusammenhänge“ des Geschäfts, die damit verbundenen Verlustrisiken und die Verminderung der Gewinnchancen durch die Höhe der Vermittlungsprämie betreffen, sind bei genauer Betrachtung nichts anderes als eine Konkretisierung des allgemeinen Gebots der objektgerechten Beratung für besonders risikoreiche Anlagen entsprechend dem „Bond“-Urteil. Denn danach hat sich die Informationsintensität an der *Größe der Verlustgefahr* und deren *Erkennbarkeit* für den Anleger zu orientieren. Die Verlustgefahr ist bei Derivaten wegen des Hebeleffekts unstreitig hoch. Aus dieser Sicht ist selbst das Schriftformerfordernis, das gleichzeitige Beschönigungen des Informierenden - unter Umständen subtiler Natur - vermeiden soll,<sup>457</sup> keine qualitativ neue, sondern eine quantitativ durch die „Bond“-Formel durchaus bereits vorgeprägte Pflichtbindung. Diese Interpretation vermag allerdings noch nicht zu erklären, warum die Rechtsprechung das Schriftformerfordernis bislang auf Geschäfte mit Derivaten beschränkt hat. Denn aus Kassainvestitionen können vergleichbar hohe oder sogar noch viel höhere Verluste erwachsen.<sup>458</sup> Die absolute Höhe der möglichen Verluste jedenfalls rechtfertigt noch keineswegs die festgestellte Ungleichbehandlung von Derivaten und herkömmlichen Investitionen bei den Informationspflichten.<sup>459</sup>

---

los machen [Hervorhebung durch den Verf.].

455 Unter A.II.2., S. 123 ff.

456 S.o. A.II.4., S. 130 ff.

457 S.o. A.II.2., S. 125, bei Fn. 204.

458 Vgl. den dem „Bond“-Urteil (BGH 6.7.1993 - XI ZR 12/93, BGHZ 123, 126) zugrunde liegenden Sachverhalt, in dem von Schriftform der „Beratung“ keine Rede ist: Die von den Klägern erworbene australische DEM-Anleihe war bereits vor deutscher Börsenzulassung von einer australischen Ratingagentur mit „B“ bewertet worden, also als *hochspekulativ* mit geringer Kapitalabsicherung. Nach Börsenzulassung betrug das Rating sogar nur noch „CCC“, womit, wie es im Tatbestand der BGH-Entscheidung heißt, „auf die Gefahr einer Insolvenz des Emittenten hingewiesen war“.

459 Für die entgegengesetzte Ansicht der h.M. siehe nur *Claussen*, § 9, R. 223: Termingeschäfte brächten für den Anleger „höhere Risiken“ als Kassa-Wertpapiergeschäfte mit sich. Der Privatanleger müsse vor diesen Risiken „geschützt, zumindest gewarnt“ werden.

Sind die Risiken selbst vergleichbar, kann der Grund für die Ungleichbehandlung eigentlich nur in ihrer unterschiedlichen *Erkennbarkeit* gesucht werden. Denn risikogleiche Anlagen erfordern unabhängig von ihrer rechtlichen Gestaltung nach Zweck (bei Rechtspflicht) bzw. Funktion (bei Obliegenheit) der Information grundsätzlich gleichartige Pflichten zur Risikoaufklärung,<sup>460</sup> sofern die Risiken in gleicher Weise intransparent sind. Eine Fehlvorstellung über das Ausmaß der Risiken kann sich für den Anleger zunächst aus dem Hebeleffekt derivativer Instrumente ergeben. Der Anleger könnte sich verleiten lassen zu glauben, das Verlustrisiko bei Derivaten entspreche demjenigen einer Direktinvestition in den Basiswert. Wie bereits dargelegt<sup>461</sup> ist der Hebeleffekt aber keine Besonderheit derivativer Geschäfte und legitimiert für sich deshalb ebenfalls noch nicht deren rechtliche Sonderbehandlung.<sup>462</sup> Auch Kassageschäfte können bewusst oder unbewusst gehebelt sein, sofern sie darlehensfinanziert sind. Marktrisiken aus Derivaten sind mit den Marktrisiken aus entsprechenden „synthetischen Derivaten“ mit gleicher Laufzeit identisch. Dennoch verlangt die Rechtsprechung von der darlehensgebenden Bank selbst dann keine besonderen Warnhinweise auf den Hebeleffekt, wenn sie die finanzierten Wertpapiergeschäfte für den Anleger selbst ausführt<sup>463</sup> und somit die Bausteinwirkung der geplanten kombinierten Anlagestrategie erkennen kann.<sup>464</sup>

Denkbar wäre höchstens, dass der Hebeleffekt bzw., hiermit zusammenhängend, die risikoerhöhende Wirkung der Kreditfunktion der Investition bei derivativen Instrumenten für den Anleger weniger leicht zu erkennen ist als bei darlehensfinanzierten Kassageschäften. Sicherlich ist die wirtschaftliche Darlehenskomponente bei Derivaten nicht so evident wie beim Abschluss eines förmlichen Darlehensvertrags.<sup>465</sup> Ob es für den Anleger aber wirklich immer „selbstverständlich“ ist und „grundsätzlich nicht eines

460 So wohl implizit auch *Schwintowski*, FS Männer (1997), S. 376, 387 ff., zur Gleichbehandlung von herkömmlichen Anlagen und Kapitallebensversicherungen: Die Kapitallebensversicherung sei aus einer „Risiko- und einer Erlebensfallversicherung“ zusammengesetzt. Dies entspreche im „wirtschaftlichen Ergebnis“ dem Abschluss einer Risikolebensversicherung mit fallender Versicherungssumme, verbunden mit einem reinen Sparvorgang bei gleichbleibenden jährlichen Raten unter Berücksichtigung von Zins- und Zinseszins. Deshalb seien die Grundsätze zu den Beratungspflichten bei Vermögensanlagen auf die Kapitallebensversicherung zu übertragen; ebenso *ders.* JZ 1996, 702, 706 ff.

461 Oben I. Kapitel, B.I.2.b., S. 40 ff.

462 Siehe demgegenüber, aus dem Blickwinkel der Anlegerschutzfunktion des Börsentermineinwands *Jaskulla*, ZBB 1997, 171, 173, m.w.N.: In der Lehre werde die „Spekulation unter Ausnutzung der Hebelwirkung für Börsentermingeschäfte als essentiell angesehen“.

463 Oben A.II.4., S. 130 ff.

464 S.o. I. Kapitel, D.II., S. 67, zur rechtlichen Bedeutung subjektiver Elemente bei einer ex-ante-Betrachtung kombinierter Positionen.

465 Vgl. BGH 18.1.1988 - II ZR 72/87, BGHZ 103, 84, unter II.1., wo die Kreditfunktion von Börsentermingeschäften als Informationsproblem betrachtet wird: Im Gegensatz zur kreditfinanzierten Kassaspekulation müssten im Börsenterminhandel i.d.R. nur verhältnismäßig geringfügige Einschüsse erbracht werden, die dem Kunden den wahren Umfang der eingegangenen Verpflichtungen „nicht vor Augen führen“ (unter Hinweis auf RG 28.10.1899 - I 242/99, RGZ 44, 103, 109). Die „Erwartung, das Terminengagement durch ein gewinnbringendes Glattstellungsgeschäft auflösen zu können“, erwecke bei geschäftlich Unerfahrenen den oft „trügerischen Anschein eines leichten Gewinns“ [Hervorhebungen durch den Verf.].

aufklärenden Hinweises der kreditgebenden Bank“ bedarf, dass „mit einer Spekulation auf Kredit erhebliche Risiken verbunden sind“, wie der BGH meint,<sup>466</sup> darf bezweifelt werden. Ebenso gut könnte man dann argumentieren, dass sich auch die besondere Gefährlichkeit von Derivaten inzwischen herumgesprochen hat. Nicht zu überzeugen vermag jedenfalls die von der Rechtsprechung offensichtlich vertretene *schematische* Ungleichbehandlung von Derivaten auf der einen und von gehebelten Kassa-Anlagen auf der anderen Seite ohne Rücksicht auf die besonderen Umstände des Einzelfalls, insbesondere die Volatilität des Basiswertes, die Höhe des möglichen Verlustes und die Vorkenntnisse des Anlegers. Festgehalten werden kann zumindest, dass die automatische Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen bei der Risikoauflärung trotz identischer Risiken an deren unterschiedlichen Erkennbarkeit im Einzelfall scheitern kann.

#### 4. Verhältnis zur causa

Begreift man die sog. (vor-) vertraglichen Informationspflichten im Einklang mit der allgemeinen Auffassung als echte Rechtspflichten und nicht als bloße Obliegenheiten,<sup>467</sup> wird ihre Verletzung nur erheblich, wenn der Vertrag nach dem causa-Ansatz durchsetzbar ist oder wenn trotz seiner Unverbindlichkeit eine selbständige kausale und nach Bereicherungsrecht nicht rückforderbare Leistung mit einer vom Vertrag unabhängigen Leistungszweckbestimmung<sup>468</sup> an den Vertragspartner stattgefunden hat. Die Durchsetzbarkeit des Vertrages setzt, wie oben dargelegt, nach dem hier vorgeschlagenen, aus der Privatautonomie abgeleiteten Modell voraus, dass die stochastisch bedingten Positionen (Verbindlichkeit bzw. Forderung) aus dem Vertrag für die Parteien subjektiv werthaltig sind. Dies erfordert eine ausreichende „Qualifikation“ der Vertragspartner hinsichtlich der jederzeitigen Realisierung des Marktwertes bzw. des Gebrauchs der Bausteinfunktion. Verfehlt wäre es aber, in diesen Fällen von der „Qualifikation“ direkt darauf zu schließen, dass diese Marktteilnehmer keiner Risikoauflärung bedürfen. Beide Aspekte, die Kenntnisse über die Realisierbarkeit des Marktwertes bzw. den Gebrauch der Bausteinfunktion und die Kenntnisse über die Verlustrisiken können, müssen aber nicht miteinander verbunden sein. Eine Verbindung wird regelmäßig bestehen, wenn die Qualifikation des Vertragspartners auf Kenntnissen über die Realisierbarkeit des Marktwertes am Terminmarkt bzw. über die Nutzbarkeit der Bausteinfunktion beruht. Denn damit kennt der Anleger die besonderen Eigenschaften derivativer Instrumente und der Vertragspartner wird davon ausgehen können, dass er auch über gewisse Kenntnisse zur Risikostruktur und zur Verlustwahrscheinlichkeit verfügt.<sup>469</sup> Eine

466 S.o. unter A.II.4., S. 131, bei Fn. 232.

467 Zur Möglichkeit einer anderen Sichtweise s.o. Abschn. 1, S. 171 ff.

468 S.o. unter I.1.b.bb., S. 145, zum Spieleinsatz.

469 Begreift man, wie oben (II.1.) dargestellt, die sog. Informationspflichten der informationell überle-

Verbindung braucht hingegen nicht zu bestehen, wenn die Qualifikation nicht auf der Kenntnis der besonderen Eigenschaften derivativer Instrumente, sondern allein auf der Existenz eines Sekundärmarktes beruht. Das ist in der Praxis bei Privatanlegern der häufigste Fall. Hier wird also regelmäßig über die Mindestanforderungen der Qualifikation hinaus eine zusätzliche Risikoaufklärung notwendig sein.

## Ergebnis zu 2.

Die Unverbindlichkeit aleatorischer Verträge (Spieleinwand) bezieht ihre dogmatische Rechtfertigung nicht aus Gründen des öffentlichen Interesses, sondern vertragsimmanent aus dem zwingend vorgegebenen, einseitigen Scheitern der Leistungszweckbestimmung aus Sicht der verlierenden Partei. Wirksame aleatorische Geschäfte sind demgegenüber Austauschverträge, bei denen die stochastisch unsicheren Leistungspflichten bereits für sich Teil der synallagmatischen Verknüpfung sind, und nicht erst die unsicheren Leistungen selbst, auf die diese Pflichten gerichtet sind. Das setzt voraus, dass die stochastisch bedingten Positionen für die Vertragspartner einen subjektiven Eigenwert besitzen.

Die Wirksamkeit derivativer Verträge rechtfertigt sich durch den objektiven Marktwert der aus ihnen resultierenden, stochastisch bedingten Positionen und zusätzlich durch deren Verwendbarkeit als Bausteine zum Hedging oder Financial Engineering. Voraussetzung hierfür ist, dass die Vertragsparteien aufgrund ihrer persönlichen Qualifikation in der Lage sind, diese Vorteile ihrer stochastischen Position auch tatsächlich zu nutzen.

Der Differenzeinwand verkennt diese Zusammenhänge vollständig, der Börsentermineinwand berücksichtigt sie in seiner gegenwärtigen Form nur annäherungsweise für Kaufleute und Börsenleute. Für Privatanleger wird die Frage der wirksamen Austausch-*causa* mit dem Gedanken des Anlegerschutzes vermischt, wodurch systematische Widersprüche zum Spieleinwand wie auch zu den allgemeinen (vor-) vertraglichen Informationspflichten entstehen. Die systematisch saubere Lösung besteht in der ersatzlosen Streichung von Börsentermin- und Differenzeinwand, vorausgesetzt es ist sichergestellt, dass der Spieleinwand in der hier empfohlenen Weise interpretiert wird. Für den Risikoschutz der Anleger durch Information sind die allgemeinen (vor-) vertraglichen Informationspflichten ausreichend.

Die dogmatische Begründung der allgemeinen Informationshaftung über den kon-

---

genen Vertragspartei als bloßen Reflex einer wertenden Auslegung der Willenserklärung der unterlegenen Partei am objektiven Empfängerhorizont, verschmilzt die Informationsverantwortlichkeit in diesen Fällen mit dem Gesichtspunkt der ebenfalls nach dem Empfängerhorizont zu bestimmenden „Qualifikation“ des Anlegers (s.o. I.2.a.aa., S. 149 ff.). Die Verletzung der Informationsobligation führt dann dazu, dass der Anleger nicht ausreichend „qualifiziert“ ist und der Vertrag wegen seiner gescheiterten *causa* kondizierbar ist.

kludenten Abschluss eines Informationsvertrags bzw. über die Verletzung vorvertraglicher Nebenpflichten zeichnet sich durch eine Reihe von Ungereimtheiten aus. In der Sache werden hier Instrumente des Schadensersatzrechts zum Schutz der rechtsgeschäftlichen Willensfreiheit des Anlegers systemwidrig umfunktioniert.

Bei derivativen Verträgen und anderen Risikoverträgen zwischen Vertragspartnern mit unterschiedlichem Vorwissen besteht ein Spannungsverhältnis zwischen der bewussten Risikoübernahme (aleatorisches Element) und der Informationsverantwortlichkeit der informationell überlegenen Partei. Die Vermittlung derivativer Instrumente durch Eigenhandel oder Geschäftsbesorgung rechtfertigt im Vergleich zu herkömmlichen Kassanlagen keine qualitativ unterschiedlichen Informationspflichten. Die gebotene Information ist jeweils eine quantitative Funktion der mit der Anlage verbundenen Verlustrisiken sowie der Erkennbarkeit dieser Risiken für den Anleger. Dabei kommt der Umstand zum Tragen, dass Derivate wegen ihres Bausteineffekts im Vergleich zu Kassainvestitionen keine spezifischen Marktrisiken aufweisen. Unterschiedliche Anforderungen an die Informationspflichten zwischen natürlichen und synthetischen Derivaten sind nur dann gerechtfertigt, wenn feststeht, dass der Hebeleffekt nicht gleich gut erkennbar ist.