

Die Rechtsprechung des BGH zur Präsentation von Risiken bei der Anlageberatung

A. Einführung

Die Frage, wie ein Anlageberater seinen Kunden über Risiken des Anlageobjekts aufzuklären hat, ist vom Bestehen einer Aufklärungspflicht und vom Aufklärungsinhalt zu trennen. In der Regel hält sich der BGH in seiner Rechtsprechung mit konkreten Anforderungen an die Art und Weise der Risikopräsentation zurück. Zuletzt ist diese Thematik aber mit dem Zinsswap-Urteil des BGH¹ in den Vordergrund gerückt.

Aufbauend auf verhaltenswissenschaftlichen Erkenntnissen plädiert der Beitrag für eine verstärkte Prüfung der beratungsvertraglichen Anforderungen an die Gestaltung der Risikoaufklärung in der forensischen Praxis. Er stellt die bisherige Rechtsprechung des BGH zu gesteigerten Anforderungen an die Präsentation von Risiken bei der Anlageberatung dar, systematisiert sie – soweit ersichtlich zum ersten Mal – und bewertet sie.

B. Bedeutung der Präsentation von Risiken für eine sachgerechte Anlageentscheidung

Empirische Forschungsergebnisse aus der Psychologie und der Verhaltensökonomik zeigen auf, dass eine unterschiedliche Darstellung einer Information bei gleichem Inhalt das Entscheidungsverhalten typischer Kleinanleger unterschiedlich beeinflusst (Präsentationseffekte, framing effects).² Zum Beispiel werden auffällige und konkrete Informationen im Verhältnis zu abstrakt oder verklausuliert dargestellten Informationen besser aufgenommen und im Prozess der Entscheidungsfindung übergewichtet.³ Empirische Studien weisen nach, dass Präsentationseffekte (1) zu einer verzerrten Rendite- und Risikowahrnehmung eines Anlageobjekts durch Kleinanleger führen können, die vom tatsächlichen Risiko-Rendite-Profil abweicht, und (2) die Anlageentscheidung gezielt lenken können.⁴ Ein Berater kann seinem Kunden die Risiken des Geschäfts also so selektiv präsentieren, dass der Kunde die Risiken bei seiner Anlageentscheidung nicht hinreichend würdigt und deren Eintrittswahrscheinlichkeit unterschätzt.

¹ BGHZ 189, 13 = WM 2011, 682.

² Siehe zum Framing etwa *Altmann/Falk/Marklein*, in: Fleischer/Zimmer, Beitrag der Verhaltensökonomie (Behavioral Economics) zum Handels- und Wirtschaftsrecht, 2011, S. 63, 71 ff.; *Kahneman*, Thinking, fast and slow, 2011, S. 363 ff.; *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 95 ff.

³ So genannter Salienz-Effekt. Dazu *Guthrie*, in: Gigerenzer/Engel, Heuristics and the Law, 2006, S. 425, 433; *Klöhn*, a.a.O. (Fn. 2), S. 109; *Tversky/Kahneman*, Science 1974, 1124, 1127.

⁴ *Diacon/Hasseldine*, 28 Journal of Economic Psychology 2007, 31, 35, 48; *Jordan*, Behavioral Finance und Werbung für Investmentfonds, 2004, S. 97, 140, 165, 183, 191 f., 201; siehe auch *Weber/Siebenmorgen/Weber*, 25 Risk Analysis 2005, 597, 608.

Dem lässt sich vorbeugen, indem über §§ 133, 157 oder 242 BGB⁵ die beratungsvertraglichen Anforderungen an die Art und Weise der Risikoaufklärung konkretisiert werden.

C. Rechtsprechung des BGH zur Art und Weise der Risikopräsentation

I. Anleger- und objektgerechte Beratung

Ist zwischen dem Anlageberater und seinem Kunden (stillschweigend) ein Beratungsvertrag zustande gekommen, ist der Anlageberater zu einer anleger- und objektgerechten Beratung verpflichtet.⁶ Die vertragsrechtliche Pflicht zur objektgerechten Beratung beinhaltet, dass der Berater seinen Kunden richtig, vollständig und verständlich über die Umstände aufklärt, die für die konkrete Anlageentscheidung wesentliche Bedeutung haben oder haben können, wozu insbesondere auch die Risiken des konkreten Anlageobjekts gehören. Inhalt und Umfang dieser Aufklärungspflicht sowie die Form ihrer Erfüllung richten sich nach den Umständen des Einzelfalls. Maßgeblich sind dabei einerseits die individuellen Kenntnisse und Erfahrungen, die Risikobereitschaft und das Anlageziel des Kunden und andererseits die allgemeinen Risiken, wie etwa die Konjunkturlage und die Entwicklung des Kapitalmarktes, sowie die speziellen Risiken, die sich aus den Besonderheiten des Anlageobjekts ergeben.⁷ Auch das Verhalten des Beraters fließt in diese Einzelfallbetrachtung ein.⁸

II. Richtige, nicht irreführende und verständliche Risikoaufklärung

Anforderungen an die Art und Weise der Risikodarstellung beziehen sich darauf, in welcher Form die Aufklärungspflichten zu erfüllen sind, also wie bestimmte Informationen zu gestalten und dem Kunden gegenüber zu präsentieren sind. Für alle Einzelfälle gilt, dass Risikoinformationen richtig sein müssen und nicht irreführend sein dürfen.⁹

In der Rechtsprechung finden sich über diesen Grundsatz hinausgehende, gesteigerte Anforderungen an das „Wie“ der Risikodarstellung. Sie lassen sich unter das Gebot der verständli-

⁵ Regelmäßig fehlen ausdrückliche Vereinbarungen der Vertragsparteien über die Pflichten aus dem Beratungsvertrag, so dass die Aufklärungspflichten unter Rückgriff auf §§ 133, 157 oder 242 BGB konkretisiert werden; siehe BGH, WM 2011, 640 Rdn. 18 (§ 242 BGB); *Forschner*, Wechselwirkungen von Aufsichts- und Zivilrecht, 2013, S. 110 f., 128 f., 131 (§§ 133, 157 BGB); *Grigoleit*, Bankrechtstag 2012, 2013, S. 25, 34.

⁶ Umfassend zu den Einzelheiten der anleger- und objektgerechten Beratung *Bamberger*, in: *Derleder/Knops/Bamberger*, Handbuch Bankrecht, 2. Aufl. 2009, § 50 Rdn. 106 ff., 141 ff.; *Braun/Lang/Loy*, in: *Ellenberger/Schäfer/Clouth/Lang*, Praktikerhandbuch Wertpapier- und Derivategeschäft, 4. Aufl. 2011, Rdn. 277 ff.; *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 226 ff.; *Hannöver*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl. 2011, § 110 Rdn. 41 ff.; *Lang/Balzer*, in: *FS Nobbe*, 2009, S. 639, 643 ff.

⁷ Diese Grundsätze der Beratung wendet der BGH in ständiger Rechtsprechung seit BGHZ 123, 126 = WM 1993, 2433 = NJW 1993, 2433 (Bond) an. Aus der jüngeren Rechtsprechung siehe BGH, BKR 2014, 23 Rdn. 20; BKR 2013, 17 Rdn. 20; WM 2012, 1520 Rdn. 16; BGHZ 191, 119 = WM 2011, 2268 Rdn. 22.

⁸ BGH, WM 1999, 2300 = NJW 2000, 359, 361.

⁹ Siehe nur BGHZ 123, 126 = WM 1993, 2433 = NJW 1993, 2433 f. (Bond); *Grigoleit*, ZHR 177 (2013), 264, 276, 281; *Raesche-Kessler*, WM 1993, 1830, 1835.

chen Risikoaufklärung fassen und enthalten die Wertung, dass die Gestaltung der Risikoinformationen einen erheblichen Einfluss auf die Anlageentscheidung haben kann. Ein Aspekt der Risikodarstellung ist z.B., ob die Aufklärung mündlich oder schriftlich erfolgen muss. Seit der Umsetzung der MiFID¹⁰ in deutsches Recht müssen die aufsichtsrechtlich geforderten Risikoinformationen,¹¹ die ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen seinen Kunden mitzuteilen hat, auf einem dauerhaften Datenträger übergeben werden, was regelmäßig die Schriftlichkeit der Information verlangt.¹² Auch das Informationsblatt über das empfohlene Finanzinstrument i.S.d. § 31 Abs. 3a WpHG, das bei einer Anlageberatung mit Kaufempfehlung an den Privatkunden zu übergeben ist, ist dem Kunden schriftlich oder als elektronisches Dokument (§ 5a Abs. 2 WpDVerOV) zur Verfügung zu stellen. Die zivilrechtlichen Aufklärungspflichten des Anlageberaters können dagegen grundsätzlich mündlich erfüllt werden.¹³ Bedeutung hat dieser Unterschied vor allem für die individuelle Aufklärung des Kunden, die über die standardisierte aufsichtsrechtliche Informationsvermittlung hinausgeht.¹⁴

Eine Aufklärungspflichtverletzung des Beraters liegt vor, wenn Risikoinformationen zwar formal erteilt werden, aber in einer unverständlichen Art und Weise und damit für den individuellen Kunden nicht anlegergerecht dargestellt werden.¹⁵ Diese Pflichtverletzung kann zu einem Schadensersatzanspruch des Kunden aus § 280 Abs. 1 BGB führen.

III. Gewerbliche Vermittler von Börsentermingeschäften

1. Charakteristika der Fälle

Besonders strenge Anforderungen an die Art und Weise der Risikopräsentation stellt der BGH an gewerbliche Vermittler¹⁶ von Börsentermingeschäften an ausländischen Börsen,¹⁷ wenn sie

¹⁰ Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente.

¹¹ Siehe §§ 31 Abs. 3 S. 3 Nr. 2 WpHG, 5 WpDVerOV.

¹² §§ 3, 5 Abs. 5 WpDVerOV.

¹³ Siehe nur BGH, WM 2008, 1590 Rdn. 19.

¹⁴ *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2010, Rdn. 9.287.

¹⁵ *Arendts*, DSStR 1994, 1350, 1351 f.; *Braun/Lang/Loy*, a.a.O. (Fn. 6), Rdn. 306; *Müchler*, WM 2012, 974, 981.

¹⁶ Anlagevermittler und Anlageberater sind objektbezogen zu einer richtigen, vollständigen und verständlichen Information über diejenigen tatsächlichen Umstände verpflichtet, die für den Anlageentschluss des Interessenten von besonderer Bedeutung sind (BGH, WM 2007, 1606 Rdn. 8; *Bamberger*, a.a.O. (Fn. 6), § 50 Rdn. 140; *Brenncke*, a.a.O. (Fn. **Error! Bookmark not defined.**), S. 1035; *Möllers/Puhle*, JZ 2012, 592, 595 f.), so dass die Rechtsprechung des BGH zu den Anforderungen an die Risikodarstellung für Anlagevermittler aus einem vorvertraglichen Vertrauensverhältnis auch für die Anlageberatung herangezogen werden kann.

¹⁷ (1) Waren- oder Devisenterminoptionen: BGH, NJW-RR 2004, 203; WM 2003, 975; WM 2002, 1445; WM 2001, 2313; WM 1994, 1746; WM 1994, 492; WM 1994, 453 = NJW 1994, 997; BGHZ 124, 151 = WM 1994, 149 = NJW 1994, 512; WM 1991, 1410 = NJW-RR 1991, 1243; BGHZ 105, 108 = WM 1988, 1255 = NJW 1988, 2882; WM 1988, 291 = NJW-RR 1988, 544. (2) Stillhalteroptionengeschäfte: BGH, WM 1992, 1935 = NJW 1993, 257. (3) Waren- oder Devisentermindirektgeschäfte: BGH, WM 1997, 309 = NJW-RR 1997, 176; NJW-RR 1996, 947; WM 1992, 770 = NJW 1992, 1879. (4) Aktien- und Aktienindex-Optionen: BGH, WM 1991, 127 = NJW 1991, 1106.

solche Geschäfte an Laien vermitteln, die keine Kenntnisse oder Erfahrungen mit dieser Art von Geschäften haben. Typischerweise sind mit Börsentermingeschäften (heute: Finanztermingeschäfte¹⁸) die Risiken beträchtlicher Verluste aufgrund von Hebelwirkungen, des Totalverlustes des angelegten Kapitals durch bloßen Zeitablauf sowie das Risiko, planwidrig zusätzliche Mittel einsetzen zu müssen, verbunden.¹⁹ Gekennzeichnet waren die vom BGH zu entscheidenden Fälle einerseits durch aggressive telefonische Vertriebsmethoden und andererseits durch hohe Vermittlergebühren, die das Verhältnis von Chancen und Risiken so aus dem Gleichgewicht brachten, dass Gewinnchancen für den Kunden unrealistisch waren.²⁰

2. Schriftliche, realistische Aufklärung

Über diese Risiken von Börsentermingeschäften und über die schwierigen wirtschaftlichen Zusammenhänge des Geschäfts müssen Vermittler von Börsentermingeschäften ihre unerfahrenen Kunden schriftlich²¹ aufklären. Diese schriftliche Aufklärung solle die Kunden in die Lage versetzen, den Umfang ihrer Verlustrisiken sowie die durch die Höhe der Vermittlungsprämie bzw. den Aufschlag auf die Optionsprämie eingetretene Verringerung ihrer Gewinnchancen und erhebliche Steigerung ihrer Verlustrisiken zutreffend einzuschätzen.²² Das schriftliche Aufklärungsmaterial müsse logisch und gedanklich geordnet sein²³ und von der Gestaltung her geeignet sein, einem unbefangenen, mit den entsprechenden Geschäften nicht vertrauten Leser einen realistischen Eindruck²⁴ von den Eigenarten und hohen Risiken solcher Geschäfte zu vermitteln.

3. Einbindung der Risikohinweise in den Kontext

Die warnende Wirkung der Risikohinweise müsse hinreichend deutlich zum Ausdruck kommen und dürfe durch die Gestaltung und die Einbettung in den sonstigen Inhalt der Informationsbroschüre nicht entwertet werden.²⁵ Dies beurteile sich vor allem im Verhältnis zur Dar-

¹⁸ I.S.d. § 37e S. 2 WpHG. Unterschiede zum Begriff des Börsentermingeschäfts i.S.d. § 50 BörsG a.F. erläutert *Müller*, in: *Derleder/Knops/Bamberger*, Handbuch Bankrecht, 2. Aufl. 2009, § 54 Rdn. 12 ff.

¹⁹ BGHZ 160, 58 = WM 2004, 1774, 1776; BGHZ 150, 164 = WM 2002, 803, 805; KG, WM 2002, 746; *Bamberger*, a.a.O. (Fn. 6), § 50 Rdn. 151; *Dötsch/Kellner*, WM 2001, 1994, 1996; *Schwark*, WM 2001, 1973, 1984.

²⁰ Siehe etwa BGH, NJW-RR 2004, 203, 204; WM 2003, 975, 977; WM 2002, 1445, 1446; NJW-RR 1996, 947; WM 1994, 1746, 1747; WM 1992, 1935 = NJW 1993, 257; WM 1991, 127 = NJW 1991, 1106.

²¹ Kritisch zur geforderten Schriftlichkeit der Aufklärung *Drygala*, WM 1992, 1213, 1217 ff. Zustimmung *Arendts*, Die Haftung für fehlerhafte Anlageberatung, 1998, S. 26; *Raeschke-Kessler*, WM 1993, 1830, 1836.

²² BGHZ 184, 365 = WM 2010, 749 Rdn. 25; NJW-RR 2004, 203, 204; WM 2003, 975, 976; WM 2002, 1445, 1446; WM 2001, 2313, 2314; WM 1994, 1746, 1747; WM 1994, 492, 493; WM 1994, 453 = NJW 1994, 997.

²³ BGH, WM 2001, 2313, 2314; NJW-RR 1996, 947; WM 1992, 770 = NJW 1992, 1879, 1880.

²⁴ BGH, NJW-RR 1996, 947; WM 1992, 770 = NJW 1992, 1879, 1880; siehe BGH, WM 2001, 2313, 2314.

²⁵ BGH, NJW-RR 2004, 203, 204; WM 2003, 975, 977; WM 2002, 1445, 1446 f.; WM 2001, 2313, 2314; WM 1994, 492, 493; WM 1994, 453 = NJW 1994, 997, 998; BGHZ 124, 151 = WM 1994, 149 = NJW 1994, 512.

stellung der Gewinnchancen in der Informationsbroschüre.²⁶ Der BGH verlangt, dass die Risikohinweise so räumlich und inhaltlich in die geordnete Darstellung der wirtschaftlichen Zusammenhänge des Anlageobjekts eingebunden werden, dass die Gefährlichkeit des konkret empfohlenen Anlageobjekts für den Kunden nachvollziehbar sei.²⁷ Auch ein hervorgehobener Risikohinweis genüge daher den Anforderungen an die Art und Weise der Aufklärung nicht, wenn der weitere Inhalt der Broschüre von ihm ablenke, weil der Leser durch mehrseitige, kleingedruckte und kaum verständliche theoretische Abhandlungen ermüdet wird und dadurch seine Bereitschaft sinkt, die nachfolgenden Risikohinweise zur Kenntnis zu nehmen.²⁸

Die Aussagekraft der Risikoinformationen dürfe nicht durch ihre Gestaltung, Platzierung oder sprachliche Zusätze abgeschwächt, verharmlost oder verschleiert werden.²⁹ Gegen diese Anforderung werde verstoßen, wenn die Risikohinweise zwischen unwesentlichen Informationen und Werbeaussagen platziert sind³⁰ oder wenn sie, nachdem der Leser im vorderen Teil der Aufklärungsbroschüre unkritisch auf Gewinn eingestimmt wurde, erst im hinteren Teil der Broschüre erscheinen und dort ohne Zusammenhang mit dem übrigen Text³¹ dargestellt sind.

4. Für den flüchtigen Leser auffällige Aufklärung

Der Umfang des dem Kunden aufgebürdeten Verlustrisikos sowie eine Verringerung der Gewinnchancen durch die unübliche Höhe von Vermittlergebühren seien vielmehr auch dem flüchtigen Leser in unmissverständlicher Weise ohne jede Beschönigung deutlich zu machen,³² was eine auffällige Gestaltung der Risikohinweise voraussetze³³. Die bloße Aussage in der Informationsbroschüre, dass der Aufschlag auf die Optionsprämie das Verlustrisiko erhöht, erfülle diese Anforderungen nach Ansicht des BGH nicht.³⁴

5. Ansprache von unkundigen Anlegern

Die gesteigerten Voraussetzungen für die Risikopräsentation bei Börsentermingeschäften stellte der BGH in Fällen, in denen die Vermittler ein Publikum ansprachen, das mit Börsentermingeschäften nicht vertraut war. Die Aufklärungspflicht entfalle hingegen gegenüber

²⁶ Siehe BGH, WM 2004, 1132, 1134; NJW-RR 2004, 203, 204; WM 2003, 975, 977; WM 2002, 1445, 1446.

²⁷ BGH, WM 1992, 770 = NJW 1992, 1879, 1881; BGHZ 105, 108 = WM 1988, 1255 = NJW 1988, 2882, 2884.

²⁸ So lagen die Fälle in BGH, WM 2001, 2313, 2314 und BGH, WM 2006, 84, 86.

²⁹ BGH, NJW-RR 2004, 203, 204; WM 2003, 975, 977; WM 2002, 1445, 1446; WM 2001, 2313, 2314; WM 1994, 492, 493; WM 1992, 770 = NJW 1992, 1879, 1880 f.; WM 1991, 127 = NJW 1991, 1106, 1107.

³⁰ BGH, WM 1994, 492, 493.

³¹ Siehe BGH, WM 2002, 1445, 1446 f.; WM 1994, 492, 493; WM 1992, 770 = NJW 1992, 1879, 1881.

³² BGH, NJW-RR 2004, 203, 204 f.; WM 2003, 975, 977; NJW-RR 1996, 947; WM 1994, 1746, 1747; WM 1994, 492, 493; WM 1994, 453 = NJW 1994, 997; BGHZ 124, 151 = WM 1994, 149 = NJW 1994, 512 f.

³³ Siehe BGH, NJW-RR 2004, 203, 205; NJW-RR 1996, 947.

³⁴ BGH, NJW-RR 2004, 203, 204 f.; WM 2002, 1445, 1447.

Kunden, die über ausreichende Kenntnisse und Erfahrungen mit den vermittelten Geschäften verfügen.³⁵ Wenn die Vermittler hohe Gebührenaufschläge erheben, bejaht der BGH solche ausreichenden Kenntnisse aber nur, wenn der Kunde die erheblichen Auswirkungen dieser Gebührenaufschläge auf sein Verlustrisiko kennt.³⁶ In weiteren Fällen wies er darauf hin, dass von der Berufstätigkeit eines Kunden, der nicht beruflich mit Börsentermingeschäften befasst ist, nicht auf Kenntnisse über die Risiken dieser Geschäfte geschlossen werden könne.³⁷

6. Börsentermingeschäfte ohne hohe Vermittlergebühren

Der BGH hat die strengen Anforderungen an die Risikodarstellung für gewerbliche Vermittler von Börsentermingeschäften grundsätzlich nicht auf beratende Kreditinstitute übertragen.³⁸ Vielmehr seien diese Grundsätze der Risikoaufklärung auf Geschäfte zugeschnitten, bei denen durch hohe Gebührenaufschläge auf die Börsenpreise eine realistische Gewinnchance des durch Telefonverkäufer angeworbenen typischerweise unerfahrenen Kunden von vornherein praktisch ausgeschlossen ist.³⁹ Diese Voraussetzungen seien bei der Beratung durch eine Bank regelmäßig nicht gegeben. Kreditinstitute können die Aufklärungspflichten bei der Beratung und Vermittlung von Börsentermingeschäften daher mündlich erfüllen.⁴⁰ In zwei weiteren Fällen verneinte es der BGH ebenfalls, gesteigerte Anforderungen an die Risikodarstellung bei Börsentermingeschäften zu stellen, weil die vermittelnde Bank bzw. der Vermögensverwalter keine unverhältnismäßig hohen Gebühren erhoben.⁴¹ Wenn ein Kreditinstitut aber Geschäfte vermittelt oder über Geschäfte berät, bei denen hohe Aufschläge auf die Börsenpreise eine realistische Gewinnchance des Kunden von vornherein ausschließen, unterliege es ebenfalls den gesteigerten Anforderungen an die Risikopräsentation für gewerbliche Vermittler von Börsentermingeschäften.⁴²

IV. Vermittler von amerikanischen Billigaktien (Penny Stocks)

Auch für Vermittler von am amerikanischen OTC-Markt gehandelten Penny Stocks ließ der BGH in einer Entscheidung aus dem Jahre 1991 keine mündliche Aufklärung genügen, sondern verlangte „angesichts der schwierigen wirtschaftlichen Zusammenhänge“ unter Verweis

³⁵ BGH, WM 2004, 1132, 1134; NJW-RR 2004, 203, 205.

³⁶ Siehe BGH, WM 2004, 1132, 1134; NJW-RR 2004, 203, 205.

³⁷ BGH, WM 2004, 2205, 2207 (Rechtsanwalt); NJW-RR 2004, 203, 205 (Wirtschaftsprüfer); WM 1997, 309 = NJW-RR 1997, 176, 177 (Versicherungsmakler); WM 1991, 127 = NJW 1991, 1106, 1107 und WM 1981, 552 = NJW 1981, 1440, 1441 (jeweils eingetragener Kaufmann und mittelständisches Unternehmen).

³⁸ BGHZ 150, 164 = WM 2002, 803; WM 2001, 1178, 1179; WM 1998, 1391 = NJW 1998, 2675.

³⁹ BGH, WM 2006, 84, 87; BGHZ 150, 164 = WM 2002, 803; WM 1998, 1391 = NJW 1998, 2675 f.

⁴⁰ BGHZ 150, 164 = WM 2002, 803, 804; WM 1998, 1391 = NJW 1998, 2675, 2676. Ebenso BReg Begr. Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Börsengesetzes, BT-Drucks. 11/4177, S. 19.

⁴¹ BGH, WM 1994, 834 = NJW 1994, 1861, 1862; WM 1992, 682 = NJW-RR 1992, 751, 752.

⁴² BGH, WM 2006, 84, 87. Ebenso schon *Ellenberger*, WM 1999, SBeil. 2, S. 16.

auf seine Rechtsprechung zur Vermittlung von Warenterminoptionen eine umfassende schriftliche Aufklärung über die besonderen Gefahren der Spekulation in Penny Stocks.⁴³ Die gesteigerte Aufklärungspflicht begründete der BGH damit, dass „für den OTC-Handel mit Penny Stocks eine Marktene typisch ist, die Kursmanipulationen durch Broker und Aktieninhaber begünstigt, und dass demzufolge für den Anleger ein unkontrollierbares zusätzliches Risiko besteht, welches in keinem Zusammenhang mit der Ungewissheit über den wirtschaftlichen Erfolg der emittierenden Aktiengesellschaft steht.“⁴⁴

In einer weiteren Penny Stocks-Entscheidung verneinte der BGH jedoch besondere Anforderungen an die Darstellung der in der Informationsbroschüre enthaltenen Risikoinformation über die erhebliche Differenz (spread) zwischen Geld- und Briefkurs, die die Gewinnmöglichkeiten für den Anleger schmälerte.⁴⁵ Der spread entsprach den Gegebenheiten des Ursprungsmarktes und der Vermittler vermittelte die Penny Stocks zu den in den USA marktüblichen Bedingungen und Preisen. Die Situation wiche daher, so der BGH, von den für den Vertrieb von Terminoptionen entschiedenen Fällen ab, in denen der Vermittler jeweils die am ursprünglichen Handelsplatz vorgegebene Situation durch ganz erhebliche hinzutretende Gebühren verfälscht hatte.⁴⁶ Diese Argumentation spricht dafür, dass allein die besonderen Risiken der Geldanlage in Penny Stocks noch keine gesteigerten Anforderungen an die Präsentation von Risiken begründen. Dafür lässt sich auch eine weitere Entscheidung des BGH aus dem Jahre 2002 anführen. In ihr rechtfertigte der BGH sein Urteil aus dem Jahre 1991 zur schriftlichen Aufklärung über die Gefahren einer Anlage in Penny Stocks damit, dass in dem konkreten Fall das vom Vermittler zunächst eingesetzte schriftliche Informationsmaterial beim Kunden einen falschen Eindruck von den Risiken hervorgerufen hatte. Diesen falschen Eindruck sollte die geforderte schriftliche Aufklärung gerade korrigieren.⁴⁷

V. Weitere Einzelfälle

Strenge Voraussetzungen für die Darstellung der Risikoinformationen hat der BGH auch in einem Fall anerkannt, in dem eine anlageberatende Bank ihren in Aktiengeschäften unerfahrenen Kunden zu Wertpapiergeschäften auf Kredit geraten hatte und dieser einen seine wirtschaftlichen Verhältnisse weit übersteigenden Kredit zu diesem Zweck bei ihr aufnahm. Grundsätzlich sei eine kreditgebende Bank zwar nicht verpflichtet, den Kunden über die Risi-

⁴³ BGH, WM 1991, 667 = NJW 1991, 1947, 1948.

⁴⁴ BGH, WM 2002, 913, 914.

⁴⁵ BGH, WM 1991, 315 = NJW 1991, 1108. Zustimmung *Drygala*, WM 1992, 1213, 1216. Kritisch *Bamberger*, a.a.O. (Fn. 6), § 50 Rdn. 161.

⁴⁶ BGH, WM 1991, 315 = NJW 1991, 1108.

⁴⁷ BGHZ 150, 164 = WM 2002, 803, 804. Siehe auch BGH, WM 1991, 667 = NJW 1991, 1947, 1948.

ken der Kreditverwendung aufzuklären.⁴⁸ Die Besonderheit in dem Fall lag aber darin, dass ein die Leistungsfähigkeit des Kunden übersteigender Verlust für die Bank absehbar war, für den Kunden erhebliche Verlustrisiken bestanden und Gewinne aufgrund der Höhe der Kreditzinsen und der sonstigen Spesen nur unter besonders günstigen, aber unwahrscheinlichen Umständen anfallen konnten. Für die Bank hingegen lieferte diese Anlagegestaltung laufende Einnahmen durch Kreditzinsen und Effektenprovisionen ab.⁴⁹ Deshalb bejahte der BGH eine Aufklärungspflicht der anlageberatenden⁵⁰ Bank über die Risiken der Kreditverwendung zu Wertpapiergeschäften. Zur Erfüllung dieser Aufklärungspflicht führte das Berufungsgericht aus, dass die Bank die Risiken eines kreditfinanzierten Aktienerwerbs nicht als nur theoretisch hätte herunterspielen dürfen, sondern darüber realistisch hätte aufklären müssen. Diesen Ausführungen schloss sich der BGH an.⁵¹

VI. Zinsswap-Entscheidung des BGH

1. Charakteristika des Falls

In der Zinsswap-Entscheidung des BGH vom 22.03.2011⁵² finden sich ebenfalls hohe Anforderungen an die Art und Weise der Risikodarstellung. Die Bank beriet ihre Kundin mittels einer schriftlichen Präsentation und empfahl ihr ein hoch komplex strukturiertes und riskantes Finanzprodukt, einen CMS Spread Ladder Swap,⁵³ das die Kundin nicht verstand.⁵⁴ Die Bank trat dabei in einer Doppelrolle auf, weil sie Anlageberater und Gegenpartei des abgeschlossenen Swap-Geschäfts zugleich war. Darüber hinaus hatte die Bank nach der Wertung des BGH die Risikostruktur des empfohlenen Finanzprodukts bewusst zu Lasten der Kundin gestaltet, indem sie einen anfänglichen negativen Marktwert in die Zinsformel einstrukturierte, der ihr die Erzielung eines zusätzlichen Gewinns ermöglichte, mit dem die Kundin nicht rechnen musste. Die Erfolgchancen der Kundin wurden durch diese Risikostruktur nicht wesentlich beeinträchtigt und auch Verluste aus dem Swap-Geschäft waren zum Beratungszeitpunkt nicht vorhersehbar.⁵⁵ Deshalb fehlt die Vergleichbarkeit zu den Fällen der gewerblichen Vermittlung von Börsentermingeschäften, die durch ein extremes Verlustrisiko aufgrund von

⁴⁸ Ständige Rechtsprechung. Siehe nur BGHZ 169, 109 = BGH, NJW 2007, 357 Rdn. 17; BGHZ 168, 1 = NJW 2006, 2099 Rdn. 41; WM 1997, 662 = NJW 1997, 1361, 1362.

⁴⁹ BGH, WM 1997, 662 = NJW 1997, 1361, 1362.

⁵⁰ Der BGH begründete die Aufklärungspflicht aus dem konkludent geschlossenen Beratungsvertrag zwischen der Bank und dem Kunden, nicht hingegen - als vorvertragliche Aufklärungspflicht - aus dem Darlehensvertrag zwischen Bank und Kunde; siehe BGH, WM 1997, 662 = NJW 1997, 1361, 1362.

⁵¹ BGH, WM 1997, 662 = NJW 1997, 1361, 1362.

⁵² BGHZ 189, 13 = WM 2011, 682.

⁵³ Zur Erläuterung des Produkttyps siehe *Köndgen/Sandmann*, ZBB 2010, 77, 79 ff.; *Wiechers*, WM 2012, 477.

⁵⁴ BGHZ 189, 13 = WM 2011, 682 Rdn. 24, 29, 41.

⁵⁵ BGHZ 189, 13 = WM 2011, 682 Rdn. 36.

überhöhten Vermittlergebühren gekennzeichnet waren.⁵⁶ Allerdings begründete die Risikostruktur des Produkts nach Ansicht des BGH in dem Zinsswap-Fall die konkrete Gefahr, dass die Bank ihre Anlageempfehlung nicht allein im Kundeninteresse abgebe, sowie einen schwerwiegenden, aufklärungspflichtigen Interessenkonflikt, der für die Kundin nicht erkennbar war und über den die Bank nicht hinreichend aufgeklärt hatte.⁵⁷

2. Darstellung des Verlustrisikos als real und ruinös

In den Präsentationsunterlagen bezeichnete die beratende Bank das Verlustrisiko der Kundin als „theoretisch unbegrenzt“.⁵⁸ Dies genügte dem BGH jedoch nicht. Zur objektgerechten Beratung führte er *obiter* aus, dass „die beratende Bank dem Kunden in verständlicher und nicht verharmlosender Weise insbesondere klar vor Augen führen [muss], dass das für ihn nach oben nicht begrenzte Verlustrisiko nicht nur ein „theoretisches“ ist, sondern abhängig von der Entwicklung des „Spreads“ real und ruinös sein kann. Dazu sind nicht nur eingehende Erläuterungen aller Elemente der Formel zur Berechnung des variablen Zinssatzes [...] und ihrer konkreten Auswirkungen [...] bei allen denkbaren Entwicklungen des „Spreads“ erforderlich, sondern insbesondere auch eine eindeutige Aufklärung des Kunden darüber, dass das Chance-Risiko-Profil zwischen den Teilnehmern der Zinswette unausgewogen ist [...]. Die Aufklärung [...] muss auch bei einem so hoch komplexen Produkt gewährleisten, dass der Kunde im Hinblick auf das Risiko des Geschäfts im Wesentlichen den gleichen Kenntnis- und Wissensstand hat wie die ihn beratende Bank, weil ihm nur so eine eigenverantwortliche Entscheidung darüber möglich ist, ob er die ihm angebotene Zinswette annehmen will.“⁵⁹

3. Anlegergerechte Beratung

Im Zinsswap-Urteil bestätigte der BGH seine bisherige Rechtsprechung, dass die berufliche Qualifikation eines Kunden, der nicht beruflich mit Finanztermingeschäften befasst ist, allein nicht ausreicht, um ihm Kenntnisse im Zusammenhang mit Finanztermingeschäften zu unterstellen.⁶⁰ Solche Anhaltspunkte fehlten im konkreten Fall: Die Bank beriet ein mittelständisches Unternehmen für Waschräumhygiene, das durch deren Prokuristin, einer Diplom-

⁵⁶ Siehe *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 243 f.; *Lenenbach*, a.a.O. (Fn. 14), Rdn. 9.288; *Roller/Elster/Knappe*, ZBB 2007, 345, 358. A.A. OLG Stuttgart, WM 2010, 756, 763.

⁵⁷ BGHZ 189, 13 = WM 2011, 682 Rdn. 36, 38. Kritisch *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 250 ff.; *Grigoleit*, ZHR 177 (2013), 264, 295 f.; *Pitsch*, DStR 2011, 927 f. Zustimmend *Lehmann*, JZ 2011, 749, 751; *Lieder*, GWR 2011, 175, 177; *Nobbe*, BKR 2011, 302, 303 f.; *Roberts*, BKR 2012, 377, 379; *Tiedemann*, BKR 2014, 84, 86.

⁵⁸ BGHZ 189, 13 = WM 2011, 682 Rdn. 4, 24.

⁵⁹ BGHZ 189, 13 = WM 2011, 682 Rdn. 29.

⁶⁰ BGHZ 189, 13 = WM 2011, 682 Rdn. 25. Kritisch zu dieser Rechtsprechung *Spindler*, in: *Langenbacher/Bliesener/Spindler*, Bankrechts-Kommentar, 2013, 33. Kap. Rdn. 11, wenn der Kunde Kaufmann i.S.d. HGB ist. Zustimmend etwa *Lang/Balzer*, a.a.O. (Fn. 6), S. 639, 645 f.; *Weller*, ZBB 2011, 191, 193.

Volkswirtin, vertreten wurde. Weiterhin verlangte der BGH, dass sich der Berater die Gewissheit verschaffen müsse, dass sein Kunde „die von ihm geschilderten Risiken des Finanzprodukts in jeder Hinsicht verstanden hat“.⁶¹ Hierbei handelt es sich jedoch nicht um ein subjektives Verständniserfordernis als Pflichteninhalt der anlegergerechten Beratung.⁶² Im Zins-swap-Fall hatte die beratende Bank vor ihrer Anlageempfehlung nicht gesondert die Risikobereitschaft des Kunden erfragt, so dass der BGH Ausnahmen von der Erkundigungspflicht des Beraters über die Risikobereitschaft des Kunden diskutierte. Der BGH wollte daher über den „Umweg“ des Verständniserfordernisses über die Risiken des empfohlenen Produkts nur indirekt feststellen, ob die erforderliche Risikobereitschaft beim Kunden vorhanden war.⁶³

D. Bewertung der Rechtsprechung des BGH

I. Systematisierung der Rechtsprechung

Obwohl die hier analysierten Urteile durch eine Einzelfallbetrachtung gekennzeichnet sind, lassen sie sich systematisieren,⁶⁴ weil sie sich durch gemeinsame Merkmale auszeichnen.

1. Kumulation von drei Faktoren

Grundsätzlich stellt der BGH gesteigerte Anforderungen an die Art und Weise der Risikodarstellung nur, wenn (1) der individuelle Kunde keine (ausreichenden) Kenntnisse und Erfahrungen mit der Art von Anlageobjekt hat, dem das konkret empfohlene Anlageobjekt zugehört, (2) das Anlagegeschäft mit besonders hohen Verlustrisiken verbunden ist und (3) der Anlageberater einen zusätzlichen besonderen Gefährdungstatbestand zulasten des Kunden setzt oder dessen Entstehen begünstigt, der z.B. die Gewinnchancen für den Kunden unrealistisch werden lässt, die Gefahr eines schwerwiegenden⁶⁵ und für den Kunden nicht erkennbaren Interessenkonfliktes auslöst oder beim Kunden zunächst einen falschen⁶⁶ Eindruck über die Verlustrisiken erweckt. Wie die Praxis des BGH zur Risikoaufklärung bei Börsentermin-

⁶¹ BGHZ 189, 13 = WM 2011, 682 Rdn. 24.

⁶² So aber *Grigoleit*, a.a.O. (Fn. 5), S. 25, 44; *Herresthal*, ZIP 2013, 1049, 1053 f.; *Koch*, BKR 2012, 485, 488; *Möllers/Poppele*, ZGR 2013, 437, 473 f.; *Wedemann*, ZBB 2014, 54, 67. A.A. zu Recht *Buck-Heeb*, WM 2014, 385, 387; *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 228 f.; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 187.

⁶³ Zu Recht *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 227 f. Kritisch dazu *Lehmann*, JZ 2011, 749, 750.

⁶⁴ Eine Systematisierung ablehnend: *Lange*, Informationspflichten von Finanzdienstleistern, 2000, S. 212 f.

⁶⁵ Kein in diesem Sinne schwerwiegender Interessenkonflikt besteht in Bezug auf das generelle, für jeden Anbieter wirtschaftlicher Leistungen am Markt typische Gewinnerzielungsinteresse einer beratenden Bank, über das die Bank nicht aufklärungspflichtig ist; siehe BGH, BKR 2013, 17 Rdn. 51; WM 2012, 1520 Rdn. 46.

⁶⁶ Vgl. in diesem Zusammenhang auch die Rechtsprechung des BGH, wonach der Umstand, dass der Prospekt Chancen und Risiken der Kapitalanlage hinreichend verdeutlicht, kein Freibrief für den Berater sei, „Risiken abweichend hiervon darzustellen und mit seinen Erklärungen ein Bild zu zeichnen, das die Hinweise im Prospekt entwertet oder für die Entscheidungsbildung des Anlegers mindert“ (BGH, BeckRS 2008, 13080 Rdn. 7; ebenso BGH, BKR 2010, 118 Rdn. 24; WM 2007, 1606 Rdn. 10).

geschäften ohne hohe Vermittlergebühren zeigt, reichen die Faktoren (1) und (2) zusammen nicht aus, um gesteigerte Anforderungen an die Darstellung von Risikoinformationen zu begründen. Der BGH stellt solche Bedingungen also nicht allein deshalb, weil ein Anlageobjekt mit besonders hohen Risiken verbunden ist oder weil es besonders komplex ist.⁶⁷ Die dadurch begrenzte Reichweite dieser Rechtsprechung ist allerdings insoweit gerechtfertigt, als die vom BGH angelegten Anforderungen an die Verständlichkeit der Risikoauflärung in seiner Zinsswap-Entscheidung und in einigen seiner Urteile zur Vermittlung von Börsentermingeschäften in der Praxis kaum erfüllbar⁶⁸ sind.

Der hier entwickelten Systematisierung widerspricht aus der Rechtsprechung der Instanzgerichte insbesondere eine Wertung des OLG Frankfurt. Das OLG hatte über die Aufklärung eines Twin Win-Zertifikats zu entscheiden, das sehr komplex und nach der Bewertung des Gerichts durch intransparente Risiken gekennzeichnet war.⁶⁹ *Obiter* führte das Gericht aus, dass das streitgegenständliche Zertifikat „kaum in objektgerechter Weise telefonisch ohne schriftliches Informationsmaterial [...] erläutert werden kann“.⁷⁰ Der Kunde war ein Rechtsanwalt, der zwar schon Aktienanlagen getätigt hatte, aber mit der komplexen Struktur der Zertifikate nicht vertraut war. Die beratende Bank hatte jedoch keinen zusätzlichen Gefährdungstatbestand gesetzt, so dass die Forderung einer schriftlichen Beratung über ein Twin Win-Zertifikat von der bisherigen Rechtsprechung des BGH nicht gedeckt ist.⁷¹

2. Kritik an der Rechtsprechung des BGH

Sind alle drei Faktoren vorhanden, beziehen sich die strengen Anforderungen an die Risikodarstellung nicht nur auf den zusätzlichen Gefährdungstatbestand, sondern ebenfalls auf alle mit dem Anlageobjekt verbundenen hohen Risiken, bei Börsentermingeschäften also insbesondere auf die Hebelwirkung, das Totalverlustrisiko und das Risiko des Einsatzes zusätzlicher planwidriger Geldmittel.⁷² Auch im Zinsswap-Urteil verlangte der BGH über die Aufklärung des schwerwiegenden Interessenkonflikts hinaus eine gesteigerte Art und Weise der Darstellung der besonderen Verlustrisiken des CMS Spread Ladder Swaps.

⁶⁷ In diesem Sinne auch *Bamberger*, a.a.O. (Fn. 6), § 50 Rdn. 128; *Hannöver*, a.a.O. (Fn. 6), § 110 Rdn. 82; *Müller*, ZBB 2011, 363, 374 f. A.A. noch *Arendts*, DStR 1994, 1350. Anders auch die Einschätzung von *Koch*, BKR 2012, 485, 489 und *Lieder*, GWR 2011, 175, 177 für das Zinsswap-Urteil des BGH.

⁶⁸ Siehe nur *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012), 66, 93; *Ellenberger*, WM 1999, SBeil. 2, S. 16; *Grigoleit*, ZHR 177 (2013), 264, 284; *Grundmann*, WM 2012, 1745, 1747; *Mülbart*, ZHR 177 (2013), 160, 163, 200.

⁶⁹ OLG Frankfurt/Main, WM 2010, 613, 616.

⁷⁰ OLG Frankfurt/Main, WM 2010, 613, 616.

⁷¹ Deshalb ebenfalls kritisch zur Entscheidung des OLG Frankfurt/Main *Bausch*, BB 2010, 855 f.; *Hannöver*, a.a.O. (Fn. 6), § 110 Rdn. 82. Zustimmend hingegen *Podewils*, EWIR 2010, 383 f.

⁷² Siehe etwa BGH, NJW-RR 1996, 947; WM 1992, 1935 = NJW 1993, 257, 258; WM 1991, 1410 = NJW-RR 1991, 1243, 1244; WM 1992, 770 = NJW 1992, 1879, 1880 f.

Wenn bei der Vermittlung von Börsentermingeschäften keine hohe Vermittlungsgebühr anfällt,⁷³ fordert der BGH keine gesteigerte Risikopräsentation. Ebenso gilt nach der hier entwickelten Systematik, dass das Fehlen des Interessenkonflikts im Zinsswap-Urteil nicht nur die speziell darauf bezogene Aufklärungspflicht der Bank entfallen lassen würde, sondern auch Auswirkungen auf die Art und Weise der Risikopräsentation im Allgemeinen haben würde.⁷⁴ Der besondere Gefährdungstatbestand führt in der Rechtsprechung des BGH dazu, dass sich die Anforderungen an die Gestaltung der Risikoinformationen insgesamt ändern. Warum das so ist und warum die gesteigerten Anforderungen nicht nur für den besonderen Gefährdungstatbestand gelten sollen, begründet der BGH nicht.

II. Übertragbarkeit der Zinsswap-Entscheidung des BGH

Aufbauend auf der Analyse der Rechtsprechung lässt sich die derzeit in der Lehre⁷⁵ und in den Instanzgerichten⁷⁶ umstrittene Frage beantworten, welche Finanzprodukte so komplex strukturiert und so riskant sind, dass an die Präsentation der Risiken durch den Berater ähnlich strenge Voraussetzungen anzulegen sind, wie sie der BGH im Zinsswap-Urteil aufgestellt hat. Da es auf eine Einzelfallbetrachtung ankommt,⁷⁷ die vor allem durch die drei dargestellten Faktoren determiniert wird, lässt sich diese Frage nicht pauschal beantworten. Grundsätzlich ist aber festzuhalten, dass die Zinsswap-Entscheidung des BGH auf andere besonders komplexe und risikoreiche Anlageobjekte nur dann übertragbar ist, wenn der Berater einen zusätzlichen Gefährdungstatbestand gesetzt hat.⁷⁸

III. Vermittlung eines realistischen Eindrucks von den Risiken

Der BGH verlangt in seinen Urteilen zur Vermittlung von Börsentermingeschäften, dass die Darstellung der Risiken geeignet sein muss, dem Kunden einen realistischen Eindruck von den Risiken und deren Umfang zu verschaffen. Empirische Forschungsergebnisse aus der Verhaltensökonomik und der kognitiven Psychologie zeigen in die gleiche Richtung.

1. Harmonie mit verhaltenswissenschaftlichen Erkenntnissen

⁷³ Allgemeiner ist zu formulieren, dass kein zusätzlicher Gefährdungstatbestand vorliegen darf.

⁷⁴ A.A. Koch, BKR 2012, 485, 489.

⁷⁵ Siehe Koch, BKR 2012, 485, 489 f.; Lehmann, JZ 2011, 749, 752; Lieder, GWR 2011, 175, 176; Ruland, BB 2012, 1054, 1055; Ruland/Wetzig, BKR 2013, 56, 63 f.

⁷⁶ Siehe OLG Nürnberg, WM 2013, 1897, 1900 f.; OLG Frankfurt v. 15.3.2013 – 10 U 16/12, Juris Rdn. 90 ff.; OLG Stuttgart, WM 2012, 1829, 1832; OLG München, WM 2012, 1716, 1718.

⁷⁷ Ausdrücklich BGHZ 189, 13 = WM 2011, 682 Rdn. 29.

⁷⁸ Vgl. in diese Richtung gehend Lehmann, JZ 2011, 749, 752. Weitergehend Koch, BKR 2012, 485, 489.

Setzt man an den Erkenntnissen der Verhaltenswissenschaften an,⁷⁹ fordert der BGH zu Recht, dass die Gestaltung und Platzierung der Risikoinformationen sowie deren Einbindung in den sonstigen Inhalt der Broschüre deren warnende Wirkung nicht entwerten darf. Eine solche Entwertung liegt mit dem BGH vor, wenn die Darstellung der weiteren Informationen den Kunden von der Wahrnehmung der Risiken ablenkt oder wenn die Risiken des Anlageobjekts dem Kunden so präsentiert werden, dass er sie nur abstrakt und nicht als für ihn real bestehend⁸⁰ auffasst. Diese Argumentation lässt sich mit Forschungsergebnissen zu Salienz-Effekten⁸¹ erklären und rechtfertigen. Ob Risiken nur als theoretisch und abstrakt oder als real beschrieben werden, hat erhebliche Auswirkungen für deren Wahrnehmung durch den Kunden, jedenfalls durch einen typischen Kleinanleger.⁸² Mit dieser Rechtsprechung werden zwar die Möglichkeiten der Anlageberater zum so genannten Framing eingeschränkt.⁸³ Geht man aber mit dem BGH davon aus, dass sich die Empfehlung des Anlageberaters „allein am Kundeninteresse“ auszurichten habe,⁸⁴ lässt sich diese Ungleichbehandlung zu anderen Gewerbezweigen durchaus rechtfertigen.

Ferner berücksichtigt der BGH zu Recht die Wirkung der Informationsüberlastung (information overload) auf die Anlageentscheidung, wenn er ausführt, dass ein Kunde durch eine informationsüberladene, ermüdende Gestaltung der Broschüre von der Wahrnehmung und Verarbeitung der Risikoinformationen abgelenkt werde.⁸⁵ Eine Informationsüberlastung kann dazu führen, dass ein typischer Kleinanleger den Inhalt von Informationen nicht mehr aufnimmt und dass sich die Qualität der Entscheidungsfindung verschlechtert.⁸⁶ Die durch einen Berater herbeigeführte Informationsüberlastung beim Kunden stellt daher eine Aufklärungspflichtverletzung dar.⁸⁷

2. Ambivalente Zinsswap-Entscheidung des BGH

⁷⁹ Siehe oben B. Zur Berücksichtigung von verhaltenswissenschaftlichen Erkenntnissen im anlegerschützenden Zivilrecht siehe *Wiedemann/Wank*, JZ 2013, 340 ff. Der „traditionelle“ Ansatz besteht darin, die gesteigerten Anforderungen an die Risikopräsentation mit dem Ausgleich einer strukturellen Ungleichgewichtslage zwischen Anlagevermittler oder -berater und Anlageinteressent zu begründen; siehe *Grün*, NJW 1994, 1330, 1331 f.

⁸⁰ Siehe BGH, NJW-RR 1996, 947; WM 1992, 770 = NJW 1992, 1879, 1881.

⁸¹ Siehe dazu oben Fn. 3 und den zugehörigen Text.

⁸² Anders die Wertung von OLG Bamberg, WM 2009, 1082, 1092 (allerdings in Bezug auf einen Finanzfachmann als Kunden); *Lehmann*, BKR 2008, 488, 495; *Lieder*, GWR 2011, 175, 176. Zustimmend, wie hier, *Klöhn*, ZIP 2011, 762, 764; siehe auch OLG Stuttgart, WM 2012, 890, 892; OLG Karlsruhe, BKR 2014, 205, 210 f.

⁸³ Kritisch deshalb *Koch*, BKR 2012, 485, 489. *Koller*, ZBB 2011, 361, 368 ordnet Framing als Manipulationstechnik und Verstoß gegen § 31 Abs. 2 S. 1 WpHG ein.

⁸⁴ BGH, BKR 2014, 23 Rdn. 25; BGHZ 189, 13 = WM 2011, 682 Rdn. 32; WM 2010, 1694 Rdn. 5; *Jooß*, WM 2011, 1260, 1262; *Mülbart*, WM 2007, 1149, 1155; *Nikolaus/d'Oleire*, WM 2007, 2129, 2130.

⁸⁵ Siehe oben C.III.3.

⁸⁶ Siehe dazu *Eidenmüller*, JZ 2011, 814, 816; *Fleischer*, Informationsasymmetrie, 2001, S. 115 f.; *Möllers/Kernchen*, ZGR 2011, 1, 9, 14; *Paredes*, 81 Washington University Law Review 2003, 417, 419.

⁸⁷ *Arendts*, a.a.O. (Fn. 21), S. 23; *Braun/Lang/Loy*, a.a.O. (Fn. 6), Rdn. 388.

Die Zinsswap-Entscheidung des BGH fügt sich zunächst in diese Rechtsprechung zur Intensität der Risikoaufklärung ein, wenn der BGH verlangt, dass das hohe Verlustrisiko als ein Risiko dargestellt werden muss, das real und ruinös sein kann. Allerdings konkretisiert der BGH diese Anforderung so, dass der Kundin alle „Elemente der Formel zur Berechnung des variablen Zinssatzes [...] und ihrer konkreten Auswirkungen [...] bei allen denkbaren Entwicklungen des Spreads“ eingehend zu erläutern seien.⁸⁸ Damit begibt er sich auf den Pfad der Informationsüberlastung. Es ist äußerst zweifelhaft, ob der erhebliche Umfang an Risikoinformationen der Kundin einen realistischen Eindruck von den hohen Verlustrisiken vermitteln kann.⁸⁹ Diese Passage des Urteils überzeugt auch deshalb nicht, weil sie der bisherigen Rechtsprechung des BGH zur Risikoaufklärung bei Börsentermingeschäften widerspricht, die einer möglichen Informationsüberlastung des Kunden gerade entgegenwirkt.

Ebenfalls vor dem Hintergrund der Vermittlung eines realistischen Eindrucks von den Risiken des Anlageobjekts lässt sich die Aussage des BGH deuten, „dass der Kunde im Hinblick auf das Risiko des Geschäfts im Wesentlichen den gleichen Kenntnis- und Wissensstand hat wie die ihn beratende Bank“⁹⁰. Wie detailliert die Risikoaufklärung erfolgen muss, um diese Forderung des BGH zu erfüllen, ist umstritten.⁹¹ Ausgangspunkt muss sein, dass der BGH die Vermittlung des nur im Wesentlichen⁹² gleichen Kenntnis- und Wissensstands auf die Risiken des Finanzprodukts bezieht, nicht hingegen auf die einzelnen Bestandteile des sehr komplexen Produkts.⁹³ Die beratende Bank, die das Produkt zugleich konzipiert hat, hat ein realistisches Verständnis über das Chance-Risiko-Profil des Produkts.⁹⁴ Einen im Wesentlichen gleichen Kenntnisstand über die Risiken des Finanzprodukts vermittelt ihr Berater dem Kunden, wenn er dem Kunden ein ebenso realistisches Verständnis verschafft.⁹⁵

3. Realistische Risikodarstellung für alle Beratungsfälle

⁸⁸ So schon *Roller/Elster/Knappe*, ZBB 2007, 345, 356.

⁸⁹ Zu Recht kritisch deshalb *Grigoleit*, ZHR 177 (2013), 264, 284; *Koch*, BKR 2012, 485, 488, 491; *Köndgen*, BKR 2011, 283, 284; *Lieder*, GWR 2011, 175, 176; *Spindler*, a.a.O. (Fn. 60), 33. Kap. Rdn. 85.

⁹⁰ BGHZ 189, 13 = WM 2011, 682 Rdn. 29.

⁹¹ Siehe *Clouth*, ZHR 177 (2013), 212, 234 ff.; *Grundmann*, WM 2012, 1745, 1747, 1752; *Herresthal*, ZIP 2013, 1049, 1051; *Köndgen*, BKR 2011, 283 (Vermittlung finanzmathematischen Spezialwissens); *Koch*, BKR 2012, 485, 488; *Lehmann*, JZ 2011, 749, 750; *Sethe*, AcP 212 (2012), 80, 97; *Spindler*, NJW 2011, 1920, 1922.

⁹² Auf diese Einschränkung weist zu Recht *Buck-Heeb*, ZHR 177 (2013), 310, 332 hin.

⁹³ Siehe zu Recht *Buck-Heeb*, ZHR 177 (2013), 310, 332; *Koch*, BKR 2012, 485, 489 und *Sethe*, AcP 212 (2012), 80, 97, die nur auf das Risiko – und nicht auch auf die Komplexität des Anlageobjekts – abstellen, um gesteigerte Anforderungen an die Risikoaufklärung zu begründen. In diese Richtung auch OLG Stuttgart, WM 2012, 1829, 1834; *Klöhn*, ZIP 2011, 762, 764; *Wiechers*, WM 2012, 477, 480.

⁹⁴ Umstritten ist aber, ob auf den Wissensstand eines gut informierten Beraters (so *Lange*, BB 2011, 1678, 1679) oder auf die Person abzustellen ist, die das Produkt entwickelt hat (so *Grundmann*, WM 2012, 1745, 1747; *Köndgen*, BKR 2011, 283; *Lehmann*, JZ 2011, 749, 750; ähnlich OLG München, WM 2012, 1716, 1718).

⁹⁵ Ähnlich i.E. *Koch*, BKR 2012, 485, 492.

Außerhalb der hier analysierten Entscheidungen hält sich der BGH mit einer Konkretisierung des Gebotes verständlicher Risikoauflärung, also mit Vorgaben zur Darstellung von Risiken sehr zurück; und das obwohl dieses Gebot ein etablierter Bestandteil der Rechtsprechung zur anleger- und objektgerechten Beratung ist. Diese Zurückhaltung kann man als Anerkennung der Privatautonomie und der Vertragsfreiheit (Formfreiheit) interpretieren. Sie entspricht aber nicht der Bedeutung, die die Präsentation der Risiken durch den Berater auf die Anlageentscheidung eines typischen Kleinanlegers hat. Folgende zwei Prämissen aus der Rechtsprechung zur Vermittlung von Börsentermingeschäften sollten daher als Ausprägungen des Gebotes verständlicher Risikoauflärung für alle Beratungsfälle gelten. Erstens muss die Darstellung der Risiken des Anlageobjekts geeignet sein, beim Kunden einen realistischen Eindruck von den Risiken und deren Umfang hervorzurufen. Zweitens setzt dies eine hinreichende Einbettung der Risikohinweise in den Kontext der sonstigen Informationen voraus.⁹⁶ Zwingend werden diese Forderungen, wenn man die Eigenverantwortlichkeit der Anlageentscheidung des Kunden davon abhängig macht, dass der Kunde über die Risiken so aufgeklärt wird, dass er deren Umfang und Bedeutung realistisch bewerten kann.⁹⁷ Die Aufklärungspflichten des Beraters gegenüber seinem Kunden dienen jedenfalls gerade dazu, ihm eine informierte und eigenverantwortliche Entscheidung über das Anlagegeschäft zu ermöglichen.⁹⁸

Eine realistische Einschätzung von Risiken und deren Umfang bedingt, dass Anleger Risiken richtig gewichten und deren Eintrittswahrscheinlichkeiten richtig beurteilen können.⁹⁹ Mittels Studien lässt sich etwa feststellen, welche Darstellungsmethoden die realen Wahrscheinlichkeiten der Risikoverwirklichung wirkungsvoll an einen typischen Kleinanleger übermitteln¹⁰⁰ und welche zu diesem Zwecke ungeeignet sind. Letztere können einen Verstoß gegen das Gebot verständlicher Risikoauflärung gegenüber einem individuellen Privatkunden und damit eine vertragsrechtliche Pflichtverletzung des Beraters indizieren.

IV. Schutz unkundiger Kleinanleger = Schutz des flüchtigen Lesers?

In seinen Urteilen zur gewerblichen Vermittlung von Börsentermingeschäften an Laien verlangt der BGH eine auffällige Präsentation der Risikohinweise. Dies ist folgerichtig, wenn man mit dem BGH den flüchtigen Leser in unmissverständlicher Weise schützen möchte.

⁹⁶ Dazu oben C.III.3.

⁹⁷ Dieser Deutung ist Rdn. 29 der Zinsswap-Entscheidung des BGH (WM 2011, 682) zugänglich.

⁹⁸ BGH, NJW-RR 2007, 621 Rdn. 10; WM 2004, 422, 424; *Lang/Kühne*, WM 2009, 1301, 1303; *Raeschke-Kessler*, WM 1993, 1830, 1833 f.; *Riesenhuber*, ZBB 2014, 134, 146; *Sethe*, a.a.O. (Fn. 84), S. 769, 781.

⁹⁹ Siehe *Thaler/Sunstein*, *Nudge* (dt. Ausgabe), 2010, S. 43; vgl. auch OLG Stuttgart, WM 2012, 890, 892.

¹⁰⁰ Siehe zu Vorschlägen für eine effektive Risikodarstellung in Informationen *Klöhn*, a.a.O. (Fn. 2), S. 190 ff.; *Loacker*, in: *Verschraegen, Interdisziplinäre Studien zur Komparatistik und zum Kollisionsrecht* (Bd. III), 2012, S. 45, 78; *Sunstein*, 73 *University of Chicago Law Review* 2006, 249, 261 ff.

Wenn Risikoinformationen in Informationsbroschüren für einen unkundigen Laien zu komplex formuliert sind, vermitteln sie ihm keinen realen Eindruck vom Umfang der Risiken. Er benötigt zusätzliche Aufklärung und wird die für ihn unverständliche Risikobroschüre maximal überfliegen. In diesen Fällen ist dem BGH darin zuzustimmen, dass es nicht darauf ankommen kann, dass der Kunde den vollen Umfang der konkreten Risiken aufgrund eines gründlichen Studiums der Broschüre vielleicht hätte erfassen können.¹⁰¹ Gleiches muss gelten, wenn der Berater zwar eine Broschüre aushändigt, den Inhalt aber dadurch relativiert, dass er mündlich die Risiken des Anlageobjekts beschönigt.¹⁰²

1. Kritik am Schutz des flüchtigen Lesers

Von diesen Konstellationen zu unterscheiden ist die nicht überzeugende These, dass Risiken von Börsentermingeschäften oder Finanztermingeschäften nur dann unmissverständlich gegenüber unkundigen Anlegern präsentiert werden, wenn sie für einen flüchtigen Leser auffällig sind. Weder der Grundsatz der realistischen Risikodarstellung noch die Einbettung der Risikohinweise in den Kontext der übrigen Aufklärung verlangen eine solche Hervorhebung *per se*. Aus dem Schutz des unkundigen Anlegers folgt selbst unter Berücksichtigung verhaltenswissenschaftlicher Forschung nicht, dass dieser eine Informationsbroschüre nur unachtsam lesen muss.¹⁰³ Vielmehr muss die Informationsbroschüre geeignet ist, dem (unkundigen) Anleger, der sie mit einem situationsadäquaten, angemessenen Grad an Aufmerksamkeit liest, einen realistischen Eindruck von den Risiken der Anlage zu vermitteln.¹⁰⁴ Die Situationsadäquanz verlangt eine normative Wertung, die der BGH in seiner Rechtsprechung zu gewerblichen Vermittlern von Börsentermingeschäften jedoch anders bestimmt als etwa in seiner Rechtsprechung zum UWG. Für die Prüfung der Irreführung im Lauterkeitsrecht geht der BGH in Bezug auf das Thema Geldanlage nach der Lebenserfahrung von einem grundsätzlich erhöhten Grad an Aufmerksamkeit des Adressaten gegenüber dieser hochwertigen Dienstleistung aus.¹⁰⁵ Eine nur flüchtige Kenntnisnahme einer rechtzeitig zur Verfügung gestellten Informationsbroschüre, die der Adressat in selbstbestimmter Zeit lesen kann, wird diesem Grad an Aufmerksamkeit nicht gerecht.

¹⁰¹ BGH, WM 1994, 492, 493; in diesem Sinne auch BGH, WM 2001, 1718, 1719; NJW-RR 1996, 947, 948.

¹⁰² Lange, a.a.O. (Fn. 64), S. 166.

¹⁰³ Empirische verhaltenswissenschaftliche Forschungsergebnisse enthalten als solche keine normative Aussage; siehe Brenncke, WM 2014, 1017, 1019; Eidenmüller, JZ 2011, 814; Loacker, a.a.O. (Fn. 100), S. 45, 62.

¹⁰⁴ Eine sorgfältige Kenntnisnahme des Informationsmaterials durch den (auch unkundigen) Anleger verlangen: OLG Frankfurt/Main, ZIP 1998, 2148, 2149; Braun/Lang/Loy, a.a.O. (Fn. 6), Rdn. 308; Ekkenga, in: Münch-Komm HGB, 2. Aufl. 2009, Band V, Effekttengeschäft Rdn. 306.

¹⁰⁵ Siehe BGH, WM 2007, 1918 Rdn. 24 (150% Zinsbonus) zu § 5 Abs. 1 UWG.

Dieser Argumentation kann nicht die Rechtsprechung des BGH¹⁰⁶ zum Mitverschulden des Kunden entgegengehalten werden, wonach einem Kunden, der einer mündlichen Aufklärung seines Beraters vertraut, nicht vorgeworfen werden könne, dass er das ihm zusätzlich übermittelte schriftliche Informationsmaterial nicht liest. Wenn der BGH in besonderen Konstellationen eine schriftliche Aufklärung des Beraters verlangt, um dem unkundigen Laien die Risiken klar vor Augen zu führen, setzt dies denotwendig voraus, dass der Kunde diese Informationen vor seiner Anlageentscheidung lesen soll. Der gegenteilige Standpunkt würde die schriftliche Aufklärungspflicht *ad absurdum* führen.

2. Vergleich mit der aktuellen Rechtsprechung zur Prospekthaftung

Inkonsistent ist die hier kritisierte These vom Schutz des flüchtigen Lesers auch mit der aktuellen Rechtsprechung des BGH zur Aufklärungspflichtverletzung von Prospektverantwortlichen im Rahmen der spezialgesetzlich geregelten Prospekthaftung. Ob ein Prospekt unrichtig oder unvollständig ist, beurteilt sich nach dem Empfängerhorizont. Für Prospekte für Wertpapiere, die nicht an der Börse gehandelt werden sollen, stellt der BGH auf den durchschnittlichen Kleinanleger ab, der über keinerlei Spezialkenntnisse verfüge, wenn sich der Emittent ausdrücklich auch an das unkundige und börsenunerfahrene Publikum wendet.¹⁰⁷ Von diesem unkundigen durchschnittlichen Kleinanleger erwartet der BGH aber ebenfalls eine sorgfältige und eingehende Lektüre des Prospekts.¹⁰⁸ Die Vergleichbarkeit dieser Rechtsprechung mit der Situation der Anlageberatung entfällt nicht deshalb, weil sich die Aufklärungspflichtverletzung von Prospektverantwortlichen typisierend nach dem normativ überformten Empfängerhorizont eines durchschnittlichen Kleinanlegers bestimmt. Auch in seiner Rechtsprechung zur Risikodarstellung bei Börsentermingeschäften begründet der BGH die gesteigerten Anforderungen nicht nur mit dem Schutz des individuellen Kunden, sondern argumentiert mit den „Durchschnittserwartungen und -erkenntnismöglichkeiten des Publikums“, das Vermittler von Börsentermingeschäften „unaufgefordert anzurufen pflegen und für Optionsgeschäfte zu interessieren suchen“.¹⁰⁹ Damit typisiert der BGH den Empfängerhorizont in diesen Fällen zu einem gewissen Grade.¹¹⁰

¹⁰⁶ BGHZ 189, 13 = WM 2011, 682 Rdn. 41; BGHZ 186, 152 = WM 2010, 1493 Rdn. 33.

¹⁰⁷ BGHZ 195, 1 = WM 2012, 2147 Rdn. 25.

¹⁰⁸ BGHZ 195, 1 = WM 2012, 2147 Rdn. 30.

¹⁰⁹ BGHZ 124, 151 = WM 1994, 149 = NJW 1994, 512.

¹¹⁰ Auch für die durch §§ 133, 157 BGB oder § 242 BGB konkretisierten, vertraglichen Aufklärungspflichten eines Anlageberaters durch die Rechtsprechung ist der Kundenschutz normativ überformt und typisiert, so dass kein rein individueller Maßstab angelegt wird. Siehe *Buck-Heeb*, ZHR 176 (2012), 66, 90 f.; *Buck-Heeb*, WM 2014, 385, 388; *Grigoleit*, a.a.O. (Fn. 5), S. 25, 55. Ausdrücklich etwa BGH, BKR 2013, 288 Rdn. 16.

Festzuhalten bleibt im Ergebnis, dass die Forderung, die Risiken von Börsen- oder Finanztermingeschäften für einen flüchtigen Leser auffällig darzustellen, die Obliegenheit des unkundigen und unerfahrenen Anlegers zur situationsadäquaten Lektüre des ihm rechtzeitig zur Verfügung gestellten Aufklärungsmaterials unzureichend beachtet.

E. Zusammenfassung in Thesen

1. Die Präsentation von Risiken hat erhebliche Bedeutung dafür, wie ein typischer Anleger Risikoinformationen wahrnimmt und verarbeitet. Eine Aufklärungspflichtverletzung des Beraters liegt vor, wenn die Risikoinformationen zwar formal erteilt werden, aber in einer unverständlichen Art und Weise und damit für den Kunden nicht anlegergerecht dargestellt werden.
2. Die Rechtsprechung des BGH zu gesteigerten Anforderungen an die Risikodarstellung lässt sich systematisieren. Grundsätzlich stellt der BGH solche Anforderungen nur, wenn (1) der Kunde keine (ausreichenden) Kenntnisse und Erfahrungen mit der Art von Anlageobjekt hat, dem das konkret empfohlene Anlageobjekt zugehört, (2) das Anlagegeschäft mit besonders hohen Verlustrisiken verbunden ist und (3) der Anlageberater einen zusätzlichen besonderen Gefährdungstatbestand zulasten des Kunden setzt oder dessen Entstehen begünstigt.
3. Die durch den BGH im Zinsswap-Urteil aufgestellten Grundsätze zur Risikopräsentation sind auf andere besonders komplexe und risikoreiche Anlageobjekte nur übertragbar, wenn der Berater einen zusätzlichen Gefährdungstatbestand gesetzt hat.
4. Die hier ausgewertete Rechtsprechung des BGH harmoniert grundsätzlich mit verhaltenswissenschaftlichen Forschungsergebnissen. Für alle Beratungsfälle sollte gelten, dass die Risikodarstellung geeignet sein muss, beim Kunden einen realistischen Eindruck von den Risiken und deren Umfang hervorzurufen, und dass die Risiken hinreichend in den Kontext der weiteren Informationen eingebettet sind.
5. Die These, dass Risiken von Börsentermingeschäften oder Finanztermingeschäften nur dann unmissverständlich gegenüber unkundigen Laien präsentiert werden, wenn sie für einen flüchtigen Leser auffällig dargestellt werden, ist abzulehnen.