Einleitung

Derivative Finanzinstrumente[1] (nachfolgend auch: „Finanzderivate“ oder einfach „Derivate“) sind nach allgemeinem Verständnis gegenseitige Verträge, deren Wert vom Betrag einer zugrunde liegenden marktabhängigen Bezugsgröße („Basiswert“, „Underlying“) abgeleitet ist.[2] Mögliche Basiswerte von Derivaten sind die Marktwerte von Finanzinstrumenten (z.B. Aktien oder Anleihen) oder anderen Handelsgegenständen (z.B. Devisen, Rohstoffe, Agrarprodukte) sowie sonstige marktbezogene Referenzwerte wie etwa Zinssätze oder Indices (z.B. Aktienindex). Derivate können selbst ebenfalls als Basisinstrumente für Derivate (zweiten Grades) dienen. Entsprechend ihrem jeweiligen finanztechnischen Grundtypus unterteilt man Derivate herkömmlich[3] in einfache „Terminkäufe“[4] (sog. Termindirektgeschäfte) mit den Unterarten außerbörsliche „Forwards“ und börsengehandelte „Futures“, in Swaps und in Optionen. Nur drei einfache Beispiele sollen hier der Verdeutlichung dienen:[5]

---

1 Finanzinstrumente i.S. dieser Abhandlung sind Verträge oder durch Vertrag begründete Rechte, die primär - bei Verträgen auf beiden Seiten - auf die Leistung von Geld oder geldnahen Gegenständen (z.B. Gold) gerichtet sind. Verträge oder Rechte über die Leistung von Finanzinstrumenten sind ihrerseits ebenfalls Finanzinstrumente. Ähnlich der Begriff des Finanzinstruments nach IAS 39.8: Vertrag über die Lieferung von Geld, Anteilsrechten oder anderen Finanzinstrumenten. Hierzu unten 5. Kapitel, C.II.4., vor a., S. 298 Fn. 235.

2 Vgl. *Global Derivatives Study Group*, S. 2, 28: „A derivatives transaction is a bilateral contract or payments exchange agreement whose value derives, as its name implies, from the value of an underlying asset or underlying reference rate or index“; ähnlich *Basle Committee on Banking Supervision* (BCBS), Dezember 1994, S. 2, Nr. 7. Vgl. ferner die Rezeption dieses Begriffsverständnisses in der deutschen Gesetzgebung: Nach *§ 2 II WpHG* sind Derivate (i.S. des WpHG) „1. als Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte ausgestaltete Termingeschäfte, deren Preis unmittelbar oder mittelbar abhängt von a) dem Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren, b) dem Börsen- oder Marktpreis von Geldmarktinstrumenten, c) Zinssätzen oder anderen Erträgen oder d) dem Börsen- oder Marktpreis von Waren oder Edelmetallen, 2. Devisentermingeschäfte, die an einem organisierten Markt gehandelt werden (Devisenfuturegeschäfte), Devisenoptionsgeschäfte, Währungsswapgeschäfte, Devisenswapoptionsgeschäfte und Devisenfutureoptionsgeschäfte“. Nach *§ 1 XI 4 KWG* sind Derivate (i.S. des KWG) „als Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte ausgestaltete Termingeschäfte, deren Preis unmittelbar oder mittelbar abhängt von 1. dem Börsen- oder Marktpreis von Wertpapieren, 2. dem Börsen- oder Marktpreis von Geldmarktinstrumenten, 3. dem Kurs von Devisen oder Rechnungseinheiten, 4. Zinssätzen oder anderen Erträgen oder 5. dem Börsen- oder Marktpreis von Waren oder Edelmetallen“. Zum Verhältnis dieser Definitionen zum Derivatebegriff der vorliegenden Abhandlung s.u. 1. Kapitel, A.V.2.a., S. 26.

3 Siehe etwa die grundlegende, für den US-amerikanischen Kongress angefertigte Untersuchung des US-*General Accounting Office* (GAO), Mai 1994, S. 4 f.

4 Der Begriff des „Terminkaufs“ orientiert sich am allgemeinen Sprachgebrauch. Er präjudiziert nicht die Frage, ob es sich zivilrechtlich um einen Kaufvertrag handelt (s.u. 1. Kapitel, A.III., S. 16).

5 Auf eine nähere Beschreibung der genannten Geschäftsarten in ihrer ganzen Vielfalt soll in der vorliegenden Abhandlung so weit wie möglich verzichtet werden. Eine grobe Kenntnis ihrer Grundformen wird vorausgesetzt. Ausführliche Darstellungen finden sich in beinahe jeder ökonomischen und juristischen (jüngst z.B. *Clouth*, S. 7-98) Veröffentlichung zu Derivaten. Siehe grund-

Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

- Terminkauf
  Am 1.1. „verkauft" A an B 1.000 Aktien der börsennotierten X-Gesellschaft zu EUR 30 pro Stück. Dieser Preis („Terminpreis") entspricht dem Kassakurs für X-Aktien desselben Tages. Der Vertrag soll nicht sofort, sondern erst am 30.6. erfüllt werden. Zusätzlich wird Barausgleich vereinbart. Das bedeutet, dass A die Aktien nicht liefern, B sie nicht abnehmen muss. Vielmehr richtet sich der Vertragsinhalt auf eine immer nur von einer Vertragsseite zu entrichtende Ausgleichsleistung in Geld, die beide Vertragsparteien *lediglich finanziell* so stellen soll, wie wenn die Aktien am 30.6. zum vereinbarten Preis tatsächlich geliefert würden und sich A sofort zum dann geltenden Tagespreis am Kassamarkt („Spotmarkt") neu mit Aktien eingedecken bzw. B die erworbenen Aktien sofort weiterveräußern würde. Ist der Aktienkurs am 30.6. höher als der Terminpreis, erhält B die Ausgleichszahlung; liegt er darunter, macht A den Gewinn.

- Option
  A und B vereinbaren wie oben den „Kauf" von 1.000 X-Aktien mit Barausgleich mit dem Unterschied, dass B nichts zu bezahlen braucht, wenn der Tagespreis am 30.6. unter den vereinbarten Terminpreis sinkt, im umgekehrten Fall seinerseits aber eine Ausgleichszahlung verlangen kann (Kaufoption). A lässt sich diese B eingeräumte Gewinnchance durch einen Geldbetrag („Optionsprämie") vergüten, die B bei Vertragsschluss zu entrichten hat. Wird dagegen vereinbart, dass nur „Verkäufer" A bei für ihn günstiger Entwicklung des Tagespreises eine Ausgleichszahlung verlangen kann und dementsprechend eine Optionsprämie an B zu entrichten hat, handelt es sich um eine Verkaufsoption.

- Swap
  A verspricht B, während der nächsten fünf Jahre monatlich 2 % Zinsen auf den Betrag von EUR 100.000 zu bezahlen. Im Gegenzug verpflichtet sich B, während desselben Zeitraums an A variable Zinsen zu bezahlen, die sich auf denselben Kapitalbetrag beziehen und deren Höhe sich am jeweiligen LIBOR als Referenzzinssatz des Geldmarktes orientiert. Die Zinszahlungszeitpunkte mögen identisch sein und der Vertrag mag die automatische Verrechnung der regelmäßigen Zinspflichten vorsehen, so dass immer nur die Partei mit der höheren Zinsverpflichtung leisten muss. In den Monaten, wo der LIBOR über dem vereinbarten Festzins liegt, erhält somit A eine Zahlung von B, in den Monaten, wo umgekehrt der Festzins höher ist, muss A an B zahlen (Zinsswap). Je nachdem, ob der Swap den Vertragsparteien wirtschaftlich dazu dient, die Marktrisiken aus bestehenden Zahlungsverpflichtungen gegenüber Dritten oder aus Gegenständen des Aktivvermö-

---

legend etwa *Bank for International Settlements* (BIS), April 1986, S. 37-60 (Swaps), S. 61-120 (Optionen), S. 121-126 (Zinssatztermingeschäfte); *Global Derivatives Study Group*, S. 28-34; *GAO*, Mai 1994, 26-29.

https://doi.org/10.5771/9783845287164-1, am 04.10.2024, 17:19:50
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gens umzuwandeln, spricht man von „Liability Swap“ oder von „Asset Swap“.

Während sich Futures/Forwards und Swaps[6] durch beiderseitig fest vereinbarte zukünftige Leistungspflichten und spiegelbildliche (symmetrische) Gewinn- und Verlustchancen auf beiden Seiten des Vertrags[7] auszeichnen (im Folgenden: „Festgeschäfte“[8]), ist das Risikoprofil bei Optionen asymmetrischer Natur.[9] Damit meint man den Umstand, dass bei Optionen auf der einen Vertragsseite der mögliche Verlust und auf der anderen Seite der mögliche Gewinn von vornherein auf einen bestimmten Betrag (Optionsprämie) beschränkt ist. Nach ihren Handelsformen lassen sich verbriefte von nicht verbrieften und börsengehandelte von außerbörslichen („Over-The-Counter“, kurz: „OTC“) Derivaten unterscheiden. Bei börsennotierten Verträgen sprechen Börsianer auch von „Kontrakten“.[10]

Abgeleitete Finanzinstrumente gibt es bereits seit langem, börsengehandelt werden Termingeschäfte in Deutschland seit dem neunzehnten Jahrhundert.[11] Erst vor knapp dreißig Jahren, nämlich im Jahre 1972, begann aber mit der Einführung des ersten Währungs-Futures am Chicago Board of Trade (CBoT) eine Entwicklung, die zur außerordentlichen Vielfalt und Innovationskraft des weltweiten Marktes für derivative Finanzinstrumente führte, wie er sich heute darstellt.[12] Dank immer neuer Kombinatio-

---

6 Eine Ausnahme bildet der sog. Credit Default Swap, der optionsartigen Charakter hat und in seiner Risikostruktur einer Kreditversicherung ähnelt. Die eine Partei verspricht hier eine Ausgleichszahlung für den Fall, dass sich der Wert eines bestimmten Vermögensgegenstands (z.B. Anleihe) in einem vorab definierten Umfang kreditrisikobedingt verschlechtert (hierzu noch unten 1. Kapitel, A.V.2.a., S. 25).

7 Der Bereich, in dem Gewinn und Verlust spiegelbildlich verlaufen, wird in der Praxis allerdings eingeschränkt durch den Umstand, dass der Basiswert häufig seiner Natur nach nicht negativ werden kann, während seine Schwankungen auf der positiven Seite nach oben nicht begrenzt sind (z.B. Aktienkurs). Dies führt dazu, dass z.B. der Terminverkäufer ein theoretisch unbegrenztes Verlustrisiko eingeht, während der mögliche Verlust des Terminkäufers von vornherein auf den vereinbarten Terminpreis begrenzt ist.

8 Der Begriff des Festgeschäfts wird in der Praxis uneinheitlich gebraucht. Während er teilweise - wie hier - als Gegenbegriff zur Option verwendet wird (z.B. § 2 II Nr. 1 WpHG, § 1 XI 4 KWG), reservieren ihn andere für den (nicht potestativ bedingten) Terminkauf (Future/Forward) bzw. sogar nur für den Terminkauf mit Erfüllung in Natur (so z.B. BGH 22.10.1984 - II ZR 262/83, BGHZ 92, 317, 321: „Festgeschäft“ als „Grundform des Börsentermingeschäfts“).

9 Siehe *BIS*, Februar 1995, S. 6 f. Fn. 2: Man könne die unverbrieften Derivate in zwei große Gruppen unterteilen: Solche, die einen wechselseitigen Risikotransfer zum Inhalt haben und deren Marktwert bei Vertragsschluss aufgrund Marktkonvention mit „null“ bewertet werde (Verträge mit „forward“-Charakteristika) und solche mit einseitigem Risikotransfer, wobei die Gegenleistung in der Zahlung einer Prämie bei Vertragsschluss bestehe (Verträge mit „options“-Charakteristika).

10 *Bestmann*, S. 387: „Kontrakt“ sei die Bezeichnung für die Abschlusseinheit, die an Terminbörsen für Options- und Futuresgeschäfte vorgeschrieben sei.

11 Zur Entstehung des Terminhandels *Wolter*, S. 22-24.

12 Vgl. die *Bundesregierung*, „Derivative Geschäfte: Risiken für den Finanzmarkt Deutschland“, Antwort auf die Große Anfrage der SPD Fraktion, BT-Drucks. 13/1530 v. 31.5.1995, S. 2: Finanzderivate (verstanden „insbesondere“ als Finanzprodukte, die i.d.R. von an Börsen gehandelten Wertpapieren abgeleitet werden und einen Anspruch auf Zahlung eines Differenzbetrages verbriefen) seien „nichts Neues“, ihre Bedeutung habe allerdings in den letzten Jahren „sprunghaft zugenommen“; ähnlich bereits *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Oktober 1993, S. 47, 48.

Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

nen der Grundtypen kommt es beinahe täglich zu weiteren Produktkreationen. Der weltweite Nominalbetrag betrug Ende 1998 für die ausstehenden außerbörslichen Derivate ca. USD 51 Billionen und für die börsengehandelten Instrumente ca. USD 13,5 Billionen.[13] Der Gesamtumsatz der von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) erfassten derivativen Finanzkontrakte hatte 1998 einen Umfang von USD 388 Billionen. Allein der Nominalwert der von den deutschen Banken einschließlich ihrer in- und ausländischen Filialen im September 1998 gehaltenen Derivate betrug ca. DEM 33 Billionen.[14]

Entsprechend den vielfältigen Nutzungsmöglichkeiten derivativer Finanzinstrumente ist der Kreis ihrer Nutzer sehr heterogen. Marktteilnehmer sind private und institutionelle Anleger, Handels- und Industrieunternehmen,[15] die öffentliche Verwaltung[16] sowie Finanzinstitute als Intermediäre. Der Schwerpunkt des Einsatzes von Derivaten bei unternehmerischen „Endverbrauchern" (in Abgrenzung zu den Finanzintermediären) liegt im Bereich des *Risiko-* und *Portfoliomanagements* (Sicherungs- oder „Hedge"-Geschäfte). Dabei wird ein Teil der Risiken aus dem operativen Geschäft bzw. aus den Vermögensanlagen auf andere Marktteilnehmer übertragen. Die Besonderheit von Derivaten gegenüber anderen Hedge-Instrumenten besteht darin, dass sie das Aufteilen von „früher unteilbaren" (oder besser: früher nicht geteilten) Risiken möglich machen.[17] Ein Investor, der ausländische Aktien kaufen, aber das Währungsrisiko vermeiden möchte, kann Derivate benutzen, um eine entsprechende Anlage zu kreieren, die ihn dem Marktrisiko der gewünschten Aktien, nicht aber dem Währungsrisiko aussetzt. Grundsätzlich lassen sich für jedes beliebige finanzielle (Teil-) Risiko Derivate konstruieren, deren

13 *BIS*, Annual Report 1999, S. 148. Für Ende 1999 errechnete die BIS bei den OTC-Derivaten sogar einen weltweiten Nominalbetrag von ca. USD 88 Billionen mit einem Gesamtmarktwert in Höhe von ca. USD 2,8 Billionen (*BIS*, Press release v. 18.5.2000, S. 3).

14 *Deutsche Bundesbank*, Statistische Sonderveröffentlichung 1998, S. 5-9.

15 Eine von *Martin Glaum*, Universität Gießen, in Zusammenarbeit mit *PwC Deutsche Revision AG* Ende 1998 und Anfang 1999 durchgeführte, stichprobenweise Befragung (auszugsweise veröffentlicht in ZBB 2000, 74-88) ergab den Befund, dass 90 % der „großen deutschen Industrie- und Handelsunternehmen" in ihrem Finanzmanagement „derivative Instrumente" nutzen (ZBB 2000, 74, 77).

16 Siehe z.B. § 2 VI 1 des Gesetzes „über die Feststellung des Bundeshaushaltsplans für das Haushaltsjahr 2001" v. 21.12.2000, BGBl I 2000, 1920: Danach wird das Bundesministerium der Finanzen ermächtigt, „im Rahmen der Kreditfinanzierung [...] ergänzende Verträge zur Optimierung der Zinsstruktur und zur Begrenzung von Zinsänderungsrisiken mit einem Vertragsvolumen von höchstens DEM 20 Mrd. abzuschließen"; hierzu die Antwort der Bundesregierung auf eine schriftliche Frage des Abgeordneten *Dr. Uwe-Jens Rössel* (PDS) zur tatsächlichen Ausschöpfung dieses Rahmens, BT-Drucks. 14/2099 v. 12.11.1999, S. 17; siehe ferner die Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten *Dr. Barbara Höll* und der Gruppe der PDS zur Nutzung von Derivaten für die Kreditfinanzierung in den Bundesländern, BT-Drucks. 13/979 v. 29.3.1995, sowie die Musterverträge der Bundesländer für verschiedene Arten von Zinstermingeschäften (berichtet nach *König*, in: Ebenroth/Boujong/Joost, Allgem. Bankvertrag VIII, Rz. 223).

17 *Europäisches Parlament*, „Entschließung zu den derivativen Finanzinstrumenten: ihre derzeitige Rolle auf den Kapitalmärkten, ihre Vorteile und Risiken" Nr. A4-0207/95 vom 22.9.1995, ABlEG Nr. C 269/217 v. 22.9.1995, Präambel, Teil E.

Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Ertragsstruktur genau diesem Risiko entspricht.[18] Dieser Effekt ist eine unmittelbare Folge der Abgeleitetheit des Marktwertes derivativer Instrumente. Der Umstand, dass sich Derivate dank dieser Eigenschaft ebenso gut auch zur bewussten Übernahme von Risiken (Eingehen offener Positionen) in der Hoffnung auf gewinnbringende Schwankungen des Basiswertes (*Spekulation* oder vornehmer „*Trading*“[19]) einsetzen lassen, wird nicht zuletzt von institutionellen und privaten Anlegern ausgenutzt. Der besondere Reiz derivativer Instrumente im Vergleich zu Investitionen in den Basiswert liegt darin, dass mit einem geringen oder gar keinem Einsatz von Eigenkapital einschließlich der Transaktionskosten hohe Gewinne erzielt werden können. Die Kehrseite davon ist die Gefahr hoher Verluste mit vergleichbarer Wahrscheinlichkeit bzw. geringer Verluste mit deutlich höherer Wahrscheinlichkeit (sog. *Hebeleffekt*[20]). Darüber hinaus eignen sich Finanzderivate zur Erzielung von *Arbitrage*-Gewinnen. Dabei beruhen die *Finanzarbitrage* auf der Ausnutzung von Preisdifferenzen zwischen Kassa- und Terminmärkten[21] oder von komparativen Kostenvorteilen auf bestimmten Finanzmarktsegmenten[22] und die *Regelungsarbitrage*[23] einschließlich der Steuerarbitrage auf der Ausnutzung der unterschiedlichen rechtlichen Behandlung wirtschaftlich gleichwertiger Geschäfte[24]. Schließlich können Derivate im Rahmen zusammengesetzter Positionen alle weiteren Funktionen übernehmen, zu denen Finanzinstrumente sonst auch verwendet werden, nämlich insbesondere die (nicht notwendigerweise spekulative) *Investition*[25] sowie die *Finanzierung*.[26]

---

18 Vgl. *BIS*, Februar 1995, S.7.

19 Vgl. *Pochmann*, S. 25: Zur Vermeidung des negativ besetzten Begriffs der Spekulation werde gelegentlich der Begriff des „Trading“ bevorzugt.

20 S.u. B.I.2.b., S. 40 ff.

21 Vgl. *Partnoy*, 22 J. Corp. L. 211, 226 (1997), der unter (Finanz-) Arbitrage allgemein das Erzielen von risikolosen Gewinnen aus Preis-Anomalien zwischen Finanzmärkten und Finanzprodukten versteht.

22 Vgl. *Zwirner*, Stichwort: Financial Engineering, in: HWF, Sp. 562, 566, der hier von „Kreditarbitrage“ und „Kapitalmarktarbitrage“ spricht; zu dieser Funktion derivativer Instrumente speziell für Swaps siehe auch *Erne*, S. 10, 21 f., m.w.N. aus dem ökonomischen Schrifttum. Der Sinn dieser Strategie besteht darin, nicht das Finanzinstrument zu kaufen, das man eigentlich braucht, sondern ein anderes, das man mit Preisvorteilen erwerben kann. Dieses wandelt man dann mit Hilfe von Derivaten in das gewünschte Instrument um.

23 Der Begriff der Regelungsarbitrage bezeichnet hier allgemein den Fall, dass die rechtsunterworfenen Marktteilnehmer aus rechtlichen Gründen eine bestimmte Handlungsvariante einer anderen, in Bezug auf ihre sonstigen Kriterien gleichwertigen oder sogar überlegenen Handlungsvariante vorziehen, sofern dieses Verhalten aus der Sicht des Regelungszwecks unerwünscht ist.

24 S.u. bei C., S. 51 ff.

25 Vgl. *BASF*, Geschäftsbericht 1999, Anhang zum Jahresabschluss der BASF Gruppe, unter Nr. 29 „Derivative Finanzinstrumente“, S. 82: Derivative Finanzinstrumente würden neben der Absicherung von „Währungs-, Zins- und Preisrisiken“ aus der „gewöhnlichen Geschäftstätigkeit“ auch „als Ersatz für originäre Finanzinstrumente wie z.B. Aktien oder festverzinsliche Wertpapiere, genutzt“.

26 Bsp. nach *Robinson*, The Banker, May 1988, S. 56, 58: Eine Ölgesellschaft benötigt Geld und schreibt („verkauft“) deshalb Optionen auf den Ölpreis. Steigt der Ölpreis über den Strike-Preis, muss sie zwar den Optionskäufern die Differenz bezahlen. Die Position ist aber gesichert („gehedgt“) durch zukünftige Mehreinkünfte aus dem Verkauf des Öls bzw. durch Marktwertsteigerungen des gegenwärtigen Bestands. Fällt der Ölpreis, verfallen die Optionen. Gleichzeitig sinkt zwar

https://doi.org/10.5771/9783845241161-1 - Generiert durch IP '3.145.107.7', am 20.04.2024, 07:17:08.
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Der makroökonomische Nutzen des Derivate-Marktes liegt in seiner Risikoallokations-Funktion sowie, als Nebeneffekt, in seinem Beitrag für eine genauere Preisbildung auf dem Markt des Basiswertes.[27] Die Teilnehmer des Marktes für den Basiswert können nämlich den Derivate-Preisen entscheidende Informationen für ihre Produktions-, Lager- und Entwicklungsentscheidungen entnehmen, ohne selbst am Terminhandel teilnehmen zu müssen.[28] Der volkswirtschaftliche Nutzen speziell der Spekulation in Derivaten besteht in der Schaffung der Voraussetzungen eines liquiden Marktes.[29] Gesamtwirtschaftliche Risiken ergeben sich daraus, dass wichtige Marktteilnehmer durch Verluste aus Derivaten finanziell zusammenbrechen und hierbei andere Marktteilnehmer mitreißen können.[30] Bisher nicht erwiesen ist, ob von Derivaten darüber hinaus volkswirtschaftliche Risiken dadurch ausgehen, dass sie die Volatilität der Märkte für Basiswerte erhöhen[31] und die Effektivität der hoheitlichen Geldpolitik beeinträchtigen.[32] In der Öffentlichkeit von sich reden machen „Derivate" seit einigen Jahren insbesondere wegen spektakulärer Verluste bzw. Insolvenzen einzelner Marktteilnehmer im In- und Ausland als Folge von bewusst spekulativen oder zumindest nicht ausreichend gesicherten Derivate-Positionen. Genannt seien hier nur die Milliardenverluste der *MG Refining and Marketing, Inc.* (US-Tochter der Metallgesellschaft AG, mittlerweile *mg technologies ag*), der *Barings Futures (Singapore) Private Ltd. Bank*, der kalifornischen Gebietskörperschaft *Orange County*[33] sowie der Hunderte von Millionen USD betragende Verlust bei *Procter & Gamble Inc.*. Fälle dieser Art veranlassen die zuständigen Behörden in den betroffenen Ländern, aber auch weltweit zu überprüfen, inwieweit Bedarf nach einer (weiteren) Verschärfung des gesetzlichen Rahmens für den Einsatz derivativer Finanzinstrumente besteht.

Rechtlich gesehen erlauben Derivate mit den Mitteln des Schuldrechts die Erzeugung finanzieller Chancen und Risiken, also zukünftiger, zufallsabhängiger („stocha-

---

auch der Marktwert der Ölvorräte und damit der Verkaufspreis. Dieser Effekt wäre aber auch ohne Verkauf der Optionen eingetreten und wird sogar noch gemildert durch die erhaltenen Optionsprämien. Wirtschaftlich betrachtet verkauft der Stillhalter hier einseitig seine Chance auf Gewinne aus den Kurssteigerungen seiner Ölvorräte.

27 *Hazen*, 86 Nw. U. L. Rev. 987, 1007 (1992).

28 *Black*, 3 J. Finan. Econ. 167, 176 (1976).

29 Siehe nur BFH 28.11.1990 - X R 197/87, BStBl II 1991, 300, unter I.2.d., zu Wertpapieroptionen: „Sicherungs-(Hedge-) Geschäfte" könnten „nur dann abgeschlossen werden, wenn sich Teilnehmer am Terminhandel finden, die bereit sind, die abzusichernden Risiken zu übernehmen". „In diesem Sinne" trügen „auch »Spekulanten« dazu bei, dass der Markt »liquide«" sei. Vgl. ferner die Begr. des RegE zum Gesetz zur Änderung des BörsG v. 11.7.1989, BT-Drucks. 11/4177 v. 13.3.1989, S. 9: Ein „leistungsstarker und wettbewerbsfähiger Finanzterminmarkt" bedürfe der „notwendigen Markttiefe und Marktbreite" und müsse daher auch dem privaten, „auch spekulative Geschäftsformen" nicht scheuenden Anlagepublikum zur Verfügung stehen.

30 S.u. 1. Kapitel, B.II.3., S. 50 f.

31 Ablehnend *M. Miller*, 6 J. Applied Corp. Fin., Winter, 32 (1994); vgl. auch *Zechner*, ÖBA 1995, 501, 503.

32 Vgl. hierzu *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht November 1994, S. 41 ff.

33 Siehe allerdings unten VI.2.b., S. 34 ff., dazu, dass Inverse Floater" sowie „Reverse Repos", die gemeinsam die Insolvenz von *Orange County* verursachten, gar keine „Derivate" i.S. der vorlie-

https://doi.org/10.5771/9783845287164-1, am 04.10.2024, 17:19:50
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

stisch bedingter“) positiver oder negativer Zahlungsströme (z.B. Zins- und Dividendenzahlungen etc.), die üblicherweise an den dinglichen Erwerb oder die dingliche Übertragung von Vermögensgegenständen (Schuldverschreibungen, Aktien, etc.) gekoppelt sind. Daraus entsteht die Gefahr von Ungleichbehandlungen und damit verbunden rechtspolitisch unerwünschter Möglichkeiten der Regelungsarbitrage[34] zwischen herkömmlichen („natürlichen“) Positionen im Basiswert und finanzwirtschaftlich gleichwertigen, unter Einsatz von Derivaten aufgebauten („synthetischen“) Positionen mit identischen Zahlungsströmen.[35] Zahlreiche Rechtsnormen, deren Tatbestand an die Inhaberschaft von Vermögensgegenständen anknüpft, denen es nach ihrem Regelungszweck aber nur auf die mit dieser Inhaberschaft typischerweise verknüpften wirtschaftlichen Effekte ankommt, drohen angesichts des Einsatzes von Derivaten an die Grenze ihrer Anwendbarkeit bzw. Sinnhaftigkeit zu gelangen.

Ziel der vorliegenden Untersuchung ist es, anhand ausgewählter Rechtsgebiete des Zivil-, Handels-, Wirtschafts- und Steuerrechts die Antworten der deutschen Rechtsordnung[36] auf das Phänomen der derivativen Finanzinstrumente zu analysieren und zu bewerten. Hierbei soll vor allem der Frage nachgegangen werden, ob die bestehenden Sonderregeln für Derivate angesichts der besonderen finanzwirtschaftlichen Eigenschaften dieser Instrumente sachlich gerechtfertigt oder angesichts der Leistungsfähigkeit des allgemeinen Rechts als „Überreaktionen“ des Gesetzgebers zu bewerten sind[37] bzw. ob weiterer Regelungsbedarf besteht.[38] Besondere Beachtung gilt der ausrei-

---

genden Abhandlung sind.

34 Zum Begriff der Regelungsarbitrage s.o. Fn. 23.

35 Das Begriffspaar der „natürlichen“ und der „synthetischen“ Position ist im Folgenden entsprechend dem überwiegenden finanzwirtschaftlichen Sprachgebrauch i.S. von „Original“ und „Kopie“ zu verstehen. Aus dem rechtlichen Blickwinkel der Gleichbehandlungsproblematik bedeutet Original „tatbestandsmäßige Position“ und Kopie „nicht tatbestandsmäßige, aber gleichwertige Position“. Ob eine bestimmte, aus einem einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten bestehende Position „natürlich“ oder „synthetisch“ ist, hängt also davon ab, ob ihre rechtliche Behandlung Referenzmarke für andere finanzwirtschaftlich gleichwertige, tatbestandlich nicht erfasste Positionen sein soll („Original“) oder sich aber umgekehrt nach der Behandlung anderer Positionen richten soll („Kopie“). „Synthetisch“ heißt hier zwar in den meisten Fällen, aber entgegen dem etymologischen Ursprung des Wortes nicht notwendigerweise „zusammengesetzt“ („kombiniert“). Auch ein einzelnes Finanzinstrument kann in diesem Sinne „synthetisch“ im Vergleich zu einer gleichwertigen, einheitlichen oder kombinierten und allein tatbestandsmäßigen Position sein.

36 Rechtsvergleichende Hinweise zur Unterstützung der Argumentation sind an geeigneter Stelle eingearbeitet.

37 Die Anzahl der Sonderregeln für „Derivate“ als solche oder für einzelne Unterarten (z.B. Optionsrechte, Devisenterminkontrakte) nimmt ständig zu. Dies gilt nicht nur in den unten (2. - 6. Kapitel) erörterten Rechtsgebieten, sondern auch in anderen Bereichen. Beispielhaft genannt seien die §§ 8d - 9 KAGG (Sondervorschriften für „Optionsrechte“, „Devisenterminkontrakte“, „Finanzterminkontrakte“ bzw. „Swaps“), § 3 II 1 Nr. 3 AuslInvestmG („Derivate i.S. des § 1 XI 4 KWG“) sowie § 7 II 2 VAG („Termingeschäfte“, „Geschäfte mit Optionen“, „ähnliche Finanzinstrumente“).

38 Vgl. *Europäisches Parlament*, „Entschließung zu den derivativen Finanzinstrumenten: ihre derzeitige Rolle auf den Kapitalmärkten, ihre Vorteile und Risiken“ Nr. A4-0207/95 vom 22.9.1995, ABlEG Nr. C 269/217 v. 22.9.1995, Präambel, Teile R und S: Dort heißt es, das nationale und gemeinschaftliche Regulierungs- und Überwachungssystem müsse verbessert werden zur Aufrechterhaltung der Stabilität der Finanzmärkte, zur Steigerung der Leistungs- und Wettbewerbsfähigkeit

Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

chenden Konsistenz der rechtlichen Behandlung von Derivaten innerhalb der einzelnen Rechtsgebiete sowie rechtsgebietsübergreifend. So weit wie möglich wird dabei versucht, verallgemeinerungsfähige Aussagen zu treffen - und zwar nicht nur für die schon existierenden, sondern auch für die erst noch zu kreierenden Arten derivativer Instrumente. Damit versteht sich die Untersuchung auch als Beitrag zur Frage nach der Bedeutung der Finanzinnovation für die Fortentwicklung des Rechts[39] und in letzter Instanz nach dem Verhältnis von Recht und Wirtschaft. Von der Finanzwirtschaft geht ein Innovationsdruck auf die Gesetzgebung aus, der aber keine Einbahnstraße ist. Die sich ändernden rechtlichen Rahmenbedingungen fordern umgekehrt ihrerseits die Gestaltungskräfte der Wirtschaft heraus,[40] so dass sich eine rechtlich-wirtschaftliche „Innovationsspirale" beobachten lässt. Dies gilt für den Bereich der Finanzdienstleistungen in besonderem Maße. Dieser zeichnet sich durch eine besondere „Verwobenheit wirtschaftlicher und rechtlicher Tatbestände" aus,[41] weil das wirtschaftliche „Produkt", die Finanzdienstleistung, seine charakteristische Prägung nicht bereits aus dem realen Transaktionsgegenstand, dem Geld, sondern in größerem Ausmaß als Geschäfte über die Erbringung von Dienstleistungen anderer Art oder über die Lieferung von Waren erst aus der zivilrechtlichen Substanz des Vertrags bzw. Wertpapiers und die hieraus erwachsenden rechtlichen Ansprüche erhält.[42]

Die vorgelegte Abhandlung gliedert sich in sechs Kapitel. Im ersten Kapitel („Allgemeiner Teil") werden allgemeine Grundlagen für die rechtliche Erfassung derivativer Finanzinstrumente entwickelt. Die Kapitel zwei bis sechs bilden den „Besonderen Teil". Sie analysieren exemplarisch anhand der im Allgemeinen Teil erarbeiteten Kriterien bestimmte Bereiche des Vertrags-, Insolvenz-, Aufsichts-, Handels- und Steuerrechts, in denen die spezifischen finanzwirtschaftlichen Eigenschaften von Derivaten gegenüber sonstigen Verträgen rechtliche Bedeutung erlangen. Erhöhtes Augenmerk liegt auf den inneren Zusammenhängen zwischen den betrachteten Rechtsbereichen. Den Überlegungen werden jeweils rein innerstaatliche Sachverhalte ohne Auslandsberührung zugrunde gelegt, um die ohnehin komplexe Gedankenführung mit den beim grenzüberschreiten-

---

des Bankwesens und der Finanzmärkte der EU, zur Stärkung des Verbraucherschutzes vor täuschenden Geschäftspraktiken sowie zur Gewährung eines möglichst weitreichenden Schutzes „öffentlicher Mittel" vor Verlustrisiken durch schlechte Geschäftsführung.

39 Vgl. *Couret*, Recueil Dalloz-Sirey 1990, chronique, 135, 136 ff., 138 ff., der von der „mise à l'épreuve de la règle de droit par cette innovation financière" spricht und dabei zwei Effekte der Finanzinnovation unterscheidet, „la perturbation" und „l' enrichissement".

40 Siehe bereits *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht April 1986, S. 25: Die „neuere Entwicklung bei den internationalen Bankgeschäften" sei „auch durch zahlreiche Änderungen und Anpassungen im Geflecht der Aufsichtsregeln gekennzeichnet, denen die Banken auch vorher schon durch Innovationen auszuweichen suchten".

41 Vgl. die entsprechende speziell auf Versicherungsverträge bezogene, aber auf alle Finanzdienstleistungen übertragbare Aussage von *R. Schmidt*, FS Braeß (1969), 239 f.; zuvor bereits *Arps*, S. 13 f.: Die „Verwobenheit wirtschaftlicher und rechtlicher Tatbestände" zeige sich besonders deutlich an den Tatbeständen der Versicherungswirtschaft.

42 Vgl. *R. Schmidt*, FS Braeß (1969), 239 f.: Die Versicherung enthalte über den rechtlichen Rahmen hinaus die „Darstellung" der Ware selbst; hierzu auch *Dreher*, S. 145 f., der die Finanzdienstleis-

https://doi.org/10.5771/9783845287164-1, am 04.10.2024, 17:19:50
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

den Einsatz von Derivaten hinzutretenden kollisions- bzw. fremdenrechtlichen Aspekten nicht zu überladen und um den Umfang der Arbeit nicht zu sprengen. An der Grundstruktur der Problematik und an der Verwertbarkeit der gefundenen Ergebnisse ändert diese Beschränkung jedoch nichts.[43]

tung der Versicherung deshalb als „Rechtsprodukt" bezeichnet.

43 Zum internationalen Privatrecht der Börsentermingeschäfte siehe etwa *Samtleben*, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), S. 508-531; *Dannhoff*, S. 187-204. Zum Internationalen Insolvenzrecht der Finanztermingeschäfte siehe *Reiner*, MünchVhb, Anm. 18(b)(aa); *Benzler*, S. 332-363. Zum Internationalen Steuerrecht von Derivaten *Portner*, in: International Fiscal Association (Hrsg.), S. 229, 242-247; *Oestreicher/Haun*, 24 Int'l Tax J., Summer, 12 (1998); *Southern*, 2 Derivatives Use, Trading & Regulation 80 (1996); speziell zur Qualifizierung von Zahlungsströmen aus Derivaten nach dem OECD-Musterabkommen *Pross*, S. 173-181; *OECD*, S. 31-37.

Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb