

Günter Reiner

# Derivative Finanzinstrumente im Recht



**Nomos**

Deutsches, Europäisches und  
Vergleichendes Wirtschaftsrecht

herausgegeben von  
Prof. Dr. iur. Dr. rer. pol. h.c. Dr. iur. h.c. Werner F. Ebke,  
LL.M. (UC Berkeley)

Band 24

Günter Reiner

# Derivative Finanzinstrumente im Recht



**Nomos**

**Die Deutsche Nationalbibliothek** verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-7890-7855-2

1. Auflage 2002

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2002. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

***À Cécile,***

***für Carl, César, Pierre***



## Geleitwort des Herausgebers

Noch vor wenigen Jahren galten Derivate als exotische Finanzinstrumente einiger Spezialisten oder Zocker. Inzwischen hat der Handel mit Finanzderivaten auf den internationalen Finanzmärkten eine enorme wirtschaftliche Bedeutung erreicht, die in Zukunft noch steigen wird. Immer mehr Unternehmen auch mittlerer Größe bedienen sich solcher Instrumente im Rahmen ihres Risikomanagements. Der Nennwert der gehandelten Positionen in Derivaten beträgt bei den führenden Finanzinstituten mittlerweile ein Vielfaches der Bilanzsumme. Der spektakuläre Zusammenbruch der *Barings Bank* und die gewaltigen Verluste der *Metallgesellschaft* als direkte Folge von Derivatgeschäften haben die besonderen Risiken dieser Instrumente auf dramatische Weise offenkundig gemacht. Die starke internationale Verflechtung der Finanzmärkte kann beim Ausfall einzelner Marktteilnehmer zu heftigen Reaktionen auf anderen Finanzmärkten und zur Gefährdung des gesamten Finanzsystems führen. Dabei sind Derivate aber keineswegs nur ruinöse Spekulationsinstrumente. Vielmehr sind sie volks- und betriebswirtschaftlich nützlich und notwendig, weil sie - verantwortungsbewußt eingesetzt - Risiken begrenzen. In ihrer Ambivalenz liegt eine der Schwierigkeiten der Regelung des Einsatzes von Derivaten. Zusätzlich erschwert wird die rechtliche Erfassung derivativer Finanzinstrumente durch die Tendenz zu immer komplexeren Vertragsstrukturen und immer neuen Basiswerten. Inzwischen besteht eine kaum noch überschaubare Produktvielfalt, der der Gesetzgeber mit seinem Bemühen nach dem Schaffen von Sonderregeln nicht zu folgen vermag.

Die Herausforderung, vor die Derivate die Rechtsordnung stellen, ist das Thema der vorliegenden Arbeit. *Günter Reiner* handelt es meisterhaft ab. Die wirtschaftliche Komplexität und die Flüchtigkeit des Betrachtungsgegenstands führt ihn zu den Grundlagen des Rechts. Ausgangspunkt ist eine klare Bestimmung des Derivatebegriffs. *Reiner* stellt dabei auf das finanzwirtschaftliche Merkmal der Reproduzierbarkeit der Zahlungsströme aus Derivaten durch alternative Investitionen am Kassamarkt ab und beschränkt sich auf Verträge mit Barausgleich. Damit ermöglicht er eine eindeutige Abgrenzung der Finanzderivate zu den Versicherungs-, Kreditderivaten und sonstigen Termingeschäften mit nicht reproduzierbaren Zahlungsströmen (z.B. sog. Basketball-Futures) sowie zu innovativen Finanzinstrumenten außerhalb des Terminmarktes (z.B. Wertpapierleih- und Pensionsgeschäfte, strukturierte Anleihen, Indexzertifikate).

Eine besondere Leistung des Verfassers besteht in der Entwicklung eines eigenständigen Modells des Spiel-, Differenz- und Börsentermineinwands. Grundlage seiner Überlegungen ist die Feststellung, dass der „innere Grund“ für die fehlende Klagbarkeit des Spielvertrags weder dessen Verwerflichkeit noch dessen Gefährlichkeit ist, sondern das zwingend vorgegebene, einseitige Scheitern der Leistungszweckbestimmung aus der Sicht der jeweils verlierenden Partei. *Reiner* spricht insoweit von der „hinkenden causa“. Wirksame aleatorische Geschäfte sind demgegenüber Austauschgeschäfte, bei de-

nen die zufallsabhängigen Leistungspflichten bereits *für sich* Teil der synallagmatischen Verknüpfung sind und nicht erst die unsicheren Leistungen, auf die die Pflichten gerichtet sind. Das setzt voraus, dass solche zufallsabhängigen Positionen für die Vertragspartner einen subjektiven Eigenwert besitzen. Dieser Ansatz erlaubt es, das von einer großen Vielfalt und Dynamik geprägte finanzwirtschaftliche Phänomen der Derivate vertragsrechtlich und darauf aufbauend auch insolvenz-, aufsichts-, bilanz- sowie steuerrechtlich in einer eindeutigen Weise zu erfassen. Dadurch wird es möglich, abstrakte Schlussfolgerungen zur rechtlichen Behandlung aller Derivate unabhängig von ihrer finanztechnischen Ausgestaltung im Einzelfall zu ziehen.

Eine wesentliche, aus dem Derivatebegriff unmittelbar abgeleitete Erkenntnis ist, dass die „Risikostruktur“ von Derivaten einschließlich des Hebeleffekts für sich genommen keine besondere Herausforderung für das Recht darstellen kann, weil die (definitionsgemäße) Reproduzierbarkeit der zukünftigen Zahlungsströme aus diesen Instrumenten durch Investitionen am Kassamarkt gleichbedeutend ist mit der Reproduzierbarkeit der aus ihnen erwachsenden Marktrisiken. Dafür erweist sich der von *Reiner* so genannte „Bausteineffekt“, der mit der Reproduzierbarkeit zusammenhängt, als tragfähiges Kriterium einer rechtlichen Sonderbehandlung von Derivaten im Vergleich zu Finanzinstrumenten anderer Art, und zwar in zweierlei Hinsicht: *einerseits* im Hinblick auf die (positive oder negative) Werthaltigkeit laufender Derivatverträge, *andererseits* in Bezug auf die Frage nach der rechtlichen Gleichbehandlung finanzwirtschaftlich gleichwertiger Anlagestrategien mit und ohne Derivate. Die Bedeutung der Werthaltigkeit laufender Derivate und die Frage der Gleichbehandlung bilden den einheitlichen Leitgedanken der Untersuchung quer durch alle Rechtsgebiete.

Die vorliegende Abhandlung ist ein herausragender Beitrag zur dringend erforderlichen Systematisierung und Strukturierung der rechtlichen Erfassung derivativer Finanzinstrumente sowie zur Entwicklung eines in sich geschlossenen „Rechts der Derivate“. Zudem enthält die Arbeit grundlegende Erkenntnisse zur Bedeutung der Finanzinnovation für die Fortentwicklung des Wirtschaftsrechts und allgemein zum Verhältnis von Recht und Wirtschaft. Das Werk wird die gegenwärtige Diskussion um die Regelungsbedürftigkeit von Derivaten nicht nur bereichern und voranbringen, sondern nachhaltig prägen.

Konstanz, im Oktober 2001

*Werner F. Ebke*

# Vorwort

Die vorliegende Arbeit entwickelt verallgemeinerungsfähige und spezifische Aussagen über die rechtliche Behandlung von derivativen Finanzinstrumenten. Sie versteht sich als Beitrag zur juristischen Systembildung im Bereich des Wirtschaftsrechts. Die Vielfalt der in der Praxis unter der Bezeichnung „Derivate“ gehandelten Instrumente ist schier grenzenlos. Entscheidend war es deshalb, den Betrachtungsgegenstand nach einheitlichen Merkmalen abzugrenzen, ohne hierfür allzu große Einschränkungen im Anwendungsbereich der zu findenden rechtlichen Aussagen hinnehmen zu müssen. Die Gedankenführung war auf einem ausreichenden Maß an Abstraktion anzusiedeln. Ferner musste ein gewisses Grundverständnis des Lesers für die wirtschaftliche Funktionsweise von Derivaten vorausgesetzt werden, um die Gedankenführung nicht mit deskriptiven Ausführungen wirtschaftlicher Natur zu überfrachten.

Die Untersuchung wurde im August 2000 abgeschlossen und im Wintersemester 2000/01 von der rechts-, wirtschafts- und verwaltungswissenschaftlichen Sektion der Universität Konstanz als schriftliche Habilitationsleistung angenommen. Die Fortentwicklung des Rechts hat das Forschungsprojekt von Beginn an begleitet und sie hält auch nach ihrem Abschluss an. Aus diesem Grunde wurde die Arbeit bis zur Drucklegung noch ergänzt und aktualisiert, soweit es für ihre Aussagekraft von Bedeutung war; im Wesentlichen blieb der Text dabei unverändert. Der im September 2001 vorgelegte Diskussionsentwurf eines Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes konnte nicht mehr eingearbeitet werden; er folgt der hier vorgeschlagenen Linie zum rechtlichen Bestand derivativer Verträge nur teilweise. Dazu gehört die ersatzlose Streichung des Differenzeinwands (§ 764 BGB). Auf halbem Wege stehen bleibt der Entwurf jedoch mit der Umgestaltung des bisherigen Börsentermineinwands (§§ 52 ff. BörsG): Zu begrüßen ist, dass die obligatorische Standardrisikoaufklärung von Privatanlegern beim Vertrieb von Termingeschäften durch professionelle Händler oder Vermittler, wenn schon nicht abgeschafft, so doch zumindest in Gestalt des § 37d I 1 WpHG-RegE systematisch näher an die allgemeinen aufsichts- und vertragsrechtlichen Informationspflichten (§§ 31 f. WpHG; pFV und c.i.c.) gerückt und nur noch bei Vorliegen eines kausalen Schadens mit der Rückabwicklung des Vertrags sanktioniert werden soll (§ 37d IV 1 WpHG-RegE). Eine vollständige Trennung des termingeschäftsspezifischen Risikoschutzes der Anleger vom systematischen Umfeld des Spieleinwands und damit die Beseitigung der dem Börsentermineinwand eigenen norminternen Zielkonflikte ist damit freilich nicht geglückt. Der Ausschluss des Spieleinwands - in seiner herkömmlichen Auslegung - beim Terminhandel der Finanzinstitute (§ 37e WpHG-RegE) hängt nämlich nach wie vor von der Verwirklichung desselben Tatbestandsmerkmals ab, das auch die Pflicht zur Risikoaufklärung auslöst. Dieses nennt sich zwar nun nicht mehr „Börsen-“, sondern „Finanztermingeschäft“ und knüpft im Wesentlichen an den Derivatebegriff nach § 2 II WpHG an. Ein beachtlicher Teil der bisherigen Auslegungsprobleme dürfte aber erhal-

ten bleiben. Bezeichnenderweise empfiehlt die Entwurfsbegründung, den in der gesetzlichen Derivatdefinition enthaltenen Begriff des Termingeschäfts als „Typus“ entsprechend den von der Rechtsprechung zu Börsentermingeschäften entwickelten Kriterien aufzufassen. Die Steuergesetzgebung befindet sich auf dem Stand 1.1.2001. Das im August 2001 von der Bundesregierung im Entwurf vorgelegte „Gesetz über die integrierte Finanzaufsicht“ sieht eine Zusammenlegung von BAKred, BAV und BAW vor, bewirkt aber keine Änderungen im materiellen Aufsichtsrecht. Das am 11.10.2001 vom Bundestag verabschiedete „Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts“ berührt zwar den vertragsrechtlichen Untersuchungsbereich der Arbeit (vertragliche Haftungsgrundlagen, Leistungsstörungsregime), bleibt aber ebenfalls ohne größere Auswirkungen auf die materiellrechtlichen Aussagen. Insbesondere dürften sich die bisherigen vertragsrechtlichen Pflichtenmaßstäbe durch die ausdrückliche Normierung der bislang nur richterrechtlich begründeten Anspruchsgrundlagen c.i.c. und pFV kaum verändern.

Finanziell unterstützt wurde das Forschungsvorhaben durch ein zweijähriges Habilitationsstipendium der Deutschen Forschungsgemeinschaft (DFG), in dessen Rahmen mir ein dreimonatiger Forschungsaufenthalt als Visiting Researcher an der New York University School of Law ermöglicht wurde. Hierfür sowie darüber hinaus für die Übernahme eines Großteils der Druckkosten schulde ich der DFG großen Dank.

Die Anregung, mich zu habilitieren und eine Habilitationsschrift zu derivativen Finanzinstrumenten vorzulegen, ging noch von meinem Doktorvater, Prof. Dr. jur. Dr. rer. pol. *Carsten-Thomas Ebenroth* aus. Dafür und für seine jahrelange Förderung und Großzügigkeit während meiner Assistententätigkeit am Lehrstuhl und am Zentrum für Internationale Wirtschaft danke ich ihm sehr herzlich. Prof. Dr. jur. *Werner F. Ebke*, LL.M, übernahm nach der schweren Erkrankung von Prof. *Ebenroth* die Betreuung des Forschungsprojekts, vom Antrag auf Bewilligung eines DFG-Habilitationsstipendiums bis zu seinem Abschluss. Er unterstützte mich dabei in vorbildlicher Weise, wofür ich auch ihm großen Dank schulde.

Für die zügige Begutachtung der Arbeit im Habilitationsverfahren und die gegebenen Anregungen danke ich neben Prof. *Ebke* dessen Konstanzer Fachbereichskollegen Prof. Dr. jur. *Winfried Boecken*, LL.M, sowie Prof. Dr. jur. *Heinz-Dieter Assmann*, LL.M (Universität Tübingen) als externem Gutachter.

Schließlich gilt mein besonders persönlicher Dank noch drei Personen, die die Arbeit mit großem Einsatz - der zuerst Genannte sogar mehrmals - Korrektur gelesen und dabei gleichzeitig zahlreiche stilistische Verbesserungen bewirkt haben: meinem Vater *Werner Reiner*, Vizepräsident des LG i.R., meinem Freund Diplom-Geophysiker *Björn Schreiner* sowie Rechtsassessor *Christian Koch*.

Ich widme das Buch meiner geliebten Familie.

Konstanz, im Oktober 2001

*Günter Reiner*  
*dr@gunterreiner.de*

# Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis .....	XIII
Abkürzungsverzeichnis .....	XXI
<b>Einleitung</b> .....	1
<b>1. Kapitel: Allgemeiner Teil</b> .....	10
A. Derivate .....	10
B. Risiken .....	37
C. Bausteineffekt .....	50
D. Rechtliche Besonderheit .....	63
E. Lösungswege .....	68
<b>2. Kapitel: Vertragsrecht</b> .....	85
A. Bestandsaufnahme .....	85
B. Stellungnahme .....	131
Ergebnis zu 2. ....	181
<b>3. Kapitel: Insolvenzrecht</b> .....	183
A. Bestandsaufnahme .....	183
B. Stellungnahme .....	195
Ergebnis zu 3. ....	223
<b>4. Kapitel: Bankenaufsichtsrecht</b> .....	225
A. Hintergrund .....	225
B. Derivate als Risikopositionen .....	229
C. Derivate als Eigenmittel .....	245
Ergebnis zu 4. ....	249
<b>5. Kapitel: Handelsbilanzrecht</b> .....	251
A. Hintergrund .....	251
B. Bestandsaufnahme .....	255

C. Stellungnahme.....269  
Ergebnis zu 5. ....302

**6. Kapitel: Ertragsteuerrecht.....304**

A. Hintergrund.....304  
B. Steuerrechtliche Vorbedingungen .....307  
C. Private Einkünfte.....332  
D. Einkünfte aus Gewerbebetrieb .....393  
Ergebnis zu 6. ....407

**Synthese .....410**

Literaturverzeichnis .....415  
Rechtsprechungsverzeichnis.....437  
Sachregister .....447

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis .....	XXI
<b>Einleitung</b> .....	1
<b>1. Kapitel: Allgemeiner Teil</b> .....	10
A. Derivate .....	10
I. Vorüberlegungen .....	10
II. Zweiseitig verpflichtender Vertrag .....	13
III. Geldleistungspflichten .....	13
IV. Stochastische Bedingtheit.....	18
V. Jederzeitige Reproduzierbarkeit .....	21
1. Grundsatz.....	21
2. Folgerungen .....	23
a. Geeignete Basiswerte.....	23
b. Ungeeignete Basiswerte.....	26
VI. Risikovertrag .....	27
1. Grundsatz.....	28
2. Folgerungen .....	31
a. „Traditionelle Derivate“ .....	31
b. Sonstige Geschäfte.....	34
B. Risiken .....	37
I. Marktrisiko .....	37
1. Stochastische Unsicherheit .....	37
2. Besonderheit .....	38
a. Grundlegung .....	38
b. Hebeleffekt .....	39
c. Termindruck.....	42
II. Weitere Risiken.....	44
1. Kreditrisiko.....	44
a. Gegenstand.....	45

b. Verhältnis zum Marktrisiko .....	45
c. Zusatzvereinbarungen .....	46
d. Besonderheit .....	47
2. Komplexitätsrisiko .....	48
3. Systemrisiko .....	49
<b>C. Bausteineffekt .....</b>	<b>50</b>
I. Reproduktion von Derivaten .....	51
1. Kassamarkt .....	51
2. Terminmarkt .....	55
II. Reproduktion von Kassainstrumenten .....	57
III. Gegenläufige Reproduktion (Hedging).....	58
IV. Theoretischer Marktwert („fair value“).....	60
1. Grundsatz.....	60
2. Realisierbarkeit.....	61
3. Grenzen.....	62
<b>D. Rechtliche Besonderheit .....</b>	<b>63</b>
I. Grundlegung.....	63
II. Präzisierung.....	66
<b>E. Lösungswege .....</b>	<b>68</b>
I. Arten der Gleichbehandlung .....	69
II. Grenzen der Rechtsanwendung.....	71
1. Verfassungsrechtliches Gleichheitsgebot .....	71
a. Funktion.....	72
b. Bausteineffekt .....	75
2. Auslegung des Parteiwillens.....	76
3. Gesetzesauslegung.....	79
4. Gesetzesumgehung .....	82
<b>2. Kapitel: Vertragsrecht.....</b>	<b>85</b>
<b>A. Bestandsaufnahme .....</b>	<b>85</b>
I. Unvollkommene Geschäfte .....	85
1. Börsentermingeschäft .....	86

a. Überblick .....	86
aa. Regelungsansatz .....	87
bb. Regelungszweck .....	88
cc. Begriff .....	89
α. Entwicklung .....	89
β. Aktueller Stand .....	90
b. Derivate .....	92
c. Bausteineffekt .....	96
aa. Derivate und derivateähnliche Geschäfte .....	96
bb. Derivate und Kassainstrumente .....	98
α. Synthetische Derivate .....	99
β. Synthetische Kassainstrumente .....	102
cc. Integrierte Derivate .....	103
2. Differenzgeschäft .....	103
a. Überblick .....	104
b. Derivate .....	110
c. Bausteineffekt .....	112
3. Spielvertrag .....	114
II. Informationspflichten .....	115
1. Grundsatz .....	116
2. Derivate .....	121
3. Wertpapieraufsichtsrecht .....	124
4. Bausteineffekt .....	128
<b>B. Stellungnahme .....</b>	<b>131</b>
I. Unvollkommene Geschäfte .....	132
1. Spielvertrag .....	133
a. Meinungsstand .....	134
b. Eigene Konzeption .....	136
aa. Leistung und causa .....	136
bb. Causa des Spielvertrags .....	140
2. Börsentermingeschäft .....	144
a. Einschränkungseffekt .....	145
aa. Derivate .....	145
bb. Derivateähnliche Geschäfte .....	152
cc. Sekundärmarktgeschäfte .....	152
dd. Vergleich mit Versicherungsvertrag .....	153
b. Ausweitungseffekt .....	154
c. Informationsobliegenheit .....	156

d. Begriff des Börsentermingeschäfts .....	159
3. Differenzgeschäft.....	162
4. Folgerungen .....	163
5. Bausteineffekt.....	168
II. Informationspflichten.....	169
1. Rechtsgrundlage .....	169
2. Risikovertrag und Information .....	176
3. Derivate .....	178
4. Verhältnis zur causa.....	180
Ergebnis zu 2. ....	181
<b>3. Kapitel: Insolvenzrecht .....</b>	<b>183</b>
A. Bestandsaufnahme .....	183
I. Finanztermingeschäfte.....	185
1. Einzelne Finanzleistungen.....	187
2. Rahmenvertrag.....	191
II. Fixgeschäfte .....	194
B. Stellungnahme.....	195
I. Finanztermin- und Fixgeschäfte.....	196
1. Einzelne Geschäfte .....	196
a. Herkömmliche Deutung.....	196
aa. Kursspekulation .....	197
bb. „Cherry picking“ .....	197
b. Eigene Deutung .....	199
aa. Insolvenzverwalterwahlrecht .....	199
bb. Derivate .....	203
cc. Derivateähnliche Geschäfte .....	206
c. Folgerungen .....	208
aa. Fix- und Finanztermingeschäfte.....	209
α. Geschäfte mit Erfüllung in Natur.....	210
β. Geschäfte mit Barausgleich .....	212
bb. Forderung wegen Nichterfüllung.....	213
2. Rahmenvertrag.....	215
a. Funktion der gesetzlichen Regelung.....	216

b. Folgerungen .....	219
II. Bausteineffekt .....	220
Ergebnis zu 3. ....	223
<b>4. Kapitel: Bankenaufsichtsrecht .....</b>	<b>225</b>
A. Hintergrund.....	225
B. Derivate als Risikopositionen .....	229
I. Marktrisiken .....	229
1. Regelungsansatz .....	229
2. Bausteineffekt.....	233
a. Standardverfahren .....	234
aa. Synthetische Derivate.....	235
bb. Synthetische Kassainstrumente .....	238
b. Interne Modelle.....	239
II. Kreditrisiken.....	240
1. Regelungsansatz .....	240
a. Risikoaktiva .....	240
b. Adressenausfallrisikopositionen des Handelsbuchs .....	242
2. Bausteineffekt.....	242
C. Derivate als Eigenmittel .....	245
I. Regelungsansatz .....	245
II. Bausteineffekt .....	247
Ergebnis zu 4. ....	249
<b>5. Kapitel: Handelsbilanzrecht.....</b>	<b>251</b>
A. Hintergrund.....	251
B. Bestandsaufnahme .....	255
I. Einzelne Derivate .....	256
1. Festgeschäft .....	256
2. Option .....	258

II. Bewertungseinheiten .....	259
1. Mikro-Bewertungseinheit .....	261
2. Portfolio-Bewertungseinheit .....	266
C. Stellungnahme .....	269
I. Werthaltigkeit .....	271
1. Vermögensgegenstand .....	271
a. Begriff .....	271
b. Option .....	274
c. Festgeschäft .....	275
2. Schuld .....	280
a. Option .....	280
b. Festgeschäft .....	282
II. Gleichbehandlung .....	283
1. Allgemeine imparitatische Marktbewertung .....	284
2. Bewertungseinheiten .....	287
a. Integrierter Bilanzansatz .....	287
b. Kompensierende Bewertung .....	289
3. Zerlegung .....	294
4. Allgemeine paritätische Marktbewertung .....	295
a. Gleichbehandlung .....	296
b. Vorsichtsprinzip .....	298
Ergebnis zu 5. ....	302
<b>6. Kapitel: Ertragsteuerrecht</b> .....	<b>304</b>
A. Hintergrund .....	304
B. Steuerrechtliche Vorbedingungen .....	307
I. Verfassungsrechtlicher Gleichheitssatz .....	307
II. Wirtschaftliche Betrachtungsweise .....	311
III. Rechtsfortbildung .....	315
1. Meinungsstand .....	316
2. Stellungnahme .....	318
IV. Steuerumgehung .....	321
1. Meinungsstand .....	322

2. Stellungnahme .....	323
V. Steuererlass aus Billigkeitsgründen .....	329
<b>C. Private Einkünfte</b> .....	<b>332</b>
I. Einzelne Derivate .....	332
1. Einkünfte aus privaten Veräußerungsgeschäften .....	332
a. Zahlungsströme bei Fälligkeit .....	333
aa. Bisherige Rechtslage .....	334
bb. Einkünfte aus „Termingeschäften“ .....	338
b. Vorzeitige Glattstellung .....	343
aa. Sekundärmarkt .....	343
bb. Gegengeschäft .....	345
2. Einkünfte aus Kapitalvermögen .....	348
3. Einkünfte aus nichtselbständiger Arbeit .....	357
a. Begriff des Arbeitslohns .....	357
b. Mitarbeiter-Aktienoptionen .....	363
II. Bausteineffekt .....	367
1. Vollsynthetische „Termingeschäfte“ .....	368
a. Kassamarkt .....	369
b. Terminmarkt .....	374
2. Teilsynthetische „Veräußerungsgeschäfte“ .....	375
3. Sonstige teilsynthetische Einkünfte .....	377
a. Modifizierte steuerwirksame Geschäfte .....	377
b. Modifizierte steuerunwirksame Geschäfte .....	381
4. Vollsynthetische Kapitalerträge .....	383
5. Synthetische Werbungskosten .....	388
III. Rechtspolitischer Ausblick .....	391
<b>D. Einkünfte aus Gewerbebetrieb</b> .....	<b>393</b>
I. Maßgeblichkeit der Handelsbilanz .....	395
II. Verbot von Drohverlustrückstellungen .....	399
III. Verlustausgleichsverbot .....	402
<b>Ergebnis zu 6.</b> .....	<b>407</b>
<b>Synthese</b> .....	<b>410</b>

Literaturverzeichnis .....	415
Rechtsprechungsverzeichnis.....	437
Sachregister .....	447

# Abkürzungsverzeichnis

a.A./A.A.	anderer Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
ABIEG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften
Abs.	Absatz
Abschn.	Abschnitt/e/s
AcP	Archiv für die civilistische Praxis (Zeitschrift)
a.E.	am Ende
a.F.	alte(r) Fassung
AfA	Absetzung für Abnutzung
aff'd	affirmed
AG	Aktiengesellschaft; Amtsgericht; Zeitschrift „Die Aktiengesellschaft“
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
AktG	Aktiengesetz v. 6.9.1965 (BGBl I 1089)
Am. Bus. L. J.	American Business Law Journal
Anm.	Anmerkung
AO	Abgabenordnung (AO 1977) v. 16.3.1976 (BGBl I 613)
AöR	Archiv des öffentlichen Rechts
Art.	Artikel
AUD	australischer Dollar
Aufl.	Auflage
AusInvestmG	Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen (Auslandinvestment-Gesetz) v. 28.7.1969 (BGBl I 986)
AZ	Aktenzeichen
BAG	Bundesarbeitsgericht
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
Bankr.	US Bankruptcy Court
Banz.	Bundesanzeiger
BAW	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Betriebs-Berater: Zeitschrift für Recht und Wirtschaft
BC	Bankruptcy Code of 1978 (USA)
BCBS	Basle Committee on Banking Supervision
Bd.	Band
BdB	Bundesverband deutscher Banken e.V.
Beck Bil-Komm.	Beck'scher Bilanzkommentar
Begr.	Begründung
Beschl.	Beschluss
BewG	Bewertungsgesetz i.d.F. v. 1.2.1991 (BGBl I 230)
BFA	Bankenfachausschuss (des IDW)

BFH	Bundesfinanzhof
BFHE	Amtliche Sammlung der Entscheidungen und Gutachten des BFH
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch v. 18.8.1896 (RGBl. S. 195)
BGBI	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des BGH in Strafsachen
BGHZ	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des BGH in Zivilsachen
BI/GF	Bank-Information und Genossenschaftsforum (Zeitschrift)
BilRiliG	Gesetz zur Durchführung der Vierten, Siebenten und Achten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts - Bilanzrichtliniengesetz v. 19.12.1985 (BGBl I 2355)
BIS	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Bank for International Settlements)
BMF	Bundesminister(ium) der Finanzen
BörsZulVO	Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse (Börsenzulassungsverordnung) i.d.F. v. 9.9.1998 (BGBl I 2832)
BörsG	Börsengesetz i.d.F. v. 9.9.1998 (BGBl I. 2682)
B.R.	Bankruptcy Reporter
BR-Drucks.	Bundesrats-Drucksache
Bsp.	Beispiel(e)
BStBl	Bundessteuerblatt
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
Bull.	Bulletin des arrêts de la Cour de cassation, chambres civiles (Frankreich)
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des BVerfG
bzw.	beziehungsweise
WISU	Das Wirtschaftsstudium (Zeitschrift)
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAD	Kapitaladäquanzrichtlinie 93/6/EWG v. 15.3.1993 (Capital Adequacy Directive)
Cal.	California
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
CAT	catastrophe
CBoT	Chicago Board of Trade
CBR	Canadian Bankruptcy Reports
CDU	Christlich Demokratische Union Deutschlands
CEA	Commodity Exchange Act (USA)
CFTC	Commodity Futures Trading Commission (USA)
Ch	Chapter
CHF	Schweizer Franken
c.i.c.	culpa in contrahendo

Cir.	Circuit
CME	Chicago Mercantile Exchange
Com	Cour de cassation, Chambre commerciale (Frankreich)
Ct.	Court
CSU	Christlich-Soziale Union
dass.	dasselbe
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DEM	Deutsche Mark
DepotG	Depotgesetz i.d.F. v. 11.1.1995 (BGBl I 34)
ders.	derselbe
d.h.	das heißt
dies.	dieselbe(n)
Dig.	Digesten
Diss.	Dissertation
Div.	Division
DJT	Deutscher Juristentag
DEM	Deutsche Mark
DRSC	Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee
DS	Drucksache
DStR	Deutsches Steuerrecht
DStZ	Deutsche Steuer-Zeitung
DStZA	DStZ Ausgabe A
DTB	Deutsche Terminbörse (jetzt: Eurex)
ECU	European Currency Unit
EG	Europäische Gemeinschaft
EGInsO	Einführungsgesetz zur Insolvenzordnung v. 5.10.1994 (BGBl I 2911)
EGV	Vertrag zur Gründung der EG
Einf.	Einführung
EK	Eigenkapital
endg.	endgültig
EP	Europäisches Parlament
EStB	Ertrags-Steuer-Berater (Zeitschrift)
EStG	Einkommensteuergesetz i.d.F. v. 16.4.1997 (BGBl I 821)
EStH	Einkommensteuer-Hinweise
EStR	Einkommensteuer-Richtlinien
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Gemeinschaften
EuGHE	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des Gerichtshofs der EG
EUR	Euro
Eurex	Europäische Terminbörse (1998 hervorgegangen aus DTB und SOFFEX)
e.V.	eingetragener Verein

EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
F.2d	Federal Reporter, Second Series
f./ff.	folgende
FASB	Financial Accounting Standards Board (USA)
FDIC	Federal Deposit Insurance Commission
FDP	Freie Demokratische Partei
FernAbsG	Fernabsatzgesetz v. 27.6.2000 (BGBl I 897)
F&DLR	The Futures & Derivatives Law Review
FG	Finanzgericht
FGO	Finanzgerichtsordnung v. 6.10.1965 (BGBl I 1477)
FIFA	Fédération Internationale de Football Association
Fin. Analysts J.	Financial Analysts Journal
FinMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FK	Frankfurter Kommentar zur Insolvenzordnung
Fn.	Fußnote(n)
Ford. L. Rev.	Fordham Law Review
FS	Festschrift, Festgabe
FR	Finanz-Rundschau (Zeitschrift); Federal Register (USA)
FRA	Forward Rate Agreement(s)
FRN	Floating Rate Note
FRS	Board of Governors of the Federal Reserve System (USA)
F.Supp.	Federal Supplement
FTD	Financial Times Deutschland
FX	Foreign Exchange
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles (USA)
GARP	Global Association of Risk Professionals
GAO	General Accounting Office (USA)
GbR	Gesellschaft des bürgerlichen Rechts
Gen.	General
GewStG	Gewerbsteuergesetz i.d.F. v. 19.5.1999 (BGBl I 1010)
GewStDV	Gewerbsteuer-Durchführungsverordnung i.d.F. v. 21.3.1991 (BGBl I 831)
GG	Grundgesetz v. 23.5.1949 (BGBl III 100-1)
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung i.d.F. v. 20.5.1898 (RGBl 477).
GmS-OGB	Gemeinsamer Senat der obersten Gerichtshöfe des Bundes
GoB	Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung/Bilanzierung
GroMiKV	Großkredit- und Millionenkreditverordnung v. 8.3.1999
GS I	Grundsatz I des BAKred über die Eigenmittel der Institute i.d.F. der Bekanntmachung v. 20.7.2000 (BANz. Nr. 160)
GSSt	Großer Senat für Strafsachen (BGH)
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HFR	Höchstrichterliche Finanzrechtsprechung

HGB	Handelsgesetzbuch v. 10.5.1897 (RGBl 219)
HK	Heidelberger Kommentar
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
HS	Halbsatz
HWF	Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens
HwiG	Gesetz über den Widerruf von Haustürgeschäften und ähnlichen Geschäften v. 16.1.1986 (BGBl I 122)
IAS	International Accounting Standard(s) (des IASC bzw. IASB)
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IFA	International Fiscal Association
IFLR	International Financial Law Review
Inc.	Incorporated
INF	Die Information über Steuer und Wirtschaft (Zeitschrift)
InvZulG	Investitionszulagengesetz v. 18.8.1999 (BGBl I 2070)
insb.	insbesondere
InsO	Insolvenzordnung v. 5.10.1994 (BGBl I 2866)
Int. Enc. Comp. L.	International Encyclopedia of Comparative Law
Int'l Tax J.	The International Tax Journal
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IRS	Internal Revenue Service (USA)
i.S.	im Sinne
ISD	Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 93/22/EWG v. 10.5.1993 (Investment Services Directive)
ISDA	International Swaps and Derivatives Association (N.Y.)
ISDA-MA	1992 ISDA Multicurrency-Cross Border Master Agreement
ISMA	International Securities Market Association (Zürich)
i.V.m.	in Verbindung mit
IWF	Internationaler Währungsfonds
i.w.S.	im weiteren Sinne
J. Applied Corp. Fin.	Journal of Applied Corporate Finance
J. Banking & Fin.	Journal of Banking and Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Corp. Acct'ing & Fin.	Journal of Corporate Accounting and Finance
J. Derivatives	Journal of Derivatives
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Fin. Serv. Res.	Journal of Financial Services Research
J. Polit. Econ.	Journal of Political Economy
JWG-BA	Joint Working Group of Banking Associations on Financial In-

	struments
JWG-SS	International Joint Working Group of Accounting Standard-Setters on Accounting for Financial Instruments
JZ	Juristen-Zeitung
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften i.d.F. v. 9.9.1998 (BGBl I 2726)
KG	Kammergericht (Berlin)
KO	Konkursordnung i.d.F. v. 20.5.1898 (RGBl. S. 612)
KOM	EU-Kommission
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich v. 27.4.1998 (BGBl I 786)
KredBestV	Kreditbestimmungsverordnung v. 1.2.1996 (BGBl I 146)
KStG	Körperschaftsteuergesetz 1999 i.d.F. v. 22.4.1999 (BGBl I 817)
KWG	Kreditwesengesetz i.d.F. v. 9.9.1998 (BGBl I 2776)
LG	Landgericht
LIBOR	London Interbank Offered Rate
lit.	litera/literae
LS	Leitsatz
LStDV	Lohnsteuer-Durchführungsverordnung
Ltd.	Limited
MaBV	Makler- und Bauträgerverordnung
Midland Corp. Fin. J.	Midland Corporate Financial Journal
Mot.	Motive zu den Entwürfen eines Bürgerlichen Gesetzbuchs für das deutsche Recht, Amtliche Ausgabe, Bd. II, Berlin 1888
MünchKomm	Münchener Kommentar
MünchKommHGB	Münchener Kommentar zum HGB
MünchVhb	Münchener Vertragshandbuch
m.w.N.	mit weiterem/n Nachweis(en)
NAIC	National Association of Insurance Commissioners (USA)
NAII	National Association of Independent Insurers (USA)
N.E.	North Eastern Reporter
n.F.	neue(r) Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJWE-MietR	NJW Entscheidungsdienst Miet- und Wohnungsrecht
No., no.	number; numéro
Nr.	Nummer(n)
NWB	Neue Wirtschafts-Briefe (Zeitschrift)
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
N.Y.	New York
NYU	New York University
ÖBA	Österreichisches Bank-Archiv (Zeitschrift)
OCC	Office of the Comptroller of the Currency (USA)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OFD	Oberfinanzdirektion
o.g.	oben genannte/n/r

OLG	Oberlandesgericht
OLGR	OLG-Report
OLGZ	Entscheidungen der Oberlandesgerichte in Zivilsachen
Ont.	Ontario
OR	Ontario Reports
OTC	Over-the-counter (= außerbörslich)
PDS	Partei des Demokratischen Sozialismus
pFV	positive Forderungsverletzung
Prot.	Protokolle der Kommission für die zweite Lesung des Entwurfs des bürgerlichen Gesetzbuches für das Deutsche Reich, Amtliche Ausgabe, Berlin 1898
PSA	Public Securities Association (New York)
RabelsZ	Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RAO	Reichsabgabenordnung v. 13.12.1919 (RGBl S. 1993)
RechKredV	Verordnung über die Rechnungslegung der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute (Kreditinstituts-Rechnungslegungsverordnung – RechKredV) i.d.F. v. 11.12.1998 (BGBl I 3658)
RefE	Referentenentwurf
RegE	Gesetzesentwurf der Bundesregierung
RFH	Reichsfinanzhof
RG	Reichsgericht
RGBl.	Reichsgesetzblatt
RGZ	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des RG in Zivilsachen
rk.	rechtskräftig
Rz.	Randzeichen
RS	Rundschreiben (BAKred)
Rspr.	Rechtsprechung
RStBl	Reichssteuerblatt
S.	Satz; Seite; siehe
s.a.	siehe auch
S.D.	Southern District (US-Gericht)
SEC	Securities and Exchange Commission (USA)
SFAS	Statement of Financial Accounting Standards (des FASB)
s.o.	siehe oben
SOFFEX	Swiss Options and Financial Futures Exchange
sog.	so genannte/n/r
Sp.	Spalte
SRD	Solvabilitätskoeffizientenrichtlinie 89/647/EWG v. 18.12.1989 (Solvency Ratio Directive)
StAnpG	Steueranpassungsgesetz v. 16.10.1934 (RGBl I 1934, 925)
StbJb	Steuerberaterjahrbuch
SteuerStud	Steuer und Studium (Zeitschrift)
StGB	Strafgesetzbuch i.d.F. v. 13.11.1998 (BGBl I 3322)
StMBG 1994	Gesetz zur Bekämpfung des Missbrauchs und zur Bereinigung des Steuerrechts (Missbrauchsbekämpfungs- und Steuerbereini-

	gungsgesetz - StMBG), BGBl I 1993
st. Rspr.	ständige/n/r Rechtsprechung
StuW	Steuern und Wirtschaft
s.u.	siehe unten
Tenn. L. Rev.	Tennessee Law Review
Treas. Reg.	Treasury Regulations (IRS)
Tz.	Textziffer
TzWrG	Gesetz über die Veräußerung von Teilnutzungsrechten an Wohngebäuden (Teilzeit-Wohnrechtegesetz) i.d.F. v. 29.6.2000 (BGBl I 957)
u.a.	unter anderem; und andere
UCC	Uniform Commercial Code (USA)
US	United States
U.S.C.	United States Code
USD	US Dollar
UStG	Umsatzsteuergesetz 1999 i.d.F. v. 9.6.1999 (BGBl I 1270)
usw.	und so weiter
u.U.	unter Umständen
v.	von, vom; vor; versus
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz i.d.F. v. 17.12.1992 (BGBl I 1993, 3)
VaR	Value-at-Risk
Va. Tax Rev.	Virginia Tax Review
VerbrKrG	Verbraucherkreditgesetz v. 17.12.1990 (BGBl I 2840)
Verf.	Verfasser der vorliegenden Arbeit (Günter Reiner)
VerkProspVO	Verordnung über Wertpapier-Verkaufsprospekte (Verkaufsprospekt-Verordnung) i.d.F. v. 9.9.1998 (BGBl I 2853)
Vorb.	Vorbemerkung
VG	Verwaltungsgericht
vgl.	vergleiche
VOB	Verdingungsordnung für Bauleistungen
Vol.	Volume
VVG	Gesetz über den Versicherungsvertrag v. 30.5.1908 (RGBl 263)
VW	Versicherungswirtschaft (Zeitschrift)
VZ	Veranlagungszeitraum
Warn	Warneys Jahrbuch der Entscheidungen, Ergänzungsband: Die Rspr. des RG auf dem Gebiet des Zivilrechts
Wayne L. R.	Wayne Law Review
wistra	Zeitschrift für Wirtschaft, Steuer, Strafrecht
WISU	Das Wirtschaftsstudium (Zeitschrift)
WL	Westlaw
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (Wertpapier-Mitteilungen Teil IV)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz) i.d.F. v. 9.9.1998 (BGBl I 2708).

WTB	Warenterminbörse
WTC	WTB-Clearing-Bank
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZPO	Zivilprozessordnung i.d.F. v. 12.9.1950 (BGBl I 533)
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht
zust.	zustimmend
ZVersWiss	Zeitschrift für die Gesamte Versicherungswissenschaft
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft



# Einleitung

Derivative Finanzinstrumente<sup>1</sup> (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.<sup>2</sup> 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<sup>3</sup> in einfache „Terminkäufe“<sup>4</sup> (sog. Termindirektgeschäfte) mit den Unterarten außerbörsliche „Forwards“ und börsengehandelte „Futures“, in Swaps und in Optionen. Nur drei einfache Beispiele sollen hier der Verdeutlichung dienen:<sup>5</sup>

- 
- 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-

- **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-

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

Während sich Futures/Forwards und Swaps<sup>6</sup> durch beiderseitig fest vereinbarte zukünftige Leistungspflichten und spiegelbildliche (symmetrische) Gewinn- und Verlustchancen auf beiden Seiten des Vertrags<sup>7</sup> auszeichnen (im Folgenden: „Festgeschäfte“<sup>8</sup>), ist das Risikoprofil bei Optionen asymmetrischer Natur.<sup>9</sup> 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 verbrieft von nicht verbrieften und börsengehandelte von außerbörslichen („Over-The-Counter“, kurz: „OTC“) Derivaten unterscheiden. Bei börsennotierten Verträgen sprechen Börsianer auch von „Kontrakten“.<sup>10</sup>

Abgeleitete Finanzinstrumente gibt es bereits seit langem, börsengehandelt werden Termingeschäfte in Deutschland seit dem neunzehnten Jahrhundert.<sup>11</sup> 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.<sup>12</sup> Dank immer neuer Kombinati-

- 
- 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 verbrieft) seien „nichts Neues“, ihre Bedeutung habe allerdings in den letzten Jahren „sprunghaft zugenommen“; ähnlich bereits *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Oktober 1993, S. 47, 48.

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.<sup>13</sup> 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.<sup>14</sup>

Entsprechend den vielfältigen Nutzungsmöglichkeiten derivativer Finanzinstrumente ist der Kreis ihrer Nutzer sehr heterogen. Marktteilnehmer sind private und institutionelle Anleger, Handels- und Industrieunternehmen,<sup>15</sup> die öffentliche Verwaltung<sup>16</sup> 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.<sup>17</sup> 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, ABIEG Nr. C 269/217 v. 22.9.1995, Präambel, Teil E.

Ertragsstruktur genau diesem Risiko entspricht.<sup>18</sup> 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*“<sup>19</sup>) 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*<sup>20</sup>). Darüber hinaus eignen sich Finanzderivate zur Erzielung von *Arbitrage*-Gewinnen. Dabei beruhen die *Finanzarbitrage* auf der Ausnutzung von Preisdifferenzen zwischen Kassa- und Terminmärkten<sup>21</sup> oder von komparativen Kostenvorteilen auf bestimmten Finanzmarktsegmenten<sup>22</sup> und die *Regelungsarbitrage*<sup>23</sup> einschließlich der Steuerarbitrage auf der Ausnutzung der unterschiedlichen rechtlichen Behandlung wirtschaftlich gleichwertiger Geschäfte<sup>24</sup>. 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*<sup>25</sup> sowie die *Finanzierung*.<sup>26</sup>

---

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 („*gedegt*“) durch zukünftige Mehreinkünfte aus dem Verkauf des Öls bzw. durch Marktwertsteigerungen des gegenwärtigen Bestands. Fällt der Ölpreis, verfallen die Optionen. Gleichzeitig sinkt zwar

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.<sup>27</sup> 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.<sup>28</sup> Der volkswirtschaftliche Nutzen speziell der Spekulation in Derivaten besteht in der Schaffung der Voraussetzungen eines liquiden Marktes.<sup>29</sup> Gesamtwirtschaftliche Risiken ergeben sich daraus, dass wichtige Marktteilnehmer durch Verluste aus Derivaten finanziell zusammenbrechen und hierbei andere Marktteilnehmer mitreißen können.<sup>30</sup> Bisher nicht erwiesen ist, ob von Derivaten darüber hinaus volkswirtschaftliche Risiken dadurch ausgehen, dass sie die Volatilität der Märkte für Basiswerte erhöhen<sup>31</sup> und die Effektivität der hoheitlichen Geldpolitik beeinträchtigen.<sup>32</sup> 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*<sup>33</sup> 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-

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<sup>34</sup> zwischen herkömmlichen („natürlichen“) Positionen im Basiswert und finanzwirtschaftlich gleichwertigen, unter Einsatz von Derivaten aufgebauten („synthetischen“) Positionen mit identischen Zahlungsströmen.<sup>35</sup> 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<sup>36</sup> 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<sup>37</sup> bzw. ob weiterer Regelungsbedarf besteht.<sup>38</sup> 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, ABIEG 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

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<sup>39</sup> 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,<sup>40</sup> 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,<sup>41</sup> 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.<sup>42</sup>

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-

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.<sup>43</sup>

---

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.

# 1. Kapitel: Allgemeiner Teil

Das erste Kapitel beginnt mit der Frage, in welcher Weise der Kreis der „Derivate“ sinnvollerweise festzulegen und abzugrenzen ist, um zu verallgemeinerungsfähigen Aussagen über die rechtliche Behandlung dieser Instrumente gelangen zu können (A.). Anschließend wird näher auf zwei finanzwirtschaftliche Eigenschaften der zuvor definierten Derivate eingegangen, die für die rechtliche Analyse von entscheidender Bedeutung sind (B., C.). Der darauf folgende Teil (D.) konkretisiert die von Derivaten ausgehende rechtliche Herausforderung, bevor dann im letzten Teil (E.) entsprechende Lösungswege entwickelt werden.

## A. Derivate

Grundvoraussetzung jeder allgemeingültigen Aussage über die rechtliche Behandlung von Derivaten ist eine eindeutige Vorstellung über den Begriff des Derivats.<sup>1</sup>

### I. Vorüberlegungen

Die Vorstellung darüber, was „Derivate“ sind, ist in der Praxis nur in Bezug auf einen Kernbereich von Finanzinstrumenten einheitlich. Dieser betrifft Terminkäufe und Optionen über Aktien, Zinstitel, Zinssätze<sup>2</sup>, Devisen, Rohstoffe und Indices mit Barausgleich sowie Swaps - bei Letzteren in der Regel, ohne danach zu differenzieren, ob ein Austausch der Nominalbeträge stattfindet oder nicht.<sup>3</sup> Darüber hinaus gibt es beim Be-

---

1 Vgl. zum methodologischen Hintergrund *Bydlinski*, S. 17 f.: Die rechtliche Systembildung erfordere „in der Realität möglichst trennscharfe Begriffe“ bei der Abgrenzung „normbetreffender [...] Realitätsausschnitte“.

2 In der symmetrischen Form des Festgeschäfts sind dies die Zinssatzausgleichsvereinbarungen, sog. Forward Rate Agreements (FRA), in der asymmetrischen Form der Option die (trotz ihres Optionscharakters etwas missverständlich „Swap-Derivate“ genannten) Zinssatzbegrenzungsvereinbarungen Cap (Zinsbegrenzung nach oben), Floor (Zinsbegrenzung nach unten) und Collar (Kombination von Cap und Floor).

3 Siehe nur *Kolbrenner*, 15 Va. Tax Rev. 211, 213 Fn 1 (1995), der Optionen, Forwards, Futures und Swaps als „traditionelle“ Derivate betrachtet (in Abgrenzung zu „neueren Produkte“ wie z.B. Indexanleihen und Gewinnobligationen); *Kümpel*, 1. Aufl., Rz. 13.60: Die Praxis bezeichne die Financial Futures, Optionen und Swaps „auch als Derivate“; *ders.*, 2. Aufl., Rz. 14.60: Zu den Finanzderivaten zählten „vor allem Financial Futures und Optionen, Devisentermingeschäfte, Swaps und FRA“; vgl. auch *Hu*, 21 J. Corp. L. 3, 13 (1995): Bestimmte Produkte seien zweifelsohne Derivate. Dazu gehörten börsengehandelte Futures und die von den großen Finanzinstituten angebotenen Swaps, Caps und Floors („core derivatives“).

griffsverständnis zum Teil starke Unterschiede.<sup>4</sup> Man könnte das damit verbundene Problem der genauen Festlegung des Betrachtungsbereichs dadurch lösen, dass man i.S. eines „undefinierbaren“<sup>5</sup> Sammelbegriffs oder Typus<sup>6</sup> alle Instrumente einbezieht, die in der Praxis überwiegend oder von (noch zu bestimmenden) maßgeblichen Stellen als „Derivat“ bezeichnet werden. Ein solches Vorgehen wäre allerdings nicht sinnvoll im Hinblick auf das Ziel dieser Untersuchung, zu *verallgemeinerungsfähigen* Erkenntnissen über die rechtliche Behandlung von Derivaten zu gelangen. Denn dann bliebe, soll die gestellte Thematik nicht willkürlich erscheinen, keine andere Wahl, als jedes Einzelne der unzähligen in der Praxis als Derivat bezeichneten unterschiedlichen Instrumente (z.B. „CME Deutsche-Mark-FX-Swap“, „Eurex-Bund-Future“ etc.) auf seine rechtliche Behandlung zu untersuchen. Die Wahrscheinlichkeit wäre sehr gering, hierbei auf irgendwelche allgemeinen Erkenntnisse zu stoßen. Außerdem wäre die Arbeit schon im Augenblick ihres Erscheinens veraltet, da täglich neue, als „Derivate“ bezeichneten Instrumente auf den Markt kommen.

Es muss deshalb versucht werden, Derivate nach abstrakten Kriterien zu bestimmen, die über den bloßen Umstand ihrer mehr oder weniger einheitlichen Bezeichnung als Derivate hinausgehen. Die festgestellten Divergenzen beim Gebrauch der Bezeichnung „Derivat“ in der Praxis und in der bisherigen rechtswissenschaftlichen Diskussion beruhen im Wesentlichen auf Mängeln einer weit verbreiteten, vereinfachenden Begriffsbestimmung, auf die inzwischen auch der Gesetzgeber zurückgreift. Danach werden Derivate definiert als Finanzinstrumente bzw. Termingeschäfte, deren Wert abhängig ist vom jeweiligen Wert einer Bezugsgröße.<sup>7</sup> Dieser Definitionsansatz ist unvollständig oder zumindest missverständlich, und zwar unabhängig vom normativen Umfeld, in dem er verwendet wird. Die empirisch feststellbare Abgeleitetheit des Marktwertes i.S. eines eindeutigen Kausalzusammenhangs mit der jeweiligen Höhe des Basiswertes für sich alleine genügt nämlich nicht einmal zur Abgrenzung der Derivate von herkömmlichen Finanzinstrumenten wie Darlehen, Bonds oder Aktien, geschweige denn von Finanzinnovationen anderer Art.<sup>8</sup>

4 Vgl. die Beobachtung von *Bertuch-Samuels*, in: *Bertuch-Samuels/Störmann*, S. 11, 12: Die Termini „Finanzinnovationen“, „bilanzunwirksame Geschäfte“ und „Derivate“ würden teilweise synonym und als Sammelbezeichnungen für „Termingeschäfte im weitesten Sinne“ verwendet; so etwa bei *Niemann*, WM 1993, 777 (777), für den „derivative Produkte“ und „neue Instrumente“ bzw. „Finanzinnovationen“ gleichbedeutend sind. *Perlet/Willert*, in: *Schwebler/Knauth/Simmert*, S. 301, 336 f., ordnen - ohne Begründung - selbst Zerobonds den Derivaten zu. Vgl. auch die ironische Bemerkung bei *Hu*, 21 J. Corp. L. 3, 14 (1995): Manchmal sehe es auch so aus, als stehe der Begriff des Derivats für jedes komplexe Finanzinstrument, das zu Verlusten führe.

5 Strenggenommen sind auch angeblich „undefinierbare“ Gegenstände nach allgemeinen Kriterien bestimmbar (definierbar), solange diesen Gegenständen eine bestimmte einheitliche und ausschließliche Bezeichnung zugeordnet wird. Denn dann ist zumindest diese einheitliche Bezeichnung ein geeignetes Definitionskriterium.

6 Kritisch zur herkömmlichen Auffassung von der rechtlichen Kategorie des Typus s.u., 2. Kapitel, B.I.2.d., S. 159 ff.

7 S.o. S. 1.

8 Vgl. *Zelinsky*, 19 *Cardozo L. Rev.* 861, 947 Fn. 185 (1997): Jedes Finanzgeschäft leite zumindest

Sinnvoll einschränken lässt sich der Begriff des Derivats nur dann, wenn man die Abgeleitetheit des Marktwertes über den reinen (empirischen) Kausalzusammenhang mit dem Basiswert hinaus i.S. der (theoretischen) *Berechenbarkeit* des Wertes zu jedem Zeitpunkt während der Laufzeit versteht (*Abgeleitetheit* i.S. von *Ableitbarkeit* des Wertes). Auf dieser Erkenntnis baut der im Folgenden vorzustellende Definitionsansatz auf. Er ist finanzwirtschaftlich ausgerichtet, ordnet das Phänomen der sog. „Derivate“ zur Erleichterung der Regelbildung möglichst präzisen, rechtlich greifbaren Kategorien zu und erfüllt zwei Voraussetzungen, die für den rechtswissenschaftlichen Erkenntniswert einer Analyse der derivativen Finanzinstrumente im Recht entscheidend sind: Es werden nur solche Instrumente erfasst, welche die Praxis einheitlich als Derivate bezeichnet („Kernbereich“ des Derivatebegriffs), und vor allem wird diejenige Eigenschaft von Derivaten zum Ausdruck gebracht, die diese Instrumente zu einer besonderen Herausforderung für die Rechtsordnung machen:<sup>9</sup> die Erzeugung reproduzierbarer stochastischer Zahlungsströme (sog. „Bausteineffekt“). Derivate i.S. der vorliegenden Untersuchung sind demnach zweiseitig verpflichtende, in ihrem Wert ausschließlich vom Zufall abhängige („aleatorische“) Verträge über die Zahlung von Geld. Die Geldleistungspflicht wird mindestens auf einer Vertragsseite erst in Zukunft fällig. Ihre Höhe bestimmt sich ausschließlich nach zufallsbedingten, erst bei Fälligkeit ermittelbaren Umständen. Die Berechnungsformel ist dabei so beschaffen, dass sich die zukünftigen Zahlungsströme zu jedem Zeitpunkt während der Vertragslaufzeit durch alternative Investitionen nachbilden (reproduzieren, duplizieren) bzw. durch die Erzeugung gegenläufiger Zahlungsströme neutralisieren (glattstellen, hedgen) sowie nach dem Prinzip der Arbitragefreiheit<sup>10</sup> bewerten lassen. Die wichtigsten Kriterien dieser Definition werden gleich noch näher erläutert werden (II.-VI.). Zuvor sei zur Klarstellung nochmals hervorgehoben, dass die hier gewählte Begrifflichkeit keinen universellen Geltungsanspruch erhebt. Sie grenzt den speziellen Anwendungsbereich der im Laufe dieser Untersuchung noch zu ziehenden Schlussfolgerungen über die rechtliche Behandlung von Derivaten ab und steht nicht per se in Konkurrenz zu anderen, insbesondere gesetzlichen Derivatdefinitionen mit abweichendem Funktionsbereich.

---

einen Teil seines Wertes von einer zugrunde liegenden Erscheinung ab. Der Wert einer Aktie hänge vom Gewinn und Vermögen der Gesellschaft ab; der Wert einer Schuldverschreibung sei abgeleitet von der Kreditwürdigkeit des Emittenten und diese ihrerseits wiederum von dessen Vermögen und Gewinn. Von daher schieße der Begriff „derivative“, wörtlich genommen, über das Ziel hinaus und erfasse auch herkömmliche Finanzinstrumente. Nicht gefolgt werden kann dem *Autor* allerdings, wenn er zur Lösung dieses Problems die Neuartigkeit von Derivaten gegenüber herkömmlichen Finanzinstrumenten zum maßgeblichen Unterscheidungskriterium erklärt und dementsprechend vorschlägt, die Bezeichnung „derivatives“ durch diejenige der „new financial instruments“ zu ersetzen.

9 Hierzu unten D., S. 65 ff.

10 Zum Begriff s.u. C.IV.1, S. 61.

## II. Zweiseitig verpflichtender Vertrag

Derivate sind Verträge, die beide Seiten zu einer Leistung verpflichten, wobei die Verpflichtung mindestens auf einer Seite stochastisch bedingt ist.<sup>11</sup> Es spielt keine Rolle, ob die Ansprüche aus diesem Vertrag auf einer Seite verbrieft sind oder nicht. (Wertpapierrechtliche) Begebungsverträge<sup>12</sup> über den Ersterwerb von verbrieften Optionen (Optionsscheine) sind deshalb ebenfalls Derivate. Verträge über die Veräußerung von verbrieften Optionen am Sekundärmarkt sind demgegenüber keine Derivate im hier verstandenen Sinne, da sie selbst keine stochastisch bedingten Ansprüche erzeugen,<sup>13</sup> sondern nur bestehende Ansprüche abtreten. Dies schließt nicht aus, dass solche Sekundärgeschäfte in mancherlei Hinsicht die gleiche rechtliche Behandlung erfahren wie Primärgeschäfte.

## III. Geldleistungspflichten

Derivate sind Finanzinstrumente. Die Vertragspflichten sind auf beiden Seiten auf die einmalige (Futures, Forwards, Optionen) oder wiederholte Zahlung (Swaps, Swap-Derivate) eines bestimmten bzw. bestimmbaren Betrags von Geld in in- oder ausländischer Währung gerichtet.<sup>14</sup> Bei Derivaten mit symmetrischer Risikostruktur (Terminkäufe, Swaps) werden die Geldschulden auf beiden Seiten nicht bereits mit Vertragsschluss, sondern erst zu einem bestimmten späteren Zeitpunkt fällig. Bei Derivaten mit asymmetrischer Risikostruktur (Optionen) muss eine Seite („Optionskäufer“) bereits bei Vertragsschluss einen fest bestimmten Geldbetrag bezahlen („Optionsprämie“). Die Geldleistungspflicht der anderen Seite („Stillhalter“) wird wiederum erst später fällig. Wird hierbei der Zeitpunkt wie bei Festgeschäften von vornherein fest vereinbart, spricht man von Optionen „europäischen“ Typs. Optionen „amerikanischen“ Typs zeichnen sich demgegenüber dadurch aus, dass der Inhaber innerhalb eines vorbestimmten Zeitraums („Laufzeit“) und bei Vorliegen der übrigen Voraussetzungen<sup>15</sup> selbst entscheiden kann, wann er die Option ausüben möchte. Denkbar ist ferner, den Zeitpunkt der Fälligkeit von sonstigen, stochastisch bedingten Umständen abhängig zu machen.

Das Merkmal der Zahlungsströme sichert den Charakter von Derivaten als reine

11 Zur rechtlichen Einordnung der Derivate als gegenseitige, *synallagmatische* Verträge s.u. 2. Kapitel, B.I.2.a.aa., S. 147 ff.

12 Vgl. BFH 15.7.1998 - II R 40/97, BStBl II 1999, 337, unter II.2.: Die Ausgabe von Wertpapieren sei „vom Prinzip des Gebens und Nehmens der Urkunde gegen eine vereinbarte Vergütung, d.h. von einem (kaufvertragsähnlichen) Begebungsvertrag geprägt, der neben schuld- auch sachenrechtliche Elemente“ aufweise. Zur vertragsrechtlichen Wertpapiertheorie *Zöllner*, § 6 II.

13 S.u. IV., S. 19 ff.

14 Jede Fremdwährungsschuld ist Geldschuld, nicht Sachsschuld (Staudinger-K. *Schmidt*, § 244 BGB, Rz.11, unter Berufung auf die „heute ganz allgemeine Meinung“; ausführlich *Grothe*, S. 24-66).

15 S.u. IV., S. 19 ff.

Finanzgeschäfte und dient ihrer Abgrenzung zu Zeitgeschäften mit Umsatzcharakter,<sup>16</sup> insbesondere zu sog. Termingeschäften „mit Erfüllung in Natur“.<sup>17</sup> Termingeschäfte mit *Erfüllung in Natur* sind auf andere Leistungen als Geld, z.B. auf die Lieferung vertretbarer Sachen wie Waren, Wertpapieren oder Devisen<sup>18</sup> gerichtet. Sie sind keine derivativen *Finanzinstrumente*, weil sich die Marktbewegungen des Basiswertes hier nicht unmittelbar in Ansprüchen auf Zahlungsströme manifestieren.<sup>19</sup> Vielmehr ist zur entsprechenden Realisierung (Liquidierung) der Kursgewinne bzw. -verluste eine weitere Transaktion (Glattstellungsgeschäft) erforderlich, mit der die Liefer- bzw. Abnahmever-

- 
- 16 Zum Begriff des Zeitgeschäfts *Schwark*, Einl. §§ 50-70 BörsG, Rz. 33; siehe auch die Bsp. für Zeitgeschäfte außerhalb des Finanzbereichs bei *Goebel*, in: Bertuch-Samuels/Störmann (Hrsg.), S. 33, 36 ff.
- 17 Insofern ähnlich *Samtleben*, in: Hopt/Rudolph/Baum, S. 469, 473, der den Begriff des Derivats auf solche „Termingeschäfte“ beschränkt, die „selbst kein handelbares Recht zum (theoretisch lieferbaren) Gegenstand haben, sondern an davon »abgeleitete« Indikatoren wie Währungsrelationen, Zinsraten oder Aktienindices“ anknüpfen. Damit fallen Termingeschäfte mit Erfüllung in Natur aus dem Begriff heraus. Allerdings spielt in *Samtlebens* Definition das Kriterium der jederzeitigen Reproduzierbarkeit keine Rolle, so dass auch sog. Immobilien- und Katastrophenderivate erfasst werden (a.a.O., S. 474), die nach der hier vorgeschlagenen Definition keine „Derivate“ darstellen (s.u. V., S. 21 ff.).
- 18 Die in den Derivatebegriff einbezogenen Termingeschäfte mit Barausgleich in ausländischer Währung unterscheiden sich von Termingeschäften über Devisen mit Erfüllung in Natur insofern, als die durch die Liefergeschäfte erzeugten Zahlungsströme in Devisen der Höhe nach (ausgedrückt in ausländischer Währung) bereits bei Vertragsschluss bestimmt und nicht stochastisch bedingt sind. Zur Unterscheidung zwischen Sachen und Devisen vgl. *Grothe*, S. 54, 56-58: Nach der Bankenpraxis seien Devisen Bankguthaben und deshalb keine Sachen, sondern Rechte.
- 19 Wie hier die Terminologie der *Deutschen Bundesbank*, Monatsbericht Oktober 1993, S. 47 f.: Man unterscheidet dort zwischen „Termingeschäften im weitesten Sinne“, wozu die „traditionellen Devisen- und Wertpapiertermingeschäfte“ gezählt werden, bei denen eine Lieferung bei Fälligkeit zu erfolgen habe, und den „sog. derivativen (abgeleiteten) Geschäften, bei denen „Finanzaktiva oder -passiva lediglich als Basis für die Begründung von Zahlungsströmen (cash flows) oder von Ausgleichszahlungen herangezogen“ würden. Ebenso die Bundesregierung, „Derivative Geschäfte: Risiken für den Finanzmarkt Deutschland“, Antwort auf die Große Anfrage der SPD Fraktion, BT-Drucks. 13/1530, S. 2: Finanzderivate seien „insbesondere“ Finanzprodukte, die i.d.R. von an Börsen gehandelten Wertpapieren abgeleitet werden und einen Anspruch auf Zahlung eines Differenzbetrages verbiefen. Vgl. für eine *abweichende Terminologie* die Definitionen des § 1 XI 4 KWG und des § 2 II WpHG, die nicht zwischen Barausgleich und Erfüllung in Natur differenzieren. Vgl. auch die §§ 6(c), 9, 57(c) des Statement of Financial Accounting Standard No. 133 von 1998 („Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities“ v. 16.6.1998 i.d.F. der Änderungen durch die Statements of Financial Accounting Standard No. 137 und 138 v. Juni 1999 und Juni 2000, nachfolgend kurz: SFAS 133; näher hierzu unten 5. Kapitel, C.II.4.a.) des US-amerikanischen Financial Accounting Standards Board (FASB): Nach SFAS 133.6(c) setzt der Begriff des „derivative instrument“ voraus, dass der Vertrag entweder „net settlement“ verlangt oder zulässt, dass der Leistungsaustausch leicht durch Glattstellung in eine Differenzzahlung umgewandelt werden kann oder dass er die Lieferung eines Asset vorsieht, das den Empfänger in eine Lage versetzt, die nicht wesentlich anders ist als bei einem „net settlement“. Nach SFAS 133.57(c)(2) ist das Erfordernis des „net settlement“ u.a. erfüllt bei Bestehen eines „established market mechanism that facilitates net settlement outside the contract“. Das Kriterium der Liquidität des Marktes ist hier, im Gegensatz etwa zu § 2 II WpHG, notwendig zur Gleichstellung von Termingeschäften mit Barausgleich und Erfüllung in Natur, weil die Derivatdefinition des § 7 jede Art von variablen Basiswerten zulässt (SFAS 133.7 S. 1 a.E.: „[...] or other variable“). S.u. unter V. zu den Anforderungen an den Basiswert

pflichtung aus dem Termingeschäft so verrechnet werden kann, dass Zahlungsansprüche übrig bleiben.

*Festgeschäfte* mit Erfüllung in Natur sind Kauf- bzw. bei Devisen auch Tauschverträge<sup>20</sup> über den Basiswert.<sup>20a</sup> Für die vertragsrechtliche Einordnung von *Optionen* mit Erfüllung in Natur gibt es zwei Alternativen: Die erste ist ein einheitlicher Kauf- oder Tauschvertrag, der sich vom Festgeschäft nur insofern unterscheidet, als er erst bei „Ausübung des Optionsrechts“ wirksam wird (Potestativbedingung) bzw. zustande kommt (Annahme eines langfristig bindenden Vertragsangebots). Die andere Alternative ist der Abschluss zweier verschiedener Verträge, nämlich zunächst eines synallagmatischen, auf Umsatz gerichteten Vertrags (*sui generis* oder Rechtskauf<sup>20b</sup>) zur Begründung des Optionsrechts und später bei Ausübung dieses Optionsrechts eines separaten, unbedingten Kauf- oder Tauschvertrags. Welche Qualifizierung richtig ist, hängt vom konkreten Parteiwillen im Einzelfall ab. Anders als bei Optionen mit Barausgleich, bei denen sich im Zusammenhang mit der Ausübungsentscheidung wegen der Einseitigkeit der Leistungsbeziehung beim besten Willen kein zusätzlicher Schuldvertrag konstruieren lässt, verbietet sich bei Optionen mit Erfüllung in Natur jede pauschalisierte Lösung.<sup>21</sup> Der bekannte Meinungsstreit zwischen „Einheitstheorie“ und „Trennungstheorie“ (auch: „Doppelvertragstheorie“, „Zweivertragstheorie“) geht an dieser Erkenntnis vorbei, weil er von dem Bestreben nach allgemeingültigen Lösungen geleitet ist.<sup>22</sup> In seinem Mittelpunkt liegen zwei Entscheidungen des BGH<sup>23</sup> bzw. des BFH,<sup>24</sup> die sich

20 Vgl. hierzu *Grothe*, S. 56 ff., 61, der die Einordnung des Devisenhandels (Verpflichtung zur Einräumung von *Devisenbuchpositionen*) als (Rechts-) Kauf oder (Rechts-) Tausch von der Auslegung des Parteiwillens und der Rollenverteilung der Parteien im Einzelfall abhängig macht. Nach den Usancen im Devisenhandel sei die vom Devisenhändler angebotene Währung typischerweise diejenige, die den Kaufgegenstand bilde.

20a Dennoch qualifiziert § 764 S. 2 BGB Termingeschäfte mit Erfüllung in Natur unter bestimmten Voraussetzungen als unechte Differenzgeschäfte. Hierzu unten 2. Kapitel, A.I.2.a., S. 107, sowie kritisch 2. Kapitel, B.I.3., S. 165.

20b Hierzu gleich weiter unten im Text, S. 16.

21 Vgl. BGH 7.2.1986 - V ZR 176/84, BGHZ 97, 147, unter I.3.a., in Zusammenhang mit einem Grundstückskaufvertrag: Mit der Bezeichnung als „Vorvertrag“ oder „Option“ allein sei die Frage der rechtlichen Behandlung (im konkreten Fall: „langfristig bindendes Vertragsangebot“ oder „Gestaltungsrecht“) noch nicht geklärt, vielmehr bedürfe es der „Prüfung [gemeint ist: Auslegung] im Einzelnen, ob und inwieweit die Grundsätze, die in Rechtsprechung und Schrifttum für »Vorverträge« und »Optionsrechte« entwickelt worden“ seien, „jeweils Anwendung finden“ könnten.

22 Für zahlreiche Nachweise und Einzelheiten des Theorienstreits siehe *Häuser/Welter*, in: *Assmann/Schütze* (Hrsg.), § 16, Rz. 115-128 ff.; *König*, in: *Ebenroth/Boujong/Joost*, *Allgem. Bankvertrag VIII*, Rz. 76-81; *Henssler*, S. 591-599; *ders.*, S. 593, zugunsten der Trennungstheorie.

23 BGH 22.10.1984 - II ZR 262/83, BGHZ 92, 317, 319, zu § 53 BörsG: Danach sind Optionsgeschäfte bei „wirtschaftlicher Betrachtung einheitliche Terminengagements“. Die Aufspaltung des einheitlichen Geschäfts in zwei rechtlich selbständige Verträge lasse sich, so das Gericht, mit dem Zweck des § 53 BörsG nicht vereinbaren; siehe auch unlängst BGH 20.3.2001 - XI ZR 213/00, ZIP 2001, 784, unter II.3., zur Anwendung des § 53 BörsG auf den Sekundärerwerb von USD-Optionsscheinen mit Erfüllung in Natur: Die Übertragung der Optionsscheine an den Käufer sei „nur die erste Phase des einheitlichen Optionsgeschäfts“. Die „zweite Phase“ werde „durch effektive Lieferung des Basiswertes oder der Gegenleistung in Geld“ erfüllt. Die Entscheidung des BGH v. 22.10.1984 wird regelmäßig als Bsp. für die Einheitstheorie in Anspruch genommen. Siehe nur

nur scheinbar widersprechen. Tatsächlich betreffen sie voneinander unabhängige Rechtsfragen des Börsenvertrags- bzw. Steuerrechts, die von unterschiedlichen Normzwecken geprägt und beide der Privatautonomie entzogen sind. Dementsprechend stützt sich keines der beiden Judikate auf den Willen der Vertragsparteien.

Die Einstufung eines Termingeschäfts als Derivat einerseits und als Kaufvertrag über den Basiswert andererseits schließen sich also grundsätzlich gegenseitig aus.<sup>25</sup> Eine andere, für den Untersuchungsgegenstand nicht weiter interessierende, aber auch sonst kaum bedeutsame Frage ist, ob und inwieweit man Primärgeschäfte in Optionen mit Barausgleich (und insofern wohl gleichlaufend auch mit Erfüllung in Natur) als Kauf (§§ 433 ff. BGB)<sup>26</sup> und Festgeschäfte mit Barausgleich als Tausch (§ 515 BGB) von Rechten betrachten kann.<sup>27</sup> Die kaufrechtlichen Vorschriften passen ihrem Inhalt nach, mit Ausnahme vielleicht des § 454 BGB, ohnehin nicht auf Derivate. Dies gilt auch für die speziellen Bestimmungen über den Rechtskauf (§§ 437-439 BGB). Die Fälle, wo das Entstehen des Optionsrechts bzw. des stochastisch bedingten Leistungsanspruchs aus dem Festgeschäft an der fehlenden rechtlichen Gestaltungsmacht eines Vertragspartners scheitert - etwa im Anwendungsbereich des Börsentermineinwands oder der öffentlich-rechtlichen ultra-vires-Lehre<sup>27a</sup> -, liegen außerhalb des Anwendungsberreichs der besonderen Garantiehaftung des Rechtsverkäufers nach § 437 I BGB. Bei solchen Konstellationen ist nämlich regelmäßig der *gesamte* Vertrag unverbindlich, so dass schon aus diesem Grund die Basis für die Anwendung des Kaufrechts entfällt. Das entspricht der Schutzfunktion der einschlägigen Beschränkungsnormen, die nicht durch die Schadensersatzhaftung des zu schützenden Verkäufers ausgehöhlt werden soll. In der Finanzpraxis ist es gleichwohl gang und gäbe, vom „Kauf“ oder „Verkauf“ eines Future/Forward, eines Swap, einer Option etc. zu sprechen - und zwar nicht etwa nur bei Sekundär-, sondern auch bei Primärgeschäften. Die Terminologie orientiert sich an der Position eines entsprechenden Geschäfts mit Erfüllung in Natur. Das bedeutet, dass z.B. beim Abschluss eines einfachen Terminfestgeschäfts mit Barausgleich „Verkäufer“ die

Grothe, S. 398: „Das vom BGH vertretene monistische Verständnis des Optionsgeschäfts [...]“; *Irmén*, in: Schäfer (Hrsg.), Vor §§ 50-70 BörsG, Rz. 46.

24 BFH 28.11.1990 (Fn. 23), zu § 22 Nr. 3 EStG a.F.: Dort heißt es unter I.2.e., f., die Entscheidung BGH 22.10.1984 (Fn. 23) beruhe „auf einer Auslegung der §§ 50 ff. BörsG a.F. unter besonderer Berücksichtigung des Schutzzwecks dieser Bestimmungen“. Steuerrechtlich sei jedoch eine „selbständige Behandlung der vom Stillhalter erbrachten Leistung“ möglich. Auf diese Entscheidung verweisen gerne die Anhänger der Trennungstheorie. Näher zur Besteuerung von Optionen nach § 22 Nr. 3 EStG a.F. unten 6. Kapitel, C.I.1.a.aa., S. 338 f.

25 Zur Qualifizierung von Derivaten als synallagmatische Verträge s.u. 2. Kapitel, B.I.2.a.aa., S. 147 ff.

26 Vgl. Schönle, § 47 II.2.b., S. 467, der Optionsgeschäfte als Kaufverträge über das Optionsrecht betrachtet und die §§ 434, 437, 440 BGB neben den „Börsenusancen“ für anwendbar hält; siehe auch Grothe, S. 59 (m.w.N.), allgemein dazu, dass man selbst dann von einem Rechtskauf ausgehen kann, wenn das dem Gläubiger eingeräumte Recht „in dessen Person erstmalig zur Entstehung gelangt“.

27 S.u. C.I.2. (S. 56 ff.) zur finanzwirtschaftlichen und 5. Kapitel, C.I.1.c. und 2.b. (S. 277 ff., 284 f.), zur bilanzrechtlichen Zerlegbarkeit eines Terminkaufs in zwei gegenseitige Optionen.

27a Hierzu Reiner, MünchVbh, Anm. 10(b)(aa)(4), m.w.N.

Partei ist, die das Risiko von Preiserhöhungen trägt. Die Gegenseite ist dann „Käufer“ des Future/Forward. Für den Sekundärerwerb von Derivaten kommt die Anwendung der kaufrechtlichen Vorschriften (z.B. § 437 BGB) ohne weiteres in Betracht.

Die unterschiedliche vertragsrechtliche Einordnung von Derivaten und Termingeschäften mit Erfüllung in Natur darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass Liefergeschäfte auf Termin *finanzwirtschaftlich* die *gleiche Funktion* der Erzeugung von stochastischen Zahlungsströmen ausüben können wie entsprechende Geschäfte mit Barausgleich.<sup>28</sup> Notwendig ist hierzu, dass der zu liefernde Gegenstand die Voraussetzungen erfüllt, die auch an den Basiswert von Derivaten gestellt werden.<sup>29</sup> Definitionsgemäß besteht somit für den auf Termin gekauften bzw. verkauften Gegenstand ein liquider Kassamarkt. Damit die Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung *bei Fälligkeit* ohne größere Transaktionskosten durch ein geeignetes Gegengeschäft mit dem Vertragspartner oder einem Dritten glattgestellt werden kann, muss man für die funktionelle Gleichwertigkeit zwischen Barausgleich und Erfüllung in Natur, je nach Transportfähigkeit des Basiswertes und Professionalität des Marktteilnehmers, zusätzlich eine gewisse räumliche oder organisatorische Nähe zwischen Termin- und Kassamarkt verlangen. In gleicher Weise denkbar ist dann eine *vorzeitige* Glattstellung des Marktrisikos sowie der Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung durch Kassatransaktionen während der Laufzeit. Eine andere Möglichkeit, die vor allem bei börsenmäßigen Termingeschäften zum Tragen kommt, ist die Glattstellung durch Vertragsabtretung oder Abschluss eines Gegengeschäfts am Terminmarkt. Gegenüber der vorzeitigen Glattstellung von *Derivaten* am Kassamarkt besteht hier sogar der Vorteil, dass zur Realisierung des Marktwertes keine zusätzliche Kassa(rück)transaktion bei Fälligkeit mehr erforderlich ist, sofern die Börsenbedingungen im Einzelfall nicht ohnehin die Möglichkeit einer vorzeitigen Beendigung der Position durch Glattstellung mit sog. Closing-Vermerk vorsehen.<sup>30</sup> Voraussetzung der gleichzeitigen Glattstellbarkeit der Liefer- bzw. Abnahmepflicht und des Marktrisikos (vorzeitig oder bei Fälligkeit) am Kassamarkt ist die taggenaue Lieferung entsprechend den Marktusancen. Zeitdifferenzen von mehr als nur wenigen Tagen, wie sie z.B. bei Optionsscheinen aus Optionsanleihen auftreten,<sup>31</sup> können den Glattstellungseffekt in Bezug auf das Marktrisiko schon beträchtlich stören. Daher geht man in

28 Dementsprechend gibt es z.B. Termingeschäfte mit Wahlrecht zwischen Erfüllung in Natur und Differenzausgleich; siehe ferner § 17 („Erfüllung durch Einigung“), S. 1 der Handelsbedingungen der WTB Hannover: „Käufer und Verkäufer können eine die Lieferung ersetzende Einigung über die Erfüllung ihrer jeweiligen Verpflichtungen herbeiführen.“

29 S.u. V.2., S. 23 ff.

30 Vgl. § 1.3.1.(3) der Bedingungen für den Handel an der Eurex Deutschland und der Eurex Zürich: „Aufträge müssen bei der Eingabe als Eigenauftrag oder Kundenauftrag sowie zur Erfassung als Eröffnungs- oder Glattstellungsgeschäft gekennzeichnet sein. Bei einer Glattstellung werden eine Kauf- und eine entsprechende Verkaufsposition gegeneinander aufgehoben.“

31 *Schwark*, § 58 BörsG, Rz. 9: Bei Optionsscheinen [gemeint sind: abgetrennte aus Optionsanleihen] mit Lieferansprüchen könnten die Abnahmepflichten wegen der i.d.R. „die kassamäßigen Erfüllungsfristen weit übersteigenden Lieferzeit“ nicht taggenau glattgestellt werden und müssten überdies zwischenfinanziert werden.

der Regel vom Fixcharakter der Termingeschäfte mit Erfüllung in Natur aus.<sup>32</sup> Alle auf tatsächliche Lieferung bzw. Abnahme gerichteten Transaktionen, welche die genannten Voraussetzungen bezüglich Glattstellbarkeit und Basiswert erfüllen, sollen wegen der finanzwirtschaftlichen Funktionsgleichheit mit Derivaten fortan als „*derivateähnliche*“ *Geschäfte* bezeichnet werden. Dasselbe gilt für Swaps mit Austausch der Nominalbeträge.<sup>33</sup> Eine definitorische Einbeziehung dieser Liefergeschäfte in den Derivatebegriff im Hinblick auf das Ziel der Herleitung allgemeiner Regeln über die rechtliche Behandlung von Derivaten ist aber trotzdem nicht sinnvoll. Denn Liefergeschäfte können, müssen aber nicht in einer Glattstellung der Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung am Kassamarkt enden, wobei beide Vertragsparteien diesbezüglich unterschiedliche Strategien verfolgen können. Diese Unsicherheit schließt jedoch nicht aus, dass Termingeschäfte mit Erfüllung in Natur über die Fälle der Scheingeschäfte<sup>34</sup> hinaus *rechtlich* unter bestimmten Voraussetzungen Derivaten gleichzustellen sind.<sup>35</sup>

Die nicht selten anzutreffende Unterscheidung zwischen Warenderivaten mit Erfüllung in Natur einerseits und Finanzderivaten mit Erfüllung in Natur oder Barausgleich sowie Warenderivaten mit Barausgleich andererseits,<sup>36</sup> macht aus der Sicht des Kriteriums der Erzeugung von (stochastischen) Zahlungsströmen sowie des Bausteineffekts keinen Sinn. Die Lieferung von Finanzinstrumenten kann zwar anders als bei Waren indirekt zum Entstehen von Zahlungsansprüchen (z.B. Zinsen, Dividenden) führen; das erspart dem Empfänger, der wie bei einem Differenzgeschäft die Marktwertveränderung des Instruments während der Vertragslaufzeit realisieren will, den Abschluss eines Glattstellungsgeschäfts genauso wenig wie bei Warenlieferungen. Wenn im Folgenden von Futures, Forwards, Optionen oder Swaps die Rede ist, beziehen sich diese Begriffe, soweit ausdrücklich nichts anderes gesagt wird, immer auf die derivativen und nicht auf die derivateähnlichen Formen dieser Instrumente, d.h. immer auf Verträge mit Barausgleich bzw., speziell bei Swaps, ohne Austausch der Nominalbeträge.

#### IV. Stochastische Bedingtheit

Der Betrag der geschuldeten zukünftigen Zahlungen ist bei Derivaten zumindest auf einer Vertragsseite stochastisch bedingt, also zufallsabhängig. Seine Höhe ist bis zur

32 S.u., 2. Kapitel, A.I., Abschn. 1.a.cc.B., S. 94.

33 Siehe auch unten VI.2.a., S. 32 ff.

34 S.u. 2. Kapitel, A.I.2.a., S. 106 ff.

35 Siehe auch 2. Kapitel, A.II., S. 117 ff., sowie im Einzelnen die Kapitel 3-7, S. 185 ff.

36 Vgl. § 104 I, II InsO; vgl. für das US-amerikanische Recht die SEC-Rule „Disclosure of Accounting Policies for Derivative Financial Instruments and Derivative Commodity Instruments and Disclosure of Quantitative and Qualitative Information About Market Risk Inherent in Derivative Financial Instruments, Other Financial Instruments, and Derivative Commodity Instruments“ v. 31.1.1997 (Release No. 33-7386, 62 FR 6044-01) mit der Abgrenzung zwischen „derivative financial instruments“ und „derivative commodity instruments“ unter dem Obergriff der „market risk sensitive instruments“ - <https://doi.org/10.5771/9783845287164>, am 05.08.2024, 17:36:24

Fälligkeit unsicher - subjektiv für die Vertragsparteien und objektiv für jeden Dritten. Sie kann schwanken zwischen null und (theoretisch) unendlich (z.B. Short Future/Forward, Short Option)<sup>37</sup> oder zwischen null und einem festen, den Parteien im Voraus bekannten Wert (z.B. Long Future/Forward, Long Option). Die Voraussetzung ist immer bei solchen Geldleistungspflichten erfüllt, die als Produkt der folgenden beiden Faktoren bestimmte werden: einer variablen, zufallsabhängigen und erst bei Fälligkeit empirisch bestimmbarer Größe (Basiswert<sup>38</sup>) und einem einfachen Multiplikator bzw., falls der Basiswert kein Marktpreis (Geldbetrag) ist (z.B. Index, Zinssatz), einem Nominalbetrag („Notional Amount“) in Geld.

Eine beliebte Rechtstechnik zur Erzeugung einer Zahlungsbestimmung (Barausgleich) mit stochastischem Unsicherheitsmoment ist die Simulation einer zeitlich begrenzten Kassaanlage in fungiblen und liquiden Waren oder Wertpapieren (Geschäft mit Differenzausgleich<sup>39</sup>). Dabei wird der zu zahlende (positive) bzw. der zu erhaltende (negative) Betrag definiert über die Differenz zwischen einem vereinbarten Stückpreis des gewählten Basiswertes und seinem Stückpreis zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt, multipliziert mit einer fiktiven Menge des Basiswertes. Auf diese Weise stellen sich die Vertragsparteien so, als ob sie einen (potestativ unbedingten oder bedingten) Termin-Kaufvertrag mit Erfüllung in Natur, zusätzlich ein spiegelbildliches Gegengeschäft zum Kassapreis am Fälligkeitstag des Terminkaufs abgeschlossen und anschließend die Liefer- und Zahlungsansprüche miteinander verrechnet hätten. Die Vereinbarung des Barausgleiches kann „verdeckt“ erfolgen. Hierzu vereinbaren die Parteien dem äußeren Anschein (Wortlaut) nach einen Terminkauf mit Erfüllung in Natur, sind sich aber in Wirklichkeit (wirklicher Wille) darüber einig, dass die Abwicklung bei Fälligkeit im Wege des Barausgleichs erfolgen soll. Realisieren lässt sich dieser Wille unter Wahrung des äußeren Anscheins z.B. dadurch, dass die Parteien abredegemäß kurz vor Ablauf des Terminkaufs pro forma einen spiegelbildlichen Terminverkauf vereinbaren.<sup>40</sup> Zivilrechtlich handelt es sich bei den vereinbarten Liefergeschäften um Scheingeschäfte (§ 117 I, II BGB).<sup>41</sup>

Die stochastische Unsicherheit („Bedingtheit“) kann sowohl aufschiebende „Bedingung“ i.S. des § 158 I BGB<sup>42</sup> für das Entstehen des Zahlungsanspruchs (nicht für den

37 „Short“ bezeichnet in der Finanzsprache eine Leerposition (Verkaufsposition) am Kassa- oder Terminmarkt. „Long“ bezeichnet den Besitz von Kassainstrumenten oder eine Kaufposition am Terminmarkt (*Bestmann*, S. 441, 583).

38 Soweit diese Variable identisch ist mit dem Wert eines Vermögensgegenstands (z.B. Aktie), wird im Folgenden entsprechend dem gängigen Sprachgebrauch vereinfachend nicht nur der Wert, sondern der Vermögensgegenstand selbst als „Basiswert“ bezeichnet.

39 Der Begriff des Differenzgeschäfts wird hier vermieden, weil er in § 764 BGB einen ganz bestimmten juristischen Sinn belegt. Hierzu 2. Kapitel, A.I.2., S. 105 ff.

40 Vgl. *Wolter*, S. 27.

41 Hierzu unten 2. Kapitel, A.I.2.a., S. 106 ff.

42 Nicht denkbar ist eine auflösende Bedingung nach § 158 II BGB. Denn die Bedingung (Betrag des Basiswertes bei Fälligkeit) entscheidet nicht nur über Bestand oder Nichtbestand, sondern auch über den konkreten Inhalt der Forderung. Vor Eintritt der Bedingung lässt sich also der Inhalt der Forderung, d.h. die „Wirkung des Rechtsgeschäfts“ i.S. des § 158 II BGB noch gar nicht bestimm-

Abschluss des Vertrags) als auch bloße Anspruchsvoraussetzung sein. Dies ist im Einzelfall durch Auslegung anhand des Kriteriums zu bestimmen, ob der Eintritt der Rechtsfolgen der §§ 158 ff. BGB gewollt ist. In diesem Zusammenhang kann man bei derivativen Verträgen aufgrund ihres besonderen Inhalts allenfalls an § 162 I, II BGB denken. Dies betrifft etwa den Fall, dass einer der Vertragspartner sein Gewicht auf dem Kassamarkt des Basiswerts dazu ausnutzt, um dessen Entwicklung in seinem Sinne zu beeinflussen. Die Vorschrift des § 162 BGB aber ist Ausdruck des allgemeinen Grundsatzes von Treu und Glauben und auf die treuwidrige Vereitelung bloßer Anspruchsvoraussetzungen ebenso wie auf echte Bedingungen anwendbar.<sup>43</sup> Die Frage, ob die stochastische Bedingtheit eine Bedingung i.S. der § 158 ff. BGB darstellt, bleibt somit ohne praktische Konsequenzen.

Bei Optionen steht das Entstehen eines Zahlungsanspruchs unter der weiteren Bedingung (Potestativbedingung) der Ausübung des Optionsrechts (Willenserklärung).<sup>44</sup> Für Optionen „europäischen“ Stils, die nur zu einem ganz bestimmten Zeitpunkt ausgeübt werden können, hat diese zusätzliche, optionstypische Bedingung allerdings rein formalen Charakter. Denn entsprechend dem eigennützigen Zweck des Geschäfts besteht kein Zweifel, dass der Inhaber als homo oeconomicus die Option bei Fälligkeit ausüben wird, wenn die rechnerischen Voraussetzungen für das Entstehen eines Zahlungsanspruchs gegeben sind, d.h. wenn die Option bei Fälligkeit für den Inhaber „im Geld“ („in-the-money“) ist. Der Inhaber einer Kaufoption („Call“) wird seine Option also ausüben, wenn der aktuelle Marktpreis über dem Ausübungspreis, der Inhaber einer Verkaufsoption („Put“) umgekehrt, wenn der aktuelle Marktpreis darunter liegt.<sup>45</sup> Selbst die formelle Bedeutung des Umstands, dass das Entstehen des Zahlungsanspruchs von der *Ausübung* des Optionsrechts abhängig ist, ist gering, weil das Verlangen nach Barausgleich in der Regel ohne weiteres als konkludente Ausübung gewertet wird. Bei Optionen europäischen Stils wird nicht selten sogar die „automatische“ Ausübung bei Vertragsende vereinbart, sofern sich die Option zu diesem Zeitpunkt „in-the-money“ befindet und der Optionsinhaber nichts Gegenteiliges verlauten lässt.<sup>46</sup> Anders ist die Lage bei Optionen „amerikanischen“ Stils, bei denen der Inhaber den Zeitpunkt der Ausübung innerhalb eines vertraglich vereinbarten Zeitraums frei wählen kann.

Wegen des Kriteriums der stochastischen Bedingtheit der geschuldeten Zahlungen und der damit verbundenen Unbestimmtheit der Forderungshöhe bei Vertragsschluss lassen sich Verbindlichkeiten aus Derivaten terminologisch den (vertraglichen) „Geld-

men.

43 Vgl. Palandt-Heinrichs, § 162 BGB, Rz. 6: § 162 BGB enthalte den allgemeinen Rechtsgedanken, dass niemand aus einem von ihm treuwidrig herbeigeführten Ereignis Vorteile herleiten dürfe.

44 Für die Einordnung einer Option mit Barausgleich als aufschiebend bedingten Zahlungsanspruch z.B. Benzler, S. 245.

45 Grabbe, S. 160.

46 Siehe z.B. § 5.4. („Automatic Exercise“) der „1994 ISDA Equity Option Definitions“ zum „1992 ISDA Master Agreement“ (ISDA-MA); § 4 III des „Anhangs für Devisengeschäfte und Optionen auf Devisengeschäfte“ zum deutschsprachigen „Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte“ von 1993.

wertschulden“ (in terminologischer Abgrenzung zu Geldsummensschulden) zuordnen, ohne dass freilich hiermit konkrete Rechtsfolgen verbunden wären. Bei dieser Art von Zahlungsverbindlichkeit steht die zu bezahlende Summe nicht von Anfang an fest, sondern muss erst noch durch „Wertberechnung“ konkretisiert werden.<sup>47</sup> Die „nennbetragsmäßige Festlegung“ erfolgt also nicht bereits bei Schuldbegründung, sondern findet erst später statt, „etwa mit der Urteilsfällung oder der Erfüllung, weil der Schuldumfang bis dahin von realen Werten abhängt, die sich aus Parteivereinbarung, Rechtsnatur oder Zweck der Verbindlichkeit ergeben können“.<sup>48</sup> Der entscheidende Unterschied zwischen Zahlungsverpflichtungen aus Derivaten und sonstigen vertraglichen Geldwertschulden wie Kaufpreisschulden mit Wertsicherungsklauseln liegt im Umstand der jederzeitigen Bewertbarkeit der Forderung gerade auch vor ihrer Konkretisierung.

## V. Jederzeitige Reproduzierbarkeit

Derivate sind nur solche Verträge, deren stochastisch bedingte Zahlungsströme jederzeit durch Kassa-Investitionen in den zugrunde liegenden Basiswert reproduzierbar sind.

### 1. Grundsatz

Reproduzierbarkeit oder - gleichbedeutend - Duplizierbarkeit eines aus einem Derivat zu erwartenden zukünftigen Zahlungsstroms bedeutet, dass sich zu jedem beliebigen Zeitpunkt während der Laufzeit und bei Fälligkeit des Derivats eine geeignete Anlagestrategie unter Einschluss einer unmittelbaren Transaktion über den Basiswert am Kassamarkt finden lässt, die zeitgleich nach ihrem Nennwert<sup>49</sup> dieselben Zahlungsströme erzeugt wie das Derivat (synthetisches Derivat). Unerheblich ist, ob für die Herstellung des synthetischen Derivats der einmalige Aufbau und das anschließende Halten der duplizierenden Position genügt (statische Reproduktion) oder ob ein ständiges Anpassen der quantitativen Zusammensetzung der kombinierten Position in Abhängigkeit von der Entwicklung des Basiswertes erforderlich ist (dynamische Reproduktion).<sup>50</sup>

Finanzwirtschaftliche Voraussetzung für die Reproduzierbarkeit am Kassamarkt ist eine ausreichende *Marktnähe* des vereinbarten Terminpreises.<sup>51</sup> Termingeschäfte mit Phantasiepreisen, z.B. „deep-in-the-money“-Optionen, die wirtschaftlich betrachtet Darlehen sind,<sup>52</sup> stellen deshalb keine Derivate dar. Das Merkmal der jederzeitigen Repro-

47 Staudinger-K. Schmidt, Vorbem. zu § 244 ff. BGB, Rz. D 44.

48 Grothe, S. 77.

49 Zu den Kreditrisiken s.u. B.II.1., S. 45 ff.

50 Zur Unterscheidung zwischen der statischen und dynamischen Reproduktion s.u. C.I.1., S. 52 ff.

51 Zum Zusammenhang dieses Kriteriums mit der für Börsentermingeschäfte geforderten „Beziehung zum Terminmarkt“ s.u. 2. Kapitel, B.I.4., S. 165 f.

52 S.u. 6. Kapitel, C.I.2., S. 358.

duzierbarkeit stellt zudem ganz bestimmte Anforderungen an den Basiswert. Der Basiswert, verstanden als zufallsabhängige Variable zur Berechnung der Zahlungsströme, muss jederzeit während der Laufzeit des Derivats messbar sein<sup>53</sup> und direkt oder indirekt den Wert einer fungiblen Ware oder (Finanz-) Dienstleistung reflektieren, die handelbar und liquide ist. *Liquidität* des Marktes bedeutet dabei die Existenz eines empirischen, kontinuierlich ermittelbaren Marktpreises, wobei ohne kräftige Preisänderungen ein zusätzliches Angebot abgesetzt, eine zusätzliche Nachfrage befriedigt werden kann.<sup>54</sup> Wirtschaftlich betrachtet ermöglicht die Liquidität des risikotragenden Basiswertes die Isolierbarkeit des Risikos, auf der auch der Bausteineffekt beruht.<sup>55</sup> Weitere Voraussetzung ist, dass der jederzeitigen Gattstellung auch keine sonstigen, etwa rechtlichen Hindernisse entgegenstehen.<sup>56</sup> Nicht notwendig und auch nicht ausreichend<sup>57</sup> ist ein liquider Sekundärmarkt für das Derivat selbst.

Der Basiswert muss *lagerfähig* sein, und sei es auch nur kurzfristig. Längere Gattstellungszeiträume lassen sich im letzteren Falle durch Kettenverträge („revolvierende“ Verträge) überbrücken. Dafür sorgt die Liquidität des Kassamarktes. Die Lagerfähigkeit setzt nicht unbedingt voraus, dass der Basiswert physisch verkörpert sein muss.<sup>58</sup> Entscheidend ist, dass er erwerb- und veräußerbar ist und man zwischen Erwerb und Veräußerung eine gewisse Zeit verstreichen lassen kann, während der sein Marktwert möglichen Schwankungen unterworfen ist. Papierlose Wertrechte erfüllen diese Voraussetzung. Nicht denkbar mangels Lagerfähigkeit sind *Dienstleistungen*, die sich nicht, wie bestimmte Finanzdienstleistungen (z.B. Derivate), auf das Gewähren von Zahlungsansprüchen beschränken, sondern auf eine Tätigkeit gerichtet sind, die unmittelbar in Anspruch genommen werden muss. Strompreis-Futures sind somit schon allein

53 Ähnlich SFAS 133.57(a): Danach ist Basiswert („underlying“) eines Derivats i.S. der Vorschrift „any variable whose changes are observable or otherwise objectively verifiable“ vorbehaltlich der in SFAS 133.10(e) genannten Ausnahmen. Diese beziehen sich auf Größen, die weder direkt noch indirekt handelbar und liquide sind, nämlich klimatische, geologische oder sonstige physikalische Variablen (SFAS 133.10(e)(1)) und Preise nicht liquider Vermögensgegenstände oder Verbindlichkeiten (SFAS 133.10(e)(2)) sowie spezifische Geschäftszahlen einer der Vertragsparteien (SFAS 133.10(e)(3)). Im Gegensatz zur hier vertretenen Konzeption dennoch als Derivate qualifiziert werden Geschäfte über die genannten Basiswerte allerdings, wenn sie börsengehandelt sind, d.h. wenn für sie ein liquider Terminmarkt besteht.

54 Vgl. *D. Schneider*, Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, S. 266.

55 Vgl. *Froot/Stein*, Wharton Working Paper 96-28, S. 1, zur Unterscheidung zwischen liquiden und illiquiden Risikokomponenten von Vermögensgegenständen (z.B. einerseits das Währungsrisiko und andererseits das Kreditrisiko in einem Währungsswap). Hinsichtlich Letzterer seien Risikomanagement- und Investment-Entscheidung nicht voneinander trennbar.

56 Siehe z.B. Aktienoptionen, die Mitarbeiter als Teil der Vergütung gewährt werden (sog. „Stock Options“, vgl. §§ 192 II Nr. 3, 193 II Nr. 4 AktG) und die mit schuldrechtlichen Gattstellungsverböten verbunden sein können. Ein Formulierungsbeispiel für ein solches Verbot findet sich bei *Bredow*, DStR 1998, 380, 381 (§ 5 der Mustervereinbarung zum Aktienoptionsplan). Zur steuerrechtlichen Behandlung von Stock Options unten 6. Kapitel, C.I.3., S. 359 ff.

57 Anders die Konzeption nach SFAS 133, s.o. Fn. 53. Zur Bedeutung eines liquiden Sekundärmarktes nach deutschem Recht s.u. 2. Kapitel, B.I.2.a.cc., S. 154, und 3. Kapitel, B.I.1.c., S. 210 ff.

58 Vgl. den Wertpapierbegriff des KWG, der Forderungen einschließt, über die „keine Urkunden“ ausgestellt sind, „wenn sie an einem Markt gehandelt werden können“ (§ 1 XI 2 HS 1 KWG).

deshalb keine Derivate, unabhängig davon, ob der Markt für den Basiswert (Strom) schon ausreichend liquide ist.

## 2. Folgerungen

In der Praxis begegnet man Termingeschäften, deren stochastische Zahlungsströme auf der Grundlage unterschiedlichster Variablen berechnet werden. Ob es sich dabei um Derivate handelt, hängt von der Liquidität und von der Lagerfähigkeit der Vermögensgegenstände ab, deren Wert diese Variablen (Basiswerte<sup>59</sup>) ausdrücken. Im Folgenden sollen einige wichtige Beispiele angesprochen werden.

### a. Geeignete Basiswerte

Geeignete Basiswerte derivativer Instrumente sind (frei konvertible) *Devisen*, *Edelmetalle*, allgemeine *Zinssätze*, *Geldmarktinstrumente* sowie liquide, insbesondere börsennotierte *Wertpapiere* (Aktien, Schuldverschreibungen). Bei Euro-Bund-Future und Euro-BOBL-Future handelt es sich um Sonderfälle von Zinsderivaten. Nominell liegen ihnen zwar als solche gar nicht existierende, fiktive Schuldverschreibungen der Bundesrepublik Deutschland mit einem Kupon von sechs Prozent, einem Nominalwert von EUR 100.000 und achteinhalb- bis zehneinhalbjähriger bzw. viereinhalb- bis fünfeinhalbjähriger Laufzeit zugrunde.<sup>60</sup> Zu erfüllen sind sie aber in tatsächlich existierenden und ausreichend liquiden Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und ähnlichen Schuldverschreibungen oder börsennotierten Schuldverschreibungen der Treuhandanstalt mit entsprechender Restlaufzeit.<sup>61</sup> Abweichungen des Kupons vom Richtwert in Höhe von sechs Prozent werden durch den sog. „Preisfaktor“ ausgeglichen.<sup>62</sup> Die fiktiven Anleihen sind in ihrer Funktion als Basiswerte der Futures Platzhalter für echte, nach abstrakten Kriterien definierte und in gewissem Umfang vom Schuldner wählbare Anleihen. Die Zahlungsströme aus den genannten Futures sind somit ohne weiteres reproduzierbar und glattstellbar.

*Waren* eignen sich grundsätzlich ebenfalls als Basiswerte, soweit für sie ein ausreichend liquider Kassamarkt besteht. Diese Voraussetzung ist am ehesten, aber durch-

59 S.o. IV., S. 19 Fn. 38, zum Zusammenhang zwischen Basiswert und Vermögensgegenstand.

60 § 2.1.12.1.(1) (Euro-Bund-Future), 2.1.13.1.(1) (Euro-BOBL-Future) der Bedingungen für den Handel an der Eurex Deutschland und der Eurex Zürich ([http://www.eurex.ch/marketplace/g\\_marketplace\\_tradconditions\\_1.html](http://www.eurex.ch/marketplace/g_marketplace_tradconditions_1.html), Abruf v. 1.9.2000).

61 § 2.1.12.1.(2) (Euro-Bund-Future), 2.1.13.1.(2) (Euro-BOBL-Future) der Bedingungen für den Handel an der Eurex Deutschland und der Eurex Zürich; vgl. auch *Diwald*, S. 63, 165: „Korb lieferbarer Anleihen“.

62 *Diwald*, S. 160-165.

aus nicht immer bei Waren mit geringer Produktionstiefe,<sup>63</sup> sog. „Rohwaren“ wie Bodenschätzen, Agrar- und Raffinerieprodukten oder Chemikalien erfüllt. Mögliche, unter Umständen künstlich herbeigeführte<sup>64</sup> Liquiditätsknappheiten können bei diesen Basiswerten die Reproduzier- und Glattstellbarkeit der Zahlungsströme beschränken bzw. zu beträchtlichen Differenzen zwischen dem empirischen und dem theoretischen Preis der Waretermingeschäften führen.<sup>65</sup> Mit der Globalisation der Märkte hat dieser Aspekt an Bedeutung verloren. Besonders restriktive Sonderregeln, denen Waretermingeschäfte noch vor einigen Jahren gegenüber Termingeschäften über Finanzinstrumente („Finanztermingeschäfte“) unterworfen waren, sind weitgehend verschwunden.<sup>66</sup> Bei Produkten mit beschränkter Lagerfähigkeit kann bei der Nachbildung oder Absicherung längerfristiger Terminpositionen am Kassamarkt zusätzlich der Zwang bestehen, gehaltene (Short- oder Long-) Positionen regelmäßig auszutauschen (revolvierende Kassaanlage), was mit erhöhten Transaktionskosten verbunden ist.

Die Anerkennung von sog. *Index-„Derivaten“* (z.B. Aktienindexoptionen) als *Derivate* im hier definierten Sinn hängt davon ab, ob die dem Index zugrunde liegenden Einzelwerte ihrerseits handelbar sind. Bei Termingeschäften über einen Aktienindex ist dies der Fall, denn der Index errechnet sich aus den Kursen eines Korbes von Aktien, für die jeweils ein liquider Kassamarkt besteht. Der Index ist also selbst von handelbaren Basiswerten abgeleitet. Zahlungsströme aus Aktienindexgeschäften lassen sich auf diese Weise mittelbar durch eine Direktanlage in ein Portfolio aus den dem Index zugrunde liegenden Aktien nachbilden.<sup>67</sup> Aktienindexderivate sind deshalb gleichzeitig (durch den Index vermittelte) Aktienderivate. Die speziellen Katastrophen- oder Wetterindices, auf denen die sog. Katastrophen- oder Wetter-„Derivate“ aufbauen, setzen sich dagegen nicht aus handelbaren Einzelwerten zusammen.<sup>68</sup>

*Basket-„Derivate“* unterscheiden sich von *Index-Derivaten* nur insoweit, als der

63 Zum Begriff *D. Schneider*, Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, S. 330.

64 Der US-amerikanische CEA 1936 mit seiner Regulierung von „Futures“ war eine Antwort auf festgestellte Manipulationen des Getreidemarkts durch Erzeugung künstlicher Knappheit Ende des 18. und Anfang des 19. Jahrhunderts (*Greenspan*, Congressional Testimony (30.7.1998), 1998 WL 12762654).

65 Siehe *BCBS*, Januar 1996, Part A.4, „Commodities risk“, Tz. 2, S. 27: Bei Rohstoffen bestehe die Möglichkeit, dass die Märkte „weniger liquide“ seien als bei Zinssätzen und Währungen, „so dass Veränderungen von Angebot und Nachfrage schwerwiegende Auswirkungen auf Preise und Volatilität haben“ könnten. Die Markteigenschaften seien in der Lage, „die Preistransparenz und die wirksame Absicherung gegen das Rohstoffrisiko“ zu erschweren; *Greenspan*, Congressional Testimony (30.7.1998), 1998 WL 12762654: Finanzderivate unterschieden sich wesentlich von Termingeschäften über Agrarprodukte, was mit der Natur des Basiswertes zusammenhänge. Das Angebot an Devisen, Regierungsanleihen oder bestimmte andere Finanzinstrumente sei unerschöpflich, es gebe große Bestände, die bei Bedarf jederzeit auf den Märkten verfügbar seien. Vgl. auch § 53 II 2 BörsG, wo von den „speziellen Risiken von Waretermingeschäften“ die Rede ist.

66 Vgl. noch den früheren § 53 III BörsG (1989), der Börsentermingeschäfte in Waren ausdrücklich vom Anwendungsbereich der Börsentermingeschäftsfähigkeit kraft Information ausnahm (gestrichen durch 2. FinMFG 1994).

67 Zu § 26 GS I zu § 10 KWG, wo dieser Zusammenhang für Aktienindexpositionen anerkannt wird, s.u. 4. Kapitel, B.I.2.a.aa., S. 237.

Basiswert hier aus einem „Korb“ von - stochastischen Schwankungen unterworfenen - Einzelwerten errechnet wird, die nicht, wie beim Index, von neutraler Dritter Seite, sondern von den Vertragspartnern zusammengestellt werden. Für ihre Qualifizierung als Derivate i.S. der vorliegenden Untersuchung gilt Entsprechendes wie bei den Index-„Derivaten“. Aktien-Basket-„Derivate“ sind somit echte Derivate.

Bei *Kreditderivaten* („credit derivatives“) ist nach der Handelbarkeit des Referenzaktivums zu differenzieren.<sup>69</sup> Total Return Swaps sind in der Regel Derivate.<sup>70</sup> Bei diesen Verträgen tauscht der Sicherungsnehmer die Erträge aus einem Referenzaktivum (z.B. einer Anleihe) sowie dessen Wertsteigerungen mit dem Sicherungsgeber gegen die Zahlung eines variablen oder festen Bezugszinses und den Ausgleich der Wertminderungen des Referenzaktivums periodisch aus.<sup>71</sup> Das Kreditrisiko ist hier nur insoweit Basiswert, als es über den Marktwert der Anleihe mediatisiert wird. Dadurch wird eine zeitweilige Übertragung der Wertpapiere zwischen den Vertragsparteien simuliert (Kauf- und Rückkaufpreis jeweils nach Marktwert). Demgegenüber sind Credit Default Swaps nicht notwendigerweise Derivate. Bei diesen Geschäften leistet der Sicherungsgeber dem Sicherungsnehmer mit Eintritt eines vorab spezifizierten Kreditereignisses (sog. „Default Event“) beim Schuldner des Referenzaktivums eine Ausgleichszahlung und erhält dafür eine einmalige oder bei längeren Laufzeiten gegebenenfalls eine annualisierte Prämie.<sup>72</sup> Die Ausgleichszahlung kann von vornherein betragsmäßig festgelegt sein oder vom jeweiligen Restwert des Referenzaktivums abhängen.<sup>72a</sup> Ob die zukünftigen Zahlungsströme aus diesen Geschäften am Kassamarkt reproduzierbar sind, hängt von der Natur des Referenzaktivums ab. Credit Linked Notes schließlich sind strukturierte Anleihen,<sup>73</sup> die man wirtschaftlich als Kombination aus einer Anleihe und einem Credit Default Swap betrachten kann.<sup>74</sup> Sie sind bereits mangels ihres ausschließlich aleatorischen Charakters keine Derivate.

Die Derivatebegriffe der §§ 2 II WpHG, § 1 XI 4 KWG sind im Hinblick auf den Kreis der erfassten Basiswerte enger als das hier vertretene Begriffsverständnis. Beide Definitionen nennen eine abschließende Liste von Basiswerten. Das sind Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, „Zinssätze oder andere Erträge“, „Waren oder Edelmetalle“ sowie der „Kurs von Devisen oder Rechnungseinheiten“ (KWG) bzw. „Devisen“ (WpHG), wobei das WpHG im Devisenbereich sogar noch die außerbörslichen Devi-

68 Siehe auch unten b., S. 26 f.

69 Vgl. aus der Sicht des Derivatebegriffs des KWG *Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen* (BAKred), RS 10-99, unter III: „Eine Zuordnung zum Handelsbuch kann allerdings nur für solche Total Return Swaps oder Credit Default Swaps vorgenommen werden, bei denen es sich um Derivate i.S. von § 1 XI 4 Nrn. 1 und 2 KWG handelt, d.h. deren Referenzaktiva Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente gemäß § 1 XI 2 und 3 KWG sind [...]“.

70 S.u. VI., S. 28 ff., zum Kriterium des ausschließlich aleatorischen Charakters.

71 *BAKred*, RS 10-99, unter II.(i).

72 *BAKred*, RS 10-99, unter II.(ii).

72a *König*, in: Ebenroth/Boujong/Joost, *Allgem. Bankvertrag VIII*, Rz. 152.

73 S.u. VI.2.b., S. 34 f.

74 *BAKred*, RS 10-99, unter II.(iii).

sentermingeschäfte und Devisenswaps wegen mangelnder praktischer Relevanz für das Kundengeschäft ausschließt.<sup>75</sup>

### b. Ungeeignete Basiswerte

Nicht geeignet als Basiswerte für Derivate sind die Marktpreise nicht liquider Vermögensgegenstände,<sup>76</sup> für die kein empirischer, kontinuierlich ermittelbarer Marktpreis existiert. Von vornherein heraus fallen nicht vertretbare Sachen (§ 91 BGB) oder Rechte, die sich nicht zum Gegenstand einer Gattungsschuld eignen (z.B. Grundstücke, Vorkaufsrechte<sup>77</sup>). Keine Derivate i.S. dieser Untersuchung sind deshalb die sog. „Real Estate Derivatives“, deren Zahlungsströme sich nach Indices über Grundstückspreise bestimmen. Nicht ausreichend liquide sind darüber hinaus z.B. die Anteile (Aktien) einer nicht börsennotierten Gesellschaft.<sup>78</sup> Nicht geeignet sind ferner mikroökonomische<sup>79</sup> und makroökonomische Referenzgrößen (z.B. sog. „Macro Swaps“, „Macro Options“),<sup>80</sup> klimatische oder geologische Variablen,<sup>81</sup> wie sie sog. *Versicherungs-* oder *Katastrophen-*„Derivaten“ („insurance derivatives“)<sup>82</sup> zugrunde liegen. Abzugrenzen sind die eigentlichen Versicherungsderivate von den teilweise ebenfalls so bezeichneten Insurance Linked Bonds („Disaster Bonds“, „Catastrophe Bonds“). Hierbei handelt es sich um „strukturierte Anleihen“, die schon deshalb keine Derivate sind, weil es ihnen am ausschließlich aleatorischen Charakter fehlt.<sup>83</sup> Schließlich sind auch *Versicherungsverträge* keine Derivate im hier definierten finanzwirtschaftlichen Sinn, solange ihre Zahlungsströme, wie bei allen herkömmlichen Versicherungsarten, nicht reproduzierbar

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

76 Vgl. SFAS 133.10(e)(2): Danach sind bestimmte außerbörsliche Verträge *nicht* den für Derivate geltenden Bilanzierungsregeln unterworfen, wenn der Basiswert, auf dem die Zahlung („settlement“) beruht, dem Wert eines „nonfinancial asset“ einer der Vertragsparteien entspricht, sofern sich dieser Vermögensgegenstand nicht ohne weiteres („readily“) in Geld umwandeln lässt. Gleiches gilt für den Fall, dass sich der zu bezahlende Geldbetrag nach dem Wert einer „nonfinancial liability“ einer der Vertragsparteien richtet, sofern diese Verbindlichkeit nicht auf die Lieferung eines Gegenstands gerichtet ist, der sich ohne weiteres zu Geld machen lässt.

77 Das schließt nicht aus, dass man Vorkaufsrechte als „Optionen“ betrachten kann. Vgl. *D. Schneider*, Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, S. 268: Das Vorkaufsrecht an einem Grundstück sei „ebenfalls eine Option, wenngleich keine standardisierte“.

78 Vgl. *Knoll*, DStZ 1999, 242, 243, der darauf hinweist, dass die Optionspreistheorie bei Aktien von nicht börsennotierten Gesellschaften nicht funktioniert.

79 Vgl. SFAS 133.10(e)(3): Danach sind bestimmte außerbörsliche Verträge *nicht* den für Derivate geltenden Bilanzierungsregeln unterworfen, wenn der Basiswert, auf dem die Zahlung („settlement“) beruht, eine „genauer bestimmte Verkaufszahl“ oder ein „Ertrag aus Dienstleistungen“ ist.

80 *Marshall/Bansal/Herbst/Tucker*, 5 J. Applied Corp. Fin., Winter, 103, 104, 106 (1992).

81 Vgl. den entsprechenden Ausschluss nach SFAS 133.10(e)(1).

82 Vgl. die „CAT calls“ und „CAT equity put options“, die entweder als OTC-Geschäfte oder über Börsenplätze wie dem Chicago Board of Trade (CBoT) gehandelt werden. Zur Abgrenzung dieser Geschäfte von den „Insurance Linked Securities“ siehe *Hanft/Struve*, VW 1999, 1422 ff. (Abschn.: „Insurance Linked Securities - Grundstrukturen“) sowie unten VI.2.b., S. 35 Fn. 131.

83 S.u. VI.2.b., S. 34 f.

sind.<sup>84</sup> Darüber sollte der Umstand, dass Derivate wegen ihrer Eignung zur Absicherung von Marktrisiken nicht selten als Versicherung bezeichnet werden,<sup>85</sup> nicht hinwegtäuschen. Die Bewertung des herkömmlichen Schadens-, Haftpflicht- oder (Risiko-) Lebensversicherungsvertrags bzw. die Berechnung der Versicherungsprämie beruht nicht auf einer Reproduktion mit (handelbaren) Kassainstrumenten, sondern auf der Einschätzung der durchschnittlichen Schadenswahrscheinlichkeit. Als Derivate sind hingegen solche „Versicherungsverträge“ einzustufen, deren Zahlungsströme reproduzierbar und finanzmathematisch bewertbar sind, etwa weil sie gegen Risiken aus Preisschwankungen liquider Vermögensgegenstände versichern (sog. „financial guarantee insurance“).<sup>86</sup> Verschiedene Versicherungsunternehmen bieten solche Produkte bereits an.<sup>87</sup> In Deutschland steht einer echten Überlappung des Marktes für Versicherungen und Finanzprodukte allerdings aufsichtsrechtlich der herkömmliche, nicht rein funktionelle, sondern institutionell-funktionelle Regelungsansatz von KWG und VAG entgegen.<sup>88</sup>

## VI. Risikovertrag

Derivate sind aleatorische Verträge ohne Umsatzelement (Risikoverträge). Der Begriff des „Umsatzes“ bezeichnet hier den Austausch realer Erfüllungsleistungen. Er dient der

84 Deutlich kommt die Abgrenzung zwischen Derivat und Versicherung im IASC-Projekt (Tentative Steering Committee) über die Bilanzierung von Versicherungsverträgen zum Ausdruck ([http://www.iasc.org.uk/frame/cen3\\_113.htm](http://www.iasc.org.uk/frame/cen3_113.htm), Abruf v. 1.9.2000). Darin wird der Versicherungsvertrag wie folgt definiert: „An insurance contract is a contract under which one party (the insurer) accepts an insurance risk by agreeing with another party (the policyholder) to make payment if a specified uncertain future event occurs (*other than* an event that is only a change in a specified interest rate, security price, commodity price, foreign exchange rate, index of prices or rates, a credit rating or credit index, or similar variable)“ [Hervorhebung durch den Verf.].

85 Vgl. z.B. *D. Schneider*, Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, S. 272, zum Erwerb von Kauf- oder Verkaufsoptionen; *ders.* (a.a.O.), S. 277: Spekulanten an den Terminmärkten erbrächten gegenüber den „Hedgern“ eine Art „Versicherungsleistung“ [Anführungszeichen im Original], obwohl keine Versicherung im technischen Sinn vorliege.

86 Vgl. demgegenüber die inzwischen angesichts der modernen Optionspreistheorie finanzwirtschaftlich überholte Überlegung bei *Möller*, FS Braeß (1969), S. 185, 195: Eine Gewinnversicherung gegen Preis-, Kurs- und Konjunkturschwankungen schlechthin sei wohl theoretisch denkbar, aber versicherungswirtschaftlich undurchführbar. Demgegenüber moderner SFAS 133.10(c), der herkömmliche Lebensversicherungen, Haftpflicht- und Schadensversicherungen aus dem Anwendungsbereich der derivativespezifischen Bilanzierungsregeln herausnimmt (Satz 3), die Möglichkeit von anderen Arten von Versicherungsverträgen, die SFAS 133 (d.h. dem Derivate-Begriff) unterfallen, aber offen lässt.

87 Vgl. *Brian Newhouse* vom Rückversicherungsvermittler *Guy Carpenter* (zit. nach *Rigby*, The Review - Worldwide Reinsurance, NAII Newsletter v. 13.11.1997, S. 3), der von Währungs-Hedge-Geschäften berichtet, die äußerlich in die Form eines Versicherungsvertrags gekleidet sind.

88 Vgl. § 1 I Nr. 4, 10, § 1 Ia Nr. 1 und 2, jeweils i.V.m. § 1 XI KWG, wonach gewerbsmäßige, einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordernde Geschäfte mit Derivaten zur Qualifikation eines Unternehmens als Kreditinstitut bzw. Finanzdienstleistungsinstitut führen; vgl. auf der anderen Seite § 7 II VAG, der für Versicherungsunternehmen deutlich zwischen „Versicherungsgeschäften“ und „Termingeschäften und Geschäften mit Optionen und ähnlichen Finanzinstru-

Abgrenzung zur einseitigen oder beiderseitigen (stochastisch bedingten) rechtsgeschäftlichen Verpflichtung ohne nachfolgende Erfüllung und ist nicht identisch mit dem Leistungsbegriff des Zivil- oder Steuerrechts.<sup>89</sup>

## 1. Grundsatz

Bei Risikoverträgen machen die Vertragspartner ein bestimmtes Informationsdefizit, dessen sie sich bewusst sind,<sup>90</sup> in einer *besonderen* Weise zum Vertragsinhalt („Vertragsgegenstand“<sup>91</sup>). Der Umstand, dass die Leistungspflicht stochastisch bedingt, also vom Zufall abhängig ist,<sup>92</sup> reicht allerdings für sich noch nicht zur Qualifizierung als aleatorischen Vertrag aus. Denn „aleatorische“, d.h. vom Zufall abhängige Elemente prägen die Leistungsbeschreibung auch bei normalen Umsatzgeschäften.<sup>92a</sup> So erlischt etwa bei einem Kaufvertrag die Pflicht des Verkäufers zur Übergabe und Übereignung der verkauften Ware nach § 275 BGB, wenn die Ware vorher durch Zufall (oder auch durch Verschulden einer der Parteien) zerstört wird. So gesehen ist die Vertragspflicht des Verkäufers ebenfalls stochastisch „bedingt“. Jeder Verpflichtungsvertrag trägt die Gefahr, dass sich die Erfüllung der Leistungspflicht nicht so gestaltet, wie sich die Parteien dies bei Vertragsschluss vorgestellt hatten. Die äußeren Umstände zum Leistungszeitpunkt, welche die Erfüllbarkeit der versprochenen Leistung(en) bedingen bzw. ihren Charakter prägen, stimmen dann nicht mit den Umständen überein, von denen die Parteien gemeinsam oder einseitig ausgegangen sind. Der Grund hierfür liegt in den Unsicherheiten der Zukunft und in den Ungenauigkeiten der vertraglichen Leistungsbeschreibung. Ist der Vertrag dennoch wirksam, ist seinem Inhalt bzw. dem Gesetz zu entnehmen, ob der Schuldner selbst dann leisten muss, wenn die Leistung für ihn belastender ist als ursprünglich vorgestellt, und - beim zweiseitig verpflichtenden Vertrag - ob der Gläubiger die Gegenleistung erbringen muss, wenn die erhaltene Leistung hinter

---

menten“ unterscheidet.

89 Siehe zur Qualifizierung der *Zahlungspflichten* aus Derivaten als Leistung i.S. der Austausch-*causa* unten 2. Kapitel, B.I.2.a.aa., S. 147 f., sowie als Leistung i.S. des § 22 Nr. 3 EStG unten 6. Kapitel, C.I.1.a.aa., S. 338 f.

90 Vgl. *Henssler*, S. 14: Den „eigentlichen Risiko- oder Wagnisverträgen“ (in Abgrenzung zu sonstigen Verträgen mit Risikoverteilung) sei der „*bewusste* Unsicherheitsfaktor“ gemeinsam, der diesen Verträgen seinen „spezifischen Sinn und Zweck“ gebe; siehe auch *Capitant*, S. 51, zum „*contrat aléatoire*“ des französischen Zivilrechts: „*La considération du risque fait partie de l' accord conclu par les intéressés*“ [Hervorhebungen durch den *Verf.*].

91 Hierzu weiter unten im Text.

92 S.o. IV., S. 19 ff.

92a „Umsatzgeschäft“ i.S. dieser Abhandlung ist der Inbegriff des nichtaleatorischen Austauschvertrags und der Gegenbegriff zum „Risikovertrag“. Gemeint sind Verträge, die beide Seiten in synallagmatischer, nicht einseitig stochastisch bedingter Verknüpfung dazu verpflichten, sich gegenseitig in Erfüllung dieser Pflichten bestimmte (werthaltige) Leistungen zu gewähren (Bsp.: Kauf-, Tausch-, Dienst-, Darlehensvertrag). Nicht gemeint ist also der hiervon abweichende umsatzsteuerrechtliche Begriff des Umsatzgeschäfts (vgl. §§ 3 VI 5; 6 II 1 Nr. 2; 25b I 1 Nr. 1 UStG).

seinen ursprünglichen subjektiven Erwartungen zurückbleibt. Insofern enthält jeder Vertrag eine „Risikoverteilung“, mögen sich die Parteien des Risikos bewusst gewesen sein oder auch nicht.<sup>93</sup>

Beim sog. aleatorischen Vertrag geht diese „Risikoverteilung“ so weit, dass sie sich auf das vertragliche Gleichgewicht als solches erstreckt. Nicht nur der Leistungsumfang einer oder beider Parteien, sondern der subjektive Mehrwert aus dem Austausch der Erfüllungsleistungen,<sup>94</sup> also der von jeder Vertragsseite zu erzielende Saldo aus empfangener Gegenleistung und eigener Leistung, hängt hier ausschließlich von einem zukünftigen, dem Zufall unterworfenen Umstand ab.<sup>95</sup> Der mit der Verwirklichung des Risikos verbundene subjektive Verlust einer Vertragsseite bringt der anderen Seite einen entsprechenden Vorteil.<sup>96</sup> Der Gesichtspunkt der aleatorischen Unsicherheit über den subjektiven Mehrwert reicht allerdings für sich nicht aus zur Abgrenzung des aleatorischen Vertrags vom nichtaleatorischen Umsatzgeschäft.<sup>97</sup> Hinzu kommt, dass der aleatorische Vertrag im Unterschied zur bloßen Gefahrtragungsregel beim Umsatzgeschäft gerade *um dieser Unsicherheit willen* abgeschlossen wird. Die gegenseitigen Leistungsversprechen verlieren ihren Sinn aus der Sicht zumindest einer der Parteien mit Wegfall der Unsicherheit. Der Umstand, dass der Sinn der gegenseitigen Leistungsversprechen mit der Unsicherheit steht und fällt,<sup>98</sup> kennzeichnet den ausschließlich bestimmenden Charakter des Risikoelements aleatorischer Verträge.

Nichtaleatorisch ist demnach etwa das Liefergeschäft mit hinausgeschobenem Erfüllungszeitpunkt über Gegenstände mit liquidem Kassamarkt (derivateähnlicher Vertrag<sup>99</sup>), denn sein wirtschaftlicher Zweck erschöpft sich, sofern die Lieferpflicht ernst gemeint ist (vgl. § 764 S. 1 BGB), nicht notwendigerweise in der ausschließlich zufallsabhängigen Generierung subjektiven Mehrwerts. Umsatzgeschäft (z.B. Kaufvertrag) und

93 Der Schuldner, der bewusst das Risiko überplanmäßiger Aufwendungen übernimmt, lässt sich dieses Risiko i.d.R. durch eine „Risikoprämie“ vergüten.

94 Näher zum subjektiven Mehrwert des Austausches der Erfüllungsleistungen beim herkömmlichen Umsatzgeschäft sowie des Austausches der gegenseitigen Leistungspflichten beim Derivat unten 2. Kapitel, B.I.1.b.aa. bzw. 2.a.aa., S. 140, 147 ff.

95 Insofern ungenau *Henssler*, S. 12, der die „Ungewissheit“ beim sog. Risikovertrag „auf das Erreichen der mit dem Rechtsgeschäft verfolgten Zwecke“ bezieht.

96 Vgl. das französische Recht: Dort wird der „contrat aléatoire“ in Abgrenzung zum nichtaleatorischen „contrat commutatif“ als Vertrag verstanden, bei dem der Vorteil, den die Parteien aus dem Vertrag ziehen, bei Vertragsschluss noch nicht festgestellt werden kann, weil er von einem ungewissen Ereignis („événement incertain“) abhängt (*Boulat/Chabert*, S. 44, m.w.N.).

97 Vgl. BGH 27.6.1996 - VII ZR 59/95, WM 1996, 2208, unter I.2. b., zu einem Vertrag über die Erbringung von Bauleistungen nach VOB/A vor dem Hintergrund des Gebots der Bestimmbarkeit des Vertragsinhalts: Weder sei „es für die Wirksamkeit einer Willenserklärung von Bedeutung, dass die damit eingegangenen Verpflichtungen kalkulierbar sind“, noch gebe „es auch nur einen Erfahrungssatz, wonach regelmäßig nur kalkulierbare Verpflichtungen eingegangen werden.“

98 Insofern ähnlich *Henssler*, S. 14: „Erst die in der Unsicherheit gleichzeitig liegenden Chancen und Gefahren“ seien „Anlass dafür, dass das gesamte Vertragswerk überhaupt zustande gekommen“ sei.

99 S.o. III., 13 ff.

aleatorischer Vertrag schließen sich begrifflich gegenseitig aus.<sup>100</sup> Nur insofern, als der Bestand des Vertrages von der Existenz der Unsicherheit abhängt, sollte man das Risiko als „Vertragsgegenstand“ bezeichnen,<sup>101</sup> will man dieses Merkmal als kennzeichnend für aleatorische Verträge betrachten.<sup>102</sup> Nicht möglich ist es dagegen, darauf abzustellen, ob das Risiko bewusst durch den Vertrag selbst aufgebaut wurde oder von außen kommt.<sup>103</sup> Denn jedes vertragliche „Risiko“, bei aleatorischen Verträgen wie bei Umsatzgeschäften (z.B. Risiko einer Sachmängelhaftung), ist einerseits „vertraglich aufgebaut“, weil es auf vertraglicher Vereinbarung beruht und sich in Leistungspflichten verwirklicht, kommt aber andererseits insofern auch „von außen“, als das Schicksal der vertraglichen Leistungspflicht nach dem Willen der Vertragsparteien von einem äußeren Ereignis oder Zustand abhängig gemacht wird. Das gilt für den Spielvertrag wie für den Gefahrübergang beim Kaufvertrag.

Derivate sind ausschließlich aleatorisch, weil sie Zahlungsströme gerade wegen der stochastischen Bedingtheit ihres Betrags erzeugen (subjektives Element). Würde die Höhe des Basiswertes bei Fälligkeit bereits im Voraus feststehen, würde der Vertrag gar nicht erst abgeschlossen, weil er dann für eine Seite ausschließlich einen vorhersehbaren Nachteil mit sich bringt. Dass sich alle Derivate (dynamisch oder statisch) in Kombinationen aus herkömmlichen Umsatzgeschäften zerlegen lassen,<sup>104</sup> widerspricht nicht der Ausschließlichkeit ihres aleatorischen Charakters. Denn die nichtaleatorischen Elemente der einzelnen Bausteine heben sich in der Kombination wirtschaftlich betrachtet gegenseitig auf. Bei sog. hybriden Finanzinstrumenten,<sup>105</sup> die sich in eine Kombination aus einem Darlehen und einem Derivat zerlegen lassen, ist dies gerade nicht der Fall. Deshalb sind solche Geschäfte keine Derivate.

100 Ähnlich wie hier, speziell für Differenzgeschäfte nach § 764 BGB und ohne Begründung *Menninger*, S. 83: Sie sieht in den §§ 762, 764 BGB einen das Vorliegen eines Kaufvertrags ausschließenden „eigenständigen Vertragstyp der vom Zufall abhängigen aleatorischen Verträge“; scheinbar widersprüchlich aber *dieselbe* (a.a.O.): Die Gewinnaussicht eines Aktienindex-Futures könne „Kaufgegenstand“ sein. A.A. *Schäfer*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 17, Rz. 26: Es gebe grundsätzlich keinen Vertragstypus als Grundlage für Differenzgeschäfte; Kaufverträge könnten sich daher ebenso wie Tausch, Kommission, Auftrag oder Verträge sui generis als Differenzgeschäfte darstellen. Zum französischen Zivilrecht vgl. *Boulat/Chabert*, S. 44 f., speziell zu Swap-Verträgen: „Contrats commutatifs“ und „contrats aléatoires“ schlossen sich aufgrund ihrer unterschiedlichen „cause de l’ obligation“ gegenseitig aus. Zum Gesichtspunkt der causa siehe noch ausführlich unten 2. Kapitel, B.I.1.b., S. 138 ff. Dazu, dass Kaufvertrag und Derivat sich auch unter dem Gesichtspunkt der Erzeugung von Zahlungsströmen (Finanzinstrument) gegenseitig ausschließen, s.o. III., S. 16.

101 Vgl. *Henssler*, S. 14: Das Risiko sei bei den „eigentlichen Risiko- und Wagnisverträgen“ „nicht mehr nur unerwünschtes Störungspotential“, sondern „Vertragsgegenstand“.

102 Vgl. als Bsp. für die Qualifizierung des Risikos als „Vertragsgegenstand“ in einem weiteren Sinn *Schwintowski*, JZ 1996, 702, 704: Er zählt selbst den (nicht aleatorischen) „Erwerb von Aktien“ zu den Geschäften, „die Risiken zum Gegenstand haben“.

103 So aber z.B. v. *Arnim*, AG 1983, 29, 43 Fn. 122: Der entscheidende Unterschied zwischen Termingeschäft und Versicherungsvertrag bestehe darin, dass bei Letzterem das Risiko nicht erst durch den Vertrag begründet werde, sondern „außerhalb“ des Vertrags liege.

104 S.u. unter C.I.1., S.52 ff.

105 S.u. bei 2.b., S. 34 f.

Derivate werden als „Nullsummenspiel“ bezeichnet,<sup>106</sup> teilweise sogar über dieses Kriterium definiert,<sup>107</sup> weil sich Gewinne und Verluste auf beiden Seiten des Vertrags immer zu null addieren. Dieser Sichtweise liegt zusätzlich die Auffassung zugrunde, dass Derivate nicht mit einer eigenen Wertschöpfung verbunden,<sup>108</sup> sondern auf eine bloße (vom Zufall abhängige) einseitige Wertverschiebung gerichtet sind. Ob dies volkswirtschaftlich richtig ist, könnte angesichts des objektiven Marktwertes stochastisch bedingter Ansprüche bezweifelt werden,<sup>109</sup> braucht hier aber nicht geklärt zu werden.

## 2. Folgerungen

Das Kriterium des ausschließlich aleatorischen Charakters bewirkt eine weitere Einengung des Kreises derivativer Finanzinstrumente.

### a. „Traditionelle Derivate“

Terminkäufe (Futures/Forwards), Optionen und Swaps bilden, wie gesagt,<sup>110</sup> den „Kernbereich“ von Instrumenten, die fast von allen als „traditionelle“, „klassische“ „Derivate“ betrachtet werden. Der hier vorgestellte Definitionsansatz deckt sich mit diesem Begriffsverständnis nur zum Teil.

Terminkäufe und Optionen erfüllen die Voraussetzungen des ausschließlich aleatorischen Elements ohne weiteres, wenn sie durch Barausgleich erfüllt werden.<sup>111</sup> Opti-

106 Vgl. *BIS*, April 1986, S. 203 f.; *Hazen*, 86 Nw. U. L. Rev. 987, 1006 (1992); vgl. auch die Entscheidung des US-Court of Appeals für den Bereich New York v. 8.7.1980, *Leist v. Simplot*, 638 F.2d, 283, 286 (2nd Cir. 1980): „Futures trading is a zero-sum game“.

107 Vgl. *Culp/Furbush/Kavangh*, 7 J. Applied Corp. Fin., Fall, 73, 74 (1994): Es sei von den Verwendern der herkömmlichen Definition von Derivaten [über die bloße Abgeleitetheit des Wertes, s.o. I., S. 11, bei Fn. 7] vermutlich nicht gewollt, Wertpapiere wie z.B. herkömmliche Schuldverschreibungen und Aktien einzubeziehen. Der Fehler der herkömmlichen Begriffsbestimmung liege darin, dass sie Derivate nicht als (vertragliche) Nullsummenprodukte definiere („products that exist in »zero net supply«“), bei denen einer Long-Position (Käufer) eine Short-Position (Verkäufer) gegenüberstehe.

108 So *Hazen*, 86 Nw. U. L. Rev. 987, 1006 f. (1992); ansatzweise ferner *Samtleben*, *RabelsZ* 61 (1997), 779, 782, zur Rechtfertigung des Differenz- und Börsentermineinwands gegenüber dem Argument, der Teilnehmer am Terminmarkt verdiene keinen größeren Schutz als der spekulative Käufer am Kassamarkt für Aktien: Dabei werde „ausgeblendet“, dass es sich bei der Aktienanlage um „mögliche Risiken“, bei der Terminanlage dagegen um „notwendige Verluste“ handle, bei der lediglich noch nicht feststehe, wen sie träfen. Zur Beurteilung des Börsentermineinwands s.u. 2. Kapitel, B.I.2., 4., S. 146 ff., 165 ff.

109 S.u. unter C.IV., S. 61 ff.; zum vertragsrechtlichen Leistungscharakter unten 2. Kapitel, B.I.2.a.aa., S. 147 ff.

110 Oben I., S. 10.

111 Diese Erkenntnis steht der möglichen Subsumierbarkeit dieser Geschäfte unter die Vorschriften des BGB für Kauf- bzw. Tauschverträge nicht per se entgegen. Zu dieser Frage siehe bereits oben III.,

onen sind zweiseitig verpflichtende Verträge, bei denen die Leistungspflicht auf einer Seite vollständig aufschiebend stochastisch und zusätzlich potestativ bedingt ist. Der ausschließlich aleatorische Charakter der Option ergibt sich daraus, dass der Stillhalter je nachdem, wie der Zufall entscheidet, die Optionsprämie behalten darf, ohne selbst leisten zu müssen, oder aber eine Leistung zu erbringen hat, die ihn viel mehr kosten kann, als der Wert der erhaltenen Optionsprämie ausmacht. Terminkäufe und Optionen mit Erfüllung in Natur sind, sofern für die zu liefernden Gegenstände ein ausreichend liquider Kassamarkt vorhanden ist, bereits deshalb nur derivateähnlich, aber keine Derivate, weil sie nicht nur auf eine Geldleistung gerichtet sind.<sup>112</sup> Ihnen fehlt es aber wegen ihres Charakters als echte Umsatzgeschäfte darüber hinaus am *ausschließlich aleatorischen* Element.<sup>113</sup> Bei Optionen gilt dies unabhängig davon, wie diese im Einzelfall zivilrechtlich konstruiert sind. Besteht nur ein einheitlicher, aufschiebend potestativ bedingter Liefervertrag (Kaufvertrag), ist die Lage nicht anders als bei sonstigen potestativ bedingten Umsatzgeschäften, z.B. im Rahmen von Vereinbarungen über die Lieferung auf Abruf. Bestehen zwei Verträge, sind beide Umsatzgeschäfte. Das (potestativ bedingte) Ausübungsgeschäft ist normaler Sachkauf, der Vertrag zur Begründung der Option wird als „eigenständiges, vom Hauptgeschäft zu trennendes, synallagmatisches Rechtsverhältnis“ betrachtet.<sup>114</sup>

In Bezug auf Swaps muss man danach differenzieren, ob die gegenseitigen Leistungen ausschließlich aleatorisch bedingt sind oder ob sie zusätzlich einen nicht ausschließlich aleatorischen Austausch von Leistungen vorsehen. Letzteres betrifft Swaps mit Austausch des Nominalwertes und/oder Swaps mit regelmäßigen beiderseitigen, nicht automatisch zu einem (positiven oder negativen) Differenzbetrag verrechneten Zahlungen. Swaps mit regelmäßigen Differenzzahlungen ohne Austausch der Nominalbeträge unterscheiden sich von Terminkäufen und Optionen mit Barausgleich nur durch die Vielzahl der Zahlungstermine.<sup>115</sup> Sie können, die Liquidität des Basiswertes vorausgesetzt,<sup>116</sup> als Bündel paralleler Terminfestgeschäfte (z.B. Zinssatzterminfestgeschäfte, sog. Forward Rate Agreement, FRA) mit unterschiedlichen Fälligkeitszeitpunkten inter-

---

S. 16.

112 S.o. III., S. 18.

113 Zu dieser Erkenntnis konzeptionell im Widerspruch steht freilich die in § 764 S. 2 BGB angeordnete Anwendung des Spieleinwands auf derivateähnliche Verträge. Hierzu unten 2. Kapitel, B.I.3., S. 164 f.

114 *Henssler*, S. 593; siehe auch *Schönle*, § 47 II.2.b., S. 467. Zum Meinungsstreit um Einheits- und Trennungstheorie s.o. unter A.III., S. 15 f., bei Fn. 22-24.

115 Die Bezeichnung „Tausch“ (englisch: swap) ist bei Swaps dieser Art irreführend. Denn zu den einzelnen Zahlungsterminen fließen Zahlungsströme immer nur in eine Richtung, nämlich in diejenige des jeweiligen „Gewinners“.

116 Die gängigsten Swaps beziehen sich auf Zinssätze und/oder Wechselkurse. Theoretisch denkbar sind alle Basiswerte, die auch zu Terminkäufen und Optionen genutzt werden. Beim „Total Return Swap“ richten sich die gegenseitigen Zahlungsströme nach dem Wert der Kursveränderungen bestimmter Wertpapiere während der Laufzeit, beim Weizenpreis-Swap, um ein exotischeres Beispiel zu wählen, nach den Schwankungen des Weizenpreises. Zu Letzterem *Faruqee/Coleman*, World Bank Discussion Paper No. 334, S. 43.

pretiert werden<sup>117</sup> und sind auch selbst Derivate. Demgegenüber sind Swaps mit Austausch der Nominalbeträge oder Swaps, bei denen es zu den periodischen Fälligkeitsterminen zu einem echten synallagmatischen Leistungsaustausch und nicht bloß zu einem Barausgleich kommt, wegen ihres partiellen Umsatzcharakters keine Derivate. Swaps dieser Art können wegen der Möglichkeit, das Umsatzelement am liquiden Kassa- bzw. Kreditmarkt glattzustellen und somit das wirtschaftliche Ergebnis des Geschäfts auf Differenzzahlungen zu reduzieren, den derivateähnlichen Geschäften zugeordnet werden.<sup>118</sup>

Periodischen synallagmatischen Zahlungsaustausch gibt es z.B. bei Zinsswaps mit nicht gleichlaufenden Zahlungsterminen für den Schuldner der festen Zinssätze (Fixed-Rate-Payer) und denjenigen der variablen Zinssätze (Floating-Rate-Payer).<sup>119</sup> Beim Währungsswap<sup>120</sup> und beim kombinierten Zins- und Währungsswap kommt es regelmäßig zum Austausch der Nominalbeträge in unterschiedlichen Währungen bei Vertragsabschluss, zu ihrem Rücktausch zum historischen Tauschkurs am Ende der Laufzeit sowie zum periodischen Austausch der währungsverschiedenen Zinszahlungen während der Laufzeit. Finanzwirtschaftlich können diese Geschäfte in eine Reihe bzw., beim Zins- und Währungsswap, in zwei Reihen von Futures für die Zinszahlungen und zwei gegenseitige Fremdwährungsdarlehen für den Austausch der Nominalbeträge zerlegt werden. Über die vertragsrechtliche Qualifizierung von Währungsswaps besteht ein Meinungsstreit. Während manche diese Geschäfte zivilrechtlich gleichermaßen als gegenseitige Darlehen (sog. Parallelkredite<sup>121</sup>) bewerten,<sup>122</sup> gehen andere, je nach vertragsrechtlicher Einstufung des Devisenhandels allgemein, von einem doppelten Tausch<sup>123</sup> oder einem doppelten Kauf<sup>124</sup> und wieder andere von Verträgen sui generis aus.<sup>125</sup> Auf die Einzelheiten der Diskussion braucht hier indes nicht eingegangen zu werden. Wichtig ist nur,

117 Siehe z.B. *BAKred*, RS 17/99, Anlage, Tz. 6, zum Begriff des Derivats nach § 1 XI 4 KWG: Der Swap sei „lediglich eine Sonderform des Termingeschäfts (mehrfacher statt einfacher Zahlungsaustausch)“.

118 Zum Begriff siehe bereits oben unter III., S. 18.

119 Zur zivilrechtlichen Einordnung von Zinsswaps siehe z.B. *Maulshagen/Maulshagen*, BB 2000, 243, 245 („atypische Verträge“); ebenso *König*, in: Ebenroth/Boujong/Joost, Allgem. Bankvertrag VIII, Rz. 128 (m.w.N.).

120 *Erne*, S. 25; *Lassak*, S. 19; *Scharpf/Luz*, D.2.1.2., S. 394.

121 Hierzu *BIS*, April 1986, S. 40.

122 *Borchers*, S. 55; vgl. auch *Lüer*, WM-Studienbeilage 1/1977, S. 5 („neben Kauf- oder Tauschelementen auch Merkmale des Darlehens“). Kritisch *Fülbier*, ZIP 1990, 544, 545; *Kleiner*, S. 207, *Grothe*, S. 64 f.

123 *Fülbier*, ZIP 1990, 544; anders *ders.*, NJW 1990, 2797, 2798: „Sachkauf“.

124 *Ebenroth/Messer*, ZVglRWiss 87 (1988), 1, 6; *Hamacher*, Die Bank 1989, 666, 669; *Schwark*, BörsG, Einl §§ 50-70 BörsG, Rz. 31; vgl. auch *Grothe*, S. 66, 61, der je nach Auslegung des Parteiwillens und der Rollenverteilung der Parteien im Einzelfall von doppeltem Kauf oder doppeltem Tausch ausgehen will.

125 Vgl. *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bd. 3, § 114, Rz. 59: „Atypische gegenseitige (synallagmatische) Verträge eigener Art mit starken kaufvertraglichen Elementen“; *Erne*, S. 62 („atypische Verträge eigener Art mit Dauerschuldcharakter“); *Maulshagen/Maulshagen*, BB 2000, 243, 247; *König*, in: Ebenroth/Boujong/Joost, Allgem. Bankvertrag VIII, Rz. 129; *Krämer*, S. 157; *Bosch*, WM 1995, 365, 372.

dass diese Geschäfte bezüglich der Kapitalbeträge einen nichtaleatorischen Austausch von synallagmatisch miteinander verbundenen Erfüllungsleistungen zum Gegenstand haben. Bei Devisenswaps, die ebenfalls keine Derivate im hier verstandenen Sinne sind,<sup>126</sup> werden im Gegensatz zu Währungsswaps Kapitalbeträge in verschiedenen Währungen ohne die zugehörigen Zinsverpflichtungen ausgetauscht. Der Rücktausch erfolgt nicht wie beim Währungsswap zum Kassakurs der Anfangstransaktion, sondern regelmäßig zum marktüblichen Terminkurs im Zeitpunkt der Anfangstransaktion. Der Devisenswap ist damit wirtschaftlich eine Kombination aus einem Devisenkassa- und einem Devisentermingeschäft<sup>127</sup> mit Erfüllung in Natur.<sup>128</sup>

### b. Sonstige Geschäfte

Das Kriterium der Ausschließlichkeit des aleatorischen Charakters führt zum Ausschluss von Finanzinstrumenten, die neben dem derivativen, aleatorischen Element noch Merkmale eines synallagmatischen Leistungsaustauschs i.S. eines Umsatzgeschäfts beinhalten.<sup>129</sup> Keine Derivate im hier definierten Sinn<sup>129a</sup> sind deshalb die sog. „hybriden“ Geschäfte (auch: „strukturierte Produkte“<sup>130</sup>, Kombinationsgeschäfte, „compound instruments“, „embedded derivatives“), die herkömmliche Instrumente, insbesondere festverzinsliche oder einfache variabel verzinsliche Anleihen (Floating Rate Notes,

126 Insofern entsprechend wie hier der Derivatebegriff des § 2 II WpHG, der in Nr. 2 Währungs-, nicht aber Devisenswaps erfasst und damit von der deutschen Textfassung („Devisenswaps“) der Richtlinie 93/22/EWG des Rates v. 10.5.1993 „über Wertpapierdienstleistungen“ (ISD, ABIEG Nr. L 141/27 v. 11.6.1993) abweicht; hierzu Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses des Bundestags (BT-Drucks. 13/7627 v. 13.5.1997, S. 166) zu Artikel 2 (Änderung des WpHG), Nr. 3 (§ 2 II) des RegE eines Gesetzes zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften, mit Verweis auf den englischen Wortlaut („currency swaps“) und die in den Erwägungsgründen zum Ausdruck gebrachte Intention der ISD; anders der Derivatebegriff des § 1 XI 4 Nr. 3 KWG, der Währungs- und Devisenswaps gleichermaßen erfasst.

127 Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (Fn. 126); *Scharpf/Luz*, D.2.1.2., S. 397.

128 Zur zivilrechtlichen Klassifizierung als doppelter Devisenkaufvertrag *Decker*, WM 1990, 1001, 1007, unter Berufung auf die „übereinstimmende Auffassung in der Literatur“; *Schönle*, S. 404. Immerhin zweifelnd *Krämer*, S. 152, der es offen lässt, ob man Devisenswaps nicht „zutreffender“ als „Kauf mit Rücktauschvereinbarung“ qualifizieren muss.

129 Vgl. *Ekkenga*, S. 379, der mit seiner Unterscheidung zwischen „investiven“ und „nicht investiven“ Geschäften genau diese Grenzlinie zwischen rein aleatorischen Geschäften und Umsatzgeschäften zu meinen scheint.

129a Für ein abweichendes Begriffsverständnis vgl. aber z.B. die US-amerikanische Bankenaufsichtsbehörde OCC, S. 5 („Glossary of Terms“, Stichwort: „Derivative“): „Derivative transactions include a wide assortment of financial contracts including structured debt obligations and deposits [...]“ [Hervorhebung durch den Verf.].

130 Zu „strukturierten Produkten“ siehe z.B. RS R 3/99 des BAV. Dort (unter A.I.) wird ein strukturiertes Produkt definiert als ein „Anlagegegenstand, bei dem ein Kassainstrument mit einem oder mehreren derivativen Finanzinstrument(en)“ i.S. des BAV-RS R 7/95 „fest zu einer rechtlichen und wirtschaftlichen Einheit verbunden ist“.

FRN) mit Elementen derivativer, derivateähnlicher oder nichtderivativer<sup>131</sup> Termingeschäfte kombinieren.<sup>132</sup> Dabei ist die Höhe der Zinszahlungen, der Betrag des rückzahlenden Kapitals oder beides von einer (nicht notwendigerweise kontinuierlich<sup>133</sup>) mess- bzw. errechenbaren stochastischen Größe abhängig. Dadurch ist das Rendite-, aber auch das Risikopotential im Vergleich zu einer herkömmlichen Standardanleihe erhöht. Zu nennen sind etwa Wandelanleihen („Convertible Bonds“), Indexanleihen („Index Linked Securities“), Gewinnobligationen („Equity Linked Securities“) oder umgekehrt variabel verzinsliche Anleihen („Inverse Floater“).<sup>134</sup> Gleiches gilt für Indexzertifikate (auch: Indexpartizipationsscheine) oder Basketzertifikate (auch: Aktienkorbzertifikate). Dies sind handelbare Inhaberschuldverschreibungen ohne Zinskupons, bei denen der Emissionskurs und Schlussabrechnungsbetrag prozentual zu einem Wertpapierindex bzw. dem Wert eines vom Emittenten individuell zusammengestellten Aktienkorbs in Bezug gesetzt werden, wobei die Gewinnmöglichkeiten nach oben durch einen „Cap“ begrenzt sein können (sog. Capzertifikate). Zwar ist bei diesen Instrumenten nach der Vertragsstruktur nicht nur der Ertrag, sondern wie bei Optionen auch die Rückzahlung des Einsatzes in gesamter Höhe stochastisch bedingt ausgestaltet. Ebenso wie bei einer entsprechenden Direktanlage in einen Aktienkorb ist es praktisch aber so gut wie ausgeschlossen, dass der Wert des Indexes bzw. des Korbes auf Null sinkt und damit ein Totalverlust eintritt. Insofern haben Index-Zertifikate immer auch Darlehenscharakter.

- 
- 131 Siehe z.B. die sog. Insurance Linked Securities oder Insurance Bonds, denen nicht am Kassamarkt reproduzierbare Katastrophenindices zugrunde liegen. Wirtschaftlich übernehmen die Anleger bei diesen Geschäften die Funktion von Rückversicherern, wobei die „Versicherungssumme“ im Voraus bezahlt bzw. kreditiert wird. Hierzu *Hanft/Struve*, VW 1999, 1422 ff.; *Anders*, VW 1999, 161 ff. (Teil I); 232 ff. (Teil II). Zu den hiervon zu unterscheidenden Insurance Derivatives s.o. V.2.b., bei Fn. 82.
- 132 Vgl. *Ekkenga*, S. 379, allgemein zur „Kombination investiver und nicht investiver (schwebender) Geschäfte“ (zur Begrifflichkeit oben Fn. 129): Im Ansatz ließen sich zwei Kombinationstechniken unterscheiden, nämlich „Typenverschmelzung“ und „(bloße) Typenverbindung“. Bei Typenverschmelzung bestehe nicht nur ein „wirtschaftlicher“, sondern ein „konstruktiver Zusammenhang“ der einzelnen Bestandteile („Produkte“). „Mindestens ein Bestandteil eines der betreffenden Finanzprodukte“ entfallende und werde „durch ein produktfremdes oder ein anderes Finanzprodukt“ ersetzt.
- 133 Vgl. die Pläne des internationalen Fußballverbandes FIFA, im Hinblick auf die Weltmeisterschaften 2002 und 2006 eine Risikoabsicherung („cancellation, personal injury“) in Höhe von CHF 4,4 Mrd. über den Kapitalmarkt („insurance bonds“) zu erreichen (berichtet nach *The Review - Worldwide Reinsurance, World Cup risk to go to capital markets*, July 1998, S. 5).
- 134 Im Sprachgebrauch der Finanzpraxis werden demgegenüber hybride Anleihen häufig den „Derivaten“ zugeordnet. Hierzu bereits *Global Derivatives Study Group*, S. 29, mit Beispielen für sog. „derivative securities“. Vgl. ferner *Eller*, in: *Eller* (Hrsg.), S. 3, 7: Strukturierte Anleihen seien „derivative Instrumente im weiteren Sinne“; *Funk*, RIW 1998, 138 f., der die Begriffe „hybrides Finanzinstrument“ (z.B. Wandelanleihen, Indexanleihen, Gewinnobligationen) und „Derivat“ gleichzusetzen scheint; *Kolbrenner*, 15 Va. Tax Rev. 211, 213 Fn 1 (1995), der wohl mit Ausnahme der herkömmlichen variabel verzinslichen sämtliche Schuldverschreibungen mit stochastisch bedingten Zahlungsströmen als Derivate betrachtet; speziell zu umgekehrt variabel verzinslichen Anleihen siehe die Entscheidung des US Bankruptcy Court v. 22.5.1995, *In re County of Orange*, 183 B.R. 594, 598: Der vom Schatzmeister des anschließend insolventen *Orange County* bevorzugte „Derivate-Typ“ sei der sog. „Inverse Floater“ gewesen. Ebenso *Jorion*, *Big Bets*, S. 46 ff.

Finanzwirtschaftlich kann man sie als Kombination aus einem Darlehen und einer Short-Position in einer Kaufoption betrachten.<sup>135</sup>

Wertpapierpensionsgeschäfte (auch: „Repurchase Agreements“ oder „Repos“ bzw. aus der Sicht der Gegenpartei „Reverse Repos“) sind ebenfalls keine Derivate bzw. derivateähnlichen Geschäfte.<sup>136</sup> Repos sind Verträge, in denen sich die eine Seite (Pensionsgeber) zur Übertragung einer bestimmten Menge von Wertpapieren und die andere Seite (Pensionsnehmer) zur Bezahlung eines bestimmten, in der Regel am Marktwert der Papiere orientierten Geldbetrags verpflichtet. Gleichzeitig verpflichtet sich der Empfänger der Papiere, diese<sup>137</sup> bzw. eine entsprechende Anzahl desselben Typs<sup>138</sup> zu einem späteren Termin an die Gegenseite gegen Bezahlung eines fest vereinbarten Preises zurückzuübertragen (echtes Pensionsgeschäft, vgl. § 340b II HGB). Das Marktrisiko der Papiere verbleibt beim Pensionsgeber, dem im Gegenzug die während der Dauer des Pensionsgeschäfts anfallenden Wertpapiererträge zustehen. Wird der Pensionsnehmer lediglich einseitig berechtigt, die Rückübertragung der Wertpapiere gegen Bezahlung zu verlangen, ist er aber hierzu nicht verpflichtet, spricht man von unechtem Pensionsgeschäft (vgl. § 340b III HGB). Finanzwirtschaftlich betrachtet entsprechen echte und unechte Repos einem Kassaverkauf der Wertpapiere, verbunden mit dem gleichzeitigen unbedingten bzw. potestativ bedingten Terminkauf (aus der Sicht des Pensionsgebers) oder einem (mit den Wertpapieren) besicherten Darlehen. Daran zeigt sich der Umsatzcharakter des Geschäfts. Ähnliches gilt für die sog. Wertpapierleihe. Sie ist keine „Leihe“ (§ 598 BGB), sondern Sachdarlehen über Wertpapiere i.S. des § 607 BGB<sup>139</sup> und kein Derivat.<sup>140</sup> Regelmäßig ist sie mit einer Abrede zur Herausgabe der Nutzungen (z.B. Dividenden, Zinsen) verbunden. Die Pflicht zur Rückübertragung von Wertpapieren gleicher Art und Menge bei Fälligkeit entspricht wirtschaftlich einer Short-Position in einem Future. Dieses aleatorische Element ist indes nicht ausschließlicher Natur. Denn die Wertpapierüberlassung auf Zeit ist eine eigenständige nichtaleatorische Dienstleistung. Schließlich sind auch langfristige Liefergeschäfte mit Preisgarantie we-

135 A.A. auf der Grundlage einer rein formellen Betrachtung BMF 21.7.1998, IV B 4-S 2252-116/98, zur Frage der Besteuerung von Erträgen aus Index- Partizipationsscheinen als Einkünfte aus Kapitalvermögen: Sei bei einer Kapitalanlage die gesamte Rückzahlung ausschließlich von der ungewissen Entwicklung eines Indexes abhängig, erziele der Anleger auch bei positiver Entwicklung des Indexes keinen steuerpflichtigen Kapitalertrag i.S. des § 20 I Nr.7 EStG.

136 So auch die Systematik des Art. 2 Nr. 6 lit. b der Kapitaladäquanzrichtlinie 93/6/EWG v. 15.3.1993 (CAD), der begrifflich zwischen „abgeleiteten Instrumenten des Freiverkehrs“ (in der englischen Fassung: „over-the-counter (OTC) derivative instruments“), „Pensionsgeschäften“ und „Wertpapierverleihgeschäften“ unterscheidet.

137 Vgl. die Pensionsgeschäfte des § 340b HGB, die bei Finanzinstituten einer bilanziellen Sonderbehandlung unterworfen sind.

138 Siehe z.B. § 3(f) des englischen Recht unterstellten PSA/ISMA Global Master Repurchase Agreement vom November 1995.

139 Obermüller, Rz. 8.131 und 8.134; Dörge, S. 39-41.

140 Zur entsprechenden Terminologie des Art. 2 Nr. 6 lit. b CAD s.o. Fn. 136; anders demgegenüber Claussen, § 9, Rz. 195a: „Im weiteren Sinn“ könne man auch die Wertpapierleihe zu den Derivaten zählen; ders. § 9, Rz. 207, S. 386: Die Wertpapierleihe habe „Ähnlichkeit mit dem Derivatengeschäft“, weil sie ein vom Wertpapier abgeleitetes Finanzprodukt sei

gen ihres Umsatzcharakters keine Derivate und nicht einmal Finanzinstrumente.<sup>141</sup>

## B. Risiken

Chancen und Risiken bezeichnen allgemein die Ungewissheit über den Eintritt oder das Ausmaß zukünftiger Vor- oder Nachteile, also einen *Informationsmangel*, ein subjektives oder objektives Nichtwissen, wobei die fehlende Information als Grundlage für eine rationale Entscheidung gebraucht wird (z.B. Geschäftsplanung, individuelle Anlageentscheidung, Gewinnbestimmung und -verwendung). Die stochastische Bedingtheit der in Derivaten vereinbarten bzw. versprochenen (reproduzierbaren) Zahlungsströme ist Quelle von Chancen und Risiken.

### I. Marktrisiko

Als „Marktrisiko“ bezeichnet man bei Derivaten die stochastische Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Zahlungsströme bei Fälligkeit.

#### 1. Stochastische Unsicherheit

Die stochastische Unsicherheit beruht auf den ebenfalls stochastischen marktabhängigen Bewegungen des Basiswertes.<sup>142</sup> Mit der Unsicherheit unmittelbar verbunden ist einerseits die Gewinnchance, dass die erhaltene Leistung höher ist als die gegebenenfalls erbrachte eigene Leistung, und andererseits das Verlustrisiko, dass die eigene Leistung höher ausfällt als die gegebenenfalls erhaltene Gegenleistung. Hiermit zusammenhängend beschreibt das Marktrisiko ferner die Unsicherheit bezüglich der Schwankungen (Volatilität) des aktuellen Wertes der zukünftigen Zahlungsströme.<sup>143</sup> Welche dieser beiden Unsicherheiten aus wirtschaftlicher oder rechtlicher Sicht entscheidend ist, hängt davon ab, ob die Derivate bis zur Fälligkeit gehalten oder schon vorher veräußert oder durch Gegengeschäfte glattgestellt werden. Eine besondere Ausprägung des Marktrisikos im Vorfeld der Realisierung von Verlusten ist das *Liquiditätsrisiko*. Es betrifft Derivate mit Zusatzabreden zur Sicherung des Ausfallrisikos der Vertragspartner und bezeichnet Engpässe an Zahlungsmitteln, die eintreten können, wenn die Gegenpartei entsprechend einer für sie günstigen Marktwertentwicklung die Leistung von laufenden

141 Vgl. die verlustreichen Öltermingeschäfte der *MG Refining and Marketing, Inc.*, die man als Umsatzverträge mit variablem Preis verbunden mit einer Kette von Ölpreisfutures interpretieren kann, die aber mitunter als „Derivate“ bezeichnet wurden (z.B. *Culp/Miller*, ZBB 1995, 2, 2).

142 S.o. bei A.V. zu den Anforderungen an den Basiswert.

143 S.u. bei C.IV., S. 61 ff., zum Marktwert von Derivaten.

Nachschüssen verlangt.<sup>144</sup> Hiervon zu unterscheiden ist die häufig ebenfalls als Liquiditätsrisiko bezeichnete, besser aber als „Liquidierungsrisiko“ beschriebene Gefahr, dass Marktwertverluste aus laufenden<sup>145</sup> Derivaten unfreiwillig vorzeitig realisiert werden müssen, weil sie gerade zu einem Zeitpunkt eintreten, wo der Marktteilnehmer dringend flüssiger Mittel bedarf.

## 2. Besonderheit

In der öffentlichen Diskussion um die Gefährlichkeit des Einsatzes von Derivaten wird häufig zu Unrecht auf die angebliche Besonderheit der von diesen Instrumenten ausgehenden Marktrisiken hingewiesen.<sup>146</sup> Die mikroökonomische Frage der Besonderheit der Marktrisiken aus Derivaten ist hierbei von der hier nicht weiter interessierenden makroökonomischen Frage abzugrenzen, ob und inwieweit der Handel von Derivaten auf die Basiswerte zurückwirkt und deren Marktrisiko erhöht.<sup>147</sup>

### a. Grundlegung

Die Marktrisiken aus Derivaten sind nicht nur ihrer *Art* nach identisch mit den Risiken aus ihren Basiswerten (Zinsrisiko, Wechselkursrisiko, Rohstoffpreisrisiko, Aktienkursrisiko etc.),<sup>148</sup> sondern sie weisen insgesamt betrachtet auch in ihrem *Ausmaß* keine Besonderheiten gegenüber herkömmlichen Finanzinstrumenten auf (fehlende „absolute“ Besonderheit).<sup>149</sup> Marktrisiken sind nichts anderes als Ausdruck der Unsicherheit bezüglich

144 Siehe z.B. Teilabschnitt 3.1 („Sicherheitsleistung“) der Clearing-Bedingungen für den Handel an der Eurex Deutschland und der Eurex Zürich, [http://www.eurex.ch/marketplace/-g\\_marketplace\\_clearconditions\\_2.html](http://www.eurex.ch/marketplace/-g_marketplace_clearconditions_2.html), Abruf v. 14.5.2000.

145 Die Bezeichnung des „laufenden“ Derivats oder derivateähnlichen Geschäfts bezieht sich im Folgenden für die gesamte Arbeit auf Geschäfte, deren Vertragspflichten insoweit noch nicht erfüllt sind, als sie noch einem Marktrisiko aus dem Basiswert unterworfen sind. Konkret bedeutet dies, dass die stochastisch bedingte bzw. stochastisch wertschwankende Forderung noch nicht fällig sein darf. „Laufende“ Geschäfte sind nicht notwendigerweise gleichzeitig „schwebende“ i.S. des Insolvenz- oder Bilanzrechts.

146 Vgl. nur *Kümpel*, 2. Aufl., Rz. 15.63: Ein „spezifisches Merkmal der Börsentermingeschäfte“ sei nach allgemeiner Meinung ihre besondere Gefährlichkeit für unerfahrene Anleger“. Aus diesem „sog. terminspezifischen Risiko“ erwachse „ein Schutzbedürfnis für geschäftsunerfahrene Personen“. Zum Zusammenhang zwischen Börsentermingeschäften und Derivaten s.u. 2. Kapitel A.I.1.b., S. 94 ff. (herkömmliche Meinung) und 2. Kapitel, B.I.2., S. 146 ff. (eigener Ansatz).

147 Siehe die Nachweise oben Einleitung, Fn. 31.

148 Vgl. *Mario Monti*, Antwort v. 2.5.1995 im Namen der EU-Kommission auf die Anfrage der EP-Abgeordneten *Randzio-Plath* vom 28.3.1995, ABIEG Nr. C 270 v. 16.10.1995, S. 13, 14: Derivative Instrumente unterlägen „grundsätzlich den gleichen Risiken“ [gemeint ist: der Art nach] wie den Instrumenten, von denen sie abgeleitet seien. Sie machten die Absicherung gegen das Marktrisiko leichter und effizienter, erleichterten es aber auch, solche Risiken einzugehen.

149 Siehe *BCBS*, Juli 1994, S. 4, Nr. 6: Die wesentlichen, mit dem Derivatgeschäft verbundenen Risiken wie u.a. das Marktrisiko seien nichts Neues“ für die Bankinstitute. Die Besonderheit von

lich des Betrages ihrer zukünftigen Zahlungsströme. Diese Zahlungsströme sind aber definitionsgemäß identisch mit denjenigen, die sich auch über geeignete Kassageschäfte erzeugen lassen.<sup>150</sup> Damit sind die Marktrisiken aus Derivaten und finanzwirtschaftlichen gleichwertigen Anlagen am Kassamarkt (synthetischen Derivaten) identisch. Zu jedem Derivat lässt sich also eine Kassainvestition finden, welche denselben Marktrisiken ausgesetzt ist. Somit ist der Einsatz von Derivaten nicht automatisch riskanter als derjenige herkömmlicher Instrumente. Ferner lässt sich daraus ableiten, dass Derivate bei gleichem Anlagebetrag in Bezug auf Verlusthöhe und -wahrscheinlichkeit weniger riskant sein können als Kassainvestitionen. So kann beispielsweise der Future auf eine DAX-Blue-Chip-Aktie weniger riskant sein als die unmittelbare Investition in die Aktie eines noch nicht lange notierten Unternehmens am Neuen Markt. Entscheidend ist die Volatilität des jeweiligen Basiswertes. Als besonders hoch kann man Risiken aus Derivaten nur aus einem ganz bestimmten Blickwinkel bezeichnen („relative“ Besonderheit), nämlich wenn man sie mit einer direkten, nicht darlehensfinanzierten Anlage desselben Betrags in den Basiswert vergleicht (Hebeleffekt).

### b. Hebeleffekt

Der „Hebeleffekt“ („leverage effect“) hat zwei Seiten, je nachdem, wie man sich die als Vergleichsmaßstab gewählte hypothetische Alternativinvestition in den Basiswert vorstellt: Vergleicht man Derivate mit einer Anlage desselben Betrags in den Basiswert, führt der Hebeleffekt zu einer Erhöhung der Volatilität sowie der Chancen und Risiken.<sup>151</sup> Vergleicht man sie mit risikogleichen Anlagen in den Basiswert, führt er zu einer Verringerung des einzusetzenden Kapitals auf den Betrag der Optionsprämie (Long Option) bzw., abgesehen von Transaktionskosten, auf null (Festgeschäfte) oder sogar zu einer Auszahlung bei Vertragsschluss (Short Option).<sup>152</sup> Die mit diesem Phänomen verbundene Kreditfunktion entspricht dem Umstand, dass sich die Zahlungsströme und Risiken aus Derivaten am Kassamarkt in Verbindung mit einem Geld- bzw. Wertpapierdarlehen<sup>153</sup> duplizieren lassen.<sup>154</sup> Bei Börsengeschäften wird die Kreditfunktion und

---

Derivaten wird vielmehr nur in der mangelnden Transparenz gesehen, die dadurch entsteht, dass Derivate bekannte Risiken in einer u.U. „sehr komplexen“ Weise miteinander kombinieren; siehe auch *Paul Volcker*, Vorwort zum Bericht der *Global Derivatives Study Group* (1993), S. I: Die grundsätzliche Haltung der Studie im Bezug auf die Regulierung von Derivaten sei einfach: Derivate würden ihrer Natur nach keine Risiken erzeugen, die grundsätzlich anders oder größer seien als diejenigen, die es bereits auf den Finanzmärkten gebe. Für die entgegengesetzte Ansicht der h.M. im juristischen Schrifttum siehe nur *Claussen*, § 9, R. 223: Termingeschäfte brächten für den Anleger „höhere Risiken“ als Kassa-Wertpapiergeschäfte mit sich.

150 S.o. bei A.V., S. 21 ff.

151 Vgl. *BCBS*, Dezember 1994, S. 6.

152 Vgl. *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Oktober 1993, S. 47, 49; *Kümpel*, WM Sonderbeilage Nr.1/1991, S. 6, der in Bezug auf Börsentermingeschäfte vom „Leverage-Effekt des geringen Kapitaleinsatzes“ spricht.

153 Mit „Wertpapierdarlehen“ ist hier ein Sachdarlehen über Wertpapiere gemeint (sog. „Wertpapier-

damit der Hebeleffekt durch die Verpflichtung zur Leistung eines Einschusses bei Abschluss des Geschäfts sowie täglicher Nachschüsse in Höhe der negativen Wertschwankungen des Vertrags abgeschwächt.<sup>155</sup> Dasselbe gilt für OTC-Geschäfte mit entsprechenden Verpflichtungen zur Leistung von Sicherheiten. Der Grund für die Hebelwirkung liegt wirtschaftlich betrachtet darin, dass Derivate Marktrisiken erzeugen, ohne dass hierzu der entsprechende volatile Basiswert erworben werden muss. Die Risikotragung wird von der dinglichen Inhaberschaft isoliert.<sup>156</sup> Nichtderivative Termingeschäfte mit Barausgleich ohne handelbaren Basiswert wie z.B. „Versicherungs“- oder bestimmte „Kreditderivate“<sup>157</sup> haben demgegenüber keinen Hebeleffekt, weil bei diesen Geschäften Kassainvestitionen über denselben Basiswert als Vergleichsmaßstab gar nicht denkbar sind.

Andererseits ist der Hebeleffekt keineswegs ausschließlich Derivaten vorbehalten. Neben derivativeähnlichen Termingeschäften entfalten geeignete Kombinationen aus herkömmlichen Finanzinstrumenten als „synthetische Derivate“ eine Hebelwirkung gleicher Art und Intensität. Das entspricht der Prämisse von der Rekonstruierbarkeit der Zahlungsströme aus Derivaten. Für synthetische Terminkäufe betrifft dies den darlehensfinanzierten Kauf oder Verkauf von Basiswerten.<sup>158</sup> Ebenfalls zur Hebelung von Anlagen eignet sich die wirtschaftliche Darlehensfunktion von Wertpapierpensionsgeschäften in Verbindung mit der Wiederanlage des Verkaufserlöses.<sup>159</sup> In der Praxis sind

---

leihe“, s.o. bei A.VI.2.b., S. 37). Nicht verwechselt werden sollte es mit einem Gelddarlehen, das durch Wertpapiere besichert wird und in der Finanzsprache häufig ebenfalls als „Wertpapierdarlehen“ oder „Wertpapierkredit“ bezeichnet wird.

154 S.u. C.I.1., S. 52 ff.

155 Die Frage, ob Nachschüsse als Sicherheit oder als Vorschuss zu qualifizieren sind, ist Auslegungssache. Für *Einschüsse* geht die Rspr. von einer „tatsächlichen Vermutung“ dafür aus, dass der Einschuss zum Zweck der Sicherheitsleistung und nicht zur Tilgung künftiger Schulden bestimmt ist (BGH 13.12.1982 - II ZR 63/82, BGHZ 86, 115, 119 f.; ähnlich OLG Düsseldorf 15.2.1982 - 5 U 174/81, WM 1982, 751, 753: Im Zweifel wolle ein Vertragspartner nicht mehr leisten als er müsse. Eine weitergehende Leistung als die Stellung einer Sicherheit sei von der Anlegerin „nicht eindeutig“ verlangt worden; zust. *Schwark*, § 55 BörsG, Rz. 6). Nachschüsse sollen demgegenüber Vorausserfüllungsleistungen sein, soweit nicht ausdrücklich etwas anderes bestimmt ist (*Schwark*, a.a.O.).

156 *Eller* (Hrsg.), Glossar, Stichwort: Hebeleffekt, S. 730.

157 S.o. bei A.V.2.a., b., S. 23 ff.

158 Vgl. die vorsichtige Formulierung in der Entscheidung FG Karlsruhe 15.5.1996 - 12 K 314/92, EFG 1996, 1146, 1149, zur betrieblichen Veranlassung rein spekulativ motivierter Devisentermingeschäfte: Spekulative kreditfinanzierte Kassageschäfte seien „kaum weniger risikobehaftet“ als Termingeschäfte (Options- und Futuregeschäfte).

159 Vgl. aus der Praxis die Konstruktion „synthetischer“ Zinsfutures durch den Einsatz von Reverse Repos, die neben der Anlage in strukturierte Anleihen in Form von sog. „Inverse Floatern“ Mitursache für die spektakuläre Insolvenz von *Orange County* war. Hierzu *In re County of Orange*, 183 B.R. 594, 598 (Bankr. C.D. Cal. 1995): Der Anlagepool des County sei durch den Gebrauch von Reverse Repos „gehebelt“ gewesen. Das County habe mit den Reverse Repos „Darlehen aufgenommen“, indem es Wertpapiere an einen Investment Broker mit der Abrede verkauft habe, diese Wertpapiere kurze Zeit später wieder zurückzukaufen (Repo). Auf diesem Wege habe es kurzfristiges Bargeld vom Broker erhalten, für das es den vereinbarten Zinssatz zu entrichten hatte. Von diesem Geld habe es sogleich andere Wertpapiere gekauft und damit die ursprünglich gehaltenen

„gehebelte“ Kassaspekulationen durchaus üblich und werden verstärkt dazu benutzt, um die gesetzlichen Beschränkungen für Termingeschäfte zu vermeiden.<sup>160</sup>

Von darlehensfinanzierten Geschäften geht dieselbe „Verlockung“ aus, „mit verhältnismäßig geringem Kapitaleinsatz hohe Gewinne zu erzielen“, die Derivaten nachgesagt wird.<sup>161</sup> Die objektiven Marktzugangsvoraussetzungen brauchen bei synthetischen Positionen ebenfalls nicht höher zu sein als bei Derivaten. Darlehensgestützte Investitionen lassen sich durch Besicherung und Aufrechnung so konstruieren, dass sie exakt dieselben Kreditrisiken tragen.<sup>162</sup> Wird die Gegenleistung aus dem finanzierten Kassageschäft (gekaufter Basiswert; erhaltener Kaufpreis) zur Besicherung eingesetzt und der Gefahr einer später auftretenden Untersicherung aus Schwankungen des Marktpreises des Basiswertes durch die Pflicht zur Leistung eines anfänglichen Einschusses („initial margin“) und späterer Nachschüsse bei Bedarf („variation margins“) Rechnung getragen,<sup>163</sup> ergeben sich keine höheren Anforderungen an die Kreditwürdigkeit des Anlegers oder an sein besicherungsfähiges Vermögen als es üblicherweise bei Termingeschäften der Fall ist.<sup>164</sup>

---

Wertpapiere „gehebelt“. Diese Strategie habe das Zinsrisiko „in dramatischer Weise“ erhöht; vgl. näher zur Hebelwirkung bei Reversed Repos *Jorion*, Big Bets, S. 32-36. Interessanterweise werden gemeinhin Derivate-Geschäfte für den finanziellen Zusammenbruch von *Orange County* verantwortlich gemacht, obwohl gar keine Derivate, sondern nur Risiken im Spiel waren, die angeblich derivatetypisch sind.

- 160 Vgl. zu den zunehmend Privatanlegern angebotenen kreditfinanzierten Devisenkassageschäften Focus online, „Die Gewinnchancen sind groß - die Risiken noch größer“, <http://finanzen.focus.de/D/DA/DAG/DAG11/DAG11A/dag11.htm>, Abruf v. 16.12.1999: I.d.R. werde mit einem Hebel von zehn gearbeitet; vgl. auch das Geschäftsgefahren von Hypothekenbanken, die auf kurzfristige Zinsveränderungen spekulieren, indem sie Bonds, vor allem aber nicht verbriefte Schuldscheine kaufen und dann einige Wochen warten, bevor sie entsprechende Pfandbriefe emittieren (*Walker*, Euromoney, April 1999, S. 22, 24). Mit solchen „synthetischen Derivaten“ spekulieren sie auf Veränderungen des Zinsniveaus, ohne mit der Vorschrift des § 5 I 1 Nr. 3 HypothekbankG („Wertpapiere im eigenen Namen für fremde Rechnung ankaufen und verkaufen, jedoch unter Ausschluss von Zeitgeschäften“) in Konflikt zu geraten, die ihnen den Abschluss von spekulativen Zeitgeschäften verbietet.
- 161 So BGH Beschl. 9.12.1997 - XI ZR 85/97, NJW 1998, 994, unter 2., zum Hebeleffekt von Börsentermingeschäften; siehe ebenfalls zu Börsentermingeschäften BGH 18.1.1988 - II ZR 72/87, BGHZ 103, 84, unter II.1.: Die Erwartung, das Terminengagement durch ein gewinnbringendes Glattstellungsgeschäft auflösen zu können, erwecke bei geschäftlich Unerfahrenen „den oft trügerischen Anschein eines leichten Gewinns“; *Kümpel*, 2. Aufl., Rz. 14.214: Der Schutzzweck des Börsentermineinwands komme zum Tragen, wenn von dem Geschäft „die verführerische Anziehungskraft“ ausgehe, „Differenzgewinne mit verhältnismäßig geringem Kapitaleinsatz erzielen zu können“.
- 162 S.u. bei II.1.d., S. 48 f.
- 163 So der Sachverhalt in BGH 18.1.1988 (Fn. 161): Bei einem kreditfinanzierten Kassakauf von Silber hatte der Käufer (neben älteren Festgeldguthaben) das Silber der kreditgebenden Bank zur Sicherung des Darlehens verpfändet. Bei Kursrückgängen des Silbers verlangte die Bank ergänzende Sicherheiten. Siehe zu dieser Entscheidung aus rechtlicher Sicht unten 2. Kapitel, A.I., Abschn. 1.a.cc.β., bei Fn. 29, und Abschn. 1.c.bb.α., S. 101 ff.
- 164 So aber BGH 18.1.1988 (Fn. 161), unter II.1., allgemein zu Börsentermingeschäften: Die Kassaspekulation erfordere „den Einsatz von Barvermögen oder die Inanspruchnahme eines förmlichen Bankkredites, für den üblicherweise Sicherheiten zu stellen“ seien. Bei der Kassaspekulation bestünden also schon „faktische Barrieren“; vgl. die gängige Praxis der sog. „Wertpapierkredite“

Nichts anderes als eine Ausprägung der Hebelwirkung derivativer Instrumente mit seiner Risikoerhöhungs- und Kreditfunktion ist der Umstand, dass die möglichen Verluste über den bei Vertragsschluss erbrachten Einsatz weit hinausgehen können. Es wäre deshalb verfehlt, hierin die Besonderheit der Risiken aus Derivaten zu erblicken.<sup>165</sup> Für das Anlegervermögen besteht kein entscheidender Unterschied zwischen der, um den gefährlichsten Fall zu nehmen, theoretisch unbegrenzt hohen Zahlungsverpflichtung aus einem Terminverkauf und der theoretisch ebenso teuren Rückerstattungspflicht aus einem Wertpapierdarlehen, wenn der Anleger die geborgten („geliehenen“) Wertpapiere direkt nach ihrem Erwerb weiterverkauft hat. Wirtschaftlich gesehen hat der Anleger in keinem der beiden Fälle Eigenkapital „eingesetzt“. Risikobetrachtung ist wirtschaftliche Betrachtung und es wäre formalistisch, die geborgten Wertpapiere allein deshalb als „Einsatz“ anzusehen, weil sie sich für eine juristische Sekunde im Eigentum des Anlegers befunden haben. Hinzu kommt, dass es in Gestalt der Long-Positionen in Optionen auch bei Derivaten ein Beispiel für Verlustrisiken gibt, die sich auf den geleisteten Einsatz beschränken. Schon deshalb ist das Kriterium der Verlustbegrenzung auf den Einsatz nicht dazu geeignet, Derivate in eindeutiger Weise von anderen Investitionen abzugrenzen.

### c. Termindruck

Ebenso wenig derivatetypisch wie der Hebeleffekt ist der „Termindruck“. Dieser Begriff bezeichnet den Umstand, dass es bei Derivaten einen vertraglich bestimmten Zeitpunkt gibt, bis zu dem spätestens der Gewinn oder Verlust aus dem Geschäft realisiert wird. Darin soll ein entscheidender Unterschied zu Kassaanlagen in den entsprechenden Basiswert liegen, bei denen der Zeitpunkt der Realisierung von Gewinn/Verlust (Zeitpunkt der Veräußerung bzw. des Erwerbs) frei gewählt werden kann. Ein strategisches Abwarten scheint bei Termin- im Gegensatz zu Kassaanlagen nicht möglich zu sein. So erleidet etwa der Inhaber eines Aktienfuture bei Fälligkeit einen Verlust, wenn der Aktienwert während der Laufzeit gefallen ist. Derjenige, der statt in den Future direkt in Aktien investiert, kann den Zeitpunkt, zu dem er die Aktien verkauft, frei wählen und ist in keiner Weise gezwungen, die Kursveränderungen ausgerechnet zu demselben Zeitpunkt zu realisieren, wo der Future fällig wird.

---

im Privatanlegergeschäft der Finanzinstitute, wonach Anleger für Aktienkäufe mindestens 50 % Eigenkapital mitbringen müssen, sofern keine sonstigen Sicherheiten bestehen.

165 So aber *Samtleben*, *RabelsZ* 61 (1997), 779, 782: Der „wesentliche“ Unterschied der Terminanlage zur Aktienspekulation bestehe vor allem darin, dass der Anleger „bei riskanten Objekten regelmäßig nur das einbezahlte Kapital auf’s Spiel“ setze, während er bei Termingeschäften unter Umständen mit erheblichen Nachschusspflichten rechnen müsse, die „außer Verhältnis zu seinem Einsatz“ stünden; *ders.*, in *Hopt/Rudolph/Baum* (Hrsg.), S. 469, 505 f.: Das „eigentliche“ Risiko der Börsentermingeschäfte bestehe darin, „über den zunächst getätigten Kapitaleinsatz hinaus leisten zu müssen (S. 505).

Bei genauer Betrachtung ist dieser „Termindruck“ allerdings weder auf Derivate beschränkt noch ist er eine notwendige Folge derivativer Investitionen. Ein Termindruck kann bei Kassaanlagen immer dann auftreten, wenn der Inhaber eines Wertschwankungen unterworfenen Vermögenswertes aus rechtlichen (Rechtspflicht) oder faktischen (z.B. Geldmangel, unabänderbare Strategie) Gründen dazu gezwungen ist, den Wert zu einem bestimmten Zeitpunkt zu realisieren. Ein *rechtlicher* Termindruck kann sich etwa beim kreditfinanzierten Kassakauf von Wertpapieren oder anderen Basiswerten ergeben, wenn der Käufer die gekauften Wertpapiere an den Kreditgeber sicherungsübereignet oder verpfändet und bei Fälligkeit das Darlehen nicht zurückbezahlen kann. Denn dann verwertet der Kreditgeber seine Sicherheit zum Marktwert.<sup>166</sup> Oder der Darlehensgeber bedingt sich sogar das Recht aus, die besicherten Wertpapiere schon während der Laufzeit des Darlehens zu liquidieren, falls deren Wert unter eine bestimmte Grenze sinkt und der Darlehensnehmer auf Verlangen („margin call“) keine zusätzlichen Sicherheiten leistet.<sup>167</sup> Dieser Fall entspricht risikomäßig den beim börsenmäßigen Terminhandel üblichen „Nachschüssen“ („variation margins“). Beim Kassaleerverkauf mit Wertpapierdarlehen ergibt sich ein rechtlicher Termindruck aus der Notwendigkeit, bei Fälligkeit des Wertpapierdarlehens Wertpapiere gleicher Art zurückzuerstatten. Da der Anleger die geborgten Papiere verkauft hat, muss er sich, wenn er die Position nicht schon vorher glattstellt, bei Fälligkeit am Kassamarkt eindecken. Als weiteres Beispiel einer Kassainvestition mit rechtlich verursachtem Termindruck denke man etwa an Laufzeit-Rentenfonds, die vereinbarungsgemäß bei Ende der Laufzeit liquidiert werden.<sup>168</sup> Der Liquidationserlös richtet sich dabei nach dem Marktwert der Wertpapiere, die Bestandteil des Fonds sind, zum Zeitpunkt der Liquidation. *Faktischer* „Termindruck“ besteht bei jeder selbst oder mit Kredit finanzierten Kassaanlage immer dann, wenn der Zeitpunkt, zu dem der Anleger seine Investition liquidiert, nicht von anlagestrategischen Gesichtspunkten bestimmt ist, sondern z.B. durch Geldmangel diktiert wird.

Auf der anderen Seite ist die Realisierung von Gewinnen oder Verlusten beim Derivat keineswegs endgültig. Bei einem Derivat kann der Anleger von Marktwertveränderungen *nach* Fälligkeit ebenso profitieren wie bei Kassainvestitionen. Der Fälligkeitstermin des Derivats hat zwar für das Geschäft selbst, nicht aber für die Investitionsmöglichkeiten insgesamt etwas Endgültiges. Alle Derivate lassen sich wirtschaftlich gesehen über ihren Fälligkeitszeitpunkt hinaus am Termin- oder zumindest am Kassamarkt prolongieren. Definitionsgemäß zeichnen sich Derivate nämlich durch einen jederzeit liquiden Kassamarkt für den Basiswert aus. Dieser erlaubt es, Zahlungsströme, die sich bei Fälligkeit der derivativen Position realisieren, anschließend am Kassamarkt zu rein-

166 Vgl. z.B. die Repo-Geschäfte von *Orange County*, die zu einer unerwünschten Liquidierung der besicherten Wertpapiere durch den Vertragspartner und damit zum Bankrott der kalifornischen Gebietskörperschaft führten (*Jorion*, Big Bets, S. 36 f.).

167 Siehe *Pelda*, FTD v. 17.4.2000, S. 21, nur zum Kursrutsch vom 14.4.2000 an den amerikanischen Börsen.

168 Zu entsprechenden Aufklärungspflichten des Vermittlers der Anlage AG Frankfurt 6.3.1995 - 31 C 3752/94 - 44, WM 1995, 700 (rk.).

vestieren, um die Marktrisikoposition so zu verlängern - zumindest soweit der Anlagebetrag hoch genug ist, so dass die anfallenden Transaktionskosten diese Strategie nicht unrentabel machen. Der Umstand, dass die Zahlungsströme aus Derivaten zu einem vorgegebenen Zeitpunkt realisiert werden, die Zahlungsströme aus Kassainvestitionen aber grundsätzlich erst nach Belieben des Investors, führt also nicht zwangsläufig zu unterschiedlichen Marktrisiken bei natürlicher und synthetischer Position. Sollte der Investor im Einzelfall hingegen nicht über die genügenden Geldmittel bzw. Kreditfähigkeit für eine Prolongation der Terminposition verfügen, ist dies nicht Ausdruck eines termingeschäftsspezifischen Risikos. Vielmehr findet dieser Umstand bei der (kreditfinanzierten) Kassainvestition seine exakte Entsprechung. Denn hier muss der Investor bei Geldknappheit bzw. fehlender Kreditfähigkeit ebenfalls seine Marktrisikoposition beenden, und zwar dadurch, dass er bzw. sein Sicherungsgläubiger den Anlagegegenstand veräußert.<sup>169</sup>

## II. Weitere Risiken

Weitere mittelbare Risiken ergeben sich als Sekundäreffekte des Marktrisikos. Genannt werden in diesem Zusammenhang regelmäßig das Kreditrisiko, das Komplexitätsrisiko, das Systemrisiko sowie das rechtliche Risiko. Letzteres wird vor allem in ökonomischen Veröffentlichungen als zusätzliches Risiko derivativer Finanzinstrumente angesprochen<sup>170</sup> und bezeichnet die Unsicherheiten, die gegenwärtig noch mit der rechtlichen Behandlung von Derivaten verbunden sind und die für die Marktteilnehmer zu Verlusten führen können, sollten sie in ihrem Vertrauen auf eine bestimmte Rechtslage enttäuscht werden. Unsicherheiten dieser Art können nicht Betrachtungsgegenstand einer rechtswissenschaftlichen Untersuchung sein, denn die Aufgabe der Rechtswissenschaft besteht gerade darin, rechtliche Unklarheiten zu beseitigen und auf diese Weise das „Rechtsrisiko“ so weit wie möglich zu beseitigen.

### I. Kreditrisiko

Kreditrisiko (Ausfallrisiko, Erfüllungsrisiko) bedeutet allgemein das Risiko der Partei eines gegenseitigen Vertrags, mit der eigenen Forderung bei Fälligkeit auszufallen, obwohl die Gegenleistung bereits erbracht ist.

169 S.o. S. 43, vor Fn. 166.

170 Ausdrücklich erwähnt etwa in *Global Derivatives Study Group*, S. 51 f.

*a. Gegenstand*

Bei Derivaten entsteht ein Kreditrisiko der genannten Art grundsätzlich nur beim Kauf einer Option (Long-Position). Eine wesentlich größere Rolle spielt hier die ebenfalls Kreditrisiko genannte Gefahr der Nichterfüllung des stochastisch bedingten Zahlungsanspruchs unabhängig vom Erbringen einer Vorleistung. Mit Ausnahme der Stillhalter bei Optionsgeschäften (Short-Position) sind davon alle Positionen in Derivaten betroffen. Dementsprechend sind sie bei Finanzinstituten aufsichtsrechtlich als Kredite zu qualifizieren (§ 19 I 1 KWG). Maßgeblicher Zeitpunkt für den möglichen Ausfall ist nicht nur der vertragliche Fälligkeitstermin, sondern es ist in der Regel auch der gesamte Zeitraum bis zur Fälligkeit. Dies ist eine Folge des Umstands, dass Derivate bei Insolvenz des (deutschen) Vertragspartners nach § 104 II InsO automatisch beendet und über einen Ausgleichsanspruch in Höhe des aktuellen Marktwertes abgerechnet werden.<sup>171</sup> Das Ausmaß des Kreditrisikos hängt ab vom potentiellen Wert der Verträge zum Zeitpunkt des Ausfalls (Marktrisiko), von der Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls der Gegenpartei sowie vom Bestehen rechtlich wirksamer Nettingvereinbarungen.<sup>172</sup>

*b. Verhältnis zum Marktrisiko*

Das Kreditrisiko aus den stochastisch bedingten Zahlungsansprüchen derivativer Instrumente ist während der Laufzeit der Positionen ebenso wie das Marktrisiko ständigen Änderungen unterworfen. Dementsprechend unterscheidet man zwischen aktuellem und zukünftigem Kreditrisiko.<sup>173</sup> Kredit- und Marktrisiken verhalten sich bei Derivaten wie kommunizierende Röhren. Je geringer das aktuelle Risiko eines Marktverlustes ist, desto höher ist das Kreditrisiko und umgekehrt. Das ist eine Folge der Tatsache, dass Derivate ökonomisch betrachtet Nullsummenspiele sind,<sup>174</sup> weil der Marktwertverlust der einen Partei (Realisierung des Marktrisikos) identisch ist mit dem Marktwertgewinn der anderen Partei, die insoweit einem Kreditrisiko gegenüber der verlierenden Partei ausgesetzt ist. Besonders deutlich wird der Zusammenhang zwischen Markt- und Kreditrisiko in den Fällen, wo ein Derivat zum Hedging einer anderen Vermögensposition benutzt wird, die gegenläufigen marktrisikoabhängigen Wertschwankungen ausgesetzt ist. Der Ausfall der Gegenpartei des Hedge-Geschäfts beseitigt die Wirksamkeit des Hedges und führt dazu, dass die Marktwertverluste aus der zu hedgenden Vermögensposition voll durchschlagen.<sup>175</sup> Fällt die Gegenseite bereits während der Laufzeit des Derivats

171 S.u. 3. Kapitel, A.I.1., S. 189 ff.

172 BIS, September 1994 (Fisher-Report), S. 11.

173 Vgl. bereits *Global Derivatives Study Group*, S. 47: „Current exposure“ und „potential exposure“. Siehe ferner unten 4. Kapitel, B.II.1.a., S. 242 ff.

174 S.o. unter A.VI.1., S. 31.

175 Vgl. *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Oktober 1993, S. 47, 49: Nicht nur bei offenen Positionen (Marktrisiken), sondern auch bei zunächst geschlossen (Hedge-) Positionen können bei Ausfall

aus und möchte der Gläubiger einen Ersatzvertrag mit einem Dritten abschließen, entsprechen die hierfür aufzuwendenden Ersatzbeschaffungskosten dem gegenwärtigen Marktwert der ausgefallenen Position (zuzüglich Transaktionskosten). Nicht verwechselt werden darf das Risiko des Ausfalls des Vertragspartners eines Derivats (Kreditrisiko des Derivats) mit dem Risiko des Ausfalls eines Anleiheschuldners, das sich bei Derivaten über die betreffende Anleihe auf das Marktrisiko auswirkt.

### c. Zusatzvereinbarungen

In der Vertragspraxis reduziert man die Kreditrisiken aus Derivaten durch Vereinbarungen zur gegenseitigen Verrechnung von Ansprüchen aus wechselseitigen Derivaten („Payment Netting“, „Close-out Netting“<sup>176</sup>) sowie zur Leistung von Sicherheiten. Bei außerbörslichen Derivaten bedient man sich hierzu in der Regel vorformulierter Rahmenverträge und Rahmen-Sicherungsabreden.<sup>177</sup> Danach sind alle zwischen beiden Parteien laufenden derivativen Verträge täglich zum Marktwert zu bewerten, und der Saldo der positiven und negativen Marktwerte aus den Einzeltransaktionen ist vom jeweiligen Netto-Schuldner mit geeigneten Sicherheiten zu unterlegen. Der Börsenhandel schützt sich gegen Kreditrisiken durch besondere Zulassungsvoraussetzungen sowie durch die (börsen-) täglichen Ein- bzw. Nachschusspflichten („margins“) nach den jeweiligen Börsenbedingungen, die so festgesetzt werden, dass sie maximale Wertänderungen der Kontrakte abdecken, die an einem Tag als möglich erachtet werden.<sup>178</sup>

Dennoch verbleiben nicht zu vernachlässigende Restrisiken.<sup>179</sup> So sind beispielsweise selbst an einem einzigen (Börsen-) Tag beträchtliche Marktbewegungen möglich, die durch die Margins nicht abgedeckt werden (sog. „intraday exposures“)<sup>180</sup>. Die Mar-

---

einer Vertragspartei Verluste eintreten, wenn die dann wieder offene Position (aufgrund der Marktentwicklung) nur durch ein neues Gegengeschäft mit einem anderen Partner zu schlechteren Konditionen wieder geschlossen werden kann; zum Begriff der offenen Position bzw. des „offenen Postens“ vgl. *D. Schneider*, Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, S. 266: Es handle sich um „Investitionen mit einzelnen vermeidbaren, aber noch nicht vermiedenen Unsicherheitsursachen“.

176 Hierzu unten 3. Kapitel, A., vor I., S. 185 ff.

177 Z.B. das ISDA-MA sowie die diversen ISDA Credit Support Annexes nach New Yorker, englischem und japanischem Recht.

178 *Zechner*, ÖBA 1995, 501, 504. Der *Autor* weist ferner darauf hin, dass selbst beim historisch größten Preissprung des S&P-Future anlässlich des Börsen-Crash von 1987 keine einzige Futuresbörse in Konkurs gegangen und kein einziger Kontrakt wegen Zahlungsunfähigkeit der Vertragspartner nicht zur Auszahlung gekommen sei. Anerkennung findet die relativ hohe Ausfallsicherheit bei Börsengeschäften im Finanzinstitutsaufsichtsrecht. Vgl. Art. 6 III der Solvabilitätskoeffizientenrichtlinie 89/647/EWG (SRD) in der Fassung des Art. 2 der Änderungsrichtlinie 98/33/EG vom 22.6.1998. ABl. EG Nr. L 204/29 v. 21.7.1998, wonach die Eigenkapitalunterlegung der *Kreditrisiken* auf an anerkannten Börsen gehandelte Kontrakte keine Anwendung findet. Hierzu näher unten 4. Kapitel, B.II.1., S. 242 ff.

179 Hierzu im Einzelnen *BIS*, März 1997, S. 16 ff., 19 ff.

180 Siehe hierzu sowie zur Möglichkeit der Abhilfe durch „real-time gross settlement“ - RTGS - Zahlungssysteme *BIS*, März 1997, S. 3 f.

gin-Anforderungen werden in der Praxis meist so berechnet, dass sie nur 95 - 99 % der innerhalb eines Tages möglichen Verluste abdecken, um für die Mitglieder die Opportunitätskosten zu senken.<sup>181</sup> Weitere Risiken erwachsen aus der Unzuverlässigkeit der zur Berechnung der möglichen Verluste benutzten Modelle. Hinzu kommen Risiken, die sich aus Marktwertschwankungen der erbrachten Sicherheitsleistungen ergeben, soweit es sich nicht um Bargeld in Landeswährung, sondern um Wertpapiere oder Devisen handelt.<sup>182</sup>

#### d. Besonderheit

Die fehlende Besonderheit des Kreditrisikos aus Derivaten gegenüber Kreditrisiken, wie sie auch bei anderen Finanzinstrumenten möglich sind, folgt anders als beim Marktrisiko nicht bereits aus dem Umstand der Reproduzierbarkeit der Zahlungsströme. Dieses Definitionsmerkmal derivativer Instrumente bezieht sich nur auf den Nennwert der geschuldeten stochastischen Zahlungsströme, nicht aber auf deren realen Wert unter Berücksichtigung des Kreditrisikos.<sup>183</sup> Finanzwirtschaftlich nominell gleichwertige Positionen sind allenfalls dann auch identischen Kreditrisiken ausgesetzt, wenn die Geschäfte jeweils mit gleichen Vertragspartnern abgeschlossen und geschäftsimmanente Möglichkeiten zur Besicherung bzw. Selbstexekution durch Aufrechnung genutzt werden. Diese Aussage sei kurz am Terminkauf und am Terminverkauf von Aktien mit Differenzausgleich als einfachsten Beispielen verdeutlicht. Die Darlehenszinsen bleiben hierbei zur weiteren Vereinfachung außer Betracht:

Kauft A bei B auf Termin, besteht im Zeitpunkt des Vertragsschlusses für keine der Parteien ein Kreditrisiko. Bei Kursanstieg der Aktien ist A einem Kreditrisiko gegenüber B in Höhe der Kursdifferenz (multipliziert mit der Anzahl der Aktien) ausgesetzt. Umgekehrt trägt B bei einem Kursverfall ein Kreditrisiko gegenüber A. Bei einem *synthetischen* Terminkauf am Kassamarkt nimmt nun A bei B ein Darlehen in Höhe des Aktienpreises auf; gleichzeitig kauft A von B Aktien. Den Kaufpreis verrechnet er mit der Darlehensvaluta. Der Rückzahlungsanspruch aus dem Darlehen wird mit den gekauften Aktien besichert. Ein aktuelles Kreditrisiko („current exposure“ im Gegensatz zu „potential exposure“) besteht in diesem Augenblick somit noch nicht. Bei Fälligkeit des Darlehens verkauft und übereignet A die Aktien an B zurück. B rechnet den zu bezahlenden Kaufpreis gegen den Rückzahlungsanspruch aus dem Darlehen auf. Bei steigendem Kurs ergibt sich hieraus ein Kreditrisiko des synthetischen Terminkäufers A gegenüber B, bei fallendem Kurs umgekehrt ein Kreditrisiko des B gegenüber A. Beim natürlichen und beim synthetischen Terminkauf (im Zweierverhältnis) sind die Kreditrisiken also zu jedem Zeitpunkt identisch.

181 BIS, März 1997, S. 22.

182 BIS, März 1997, S. 22 f.

183 S.o. bei A.V.I., S. 21.

Entsprechend ist die Lage, wenn sich zur Erzeugung der synthetischen Position nicht der Terminkäufer A, sondern der Terminverkäufer B mit einem (Wertpapier-) Darlehen („Wertpapierleihe“) eindeckt. Aus Sicht des B ist das ein synthetischer Terminverkauf. B nimmt bei A ein Wertpapierdarlehen auf und verkauft sofort darauf die geborgten Aktien an A. Die gegenseitigen Pflichten zur Lieferung von Aktien aus Wertpapierdarlehen und Kaufvertrag werden miteinander verrechnet, so dass die Aktien im Besitz des A verbleiben. Der bezahlte Kaufpreis verbleibt im Besitz des B, wo er der Sicherung dessen Rückforderungsanspruchs aus dem Wertpapierdarlehen dient. Ein Kreditrisiko besteht soweit noch nicht. Bei Fälligkeit kauft B seine Aktien zum Marktpreis zurück. Die Lieferverpflichtung des A aus diesem Kaufvertrag wird mit der Verpflichtung des B zur Rückerstattung der geborgten Aktien verrechnet. Der Kaufpreisanspruch des A aus dem Aktienrückverkauf wird seinerseits verrechnet mit dem Anspruch des B auf Entsicherung des zu Gunsten des A besicherten Kaufpreises aus dem ursprünglichen Aktienverkauf. Bei sinkenden Aktienkursen erzielt hieraus A, bei steigenden B einen Gewinn in Höhe der Kursdifferenz (multipliziert mit der Anzahl der Aktien). Das gegenseitige Kreditrisiko beschränkt sich auch hier wiederum auf die Differenzzahlung.

## 2. Komplexitätsrisiko

Das von Derivaten ausgehende Maß an *objektiver* Komplexität der Marktrisiken i.S. der „Varietät“ (strukturelle Dimension) und „Dynamik“ (prozessuale Dimension, Zeitablauf) der „Systemzustände“<sup>184</sup> weist keine Spezifität auf, sofern man die Komplexität auf die objektive Struktur der Risiken bezieht. Das ergibt sich aus der fehlenden Spezifität der Marktrisiken derivativer Instrumente als Folge ihrer Reproduzierbarkeit und gilt sowohl für einzelne Derivate und dort selbst für die als „komplex“ bezeichneten der zweiten und dritten Generation,<sup>185</sup> als auch für Portfolios mit Derivaten einschließlich der zwischen den einzelnen Posten bestehenden Korrelationseffekte.<sup>186</sup> Besonderheiten könnte allerdings das von Derivaten ausgehende Maß an *subjektiver* Komplexität aufweisen, wenn man auf die erschwerte subjektive Erfass- und Kontrollierbarkeit der Risikolage mit den dem Betrachter (Marktteilnehmer, Aufsichtsbehörden) zur Verfügung stehenden personellen oder sächlichen Mitteln abstellt. Eine mit Derivaten aufgebaute

184 Vgl. zum Begriff der Komplexität *Grünig*, S. 16 ff., m.w.N.

185 Diese Instrumente weichen in ihrer Risikostruktur vom Grundmodell des einfachen („plain vanilla“), bei der Option bedingten Terminkaufs bzw. -verkaufs bzw. vom einfachen Zins- oder Währungsswap ab, lassen sich aber letztlich immer auf eine, wenn auch komplexe, Kombination dieser Grundbausteine zurückführen (s.u. C.I.2., S. 56 ff.).

186 Dies übersieht v. *Randow*, ZGR 1996, 594, 597, wenn er ausführt, eine (weitere) „Besonderheit derivativer Transaktionen“ bestehe in ihrer „mangelnden Zweck- und Risikotransparenz“. Der Blick auf die Transaktion sage nichts über ihre Funktion, der Blick auf den Ertrag (der einzelnen Transaktion) sage nichts über ihren Erfolg.

Risikoposition, kann unter Umständen, muss aber nicht unbedingt in ihren Wirkungen schwerer zu erfassen sein als eine risikogleiche Position mit herkömmlichen Instrumenten. Folge einer subjektiven Komplexität, welche die kognitiven oder technischen Möglichkeiten des Marktteilnehmers überfordert, können jedenfalls Fehler bei der operativen Marktrisikobewertung, -vorsorge und -steuerung sein. Man spricht deshalb auch von „operativem“, operationellem“ Risiko oder „Betriebsrisiko“.<sup>187</sup> Eine besondere Ausprägung des operativen Risikos ist das sog. „Modellrisiko“, das Risiko des Versagens der theoretischen Modelle zur Zerlegung und Berechnung des Risikos oder Marktwertes aus Derivaten. Diese Modelle bauen auf einer Reihe von Parametern auf, von denen einige, wie z.B. die zukünftige Volatilität des Basiswertes, nicht direkt empirisch feststellbar sind.<sup>188</sup> Verlustrisiken ergeben sich dabei nicht allein aus dem Umstand, dass die dem Modell zugrunde liegende Aufspaltung des mitunter sehr komplexen Derivats in Bausteine mit empirischem Marktpreisen die stochastischen Zahlungsströme aus dem Instrument nicht immer exakt abbildet; zu Verlusten kann es unabhängig von der objektiven Eignung der verwendeten Modelle bereits allein aufgrund des Umstands kommen, dass die Marktteilnehmer verschiedene Berechnungsmodelle benutzen.

### 3. Systemrisiko

Das Systemrisiko aus Derivaten ist eine weitere, indirekte Folge der Markt- und Kreditrisiken aus Derivaten. Es bezeichnet die Gefahr, dass einzelne Marktteilnehmer von gewisser Bedeutung, insbesondere Finanzinstitute, infolge großer Verluste aus dem Einsatz von Derivaten insolvent werden und diese Insolvenz weitere Marktteilnehmer direkt, z.B. als Vertragspartner, oder indirekt, z.B. wegen massenpsychologischer Effekte,<sup>189</sup> mitreißt (Risiko der Schockübertragung). Dadurch kann das Finanzsystem insgesamt in eine Krise geraten.<sup>190</sup> Wegen des „ungeheuren Wachstums der internationalen

187 Vgl. *Mario Monti*, Antwort vom 2.5.1995 im Namen der EU-Kommission auf die Anfrage der EP-Abgeordneten *Randzio-Plath* vom 28.3.1995, ABIEG Nr. C 270 v. 16.10.1995, S. 13, 14: „Betriebsrisiken, d.h. das Risiko von Mängeln im Bereich der internen Kontrolle, Organisation, Technologie oder des Personals“, spielten „angesichts der Komplexität einiger Produkte“ eine wichtige Rolle bei derivativen Instrumenten; zum „operational risk“ bereits *Global Derivatives Study Group*, S. 50.

188 Näheres hierzu unten unter C.I.1., S. 52 ff.

189 Vgl. das bekannte Phänomen, dass die Insolvenz eines Einlagenkreditinstituts zu einem generellen „Run“ der Einleger führt, der auch gesunde Banken zahlungsunfähig machen kann. Hierzu *Hoening*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Second Quarter 1996, S. 5, 8.

190 *Global Derivatives Study Group*, S. 61; vgl. die Entschließung des Europäischen Parlaments „zu den derivativen Finanzinstrumenten: ihre derzeitige Rolle auf den Kapitalmärkten, ihre Vorteile und Risiken“, Nr. A4-0207/95, vom 22.9.1995, ABIEG Nr. C 269/217 v. 22.9.1995, Präambel, Teil J, K, wo von der Möglichkeit sehr großer Verluste aus derivativen Finanzinstrumenten mit einer „explosionsartigen Kettenreaktion von Bankrotten ggf. in der Dimension eines größeren systemimmanenten Risikos“ die Rede ist; zu den Einzelheiten des Mechanismus der Schockübertragung bei Derivaten und zur Berechnung des Übertragungsrisikos *Wall/Tallman/Abken*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 96-6; vgl. auch *G. Franke*, in: Schneider (Hrsg.), S. 429,

Finanztransaktionen und Kapitalströme“, der „fortgeschrittenen Integration der Finanzmärkte“, der „Vernetzung der Finanzmarktakteure untereinander“ und der unter dem Druck des Wettbewerbs gewachsenen „Risikobereitschaft der Banken“ wurden die „Ansteckungsgefahren dramatisch erhöht“, ist also das Systemrisiko im internationalen Finanzsystem heute viel größer als früher.<sup>191</sup> Das Systemrisiko aus *Derivaten* unterscheidet sich qualitativ vom Systemrisiko beim direkten Handel mit den Basiswerten, weil, anders als z.B. beim Crash am Aktienmarkt, dem Verlust der einen Vertragsseite immer der Gewinn der anderen Seite gegenübersteht („Nullsummenspiel“).<sup>192</sup> Für die vorliegende Untersuchung nicht weiter relevant sind die Meinungsverschiedenheiten über die Frage, ob die von Derivaten ausgehenden Risiken, die Komplexität bei der Risikoerfassung sowie die Konzentration der Marktaktivitäten auf eine relativ geringe Anzahl von großen Unternehmen das Risiko eines Zusammenbruchs des weltweiten Bankensystems in nennenswerter Weise erhöht haben.<sup>193</sup>

### C. Bausteineffekt

Der „Bausteineffekt“ bezeichnet finanzmathematische Gesetzmäßigkeiten zwischen derivativen Finanzinstrumenten und ihren Basiswerten sowie zwischen Derivaten (bzw. derivateähnlichen Geschäften) untereinander. Diese Zusammenhänge sind eine Folge der definitionsgemäßen finanzwirtschaftlichen Eigenschaften derivativer Instrumente. Die Technik der sog. „Finanzchemie“ („Financial Engineering“) nutzt den Bausteineffekt zur Kosten- oder Regelungsarbitrage.<sup>194</sup> Kein Anwendungsfall des „Bausteineff-

---

438: Die Solvenz einer Bank könne „nicht als stochastisch unabhängig von der Solvenz anderer Banken“ angenommen werden. Dies sei zum einen auf die Kreditbeziehungen zwischen den Banken und zum anderen auf das Nachahmungsverhalten im Bankensektor zurückzuführen.

191 So die Worte von *Wolfgang Artopoulos*, des Präsidenten des BAKred, in einem Vortrag v. 4.3.1999.

192 *Figlewski*, 2 J. Derivatives, Fall, 90, 91 f. (1994); zum Nullsummenspiel siehe bereits oben A.VI.1., S. 31.

193 Vgl. *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Oktober 1993, S. 60: Die „großen Volumina“ der Geschäfte mit Derivaten bereiteten „gewisse Sorge“. Die Bundesbank kommt zu dem Ergebnis (a.a.O., S. 62), „dass die zunehmende Verwendung derivativer Instrumente in Strategien, die viele Marktsegmente einbeziehen, die Verflechtung der Finanzmärkte und damit die Krisenanfälligkeit verstärkt hat“. Bei einem „Ausfall eines großen Marktteilnehmers oder bei gravierenden Marktstörungen“ sei nicht sicher, ob „Deckungs- oder Ersatzgeschäfte auf den derivativen Märkten noch möglich“ seien. „Wenn dann auch die Kassamärkte nicht mehr liquide seien“, könne es „zu Kettenreaktionen und einer Gefährdung des gesamten Finanzsystems kommen“. A.A. demgegenüber *Black*, 3 J. Derivatives, Summer, 6, 7 (1995): Er habe, so der Mitbegründer der modernen Optionspreistheorie, nicht den Eindruck, dass der private Markt durch die Schaffung von Derivaten irgendein Systemrisiko schaffe. Vielmehr schaffe der Gesetzgeber Systemrisiken.

194 Siehe z.B. *Das*, Bd.1, S. 672, zum „Financial Engineering“ mit Derivaten im „asset-liability management“; allgemein zum Begriff des „Financial Engineering“ *Zwirner*, in: HWF, Sp. 562: Während im deutschen Schrifttum unter Financial Engineering vor allem Fragestellungen der Projektfinanzierung verstanden würden, lege das angelsächsische Schrifttum eine breitere Perspektive zugrunde und subsumiere unter Financial Engineering die „Produktentwicklung von Finanzinnovationen und

fekts“ im hier verstandenen Sinn ist die finanzwirtschaftliche Zerlegbarkeit einer strukturierten Anleihe mit integriertem derivativen Element, die selbst kein Derivat ist,<sup>195</sup> in eine Kombination aus einer herkömmlichen Anleihe und mindestens einem derivativen Baustein. Dasselbe gilt umgekehrt für die Nachbildung einer „synthetischen“ strukturierten Anleihe aus den genannten Elementen.<sup>196</sup> Denn hier geht es nicht um einen Arbitragezusammenhang zwischen Kassa- und Terminmarkt. Der finanzwirtschaftliche Charakter der einzelnen Komponenten als Derivat bzw. Kassainstrument ändert sich durch ihr Zusammenfügen zu einem strukturierten Instrument als solcher nicht, sondern führt zu einem kombinierten, „hybriden“ Gebilde. Die Zusammenfügung bzw. Zerlegung ist insofern nur von formaler Bedeutung.

Nachstehend sollen die Einzelheiten des Bausteineffekts näher vorgestellt werden, soweit sie für die rechtliche Betrachtung von Bedeutung sein könnten. Der Übersichtlichkeit halber ist die Darstellung zweiteilig. Zunächst geht es um die finanzwirtschaftlichen Bausteine derivativer (bzw. derivateähnlicher) Instrumente (I.), anschließend um diejenigen herkömmlicher Instrumente (II.). Sodann wird mit dem „Hedging“ die Umkehrung des Bausteineffekts (III.) und zuletzt die auf dem Bausteineffekt beruhende Bewertbarkeit von Derivaten (IV.) behandelt.

## ***I. Reproduktion von Derivaten***

Die Reproduktion von Derivaten kann am Kassamarkt (1.) oder am Terminmarkt (2.) stattfinden.

### *1. Kassamarkt*

Die stochastischen Zahlungsströme aus Derivaten lassen sich durch die Addition der Zahlungsströme aus miteinander kombinierten, herkömmlichen Instrumenten am Kassamarkt nachbilden. Der Begriff „Instrument“ bezeichnet hierbei jede Art von Gegenstand, der sich als Basiswert von Derivaten eignet. Neben Finanzinstrumenten<sup>197</sup> sind hier vor allem Waren zu nennen. Finanzmathematisch lässt sich der genannte Zusammenhang auf die einfache, nach arithmetischen Grundsätzen auch umformbare<sup>198</sup> Gleichung (im Folgenden: „finanzwirtschaftliche Gleichung“)

$$\text{Derivat} = \text{Kassabaustein}_1 + \text{Kassabaustein}_2 + \dots + \text{Kassabaustein}_n$$

---

darauf basierender Problemlösungen“.

195 S.o. bei A.VI.2.b., S. 34 f.

196 Hierzu *Culp/Furbush/Kavangh*, 7 J. Applied Corp. Fin., Fall, 73, 75 (1994).

197 Zum Begriff s.o. Einleitung, Fn. 1.

198 S.u. II., S. 58.

reduzieren, wobei „n“ die Anzahl der erforderlichen Kassabausteine verkörpert. Beide Positionen, die einheitliche derivative und die kombinierte herkömmliche, sind finanzwirtschaftlich gleichwertig. „Position“ ist hier Oberbegriff für die relevante Betrachtungseinheit, die ein einzelnes Instrument oder eine Mehrheit hiervon umfassen kann. Die Reproduktion von Derivaten am Kassamarkt ist die Grundform des Bausteineffekts. Dabei wird jeweils unterstellt, dass die herkömmlichen Finanzinstrumente zum relevanten Vergleichszeitpunkt liquidiert und damit in Bezug auf ihre Marktwertveränderungen realisiert werden. Die finanzwirtschaftliche Gleichwertigkeit beschränkt sich auf die Zahlungsströme und erfasst nicht sonstige mit dem Besitz herkömmlicher Finanzinstrumente verbundene wirtschaftliche oder rechtliche Vor- oder Nachteile wie z.B. Stimmrechte aus Aktien. Für derivateähnliche Geschäfte gilt Entsprechendes mit der Einschränkung, dass man sich hier auf Seiten des Termingeschäfts zur Realisierung der Zahlungsströme zusätzlich ein Kassageschäft bei Fälligkeit zur Glattstellung der Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung vorstellen muss. Vereinfachend spricht man davon, dass sich Derivate bzw. derivateähnliche Verträge in herkömmliche Instrumente bzw. Geschäfte<sup>199</sup> (gedanklich) „zerlegen“ lassen bzw. die herkömmlichen Instrumente in den entsprechenden Derivaten enthalten (integriert) sind.<sup>200</sup> Man kann Derivate deshalb insofern als „synthetische“ herkömmliche Instrumente bzw. geeignete Kombinationen herkömmlicher Instrumente als „synthetische“ Derivate begreifen.<sup>201</sup> Wie bereits oben<sup>201a</sup> angedeutet, ist bei der Duplizierung (Zerlegung) der Zahlungsströme aus Derivaten grundlegend zwischen statisch und dynamisch gleichwertigen Positionen zu unterscheiden.<sup>202</sup> Im letzteren Falle gilt die Gleichwertigkeit der Position (bis zu ihrer Anpassung) nur so lange, wie sich der Betrag (z.B. Kurs) des Basiswertes nicht verändert, d.h. sie beschränkt sich unter Umständen auf einen sehr kurzen Zeitraum.

*Statisch* in herkömmliche Instrumente zerlegen bzw. damit duplizieren lassen sich Derivate mit symmetrischem Risikoprofil (Terminkäufe, Swaps). Ein außerbörslicher Aktienterminkauf ohne Margin-Zahlungen (Forward) lässt sich beispielsweise zerlegen

199 Der Begriff „Geschäft“ passt besser zu Finanzinstrumenten mit schuldrechtlichem Charakter (z.B. Darlehen, Swap). Der Begriff „Instrument“ passt seinerseits besser zu Finanzinstrumenten, die sich von ihrem vertragsrechtlichen Begründungsakt (z.B. Erst- oder Sekundärerwerb) emanzipiert und ein dingliches Eigenleben entwickelt haben (Aktie, Optionsschein). Beide Begriffe sind austauschbar. Sie werden hier synonym verwendet und bezeichnen i.d.R. die Inhaberschaft an einer Forderung oder einem sonstigen Recht.

200 Für weitere Details in Ergänzung zu den folgenden Ausführungen siehe aus dem umfangreichen wirtschaftlichen und mittlerweile auch juristischen Schrifttum z.B. die leicht verständlichen Darstellungen bei *Pross*, S. 27-40; ferner *Smith*, 2 J. Applied Corp. Fin., Winter, 49 ff. (1989); interessant auch die historische Darstellung (der statischen Reproduktion) bei *Moser* (1875), S. 17 ff. (Abschn.: „Die verschiedenen Formen der Zeitgeschäfte in ihrer Abhängigkeit zueinander“).

201 Zur Begrifflichkeit s.o. Einleitung, Fn. 35.

201a Siehe oben A.V.1., S. 22.

202 Zur statischen Duplizierung von börsenmäßigen Futures und Optionen *Welcker/Brutscher*, WISU 1985, 132 ff. (Teil I), 195 ff. (Teil II); *dies.*, S. 132, 195: Die Lehre von der (statischen) Kombination und Zerlegung von „Börsentermingeschäften“ sei „Wissen des 19. Jahrhunderts“. Siehe hierzu

in die Aufnahme eines Darlehens zu festem Zinssatz bzw., finanzwirtschaftlich gleichbedeutend, den Verkauf einer entsprechenden Anleihe einerseits und den Kauf der Aktie am Kassamarkt andererseits. Das Entgelt für die Überlassung des Darlehens ist zur Herstellung des zeitlichen Gleichlaufs der Zahlungsströme nicht in Form regelmäßiger Zinsen, sondern als Aufschlag auf die Rückzahlung der Hauptsumme am Ende der Laufzeit zu entrichten. Die entsprechende Anleihe ist deshalb als Zerobond auszustatten. Synthetisch auf Termin verkaufen lassen sich Aktien dadurch, dass man entsprechende Papiere im Wege einer Wertpapierleihe erwirbt, sofort per kassa weiterverkauft und sich zur Rückerstattung des Sachdarlehens bei Fälligkeit auf dem Kassamarkt eindeckt. Ein synthetischer Devisenterminverkauf entsteht, wenn man einen Fremdwährungskredit aufnimmt, die Kreditsumme in einheimische Währung umtauscht und das Geld zu marktüblichen Bedingungen anlegt. Zum Fälligkeitstermin wird die Anlage in die Fremdwährung zurückgetauscht, um damit den Kredit zurückzuzahlen. Ein synthetisches Zinssatztermingeschäft (FRA) kann durch ein Portfolio aus einer Kreditaufnahme für die Laufzeit von einem Jahr und gleichzeitiger Anlage der Kreditsumme am Geldmarkt erzeugt werden.<sup>203</sup> Börsengehandelte Futures haben gegenüber außerbörslichen Forwards die Besonderheit, dass der Wert des Vertrags nicht erst bei Fälligkeit in einer einzigen Zahlung ausgeglichen wird, sondern täglich während der gesamten Laufzeit in Form der Margin-Verpflichtungen zu Lasten des Börsenteilnehmers. Man kann Futures insofern und unabhängig von der zivilrechtlichen Qualifizierung der Margin-Zahlungen - Sicherheit oder Erfüllung<sup>204</sup> - als Bündel (Portfolio) von revolving Forward betrachten.<sup>205</sup> Zins-Swaps etwa lassen sich zerlegen in die Gewährung eines Darlehens (Kredits) zu festem/variablem Zinssatz und die gleichzeitige Inanspruchnahme eines (bei Vertragsbeginn gleichwertigen) Darlehens zu variablem/festem Zinssatz.<sup>206</sup> Für den Schuldner des festen Zinssatzes aus einem Zinsswap entspricht der Netto-Cash-Flow der Aufnahme eines Kredits zu festem Zinssatz und der Gewährung eines Kredits zu einem variablen Zinssatz.<sup>207</sup> Die Zahlungsströme aus einem „Total Return Swap“<sup>208</sup> entsprechen der Kombination aus einem (umgekehrten) Wertpapierpensionsgeschäft („Reverse Repo“) und der Emission eines Zerobonds.

Optionen sind wegen ihres asymmetrischen Risikoprofils nur *dynamisch* in herkömmliche Instrumente zerlegbar.<sup>209</sup> *Fischer Black* und *Myron Scholes* haben als Erste gezeigt, dass, unter bestimmten vereinfachenden Annahmen über die Art des Marktes, eine Call-Position dupliziert werden kann mit Hilfe eines ständig anzugleichenden („dy-

---

Moser (Fn. 200).

203 Zum synthetischen FRA *Pochmann*, S. 35 Fn. 93, m.w.N.

204 S.o. B.I.2.b., Fn. 155.

205 *Smithson*, 5 *Midland Corp. Fin. J.*, Winter, 16, 18 (1987).

206 Siehe z.B. *Pochmann*, S. 35: „Wechselseitige Kreditgewährung“; *Global Derivatives Study Group*, S. 31 Fn. 4.

207 *Global Derivatives Study Group*, S. 31 Fn. 4.

208 S.o. bei A.V.2.a., S. 25.

209 Zur *statischen* Duplizierung von Optionen mit Derivaten s.u. 2., S. 56 ff.

namischen“) Portfolios aus dem Kauf des Basiswerts und der Aufnahme eines Darlehens zu festem Zinssatz (bzw. Emission einer entsprechenden Anleihe).<sup>210</sup> Hierbei bewegen sich der Preis des Call und der des Basiswertes in dieselbe Richtung. Die quantitativen Auswirkungen der Preisbewegungen des Basiswerts auf den Call-Preis hängen vom aktuellen Betrag des Basiswerts ab. Gemessen werden sie mit dem sog. Deltafaktor (oder kurz: Delta), der während der Laufzeit der Option schwankt.<sup>211</sup> Die Anzahl der Basiswerte im duplizierenden Portfolio muss deshalb ständig entsprechend der Veränderung des Deltafaktors angepasst werden.<sup>212</sup> Die dynamische Reproduktion weist im Gegensatz zur statischen Ungenauigkeiten auf. Diese sind eine Folge der zum Teil unrealistischen Annahmen, die den verwendeten Berechnungsmodellen zugrunde liegen. So geht das bekannte, auf der einfachen „Delta“-Anpassung beruhende *Black/Scholes*-Modell etwa von konstanten Zinssätzen, einer bekannten, ebenfalls konstanten und nur geringfügigen zukünftigen Volatilität des Basiswertes sowie von zu vernachlässigenden Transaktionskosten aus, so dass die einzige Unsicherheitsquelle der Kassapreis ist.<sup>213</sup> Die Leistung der dynamischen Replizierung (Duplikation) von Optionen ist besonders schwach, wenn die Märkte sich nicht so ruhig bewegen, wie die theoretischen Modelle voraussetzen.<sup>214</sup> Sie funktioniert insbesondere nicht in extremen Marktsituationen, da die analytischen Überlegungen zur Schaffung einer „äquivalenten Kombination von Finanzinstrumenten“ von einem „effizienten, vollkommenen Markt“ ausgehen.<sup>215</sup> Der allgemeinen Beliebtheit der auf dynamischer Replizierung beruhenden Optionspreismodelle in der Praxis der Finanzarbitrage mit Derivaten tun diese Ungenauigkeiten, die offensichtlich als nicht entscheidend betrachtet werden, kaum einen Abbruch.<sup>216</sup> Für die

210 *Black/Scholes*, 81 J. Pol. Econ. 637, 640 ff. (1973); siehe auch *Cox/Ross/Rubinstein*, 7 J. Finan. Econ. 229, 231 (1979), mit ihrem „discret-time“ Optionspreis-Modell.

211 *Bestmann*, S. 169 f.. Siehe auch § 2 Nr. 21 CAD: „Der »Delta-Faktor« zeigt die voraussichtliche Änderung des Optionspreises im Verhältnis zu einer geringen Preisschwankung des zugrunde liegenden Instruments an“.

212 *Rubinstein/Leland*, 37 Fin. Analysts J. 1981, 63 (Vorspann) und 64, zum Aktien-Call; *Bühler*, in: *Operations Research Proceedings 1987*, S. 20, 29, zur Option auf verzinsliche Wertpapiere.

213 *Black/Scholes*, 81 J. Pol. Econ. 637, 640 (1973); vgl. auch *Cox/Ross/Rubinstein*, 7 J. Finan. Econ. 229, 231 (1979), die für ihr Modell davon ausgehen, dass auf die Aktien während der Laufzeit der Option keine Dividenden ausgeschüttet werden, und die Transaktionskosten, Einschuss- und Nachschussfordernde und Steuern außer Betracht lassen.

214 *Jamshidian/Zhu*, *Review of Futures Markets*, Vol. 9, S. 84, 85 (1990).

215 *Loistl*, in: *Gebhardt/Gerke/Steiner*, Kapitel 31, 2.3., S. 761, speziell zur Bildung „synthetischer“ Derivate zur Absicherung einer Wertpapieranlage (sog. „Portfolio-Insurance“) durch die Anpassung der Portfoliozusammensetzung am Kassamarkt („Umschichtungskonzept“).

216 *Robert Merton*, Harvard-Universität, Cambridge (USA) und *Myron Scholes*, Stanford-Universität, Stanford (USA) wurden im Jahre 1997 von der Königlichen Schwedischen Akademie der Wissenschaften für die Formel zur Berechnung des Wertes von Aktienoptionen, die sie zusammen mit dem damals bereits verstorbenen *Fischer Black* entwickelt haben, mit dem Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften ausgezeichnet. Sehr kritisch allerdings gegenüber dem wissenschaftlichen Gehalt der Optionspreistheorie *D. Schneider*, *Betriebswirtschaftslehre*, Bd. 3, S. 271: Wie „sonst ernst zu nehmende Autoren [gemeint sind: *F. Black* und *M. Scholes*]“ angesichts der Vielfalt der ihrem Modell zugrunde liegenden Unterstellungen „behaupten konnten, dass diese Einflussgrößen unmittelbar zu beobachten oder leicht zu schätzen seien“, bleibe „unverständlich“. Der „Kapital-

Zwecke der vorliegenden Untersuchung soll deshalb von ihrer grundsätzlichen Brauchbarkeit ausgegangen werden. Selbst die Kritiker der Optionspreistheorie gestehen ihr zumindest die Wirkung einer „sich selbst erfüllenden Prophezeiung“ zu.<sup>217</sup>

## 2. Terminmarkt

Derivate lassen sich in Bezug auf ihre zukünftigen Zahlungsströme nicht nur in Kassainstrumente, sondern auch in andere Derivate bzw. in Derivate und herkömmliche (Kassa-) Instrumente zerlegen. Dazu kann man zwei Fälle unterscheiden: Ist der Basiswert des Derivats selbst wiederum Derivat (Derivate zweiten Grades), ergibt sich die Duplizierbarkeit des Derivats durch Derivate definitionsgemäß aus der Reproduzierbarkeit von Derivaten durch Kassageschäfte in ihren Basiswert. Das ist die einfache Anwendung der oben wiedergegebenen „finanzwirtschaftlichen Gleichung“. Ist der Basiswert des Derivats ein herkömmliches Instrument, folgt die Duplizierbarkeit des Derivats mit Derivaten aus einer Erweiterung der „finanzwirtschaftlichen Gleichung“<sup>218</sup>, bei der die herkömmlichen Bausteine ihrerseits durch Derivate ersetzt werden.<sup>219</sup> Eine *dynamische Anpassung* der synthetischen Position ist immer dann notwendig, wenn Derivate mit asymmetrischem Risikoprofil (Optionen) unter Verwendung von Derivaten mit symmetrischem Risikoprofil (Terminkäufe, Swaps) oder einer geraden Anzahl von Derivaten (desselben Basiswertes) mit asymmetrischem Risikoprofil dupliziert werden. Die asymmetrischen Elemente zweier Optionen über denselben Basiswert und gleicher Fälligkeit heben sich nämlich in ihrer Kombination gegenseitig auf. Umgekehrt sind Derivate mit symmetrischem Risikoprofil dynamisch zu replizieren, wenn die synthetische Position eine ungerade Anzahl von Derivaten mit asymmetrischem Risikoprofil enthält.

Der synthetische Kauf eines Forward<sup>220</sup> lässt sich mit einer kombinierten Position

---

markt insgesamt und Zukunftsmärkte im Besonderen“ könnten „nie im Gleichgewicht“ sein. Vgl. als Beispiel für in der Praxis bestehende Skepsis gegenüber der Optionspreistheorie den „Form 10-K“- Jahresbericht der „GS Financial Products US LP“ (D.P.C., Cayman Islands) vom 25.2.1999 (Quelle: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/914720/0000891836-99-000118.txt>, Abruf v. 1.9.2000), S. 10, wo darauf hingewiesen wird, dass die Gesellschaft gegenwärtig wegen der verbleibenden Ungenauigkeiten keine „dynamic hedging strategies“ verfolge und dies auch für die Zukunft nicht beabsichtige.

217 D. Schneider, Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3, S. 271: Wenn viele „nach derselben, unkritisch angewandten Prognosemethode“ vorgehen, liege „eine Art „sich selbst erfüllenden Prophezeiung“ [Anführungszeichen im Original] über die „Nützlichkeit dieser Art von Preisvorhersage“ vor.

218 S.o. unter 1., S. 52.

219 Hierzu unten II., S. 58 f.

220 Die Unterscheidung „Kauf“ des Forward („Long Forward“) und „Verkauf“ des Future („Short Forward“) orientiert sich am historischen Ursprung der Termingeschäfte in Gestalt des Terminkaufs in Natur. Der „Käufer“ eines Future mit Barausgleich ist derjenige, der das Risiko eines Preisverfalls übernimmt, der „Verkäufer“ derjenige, der bei Preissteigerungen bezahlen muss. Nicht gemeint in diesem Zusammenhang sind mit „Kauf“ und „Verkauf“ Transaktionen am Sekundärmarkt.

aus einem Long Call und einem Short Put über denselben Basiswert und zum gleichen Ausübungspreis bilden.<sup>221</sup> Ein synthetischer Short Forward (Verkauf) entsteht dementsprechend spiegelbildlich durch die Kombination eines Short Call und Long Put.<sup>222</sup> Börsengehandelte Futures lassen sich ihrerseits entsprechend den täglichen Margin-Verpflichtungen als Portfolio aus täglich revolvingierenden Forwards darstellen. *Swaps* und *Swap-Derivate* können gleichermaßen auf Terminkäufe und Optionen zurückgeführt werden.<sup>223</sup> Die Zahlungsströme eines Zinsswaps entsprechen z.B. einem Portfolio von FRA<sup>224</sup> oder einer Serie von Forwards.<sup>225</sup> Zinsbegrenzungsverträge entsprechen einer Serie von europäischen Optionen mit zunehmend langer Vorlaufzeit.<sup>226</sup> *Optionen* lassen sich mit Hilfe von anderen Optionen über denselben Basiswert statisch reproduzieren.<sup>227</sup> Bei Optionen europäischen Typs ist die Put-Call-Parität hierfür die theoretische Basis.<sup>228</sup> Sie besagt, dass der Kauf eines Call bei Fälligkeit denselben Ertrag bringt wie die Kombination aus dem Kauf des Basiswertes (und dessen Halten bis zum Ende der Laufzeit der Option), dem Kauf eines Put und dem Verkauf eines Zerobonds, vorausgesetzt die Ausübungspreise der Optionen entsprechen dem Nennbetrag des Zerobonds und alle drei Instrumente werden zu demselben Zeitpunkt fällig.<sup>229</sup> Ebenso lassen sich Optionen mit Hilfe von Futures statisch duplizieren. Ein synthetischer Long Call wird durch einen Terminkauf (Future/Forward) und den Kauf eines Put,<sup>230</sup> ein synthetischer Long Put durch einen Terminverkauf und den Kauf eines Call, jeweils über denselben Basiswert, hergestellt.<sup>231</sup>

Die vorstehend genannten Zerlegungszusammenhänge sind nur Beispiele. Die Art, nach der ein bestimmtes Finanzinstrument unter Einsatz von Derivaten dupliziert werden kann, ist keineswegs auf eine bestimmte Kombination beschränkt. Die bestehenden Möglichkeiten sind vielmehr vielfältig und, wenn man sich bei der Auswahl der verwendeten Bausteine nicht auf die bereits bekannten Finanzinstrumente beschränken will, sondern zu Neuschöpfungen bereit ist, theoretisch sogar grenzenlos.<sup>232</sup>

221 Zahn, S. 389; *Smithson*, 5 *Midland Corp. Fin. J.*, Winter, 16, 23 f. (1987); *Robinson*, *The Banker*, May 1988, S. 56, 57.

222 Zahn, S. 390; *Smithson* (Fn. 221); *Pochmann*, S. 35 Fn. 93.

223 So ausdrücklich die Begr. des RegE zum „Gesetz zur Umsetzung der Wertpapierdienstleistungs- und Kapitaladäquanzrichtlinie sowie zur Änderung anderer bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften“, BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, unter B.I., Zu Nr. 3 (§ 1; Begriffsbestimmungen), § 1 XI KWG, lit. k, bb.

224 *Diwald*, S. 391; *Pochmann*, S. 35; *Global Derivatives Study Group*, S. 31.

225 *Robinson*, *The Banker*, May 1988, S. 56, 57; *Pochmann*, S. 35; *Global Derivatives Study Group*, S. 31.

226 *Winter*, WM 1995, 1169, 1171 f.; *Scharpf/Luz*, D.4.1.1., S. 474, für Caps.

227 *Pochmann*, S. 37. Zu ihrer dynamischen Reproduktion mit Kassainstrumenten s.o. unter 1.

228 *Pochmann*, S. 36; *G. Franke*, BfG, III.3.2., S. 26 ff.; *H. Schmidt*, S. 77 f., mit einer Auflistung der dieser Parität zugrunde liegenden Annahmen.

229 Anschaulich erklärt bei *Warren*, *Harvard Law Review* 1993 (Bd. 107), 460, 465-467.

230 Zahn, S. 384.

231 Zahn, S. 386; *BIS*, April 1986, S. 86.

232 Vgl. *Merton*, 19 *J. Banking & Fin.* 461, 474 (1995), der allein 10 Investitionsarten mit Derivaten aufführt, die dem Kauf eines Aktienportfolios wirtschaftlich gleichwertig sind.

## II. Reproduktion von Kassainstrumenten

Genauso wie sich Derivate in herkömmliche Finanzinstrumente zerlegen lassen, lassen sich auch umgekehrt Kassainstrumente durch Derivate duplizieren. Dies ergibt sich aus einer einfachen Auflösung der oben (I.) gebildeten „finanzwirtschaftlichen Gleichung“ nach dem gewünschten Kassabaustein:

$$\text{Derivat} = \text{Kassabaustein}_1 + \text{Kassabaustein}_2 + \dots + \text{Kassabaustein}_n$$

ist gleichbedeutend mit

$$\text{Kassabaustein}_1 = \text{Kassabaustein}_2 + \dots + \text{Kassabaustein}_n - \text{Derivat}$$

Kassabaustein<sub>1</sub> ist dabei das synthetische Kassainstrument. Das negative Vorzeichen vor dem Derivat steht für eine Short-Position (Verkauf).

Beispiele für die Zerlegung von Kassainstrumenten lassen sich entsprechend dieser Gleichung ganz einfach aus den obigen Beispielen zur Zerlegung von Derivaten ableiten, so dass hier im Wesentlichen auf eine Darstellung verzichtet werden kann. Hingewiesen sei nur noch auf folgenden Punkt: Bei der Herstellung synthetischer Aktien entsprechend der Put-Call-Parität<sup>233</sup> ist danach zu unterscheiden, ob sich die finanzwirtschaftliche Gleichheit auf die Kursgewinne beschränkt oder ob sie zusätzlich die Dividendenzahlungen erfassen soll. In letzterem Falle ist das Portfolio aus Long-Call und Short-Put auf die betreffende Aktie<sup>234</sup> um einen Zerobond zum Ausgleich für die Dividende zu ergänzen.<sup>235</sup> Der Vorgang der Duplikation herkömmlicher Instrumente unter Einsatz von Derivaten wird bisweilen als „externer Bausteineffekt“ bezeichnet, um ihn vom „internen“ Bausteineffekt“ zu unterscheiden, mit dem die Zerlegung eines Derivats in seine Bestandteile gemeint ist.<sup>236</sup> In der vorliegenden Abhandlung wird auf den Gebrauch dieser Terminologie bewusst verzichtet, weil sie zu Verwirrungen führen kann. Denn ob etwas „intern“ oder „extern“ liegt, ist eine Frage des Standpunkts des Betrachters. Wird beispielsweise Derivat 1 zerlegt in Derivat 2 + X, kann man aus der Sicht von Derivat 1 von internem, aus der Sicht von Derivat 2 aber von externem Bausteineffekt sprechen.

233 S.o. unter 1., S. 57.

234 *BIS*, April 1986, S. 86 f.

235 *Pross*, S. 36.

236 Siehe z.B. *Pross*, S. 135 ff. („external financial engineering“) und S. 144 ff. („internal financial engineering“).

### III. Gegenläufige Reproduktion (Hedging)

Bei allen zweiseitig verpflichtenden Verträgen (Kassa- oder Termingeschäften) über vertretbare, i.S. des § 387 BGB gleichartige Leistungen besteht rechtstechnisch die Möglichkeit, die eigene Leistungsverpflichtung bzw. den eigenen Leistungsanspruch finanzwirtschaftlich durch den Abschluss eines inhaltsgleichen Gegengeschäfts mit demselben Vertragspartner oder einem Dritten zu neutralisieren. Der Marktteilnehmer nimmt bei diesem zweiten Geschäft dann die Position der Gegenseite aus dem Erstgeschäft ein. Praktisch setzt dies grundsätzlich voraus, dass Geschäfte der betreffenden Art standardisiert sind und für sie ein liquider Markt existiert. Bei Derivaten und derivateähnlichen Geschäften ist allerdings die Existenz eines solchen Marktes (nämlich: liquiden Terminmarktes) zur Glattstellung nicht erforderlich. Denn da bei diesen Instrumenten die Zahlungsströme definitionsgemäß am Kassamarkt reproduzierbar sind und dieser Zusammenhang für beide Vertragsseiten gilt, lässt sich hier die vertragliche Position jederzeit auch durch ein (kombiniertes) Gegengeschäft am Kassamarkt neutralisieren (glattstellen, sichern, „hedgen“). Das Definitionskriterium der jederzeitigen Reproduzierbarkeit der Zahlungsströme aus Derivaten<sup>237</sup> ist somit gleichbedeutend mit ihrer jederzeitigen Glattstell- oder Hedgebarkeit. Entsprechend dem statischen oder dynamischen Aufbau einer gegenläufigen Position spricht man vom statischen bzw. dynamischen Hedging.<sup>238</sup> Nach der Genauigkeit der Herstellung gegenläufiger Zahlungsströme unterscheidet man zwischen perfektem und imperfektem Hedging.

Sicherungsstrategien mit Derivaten sind bei weitem nicht immer auf den Aufbau eines synthetischen Gegengeschäfts gerichtet, das die zu sichernde Position des Aktiv- oder Passivvermögens in Bezug auf die zukünftigen Zahlungsströme wirtschaftlich komplett neutralisiert. In den meisten Fällen außerhalb der Finanzintermediation und der reinen Preisarbitrage beschränkt sich das Hedging vielmehr auf die Neutralisierung aller oder bestimmter Marktrisiken (partielle negative Reproduktion). Dadurch wird die zu sichernde Vermögensposition unter Ausnutzung des Bausteineffekts in eine synthetische risikoneutrale oder, sofern andere Risikoarten verbleiben, risikoärmere Position umgewandelt. So verwandelt sich beispielsweise eine Devisenforderung durch die Kombination mit einem Devisentermingeschäft in eine synthetische Forderung in inländischer Währung oder ein festverzinsliches Wertpapier mittels eines Zinsswaps in einen zinsrisikoneutralen synthetischen Floater zum Marktzins.

Nicht hierher gehört der Abschluss von Termingeschäften zur Absicherung (eines Teils) der Preisrisiken zukünftiger Transaktionen (sog. antizipative Sicherungsgeschäfte, „Cash-Flow“-Hedging<sup>239</sup>). Dazu zählt etwa der Fall, dass ein Marktteilnehmer zum

237 S.o. bei A.V.1., S. 21 ff.

238 Vgl. *Scharpf/Luz*, D.1.4.4., S. 341: Als dynamisches Hedgen könne die laufende Anpassung der Absicherungsposition an die aktuelle Marktwertentwicklung der zu sichernden Position bezeichnet werden. Hierzu werde regelmäßig der Delta-Wert der Optionen verwendet.

239 So die Terminologie nach dem Bilanzierungsgrundsatz SFAS 133; hierzu unten 5. Kapitel, B.II.1.,

Zeitpunkt  $t_1$  ein Devisentermingeschäft mit Fälligkeit  $t_2$  abschließt, um sich im Hinblick auf den geplanten Kauf eines Gegenstands im Ausland ebenfalls zu  $t_2$  gegen ein Ansteigen des Wechselkurses abzusichern. Der bewirkte Sicherungseffekt bezieht sich nicht auf eine echte Vermögenseinbuße, sondern einen bloßen „Opportunitätsverlust“<sup>240</sup> und ist keine Folge des oben beschriebenen Bausteinzusammenhangs zwischen Kassa- und Terminmärkten. Vielmehr stellt die Kombination aus Sicherungs-Termingeschäft und geplantem (zukünftigen) Kassageschäft, sofern es überhaupt zum Abschluss kommt, den Marktteilnehmer so, als ob er den Inhalt des Kassageschäfts (bzw. ein Teil hiervon), statt zu warten, bereits jetzt vereinbaren und den Preis auf diese Weise fixieren würde (synthetisches Termingeschäft mit Erfüllung in Natur). Häufig besteht für die so gesicherten Transaktionen mangels Liquidität des Basiswertes kein eigener Terminmarkt, und die Sicherung betrifft nur einen Teil des Preisrisikos, z.B. das Währungsrisiko. Die wirtschaftliche Gleichwertigkeit beider Positionen beschränkt sich auf den Zeitpunkt des Abschlusses des geplanten (Kassa-) Geschäfts. Sie dauert also anders als beim Bausteineffekt nicht während der gesamten Laufzeit des Derivats fort.<sup>241</sup>

Neben dem Hedging der Risiken aus bestimmten einzelnen Instrumenten (sog. „Mikro-Hedging“) kennt die Unternehmenspraxis die Absicherung aggregierter Risiken aus einem nach allgemeinen Kriterien definierten Teilbereich des Unternehmensvermögens mit einem unbestimmten bzw. veränderlichen Bestand an Einzelpositionen („Portfolio-Hedging“).<sup>242</sup> Das dieser Art des Hedging zugrunde liegende Risikomanagement baut zwar in der Regel bei der Risikoberechnung auf den Erkenntnissen des Bausteineffekts auf, das Portfolio selbst lässt sich aber meistens nicht mehr als ein bereits bekanntes synthetisches Instrument interpretieren. Nichts mit dem Bausteineffekt zu tun hat schließlich das sog. „strategische“ oder „economic“ Hedging, das teilweise auch „Makro-Hedging“ genannt wird.<sup>243</sup> Darunter versteht man den Einsatz von Derivaten oder nichtderivativen Termingeschäften<sup>244</sup> zur Sicherung gegen (gesamt-) wirtschaftliche Risiken, die nicht *bestimmten* (gegenwärtigen oder zukünftigen) Positionen des Aktiv- oder Passivvermögens zugeordnet werden können.<sup>245</sup> Ein Beispiel ist das Risiko des Herstellers von Konsumgütern, wegen einer Änderung des Verbraucherverhaltens ge-

---

S. 265.

240 *Scharpf/Luz*, C.6.4.7., S. 261.

241 Siehe gleich unten IV., S. 61 ff., zur Identität des Marktwertes natürlicher und synthetischer Positionen während der gesamten Laufzeit.

242 *Global Derivatives Study Group*, S. 42: Der Händler sei grundsätzlich darum bemüht, seine offenen Positionen zu schließen. Das könne er mittels spiegelbildlicher Geschäften mit anderen Kunden tun oder aber im Rahmen eines Portfoliomanagements durch das Hedging der Netto-Risikopositionen aus dem gesamten Portfolio. Dabei werde jede neue Transaktion in ihre Zahlungsströme und Risikofaktoren zerlegt. Siehe auch unten 5. Kapitel, B.I., S. 258 ff.

243 Nicht selten wird der Begriff des „Makro-Hedging“ allerdings auch i.S. von Portfolio-Hedging gebraucht, oder beide Ausdrücke werden miteinander kombiniert (vgl. *Spriffler*, FS Clemm [1996], 365, 385: „Makro-Hedge-Portfolien“). Ihre bilanzrechtliche Fortsetzung erfährt diese Begriffsverwirrung bei der Bezeichnung „Makro-Bewertungseinheit“. Hierzu 5. Kapitel, B.II.2., bei Fn. 103.

244 S.o. bei A.V.2.b., S. 26, zu Termingeschäften über makroökonomische Indices.

245 Hierzu *Marshall/Bansal/Herbst/Tucker*, 5 J. Applied Corp. Fin., Winter, 103, 104 ff. (1992).

ringeren Umsatz zu erzielen. Hierbei sind mögliche „natürliche“ Hedge-Wirkungen zu berücksichtigen, die im komplexen Kontext gesamtwirtschaftlicher Zusammenhänge den Erfolg eines strategischen Hedges gefährden könnten.<sup>246</sup>

#### IV. Theoretischer Marktwert („fair value“)

##### 1. Grundsatz

Derivaten kann zu jedem Zeitpunkt ihrer Laufzeit ein theoretisch berechenbarer Marktwert („fair value“<sup>247</sup>) zugeordnet werden, der den gegenwärtigen, abgezinsten Wert der noch unbekanntem zukünftigen Zahlungsströme reflektiert und der deshalb - zumindest theoretisch - bei einer vorzeitigen Liquidierung der Position als Gegenleistung bezahlt werden muss.<sup>248</sup> Das ist eine Folge des definitionsgemäßen Umstands, dass die Zahlungsströme aus Derivaten durch eine Direktinvestition in deren Basiswert statisch oder dynamisch dupliziert werden können (Bausteineffekt) und dass sich dem Basiswert sowie dem Kreditelement (marktüblicher Zins) jederzeit ein empirischer Wert zuordnen lässt. Der aktuelle theoretische Wert des Derivats ergibt sich dann aus der (positiven oder negativen) Summe der zu bezahlenden Preise bzw. der zu erzielenden Erlöse für die einzelnen Komponenten der alternativen, theoretisch gleichwertigen Direktinvestition am Kassamarkt zum jeweiligen Bewertungszeitpunkt (Bewertung nach dem Prinzip der Arbitragefreiheit). Er entspricht dem Preis, den ein durchschnittlicher, vernünftiger Marktteilnehmer für das Derivat zu zahlen bereit wäre bzw. verlangen würde. Dahinter steckt die Erfahrung, dass sich der Wert eines Zahlungsstroms grundsätzlich ausschließlich nach seinem Betrag bestimmt, nicht aber nach seiner Herkunft oder der Art seiner

246 Siehe *Copeland/Joshi*, *The McKinsey Quarterly* 1996, No. 1, S. 66, 72 f., mit folgendem Beispiel: Eine europäische Fluggesellschaft bestellt bei Boeing Flugzeuge für mehrere Milliarden USD. Zur Absicherung gegen Wechselkursschwankungen kaufte die Fluggesellschaft USD -Forwards ungefähr in Höhe des USD-Kaufpreises. Unglücklicherweise korrelierten die Erträge aus dem operativen Geschäft der Fluggesellschaft positiv mit dem Dollarkurs, insb. auf den Transatlantikrouten, so dass die durch die Forwards gehedgte Position sich in Wirklichkeit als geschlossen erwies und die Forwards selbst offene Risikopositionen erzeugten.

247 Siehe SFAS 133.540, Appendix F (Glossary), Stichwort: „Fair value“: „The amount at which an asset (liability) could be bought (incurred) or sold (settled) in a current transaction between willing parties“; ähnlich IAS 39.8: „Fair value is the amount for which an asset could be exchanged, or a liability settled, between knowledgeable, willing parties in an arm’s length transaction“. Der Begriff des „fair value“ wird im englischen Sprachkreis demjenigen des „market value“ vorgezogen, um zu verdeutlichen, dass der Wert nicht unbedingt auf dem Sekundärmarkt empirisch bestimmbar zu sein braucht, sondern dass es genügt, wenn er theoretisch berechenbar ist.

248 Vgl. allgemein zum Begriff des Marktwerts *Preyer/Reinhardt*, in: Rudolph (Hrsg.), S. 193, 198: Marktwert sei der „Wert einer Position (Barwert), der gezahlt werden“ müsse, „um die Position vorzeitig aufzulösen“; siehe auch SFAS 133.540, Appendix F („Glossary“), Stichwort „Fair value“: Dies sei der Betrag, zu dem ein Vermögensgegenstand (bzw. eine Verbindlichkeit) gegenwärtig und ohne Beeinträchtigung der freien Willensbildung, d.h. außerhalb eines Zwangs- oder eines Liquidationsverkaufs, gekauft (bzw. eingegangen) oder verkauft (bzw. glattgestellt) werden könne.

Zusammensetzung aus Teilbeträgen. Nicht berücksichtigt werden bei der theoretischen Bewertung bestimmte Transaktionskosten (z.B. Vermittlungshonorare) sowie Abschläge für die Gefahr des Zahlungsausfalls (Kreditrisiko). Mit ihrer Bewertbarkeit nach dem Prinzip der Arbitragefreiheit unterscheiden sich Derivate von anderen Finanzinstrumenten, deren Bewertung von Wahrscheinlichkeitsannahmen über die Höhe der zukünftigen, stochastisch bedingten Zahlungsströme sowie von der Risikoneigung der Marktteilnehmer<sup>249</sup> abhängen.

Der theoretische Wert eines Derivats *korreliert*<sup>249a</sup> mit dem Betrag des Basiswerts während der gesamten Laufzeit in einer im Voraus bestimmbar Weise. Entsprechendes lässt sich für die mit den Wertschwankungen verbundenen Risiken feststellen. Nur insofern, als er sich aus der Summe der Einzelwerte ihrer finanzwirtschaftlichen Bausteine des Instruments errechnen lässt, ist der Wert bei Derivaten in *spezifischer* Weise „abgeleitet“. Es ist bereits darauf hingewiesen worden, dass sich das (missverständliche) Merkmal der Abgeleitetheit des Wertes nur dann zur Abgrenzung von Derivaten gegenüber anderen Finanzinstrumenten eignet, wenn man es i.S. von (theoretischer) „Bewertbarkeit“ versteht, und nicht schon allein i.S. der kausalen Abhängigkeit des (theoretisch ermittelbaren oder nicht ermittelbaren) Wertes von der jeweiligen Höhe des Basiswertes.<sup>250</sup>

Bei den gesetzlichen Derivatebegriffen des § 2 II WpHG und des § 11 I 4 KWG ist das Kriterium der jederzeitigen Reproduzier-, Hedge- und Bewertbarkeit erfüllt. Dies ergibt sich aus der in diesen Definitionen enthaltenen enumerativen Aufzählung der möglichen Basiswerte (Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Zinssätze, Waren und Edelmetalle, Devisen), für die allesamt liquide Kassamärkte existieren. Allerdings ist die Bewertbarkeit der Instrumente weder aus der Sicht des Normzwecks des WpHG (Anlegerschutz) noch aus demjenigen des KWG (Schutz der Zahlungsfähigkeit der Finanzinstitute) unmittelbar von Belang.

## 2. Realisierbarkeit

Der aktuelle (positive oder negative) Marktwert derivativer Instrumente ist definitionsgemäß jederzeit durch Glattstellung am Kassamarkt realisierbar (synthetischer Verkauf der Position). Daneben sind je nach den Marktgegebenheiten zwei weitere Möglichkeiten der Realisierung denkbar. Zum einen könnte der gesamte derivative Vertrag bzw. der in ihm enthaltene stochastisch bedingte Anspruch (Optionen) an einem ausreichend

249 Vgl. *Laden*, in: Antl (Hrsg.), S. 313, 314: Wäre die Duplizierung von Optionen mittels dynamischer risikoloser Anlage nicht möglich, könnte die Risiko-Position nicht eliminiert werden, und ihr Wert würde von der Risikoneigung des Einzelnen abhängen.

249a „Korrelation“ ist allgemein die „Interdependenz zwischen einer oder mehreren Zufallsvariablen“ (*Jacobs/Schulmeister*, in: LernSTATS online, Glossar, <http://vs.fernuni-hagen.de/Lernstats/LS-glossar/Korrelation.html>, Abruf v. 21.9.2001).

250 S.o. bei A.I., S. 11.

liquiden *Sekundärterminmarkt* veräußert werden. Sofern dies mit einem Schuldnerwechsel verbunden ist, ist hier gegebenenfalls die Zustimmung des Vertragspartners einzuholen.<sup>251</sup> Zum anderen könnte die Glattstellung am *Primärterminmarkt* durch Abschluss eines Gegengeschäfts erfolgen, das in Bezug auf die Restlaufzeit des ursprünglichen Vertrags spiegelbildlich ist (Wechsel zwischen Long- und Short-Position). Das kann, wie bei börsengehandelten Derivaten, zum aktuellen oder aber zum ursprünglichen Terminpreis geschehen. In letzterem Falle muss gegebenenfalls der Unterschied zum aktuellen Preis durch eine Zahlung bei Vertragsschluss ausgeglichen werden. Voraussetzung dieser Glattstellungsmöglichkeit ist wiederum die ausreichende Liquidität des Terminmarktes. Sehr hilfreich ist dabei die Standardisierung der Vertragsbedingungen, wie sie bei Börsengeschäften üblich ist. Der durch die Glattstellung am Markt erzielte Erlös bzw. der hierfür zu entrichtende Preis entspricht dem aktuellen, stochastischen Schwankungen unterworfenen (empirischen bzw. theoretischen) Marktwert der Position im Zeitpunkt der Glattstellung. Derivate lassen sich somit bereits vor Fälligkeit ihrer Terminverpflichtung zur Erzeugung stochastischer Zahlungsströme benutzen.

### 3. Grenzen

In der Praxis stimmt der theoretische Marktpreis nicht immer exakt mit dem aktuellen Preis überein, zu dem die Position tatsächlich abgeschlossen („gekauft“) oder glattgestellt werden kann. Bereits die Vielzahl der jeweils verwendeten Preisberechnungsmodelle, der ihnen zugrunde liegenden Arten, Derivate finanzwirtschaftlich zu zerlegen und, bei den dynamisch zu replizierenden Optionen, der diesen Modellen zugrunde liegenden zukunftsbezogenen Annahmen<sup>252</sup> führt zu einer ebenso großen Anzahl mehr oder weniger voneinander abweichender theoretischer Marktpreise. Insofern spricht man mitunter vom „Modellrisiko“ („model risk“).<sup>253</sup> Des Weiteren vernachlässigen die theoretischen Modelle regelmäßig die nach objektiven Kriterien nur schwer quantifizierbare Kreditrisiko-Komponente außerbörslicher Instrumente,<sup>254</sup> welche die Grundannahme von der Gleichwertigkeit natürlicher und synthetischer Positionen relativiert. Marktunvollkommenheiten verursachen Abweichungen des empirischen Terminpreises vom theoretischen. Ein wichtiger Anwendungsbereich des Financial Engineering nutzt diese Preisunterschiede zur Preisarbitrage zwischen Kassa- und Terminmärkten (sog. „Cash-and-Carry“- Arbitrage). Schließlich ist die Ermittlung empirischer Marktwerte mit Unsicherheiten behaftet. Sogar börsennotierte Marktpreise sind nicht immer verlässliche

251 Vgl. § 7 ISDA-MA („Transfer“); hierzu *Reiner*, MünchVhb, Anm. 23.

252 Zur Kritik der dynamischen Reproduktion s.o. I.1., S. 55 f.

253 Näheres hierzu z.B. bei *Derman*, Goldman Sachs Quantitative Strategies Research Notes, April 1996, S. 1-10; *Jorion*, Value at Risk, S. 16 f., 309-311.

254 Siehe *Froot/Stein*, Wharton Working Paper 96-28, S. 2, mit einer entsprechenden Kritik am Bewertungsmodell von Black/Scholes.

Indikatoren für den Wert, zu dem die Transaktionen ausgeführt werden können.<sup>255</sup> Hinzu kommen die Spannen zwischen Geld- und Briefkurs, die im Bereich der Finanzintermediation zu beobachten sind. Fehlbewertungen der Kassabausteine schlagen dann auf den theoretisch berechneten Marktpreis entsprechender Derivate durch. An der grundsätzlichen Bewertbarkeit derivativer Instrumente und an ihrem Bausteineffekt ändern die genannten Ungenauigkeiten freilich nichts. Nur dort, wo sie nicht nur für die Wertermittlung, sondern für die rechtliche Beurteilung der Derivate von Bedeutung sind, werden sie im Folgenden problematisiert. Soweit die Rechtsfolgen von der Höhe des Marktwertes eines Derivats abhängen und ein empirischer Marktwert existiert, ist auf diesen abzustellen, sofern nichts Gegenteiliges geäußert wird.<sup>256</sup>

## D. Rechtliche Besonderheit

Nachdem nun präzisiert ist, was Derivate sind und welche finanzwirtschaftliche Eigenschaften sie aufweisen, soll im Folgenden herausgearbeitet werden, worin die von Derivaten ausgehende, *besondere* rechtliche Herausforderung besteht.

### I. Grundlegung

Als Ziel dieser Untersuchung wurde einleitend die Analyse und Bewertung der Antworten bestimmt, welche die deutsche Rechtsordnung für das Phänomen der derivativen Finanzinstrumente bereithält.<sup>257</sup> Dabei geht es primär nicht um Rechtsfragen, die sich beim Einsatz von Derivaten genauso wie bei sonstigen Geschäften stellen können, sondern um den Versuch der Erfassung dessen, was Derivate *rechtlich* zu etwas „Besonderem“ und damit zu einem Rechtsbegriff macht.<sup>258</sup> Hierzu ist es erforderlich, die rechtlich relevanten spezifischen Eigenschaften von Derivaten zu identifizieren. Denn nur insoweit, wie Derivate aus rechtlicher Sicht etwas Spezifisches gegenüber anderen Sachverhalten darstellen, ist es gerechtfertigt, an ihren Einsatz besondere Rechtsfolgen

255 *Greenspan*, in: Schwartz/Smith, S. 497, 498: „Fair values“ von Finanzinstrumenten seien eher eine Frage von subjektiver Einschätzung („conjecture“) als eine Tatsache; sie könnten nicht ermittelt, sondern nur geschätzt werden. Selbst notierte Marktpreise, die im Übrigen für viele Instrumente nicht verfügbar seien, seien nicht immer verlässliche Indikatoren für den Wert, zu dem die Transaktionen ausgeführt werden könnten. Selbst für „plain-vanilla“-Derivate (s.o. Fn. 185) seien für die Schätzung des Marktwertes Korrekturen der Marktnotierungen erforderlich, um Betriebs-, Hedge- oder andere mögliche Kosten zu berücksichtigen.

256 Vgl. SFAS 133.540, Appendix F („Glossary“), Stichwort „Fair value“: Notierte Marktpreise seien das beste Indiz für „fair value“ und sollten, soweit verfügbar, als Basis für die Bemessung benutzt werden.

257 S.o. Einleitung, S. 7.

258 Vgl. *Bydlinski*, S. 13 ff., 17 ff., zur „normativen Spezifität“ als Voraussetzung sinnvoller rechtswissenschaftlicher Systematisierung.

zu knüpfen. Aus *phänomenologischer* Sicht ergibt sich das Besondere von Derivaten bereits aus dem bloßen Umstand ihrer Definierbarkeit. Aufgabe jeder Definition ist es, die Einzigartigkeit des definierten Gegenstands herauszustellen. Da sich Derivate über ein Bündel von Merkmalen definieren, bezieht sich ihre phänomenologische Besonderheit nicht auf Einzelne ihrer Kriterien (z.B. ihre Risiken), sondern auf deren Kombination.

Dies bedeutet aber noch nicht, dass Derivate auch aus *rechtlicher* Sicht etwas Besonderes sind. Vergleichsmaßstab für die Beurteilung der rechtlich relevanten Besonderheit von Sachverhalten ist nicht einfach die Gesamtmenge aller möglichen Sachverhalte wie bei der phänomenologischen Betrachtung, sondern es sind rechtliche Tatbestände. Dementsprechend bedarf nicht jeder einer bestimmten Definition zuordnungsfähige und insofern „besondere“, d.h. einzigartige Sachverhalt bzw. jede besondere, d.h. definierbare Gruppe von Sachverhalten per se einer rechtlichen Sonderbehandlung. Im Gegenteil besteht die Erkenntnisleistung rechtlicher Tatbestände ja gerade in der in ihnen zum Ausdruck kommenden Verallgemeinerung. Diese ermöglicht ihre Anwendung auf eine Vielzahl von Sachverhalten, von denen jeder nach rechtstatsächlichen Kriterien (Ort, Zeit, Personen etc.) einzigartig ist. Alle Dinge in der Wirklichkeit sind zu nichts anderem als sich selbst identisch. Von einer definierbaren Teilmenge von Sachverhalten in Bezug auf einen bestimmten juristischen Tatbestand kann man dann sprechen, wenn diese die Tatbestandsmerkmale erfüllen, aber *zusätzlich* Eigenschaften aufweisen, welche die anderen Sachverhalte, die dieses Kriterium ebenfalls erfüllen, zwar nicht begriffsnotwendig, aber zumindest regelmäßig nicht teilen, sofern diese Eigenschaften in irgendeiner Hinsicht für die juristische Betrachtung aus Sicht des Normzwecks von Bedeutung sind. Die rechtliche Besonderheit ist letztlich eine Frage der Gleich- oder Ungleichbehandlung. Denn es geht darum, ob Sachverhalte, die an sich nach ihrem Wortlaut unter eine bestimmte Norm subsumierbar sind, rechtlich gleich oder verschieden behandelt werden, wenn sie in Bezug auf die aus der Sicht des jeweiligen Normzwecks maßgeblichen rechtlichen Kriterien ungleich sind.

Bezogen auf den vorliegenden Betrachtungsgegenstand gilt es also zu prüfen, ob die phänomenologischen Besonderheiten von Derivaten allgemeine, also im Verhältnis zu den unter allgemeine Gesetze subsumierbaren Sachverhalten gleiche, oder spezifische, also ungleiche Rechtsfolgen rechtfertigen. Zu einer rechtlichen „Herausforderung“ für die geltende Rechtsordnung<sup>259</sup> werden Derivate dann, wenn sie sich *entweder* unter den Tatbestand einer bestimmten Norm subsumieren lassen, aufgrund ihrer Besonderheiten hierdurch aber (auflösbare oder nicht auflösbare) Diskrepanzen mit dem Normzweck, mit dem Zweck anderer gleichrangiger Normen oder mit höherrangigen Normen entstehen, *oder*, wenn ihre rechtstatsächlichen Besonderheiten dazu führen, dass sich diese Instrumente gerade nicht unter den Tatbestand bestimmter Normen subsumieren

259 Eine andere, hier nicht erörterte Frage betrifft die mögliche *rechtspolitische* Relevanz von Derivaten in Bezug auf solche Regelungsziele, die nicht bereits in der Rechtsordnung Niederschlag gefunden haben, sondern die rechtlich erst noch definiert werden müssen.

lassen (Regelungslücken) und sich hieraus Wertungswidersprüche oder Verstöße gegen höherrangiges Recht ergeben. Für die Verursachung normativer Widersprüche der genannten Art erscheinen Derivate prädestiniert. Denn sie erzeugen definitionsgemäß stochastische Zahlungsströme und, ex ante betrachtet, Risiken, die als solche im Gegensatz zu anderen Verträgen gerade keine spezifischen, sondern die gleichen Eigenschaften aufweisen wie „synthetische“ Zahlungsströme aus statisch oder dynamisch kombinierten herkömmlichen oder derivativen Positionen. Gleichzeitig lassen sich mit Kombinationen aus Derivaten und herkömmlichen Instrumenten Zahlungsströme aus anderen herkömmlichen Instrumenten nachbilden.<sup>260</sup> Diese Reproduzierbarkeit der Zahlungsströme kann den Sinngehalt herkömmlicher tatbestandlicher Differenzierungen auf die Probe stellen. Das gilt umso mehr, als sich der Bausteineffekt nicht nur auf den Fälligkeitszeitpunkt bzw. -zeitraum des Derivats bezieht, sondern wegen der Liquidität der in Derivaten verkörperten Risiken und der Möglichkeit der jederzeitigen Glattstellung auf jeden beliebigen Zeitpunkt während ihrer Laufzeit. Entgegen einem weit verbreiteten Missverständnis liegt bei derivativen Instrumenten die eigentliche rechtliche Problematik somit nicht etwa im - zu Unrecht angenommenen<sup>261</sup> - besonderen Ausmaß der von ihnen ausgehenden Marktrisiken, sondern in der *fehlenden* Spezifität der durch sie erzeugten stochastischen Zahlungsströme und Risiken.<sup>262</sup>

Das eingangs formulierte Erkenntnisziel lässt sich deshalb auf zwei Gesichtspunkte konkretisieren: *Erstens* die rechtliche Bedeutung der *Werthaltigkeit* und der jederzeitigen Realisierbarkeit der stochastisch bedingten Ansprüche bzw. Verbindlichkeiten („Positionen“) aus Derivaten (Berücksichtigung des Bausteineffekts als Rechtstatsache) und *zweitens* die *rechtliche Gleichbehandlung* natürlicher und synthetischer Positionen sowie - als Kehrseite - die *Ungleichbehandlung* finanzwirtschaftlich ungleicher Positionen, und zwar jeweils im Augenblick ihrer Liquidierung und im gesamten Zeitraum davor (rechtliche Anerkennung des Bausteineffekts). Anders ausgedrückt geht es darum, in welchem Umfang das Recht die finanzwirtschaftlichen Gesetzmäßigkeiten des Bausteineffekts berücksichtigt bzw. berücksichtigen sollte, oder pointierter, ob das „Financial Engineering“ zum „Legal Engineering“ wird.<sup>263</sup>

260 S.o. 1. Kapitel, C., S. 51 ff.

261 S.o. 1. Kapitel, B.I.2., S. 38 ff.

262 Insofern wirft *Henssler*, S. 12, der Rechtswissenschaft zu Recht vor, sie ignoriere bei der vertragsrechtlichen Behandlung des Risikos die wirtschaftswissenschaftlichen Differenzierungen nach dem Grad der Unsicherheit (zu Letzteren *ders.*, S. 9).

263 Vgl. *McLaughlin*, S. 1, der im Anschluss an den Ökonomen *Peter Tufano* (Harvard Business School) den Begriff des „Legal Engineering“ demjenigen des „Financial Engineering“ gegenüberstellt („as an adjunct of financial engineering“) und darunter die Entwicklung und Anwendung von (alten und neuen) Rechtstechniken zur Lösung der durch Derivate aufgeworfenen Rechtsprobleme unter Berücksichtigung ihrer wirtschaftlichen Funktionen versteht. Vgl. auch *ders.*, a.a.O., S. 149-165 („Legal Engineering: Innovations in Legal Risk Management“).

## II. Präzisierung

Nicht alle Arten der rechtlichen Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen sind für die vorliegende Untersuchung von Bedeutung; interessant sind vielmehr nur solche, die mit einer *Ungleichbehandlung* von finanzwirtschaftlich *nicht* gleichwertigen Positionen einher gehen. Die Geschäftsfähigkeit (§§ 104 ff. BGB) z.B. ist zwar für den Aufbau natürlicher ebenso wie synthetischer Positionen erforderlich; diese Gleichbehandlung hat mit den finanzwirtschaftlichen Eigenschaften derivativer Instrumente aber nichts zu tun. Entscheidend ist also die *Differenzierung* der Rechtsanwendung entsprechend der finanzwirtschaftlichen Gleichwertigkeit. Prädestiniert für eine Gleichbehandlung finanzwirtschaftlich gleichwertiger und für eine Ungleichbehandlung nicht gleichwertiger Sachverhalte sind Normen, für deren Regelungszweck gerade diejenigen Kriterien (Marktrisiken, Marktwert, Zahlungsströme) entscheidend sind, auf die sich die finanzwirtschaftliche Gleichwertigkeit bezieht (marktrisiko-, marktwert- oder zahlungsstromsensible Normen).

Die Problematik der Gleichbehandlung stellt sich in unterschiedlicher Weise je nachdem, ob sich die Betrachtung auf bereits in Zahlungsströmen realisierte (*ex post*) oder auf laufende, erst in Zukunft zu realisierende Positionen (*ex ante*) richtet. In letzterem Falle gründet sich die finanzwirtschaftliche Gleichheit auf der Annahme, dass die synthetische Position zukünftig zusammengehalten wird bzw. ihre Bestandteile gemeinsam realisiert werden. Das Schicksal von Finanzinstrumenten ist abhängig vom Willen ihres Inhabers. Die rechtliche Berücksichtigung der zukünftigen finanzwirtschaftlichen Gleichheit stellt daher gewisse (zumindest pauschalisierte) Mindestanforderungen an den Nachweis eines entsprechenden Willens. Eine weitere Unterscheidung betrifft die Architektur der synthetischen Position. Der Marktteilnehmer kann die einzelnen Verträge (z.B. Kassakauf, Darlehen) zum Aufbau der Position mit demselben Vertragspartner abschließen oder aber mit verschiedenen Personen (z.B. im Dreiecksverhältnis). Der Bausteineffekt ist im ersteren Falle „symmetrisch“, d.h. er stellt sich für beide Vertragspartner gleichzeitig und spiegelbildlich ein. Im letzteren Falle ist er „asymmetrisch“,<sup>264</sup> denn er ergibt sich nur für den Marktteilnehmer, der an beiden Verträgen beteiligt ist, aber für keinen seiner Geschäftspartner. Die rechtliche Berücksichtigung des *asymmetrischen* Bausteineffekts dürfte grundsätzlich bei Normen ausscheiden, die das Verhältnis zwischen zwei oder mehreren Personen regeln und nur für alle gleichmäßig angewandt werden können. Das betrifft insbesondere das transaktionsbezogene Vertrags- und Insolvenzrecht.<sup>265</sup> Hierzu ein Beispiel aus dem Vertragsrecht: Wenn A bei B ein Darlehen zu fixem Zinssatz aufnimmt und A seine Zinsverpflichtung gegenüber B wirtschaftlich durch Abschluss eines Zinsswapgeschäfts mit C in eine solche zu variablem Zinssatz „tauscht“, kann sich A gegenüber B nicht auf die verkürzte Kündigungsfrist nach § 609a

264 Terminologie in Anlehnung an *Pross*, S. 135, speziell für synthetische Darlehen.

265 Zur Frage der symmetrischen Besteuerung zweier Vertragspartner unter dem Gesichtspunkt des sog. Korrespondenzprinzips s.u. 6. Kapitel, C II 4., bei Fn. 393.

I Nr. 1 HS 2, II BGB (synthetisches Darlehen zu variablem Zins) berufen.<sup>265a</sup> Denn aus der Sicht des B verändert der Swap den Charakter des Darlehens weder vertragsrechtlich noch wirtschaftlich in irgendeiner Weise. Etwas anderes kann man sich selbst im Bereich zwingender transaktionsbezogener Vorschriften (vgl. § 609a IV 1 BGB) nur dann vorstellen, wenn die Schutzwürdigkeit der beiden Geschäftspartner (B, C) entfällt, weil sie vom Vertragsverhältnis des jeweils anderen mit dem Marktteilnehmer (A) wissen und darüber hinaus in besonderer Weise miteinander verbunden sind.<sup>266</sup> Die rechtliche Berücksichtigung des *symmetrischen* Bausteineffekts, wenn also beide Geschäfte (Bausteine) zwischen denselben Vertragspartnern abgeschlossen werden, dürfte auf geringere Widerstände stoßen.<sup>266a</sup> Die Anfechtung des Darlehensvertrags zu variablem Zinssatz mit kombiniertem Zinsbegrenzungsvertrag („Cap“) z.B. könnte hier durchaus zur Pflicht des Darlehensgebers auf zeitanteilige Rückzahlung der Cap-Prämie<sup>267</sup> führen, falls Darlehens- und Zinsbegrenzungsvertrag als wirtschaftliche Einheit (sog. „CAP-Kredit“<sup>268</sup>) gegenüber beiden Vertragsparteien wie ein „rechtlich einheitlicher Vertrag“ behandelt werden müssen.

In Zusammenhang mit der rechtlichen Gleichbehandlung finanzwirtschaftlich gleichwertiger Positionen muss man auch an das Verhältnis derivateähnlicher Geschäfte<sup>269</sup> zu Derivaten denken. Termingeschäfte mit Erfüllung in Natur in Verbindung mit Kassaglattstellungsgeschäften lassen sich als (symmetrische oder - bei Glattstellung mit einem Dritten - asymmetrische) „synthetische“ Derivate betrachten. Diese Form der finanzwirtschaftlichen Gleichwertigkeit ist der Marktgängigkeit des Basiswertes zu verdanken. Sie ist aber nur *Nebeneffekt* und nicht *Anwendungsfall* des Bausteineffekts von Derivaten. Denn die Duplizierung bewirkt hier nicht etwa eine Verschiebung der Marktrisiko-Komponente des Geschäfts vom Termin- auf den Kassamarkt im Augenblick des Vertragsschlusses; vielmehr verbleibt das stochastische Element im Terminbereich. Der Kassamarkt wird erst nach Realisierung des Marktrisikos in Anspruch genommen und die Aufspaltung des Differenzgeschäfts in ein Geschäft mit Lieferung in Natur und ein

265a Ebenso im Ergebnis für den asymmetrischen synthetischen Roll-over-Kredit bei unterschiedlichen Swap- und Kreditparteien *Krämer*, S. 231, unter Hinweis auf den Schutzzweck des § 609a I Nr. 1 BGB.

266 Vgl. für entsprechende Ansätze im Schrifttum in Zusammenhang mit asymmetrischen synthetischen Börsentermingeschäften unten 2. Kapitel, A.I., Abschn. 1.c.bb.α., S. 103.

266a Vgl. *Krämer*, S. 231-233, der die Frage der Anwendbarkeit des § 609a I Nr. 1 BGB auf einen symmetrischen synthetischen Roll-over-Kredit unter dem Gesichtspunkt des „Umgehungsgeschäfts“ (hierzu allgemein unten E.II.4., S. 84 f.) prüft, letztlich (S. 233) aber nur für den Fall bejaht, dass Kredit und Swap über eine Bedingung (§ 158 BGB) miteinander verbunden sind, wobei die Initiative zu dieser Verbindung vom Kreditnehmer ausgegangen sein muss (vom Kreditgeber „gesetzte Bedingung“). Jedenfalls die zuletzt genannte, mit einem pauschalen Hinweis auf den Verbraucherschutzzweck des § 609a BGB begründete Einschränkung vermag nicht zu überzeugen, weil das Kündigungsrecht des § 609a I Nr. 1 HS 2 BGB gerade nicht davon abhängt, auf wessen Betreiben das Darlehen als solches zu variablem Zinssatz vereinbart wurde.

267 Angesprochen, aber offengelassen in LG Bochum 22.11.1994 - 11 S 327/94, WM 1996, 629, 630.

268 *Wenzel*, WuB I E 3. - 4.96, zu LG Bochum 22.11.1994 (Fn. 267) und AG Schleswig 14.2.1996, S. 563 (563).

269 Zum Begriff des derivateähnlichen Geschäfts oben I. Kapitel, A.III., S. 18.

Glattstellungsgeschäft ist lediglich Erfüllungsmodalität. Dennoch ist das Problem der Gleichbehandlung von Termingeschäften mit Barausgleich und mit Erfüllung in Natur dem Problem der Gleichbehandlung im Rahmen des Bausteineffekts verwandt. In beiden Fällen geht es um die Bedeutung, die das betreffende Rechtsgebiet der finanzwirtschaftlichen Gleichwertigkeit von Zahlungsströmen ungeachtet der vertragstechnischen Struktur ihrer Erzeugung beimisst. Aus diesem Grunde kann es in Einzelfällen sinnvoll sein, derivateähnliche Geschäfte in die rechtliche Betrachtung einzubeziehen. Das betrifft nicht zuletzt Normen, die die Gleichbehandlung gesetzestechnisch dadurch sichern, dass sie Geschäfte mit Erfüllung in Natur unmittelbar in ihren Derivatebegriff aufnehmen.<sup>270</sup>

Die Beantwortung der Frage nach den rechtlichen Herausforderungen des Bausteineffekts hängt von den Eigenarten der zu betrachtenden Rechtsgebiete ab. Bevor sich die Untersuchung deren Einzelanalyse zuwendet (2. - 6. Kapitel), ist im folgenden Abschnitt (E.) noch zu überlegen, inwieweit sich bereits abstrakt-generell rechtliche Vorbedingungen formulieren und „vor die Klammer“ ziehen lassen. Die Gedankenführung orientiert sich im Wesentlichen an einfachen, aber repräsentativen Grundformen von Derivaten sowie an einfachen Arten ihrer finanzwirtschaftlichen Zerlegung bzw. ihrer Kombination mit anderen Finanzinstrumenten. Andernfalls wäre die Vielfalt der derivativen Finanzinstrumente und der Gestaltungsmöglichkeiten der „Finanzchemie“ analytisch nicht zu bewältigen.

## E. Lösungswege

Nachfolgend soll der gesetzgeberische, privatautonome und methodologische Rahmen skizziert werden, in dem eine rechtliche Gleichbehandlung finanzwirtschaftlich gleichwertiger Positionen in Betracht kommt. Der erste Abschnitt (I.) betrifft die Zusammenhänge zwischen der Struktur eines gesetzlichen bzw. vertraglichen Tatbestands und den denkbaren Arten der Gleichbehandlung. Im zweiten Abschnitt (II.) geht es um mögliche verfassungsrechtliche und rechtsmethodologische Argumente, mit denen die Gleichbehandlung bei einem gegebenen rechtlichen Tatbestand begründet werden kann.

270 Vgl. *einerseits* § 2 II WpHG, der Termingeschäfte mit Barausgleich und mit Erfüllung in Natur unterschiedslos als Derivate definiert, sich dabei aber auf eine enumerative Liste liquider Basiswerte beschränkt, und *andererseits* die Derivatedefinition nach SFAS 133.6(c), die Geschäfte mit Erfüllung in Natur nur dann erfasst, wenn die Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung ohne weiteres in Geld umgewandelt werden kann („[...] or it provides for delivery of an asset that puts the recipient in a position not substantially different from net settlement“). Diese zusätzliche Bedingung ist erforderlich, weil dieser Derivatbegriff im Gegensatz zur hier verfolgten Konzeption (s.o. 1. Kapitel, A.V., S. 21 ff.) keine besonderen Anforderungen an die Liquidität des Basiswertes stellt (SFAS 133.7 S. 1 a.E.: „[...] or other variable“), so dass Geschäfte mit Erfüllung in Natur nicht ohne weiteres als „derivateähnliche“ im hier verstandenen Sinn qualifiziert werden können.

## I. Arten der Gleichbehandlung

Ein gesetzlicher oder vertraglicher Regelungstatbestand kann allein durch seine unterschiedslose, „mechanische“ Anwendung auf die natürliche Position einerseits und auf die einzelnen Bestandteile der synthetischen Position andererseits unter dem Strich zu identischen Rechtsfolgen auf beiden Seiten der „finanzwirtschaftlichen Gleichung“<sup>271</sup> gelangen, ohne dass der Rechtsanwender den Bausteineffekt zu identifizieren braucht (nachfolgend: „automatische“ Gleichbehandlung). Das ist die einfachste Art der rechtlichen Anerkennung des Bausteineffekts. Dazu zählen auch die Fälle, wo die Regelung die Tatsache der finanzwirtschaftlichen Gleichwertigkeit als solche zur Voraussetzung der Gleichbehandlung macht. Bewirkt dagegen die „mechanische“ Einzelsubsumtion im Rahmen des Regelungswortlauts unterschiedliche Rechtsfolgen für die natürlichen und synthetischen Instrumente, kommt ein korrigierender Eingriff des Rechtsanwenders in dieses Ergebnis in Betracht. Rechtstechnische Mittel hierzu sind die Rechtsfortbildung bzw. die Auslegung des hypothetischen Parteiwillens (nachfolgend: „bewusste“ Gleichbehandlung).

Die *automatische* Gleichbehandlung bietet sich bei Normen an, für deren Zweck die kumulativen gegenwärtigen Marktrisiken oder der kumulative aktuelle Marktwert ganzer Vermögensmassen oder abgegrenzter Teilbereiche von Vermögensmassen unabhängig von deren Zusammensetzung eine Rolle spielen. Musterbeispiele hierfür sind Schadensersatzansprüche, die auf den Ersatz eines Vermögensschadens gerichtet sind.<sup>272</sup> Natürliche und synthetische Positionen, die jeweils Bestandteil des zu ersetzenden Vermögens sind, führen wegen ihrer (theoretischen) Wertgleichheit, von möglichen Marktunvollkommenheiten abgesehen, annähernd zu gleich hohem Schadensersatz. Bei Tatbeständen mit automatischer Gleichbehandlung ist durchaus denkbar, dass die Risiken bzw. die Marktwerte der Einzelpositionen ohne eine entsprechende Rechtspflicht<sup>273</sup> de facto nur nach theoretischen Berechnungsmodellen auf der Grundlage des Bausteineffekts quantifiziert werden können, weil keine empirischen Werte zur Verfügung stehen. Dies ist aber noch keine „bewusste Gleichbehandlung“, weil die Berücksichtigung der finanzwirtschaftlichen Gleichheit nicht den rechtlichen, sondern ausschließlich den rechtstatsächlichen Bereich berührt.

Die *bewusste* Gleichbehandlung kommt ihrerseits vor allem bei risiko-, marktwert- oder zahlungsstromsensiblen Regelungen zur Geltung, die entweder nicht pauschal an einen ganzen Vermögensbereich, sondern an einzelne Gegenstände des Aktiv- oder Passivvermögens anknüpfen oder die sich zwar auf ein Gesamtvermögen beziehen,

271 Hierzu oben I. Kapitel, C.I.1., S. 53, bei Fn. 198.

272 Siehe z.B. speziell für Portfolios aus Derivaten und derivateähnlichen Geschäften § 6(e) ISDA-MA sowie § 104 II 3 i.V.m. III InsO (hierzu noch unten 3. Kapitel, A.I.2., S. 193 ff.).

273 So aber die verbindlichen Vorgaben für die Ermittlung der Anrechnungsbeträge für die Marktrisiken der Marktrisikopositionen bei der aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalunterlegung von Finanzinstituten, s.u. 4. Kapitel, B.I.2.a.bb., S. 240 f.

aber auf einer ex-ante-Prognose zukünftiger Zahlungsströme basieren. In letzterem Fall ist die Frage, ob die synthetische und die natürliche Position aus der Sicht des relevanten Tatbestands (Normzwecks, Vertragszwecks) gleichwertig sind und eine rechtliche Gleichbehandlung verdienen, vom *zukünftigen* Verhalten des Marktteilnehmers, nämlich von seinem *Willen* zur Aufrechterhaltung der synthetischen Position abhängig. Dies betrifft den Gebrauch von Derivaten zum Hedging und Financial Engineering.

Rechtstechnisch stehen dem Rechtsanwender für die *bewusste* Gleichbehandlung zweier finanzwirtschaftlich gleichwertiger Sachverhalte mit Rücksicht auf diese Gleichwertigkeit zwei Möglichkeiten zur Verfügung, welche die Richtung der bewussten Gleichbehandlung prägen: Entweder gleicht er die Rechtsfolgen der zusammengesetzten (synthetischen) Position denjenigen der einheitlichen (natürlichen) Position an („Integration“, „Zusammenfassung“) oder er richtet umgekehrt die rechtliche Behandlung der einheitlichen natürlichen Position nach der Rechtslage, die sich ergibt, wenn die Bestandteile der gleichwertigen zusammengesetzten Position isoliert subsumiert werden („Zerlegung“, „Aufspaltung“<sup>274</sup>). Der Unterschied liegt in der *Richtung* der Gleichbehandlung. Bei der automatischen Gleichbehandlung stellt sich das Problem nicht, weil dort ein besonderer Angleichungswillen des Rechtsanwenders naturgemäß nicht erforderlich ist. Meistens wird der Integration dort der Vorzug vor der Zerlegung zu geben sein, wo für die natürliche Position bereits passende Tatbestände existieren. Andernfalls könnten Inkonsistenzen innerhalb des Regelungssystems entstehen.

Die *Integration* bedarf der gegenseitigen Zuordnung derjenigen Bausteine, die zu Zwecken der Subsumtion in ihrer Gesamtheit als „synthetisches“ Instrument betrachtet werden sollen. Dazu kann man sich entweder ausschließlich mit objektiven Kriterien, insbesondere der Struktur der Zahlungsströme begnügen oder zusätzlich an einem entsprechenden Zuordnungswillen des Marktteilnehmers orientieren. Bei der (ex-ante-) Betrachtung des zukünftigen Wertes, Risikos oder Ertrages einer laufenden synthetischen Position ist ein Abstellen auf subjektive Kriterien zwingend erforderlich.<sup>275</sup> Die auf Sicherungszusammenhänge beschränkte rechtliche Anerkennung des Bausteineffekts<sup>276</sup> ist ein Sonderfall des Integrationsansatzes.

Die *Zerlegung* ist vornehmlich dann denkbar, wenn sich die natürliche (derivative)

274 Ferner gebräuchlich, nicht nur im englischsprachigen Raum, sind die Begriffe „splitting“, „bifurcation“, „disaggregation“, „unbundeling“, „decomposition“ sowie „analytical approach“.

275 Ein instruktives Bsp. hierfür stellt der NAIC Investments of Insurers Model Act (Defined Limits Version), II-280-1, dar: Die §§ 18(E), 31(E) dieses Mustergesetzes ermächtigen die zuständige Versicherungsaufsichtsbehörde, Versicherungsunternehmen unter bestimmten Voraussetzungen per Rechtsverordnung Anlagen in Derivaten außerhalb des Hedging ausnahmsweise zuzulassen, soweit mit diesen Instrumenten herkömmliche, zulässige Anlagen dupliziert werden (sog. „replication transactions“). In § 2, Abschn. „(TTT)“, wird die „replication transaction“ wie folgt definiert: „Replication transaction“ means a derivative transaction that is *intended* to replicate the performance of one or more assets that an insurer is authorized to acquire under this Act.“; zu den entsprechenden Anforderungen an das Bilden bilanzrechtlicher „Bewertungseinheiten“ s.u. 5. Kapitel, B.II.1., S. 263 ff.

276 Siehe das sog. „Hedge Accounting“ nach SFAS 133.4 S. 2, SFAS 133.17 ff. sowie IAS 39.136 ff.; hierzu unten 5. Kapitel, C.II.4.a., S. 299 f.

Position wegen ihrer Neuartigkeit nach ihrem Wortlaut oder ihrem Normzweck nicht ohne weiteres unter herkömmliche Tatbestände subsumieren lässt.<sup>277</sup> Ein Problem des Zerlegungsansatzes<sup>278</sup> kann sich daraus ergeben, dass meistens nicht nur eine Art, sondern eine Vielzahl von Arten der Zerlegung denkbar ist (Subjektivität der Zerlegung). Einfach ist es noch, wenn die Norm selbst darüber entscheidet, welche der möglichen Kombinationen für die rechtliche Behandlung einschlägig sein soll, entweder direkt durch Benennung der synthetischen Zusammensetzung,<sup>279</sup> oder indirekt durch Verweisung auf einen entsprechenden Willen des Inhabers der zu zerlegenden Position. Fehlt eine eindeutige normative Vorgabe, ist der Integrationsansatz wegen der notwendigen Bestimmtheit nur brauchbar, wenn die einzelnen Zerlegungsmöglichkeiten in ihren Rechtsfolgen nicht voneinander divergieren.<sup>280</sup> Diese Anforderung sollte eigentlich bei risiko-, wert- oder zahlungsstromsensiblen Tatbeständen erfüllt sein, soweit deren Ratio die Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen gebietet und sie frei von inneren Regelungswidersprüchen sind. Man befindet sich dann noch nicht notwendigerweise im Bereich der automatischen Gleichbehandlung.<sup>281</sup>

## II. Grenzen der Rechtsanwendung

Nunmehr sollen allgemeine rechtliche Maßstäbe entwickelt werden, anhand derer die Frage der bewussten Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen im Spannungsverhältnis zwischen Verfassungsrecht, Regelungswortlaut und Regelungszweck gelöst werden kann.

### 1. Verfassungsrechtliches Gleichheitsgebot

Der stärkste Zwang zur rechtlichen Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Po-

277 Besonders diskutiert wird der Zerlegungsansatz für sog. „hybride“ Finanzinstrumente, also i.d.R. Anleihen mit eingebauten derivativen Elementen, die oben (1. Kapitel, A.VI.2.b., S. 34 ff.) aus dem Betrachtungsgegenstand der Arbeit ausgeschlossen wurden. Zur zerlegenden Bilanzierung siehe etwa *Scharpf*, Finanz-Betrieb, Heft 5/1999, S. 21, 24-30.

278 Vgl. *Pross*, S. 171: „Zentrale Schwachstelle“, speziell zum Steuerrecht.

279 Siehe z.B. die Vorschriften über die Zerlegung von Derivaten zu Zwecken der Marktrisikomessung für die Eigenkapitalunterlegung nach GS I zu § 10 KWG. Hierzu unten 4. Kapitel, B.I.2.a.bb., S. 240 f.

280 Vgl. speziell für das Steuerrecht *Pross*, S. 171: Die „Subjektivität der Zerlegung“ sei nur dann steuerlich „unschädlich“, wenn alle Bausteine, die sich aus den verschiedenen Zerlegungsmöglichkeiten ergäben, (nach demselben oder einem alternativen Tatbestand, „unterschiedlich kategorisiert“) „gleich besteuert“ würden. Der Begriff der „gleichen Besteuerung“ ist allerdings unscharf. Entscheidend ist die gleiche Gesamtsteuerlast ceteris paribus oder, was i.d.R. auf dasselbe hinauslaufen sollte, die Anwendung des gleichen Steuertatbestands auf die Einzeleinkünfte.

281 Bezogen auf das Steuerrecht deshalb zu pauschal *Pross*, S. 172: Würden alle Bausteine „gleich besteuert“, bedürfe es keiner Zerlegung mehr.

sitionen durch *gesetzliche* Regelungen könnte vom verfassungsrechtlichen Gleichbehandlungsgebot (Art. 3 I GG) ausgehen - entweder normimmanent über die verfassungskonforme Auslegung<sup>282</sup> oder normbrechend über die Nichtigkeit des gleichheitswidrigen Tatbestands. Zuerst soll die Funktion des Gleichheitssatzes im Allgemeinen betrachtet werden. Anschließend geht es um die Folgerungen, die sich daraus für die rechtliche Bedeutung des Bausteineffekts ableiten lassen.

### a. Funktion

Der allgemeine Gleichheitssatz wirkt in zwei Richtungen, die beide im Kontext des Bausteineffekts von Derivaten einschlägig sein können. Er *gebietet* die Gleichbehandlung gleicher Sachverhalte<sup>283</sup> und er *verbietet* die Gleichbehandlung ungleicher Sachverhalte,<sup>284</sup> also allzu große Vergrößerungen und Verallgemeinerungen durch den Gesetzgeber. Das Differenzierungsverbot schützt die Träger von Freiheitsrechten. Es richtet sich gegen Tatbestände, die nach einzelnen Personen unterscheiden. Dies kann entweder direkt („formell“) geschehen anhand eindeutiger, unveränderlicher (z.B. Geschlecht, Herkunft) oder freiheitsrechtlich geschützter (z.B. Religion) subjektiver Identifikationsmerkmale<sup>285</sup> oder indirekt („materiell“) anhand objektiver, von bestimmten Personen leichter als von anderen zu erfüllenden Kriterien.<sup>286</sup>

Die verfassungsrechtliche Zulässigkeit der vom Gesetzgeber gewählten Differenzierungskriterien ist abhängig von der Bedeutung der Freiheitsrechte im Einzelfall. Sie ist deshalb am Grundsatz der Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit zu messen.<sup>287</sup>

282 Der allgemeine Gleichheitssatz ist auch bei der Auslegung der Gesetze zu beachten (BVerfG 24.3.1976 - 2 BvR 804/75, BVerfGE 42, 64, 73). Die verfassungskonforme Auslegung steht unter dem Vorbehalt der „üblichen Auslegungsmethoden“ (BVerfG 9.2.1982 - 1 BvR 698/79 u.a., BVerfGE 59, 336, 350 ff.).

283 BVerfG 15.10.1985 - 2 BvL 4/83, BVerfGE 71, 39, 58, unter C.I., zu Art. 3 I GG: „Verbot, wesentlich Gleiches willkürlich ungleich zu behandeln“.

284 BVerfG 11.8.1954 - 2 BvK 2/54, BVerfGE 4, 31, 42, unter B.II.5; BFH 27.7.1967 - IV 300/64, BStBl III 1967, 690, unter VI.1.

285 Der Anwendungsbereich der besonderen Gleichheitssätze des Art. 3 II, III GG ist hier einzuordnen.

286 Vgl. die Abgrenzung zwischen offener und versteckter (gleichbedeutend: faktischer, verschleierter) Diskriminierung im Bereich der EG-Grundfreiheiten. Die Absicht zur Ungleichbehandlung ist bei der versteckten Diskriminierung nicht notwendig (*Kingreen*, S. 38 f.). Der Unterschied zum allgemeinen Gleichheitssatz besteht darin, dass die (gleichheitsrechtlich zu verstehenden, *Kingreen*, S. 115-117) EG-„Grundfreiheiten“ nur ein spezielles Diskriminierungsverbot enthalten, nämlich das Verbot der Differenzierung nach der *Herkunft*.

287 Siehe BVerfG 30.5.1990 - 1 BvL 2/83, BVerfGE 82, 126 (§ 622 II BGB), unter C.I.1.: Ungleichbehandlung und rechtfertigender Grund müssten „in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen“; BVerfG 6.12.1983 - 2 BvR 1275/79, BVerfGE 65, 325 (baden-württembergische Zweitwohnungssteuer), unter B.II., vor 1.: Ungleichbehandlungen als Folge der Typisierung (hierzu gleich weiter unten im Text, S. 76) dürften nicht so weit gehen, dass die steuerlichen Vorteile der Typisierung „nicht mehr im rechten Verhältnis“ zu der damit verbundenen Ungleichheit der steuerlichen Belastung stünden. Vgl. auch die ganz ähnliche Struktur des Verbots der faktischen Diskriminierung im Bereich der „Maßnahmen gleicher Wirkung“ bei den EG-Grundfreiheiten; zu Art. 30

Der allgemeine Gleichheitssatz des Art. 3 I GG ist „vor allem dann verletzt, wenn eine Gruppe von Normadressaten im Vergleich zu anderen Normadressaten anders behandelt wird, obwohl zwischen beiden Gruppen keine Unterschiede von solcher Art und solchem Gewicht bestehen, dass sie die ungleiche Behandlung rechtfertigen könnten“.<sup>288</sup> Die Gestaltungsfreiheit des Gesetzgebers endet nach Ansicht des BVerfG dort, „wo die gleiche oder ungleiche Behandlung der geregelten Sachverhalte nicht mehr mit einer am Gerechtigkeitsgedanken orientierten Betrachtungsweise vereinbar ist, wo also kein einleuchtender Grund mehr für die Gleichbehandlung oder Ungleichbehandlung besteht“.<sup>289</sup> Der Gesetzgeber müsse seine Auswahl „sachgerecht“ treffen; es komme darauf an, ob die Unterschiede in den zu regelnden Sachverhalten „für eine am Gerechtigkeitsgedanken orientierte Betrachtungsweise“ „so erheblich“ seien, dass ihre Außerachtlassung als „willkürlich“ bezeichnet werden müsse.<sup>290</sup> Nur die Einhaltung dieser „äußersten Grenzen der gesetzgeberischen Freiheit (Willkürverbot)“ sei vom BVerfG nachzuprüfen, „nicht aber, ob der Gesetzgeber im Einzelfall die jeweils zweckmäßigste, vernünftigste und gerechteste Lösung gefunden“ habe.<sup>291</sup> Bei der Beurteilung der Frage, ob eine gesetzliche Differenzierung „sachlich vertretbar“ ist,<sup>292</sup> ist das Gericht grundsätzlich an den Regelungszweck des Gesetzes gebunden.<sup>293</sup> Diesen darf der Gesetzgeber frei bestimmen,<sup>294</sup> soweit er damit nicht den Bereich seines verfassungsrechtlichen Gestaltungsauftrags einschließlich der Bindung an das „öffentliche Interesse“<sup>295</sup> und die Grundrechte verlässt.

Eine Verletzung der „vom Gesetz selbst statuierten Sachgesetzlichkeit“ (*Systemwidrigkeit, Inkonsistenz*) kann zwar einen Verstoß gegen den Gleichheitssatz „indizieren“,<sup>296</sup> begründet ihn aber nicht per se. Andernfalls wäre jede methodologisch zulässige Analogie gleichzeitig verfassungsrechtlich geboten,<sup>297</sup> und jede am Fehlen einer plan-

---

S. 2 (= ex-Art. 36 S. 2) EGV (ordre public) siehe etwa EuGH 11.6.1987 - RS 406/85, EuGHE 1987, 2525, Tz. 10 (Erforderlichkeit, mildestes Mittel); EuGH 20.2.1979 - RS 120/78, „Cassis de Dijon“, EuGHE 1979, 649, Tz. 2 („Notwendigkeit“ faktischer Handelshemmnisse (= Diskriminierungen); hierzu *Oppermann*, Rz. 1292-1308.

288 BVerfG 7.10.1980 - 1 BvL 50/79 u.a., BVerfGE 55, 72, 88, unter B.II.1.

289 BVerfG 6.12.1983 (Fn. 287), unter B.II., vor 1., m.w.N.

290 BVerfG 23.10.1951 - 2 BvG 1/51, BVerfGE 1, 14, 52; BVerfG 20.12.1966 - 1 BvR 320/57, BVerfGE 21, 12, unter B.II.1.

291 BVerfG 6.12.1983 (Fn. 287).

292 Z.B. BVerfG 8.10.1963 - 2 BvR 108/62, BVerfGE 17, 122, unter B.2.b.

293 BVerfG 10.2.1976 - 1 BvL 8/73, BVerfGE 41, 269, unter C.II.2.: Ob ein Sachverhalt vergleichbar sei, hänge „von Sinn und Zweck der einschlägigen gesetzlichen Regelung ab“.

294 Siehe *Bleckmann*, S. 90: Der Gleichheitssatz binde den Gesetzgeber grundsätzlich nur an den von ihm selbst gesetzten Maßstab.

295 Siehe z.B. *Uerpman*, S. 21: Der Staat einschließlich des Gesetzgebers sei, soweit er tätig werde, an das „wie auch immer zu bestimmende Gemeinwohl“ gebunden. Insofern habe der Rechtsanwender, der ein Gesetz auslege, „stets zu ermitteln, welchem öffentlichen Interesse dieses Gesetz“ diene.

296 BVerfG 10.11.1981 - 1 BvL 18/77 u.a., BVerfGE 59, 36, 49, unter B.II., m.w.N., zu den Voraussetzungen einer Rente wegen Berufsunfähigkeit.

297 So zum Steuerrecht *Tipke*, Bd. 1, S. 230: Stelle der Richter eine Gesetzeslücke fest, lehne er ihre Ausfüllung durch Analogie aber ab, so rufe er dadurch einen Verstoß gegen den Gleichheitssatz

widrigen Gesetzeslücke scheidende Analogie Ausdruck eines Verfassungsverstoßes. Damit würde man dem Gesetzgeber jede Freiheit zur positiven und negativen Abgrenzung seiner Tatbestände nehmen. Die Gründe für eine Durchbrechung des einmal gewählten Ordnungsprinzips müssen, „um überzeugend zu sein“, „in ihrem Gewicht der Intensität der Abweichung von der zugrunde gelegten Ordnung entsprechen“.<sup>298</sup> Ein punktueller Verstoß gegen die Systematik kann vor dem Hintergrund des Gleichheitssatzes etwa dann Bestand haben, wenn seine Beseitigung nach Art einer Kettenreaktion zu Inkonsistenzen noch viel größeren Ausmaßes führen würde.<sup>299</sup>

Ferner darf der Gesetzgeber „aus Gründen der Praktikabilität pauschale Maßstäbe wählen“.<sup>300</sup> Er kann sich „grundsätzlich am Regelfall orientieren und ist nicht gehalten, Besonderheiten jeweils durch Sonderregelungen aufzunehmen“.<sup>301</sup> Mit einer solchen *Typisierung* notwendig verbundene Ungleichheiten sind hinzunehmen, solange sie nur „geringfügig“ sind oder „nur in besonderen Fällen“ auftreten.<sup>302</sup> In jedem Falle müssen die Vorteile der Typisierung noch „im rechten Verhältnis“ zu diesen Ungleichheiten stehen.<sup>303</sup>

Schließlich ist der Gleichheitssatz „umso mehr für gesetzgeberische Gestaltungen offen, als allgemeine, für rechtliche Gestaltungen zugängliche Lebensverhältnisse geregelt werden“.<sup>304</sup> Das ist eine Folge der freiheitsrechtlich garantierten Eigenverantwortlichkeit der Rechtsunterworfenen, die in einer Wechselwirkung zum Gleichheitssatz steht. Je leichter es dem Bürger also möglich (zumutbar) ist, durch sein Verhalten, insbesondere durch die Wahl seiner rechtlichen Gestaltung in den Genuss der für ihn günstigeren Norm zu kommen, desto geringere Anforderungen sind an die sachlichen Grün-

hervor und müsse die Sache dem BVerfG vorlegen. Missverständlich, da nicht mit dem verfassungsrechtlichen, sondern einem übergesetzlichen „Gleichheitssatz“ als Gebot der Gerechtigkeit argumentierend, *Canaris*, Lücken, §§ 63 f.: Analogie sei die Anwendung der *ratio legis* in Verbindung mit dem Gleichheitssatz; ihm folgend *Danzer*, S. 76 f.: Die Gleichsetzung bei der Analogie sei ein Gebot des Gleichheitssatzes (als „Gebot der Gerechtigkeit“); weicher formuliert bei *Larenz*, S. 392: Die Rechtfertigung der Analogie liege „in dem Gebot der Gerechtigkeit, den maßgeblichen Wertungsgesichtspunkten nach gleichartige Fälle gleich zu behandeln“.

298 BVerfG 10.11.1981 (Fn. 296), unter B.II., m.w.N.

299 BFH 27.7.1967 - IV 300/64, BStBl III 1967, 690, zur Frage, ob Inflationsverluste im Rahmen der Zinsbesteuerung zu berücksichtigen sind (siehe zu dieser Entscheidung auch unten 6. Kapitel, Fn. 17, 26, 229 f.).

300 BVerfG 6.12.1983 (Fn. 287), unter B.II., vor 1.

301 BVerfG 31.5.1990 - 2 BvL 12/88, BVerfGE 82, 159, 165, unter II.1.d.cc., zum Kriterium der Homogenität bei der Sonderabgabe. Aus der neueren Rechtsprechung z.B. BVerfG 22.5.2001 - 1 BvL 4/96, BGBl I 2001, 1879, zur Mindesteinnahmengrenze für die Beitragsbemessung hauptberuflich Selbständiger in der gesetzlichen Krankenversicherung (unter B.I.1., m.w.N.): Bei der „Ordnung von Massenerscheinungen“ sei der Gesetzgeber „grundsätzlich berechtigt, typisierende und pauschalierende Regelungen zu treffen, ohne allein wegen der damit verbundenen Härten gegen den allgemeinen Gleichheitssatz zu verstoßen“.

302 BVerfG 31.5.1990 (Fn. 301).

303 BVerfG 6.12.1983 (Fn. 287).

304 BVerfG Beschl. 30.9.1998 - 2 BvR 1818/91, BVerfGE 99, 88, unter B.I.2., zur Verlustverrechnung nach § 22 Nr. 3 EStG; ähnlich BVerfG 7.12.1999 - 2 BvR 301/98, BStBl II 2000, 162, unter B.II.1.a.; BVerfG 10.4.1997 - 2 BvL 77/92, BVerfGE 96, 1, unter B.I.1.

de für die Differenzierung zu stellen.<sup>305</sup>

### b. Bausteineffekt

Die Bedeutung des verfassungsrechtlichen Gleichheitssatzes (Art. 3 I GG) für die Frage der rechtlichen Gleichbehandlung finanzwirtschaftlicher gleichwertiger Positionen dürfte entsprechend dessen vorstehend dargelegter Struktur gering bleiben. Gesetzliche Differenzierungen, die zu einer Ungleichbehandlung führen, sind zunächst am Normzweck zu messen. Leicht begründen lassen sich Ungleichbehandlungen daher von vornherein dort, wo für die Verwirklichung des Normzwecks nicht etwa die identischen finanzwirtschaftlichen Eigenschaften (Zahlungsströme, Risiken, Vermögenswerte) von Bedeutung sind, sondern andere Kriterien, in denen sich natürliche und synthetische Positionen voneinander unterscheiden (z.B. vertragsrechtliche Struktur, Inhaberschaft an dinglichen Rechten, Existenz von Kreditrisiken). Schwieriger ist es im umgekehrten Fall, wenn die Ratio des Gesetzes gerade ein tatbestandliches Anknüpfen an Vermögenswerte oder Risiken verlangt. In Betracht kommen hierfür grundsätzlich Pflichten zur Erteilung von Risikoinformationen bei Vertragsschluss, zum präventiven Insolvenzschutz bei Finanzinstituten, zur bilanzrechtlichen Gewinnermittlung sowie zur Ermittlung der steuerrechtlichen Leistungsfähigkeit (2., 4.-6. Kapitel). Sollte es in diesen Bereichen tatsächlich zu teleologisch nicht oder nicht ausreichend begründbaren und im Wege der Auslegung nicht behebbaren Ungleichbehandlungen kommen, steht damit der verfassungswidrige Gleichheitsverstoß aber noch keineswegs fest. Denn es besteht dann immer noch die Möglichkeit, die betreffende Differenzierung i.S. der Rechtsprechung zur erlaubten Typisierung<sup>306</sup> mit praktischen, gesetzestechnischen Erwägungen unterhalb des Gesetzeszwecks als Fernziel zu rechtfertigen. Gerade das Financial Engineering mit Derivaten ist eine relativ neue Erscheinung, die man zumindest bislang in vielen Bereichen noch als atypisch betrachten konnte. Der wichtigste Gesichtspunkt aber, der verhindert, dass Art. 3 I GG bei der rechtlichen Bewältigung des Bausteineffekts größere Bedeutung erlangt, ist derjenige der rechtlichen Gestaltungsfreiheit der Rechtsunterworfenen. Fast nirgends sind die Märkte so liquide, ist die Wahl alternativer Gestaltungen so einfach wie im Bereich der Finanzinstrumente. Ob sich die Gewichte speziell im Steuerrecht entscheidend zugunsten eines stärkeren Einflusses des Gleichheitssatzes verschieben, wird später noch zu prüfen sein.<sup>307</sup>

305 Vgl. zur Bedeutung der Wahlmöglichkeit der Rechtsunterworfenen im Bereich des europarechtlichen Diskriminierungsverbots EuGH 14.1.1980 - RS 22/80, „Boussac Saint-Frères S.A. gegen Brigitte Gerstenmeier“, EuGHE 1980, 3427, 3436, zu ex-Art. 7 EGV, Tz. 13: Eine gesetzliche Unterscheidung danach, in welcher Währung die Ansprüche ausgedrückt seien, stelle keine, auch keine indirekte Diskriminierung aufgrund der Staatsangehörigkeit dar, wenn den Vertragsparteien „die Wahl der Währung“ freistehe, in der der Anspruch ausgedrückt werde.

306 S.o. unter a., S. 76.

307 S.u. 6. Kapitel, B.I., S. 309 ff.

## 2. Auslegung des Parteiwillens

Im Bereich der Vertragsautonomie ist primär der Vertragswille maßgebend. Soweit dieser nicht ausdrücklich oder implizit geäußert wird, ist auf das Mittel der „ergänzenden Vertragsauslegung“ zurückzugreifen, das rechtsdogmatisch auf § 242 BGB gestützt wird. Maßstab der ergänzenden Vertragsauslegung im vorliegenden Kontext ist, ob die Parteien „bei einer angemessenen Abwägung ihrer Interessen nach Treu und Glauben als redliche Vertragspartner“<sup>308</sup> die Anwendbarkeit einer fraglichen, ihrem Wortlaut nach an natürliche Positionen anknüpfenden Vertragsklausel auf entsprechende synthetische Positionen vereinbart hätten, wenn sie bei Vertragsschluss die Möglichkeit einer finanzwirtschaftlichen Duplizierung bedacht hätten.

Bauen zwei Parteien vertraglich eine (symmetrische<sup>309</sup>) zusammengesetzte Position auf und ist ihr gemeinsamer (tatsächlicher oder hypothetischer) Wille auf die Erzeugung derselben vertragsrechtlichen Folgen gerichtet wie bei einem finanzwirtschaftlich gleichwertigen einheitlichen Vertrag,<sup>310</sup> muss dieser Wille vertragsrechtlich grundsätzlich anerkannt werden, soweit kein zwingendes Recht entgegen steht. Entsprechend den Grundsätzen über das Scheingeschäft (§ 117 BGB) richten sich die Rechtsfolgen selbst dann nach dem, was die Parteien wirklich gewollt habe, wenn sie diesen Willen bewusst in eine unpassende äußere Form gekleidet und eine unpassende Bezeichnung für das Geschäft gewählt haben. Ein Forward mit Barausgleich z.B. kann als einfacher Vertrag mit wechselseitig bedingtem Zahlungsverprechen vereinbart werden.<sup>311</sup> Die Parteien können stattdessen aber auch den Abschluss eines Darlehens, den Kassaverkauf des Basiswertes an den Darlehensnehmer, die Verrechnung des Kaufpreises mit der Darlehenssumme sowie den Rückkauf des Basiswertes bei Fälligkeit des Darlehens zum zukünftigen Kassapreis abzüglich eines Abschlags für die aufgelaufenen Darlehenszinsen vereinbaren. Beide Konstruktionen sind vertragsrechtlich exakt gleichwertig, soweit Einigkeit darüber besteht, dass Basiswert und (Rück-) Kaufpreis nicht wirklich übertragen werden sollen und die gesamte Konstruktion keine anderen Rechtsfolgen haben soll als das einheitliche, wirtschaftlich gleichwertige Differenzgeschäft. Da für den verbindlichen Vertragsinhalt grundsätzlich der Inhalt und nicht die äußere Form maßgebend ist,

308 BGH 19.6.1980 - III ZR 182/78, NJW 1981, 219, 220, unter II.2.b., zur ergänzenden Vertragsauslegung eines Kaufvertrags.

309 S.o. D.II., S. 68.

310 Siehe z.B. den Sachverhalt der Entscheidung BFH 4.7.1991 (IV R 29/88, BStBl II 1992, 76): Dort vereinbarten die Parteien zu zwei verschiedenen Zeitpunkten jeweils zwei gegenläufige Schein-Devisentermingeschäfte mit unterschiedlichen Terminkursen. Dadurch wurde zunächst für die eine, später für die andere Vertragsseite ein fester „Gewinn“ festgeschrieben, dessen tatsächlicher Zweck die Aus- bzw. Rückzahlung eines Darlehens war (so der BFH, a.a.O., unter 4.). Zu diesem Urteil siehe auch unten 5. Kapitel, B.I.1., Fn. 30 f., sowie B.II., vor 1., Fn. 51; 6. Kapitel, B.II., Fn. 53. Vgl. ferner den Fall BGH 15.10.1979 - II ZR 144/78, NJW 1980, 390, wo unter III.1. die Möglichkeit der Gewährung „verkappter Zuwendungen“ durch den Abschluss von Devisentermingeschäften mit marktabweichenden Kursen angesprochen wird.

311 Die Börsentermingeschäftsfähigkeit der Parteien wird für dieses Bsp. vorausgesetzt. Zur vertrags-

ist das kombinierte Geschäft nach § 117 II BGB dann wie ein einheitlicher Vertrag mit Barausgleich zu behandeln. Der Darlehensvertrag sowie der Kaufvertrag sind Scheingeschäfte nach § 117 I BGB.<sup>312</sup> Die Darlehensvorschriften der §§ 607 ff. BGB sind, soweit sie dispositives Recht darstellen, nur dann auf die Kombination aus dem Verkauf eines Future und dem Kauf des Basiswertes anwendbar, wenn die Parteien diese Rechtsfolge beabsichtigt haben. In diesen Kontext - Maßgeblichkeit der gewünschten Rechtsfolgen - ist auch die häufig untersuchte Frage nach der vertragsrechtlichen Qualifizierung von Finanzinnovationen unter die Tatbestandsmerkmale der „typischen“ oder „verkehrstypischen“<sup>313</sup> Verträge einzuordnen.<sup>314</sup> Für das echte Wertpapierpensionsgeschäft<sup>315</sup> etwa ist eine vertragsrechtliche Qualifizierung je nach Auslegung als Kombination aus Kassa- und Terminkauf (mit Anwendbarkeit der §§ 433 ff. BGB)<sup>316</sup>, als besichertes Darlehen (mit Anwendbarkeit der §§ 607 ff.)<sup>317</sup> oder aber als Vertrag *sui generis* möglich.

Hierbei sind allerdings die Grenzen der privatautonomen Gestaltungsfreiheit zu beachten, die durch die zwingenden Normen des Vertragsrechts sowie Regelungen öffentlich-rechtlichen Charakters gezogen werden (z.B. §§ 134, 138, 762, 764 BGB; § 52 BörsG). So sind z.B. nichtbörsentermingeschäftsfähige Parteien nicht in der Lage, wirksam eine Transaktion zu vereinbaren, die bis auf den Börsentermin- und Differenzeinwand, der ausgeschlossen sein soll, exakt dieselben zivilrechtlichen (und finanzwirtschaftlichen) Folgen wie ein Börsentermingeschäft entfaltet. Die hiervon betroffenen gesetzlichen Vorschriften dienen nämlich nach herrschendem Verständnis nicht etwa der typisierenden Ergänzung des Parteiwillens i.S. dispositiven Rechts, sondern seiner Beschränkung.<sup>318</sup>

Die gesetzlichen Grenzen der Vertragsfreiheit können ihrerseits Rückwirkungen auf die Auslegung des Vertragswillens entfalten, falls die formell vereinbarte, aus einem

---

rechtlichen Bedeutung dieses Kriteriums s.u. 2. Kapitel, A.I.1.a.aa., S. 89 f.

312 Vgl. zur insofern ähnlichen Problematik beim sog. „verdeckten“ Differenzgeschäft unten 2. Kapitel, A.I.2.a., S. 106 f.

313 Zu den Begriffen Palandt-*Heinrichs*, Einf. vor § 305 BGB, Rz. 11 f.

314 Siehe bereits oben 1. Kapitel, A.III., S. 16, zur Frage, ob man Derivate als Kauf oder Tausch von Rechten betrachten kann.

315 Hierzu oben A.VI.2.b., S. 36.

316 Vgl. *M. Hoffmann*, BB 1997, 249, 250: Pensionsgeschäfte könnten zivilrechtlich in ein schuld- und sachenrechtlich sofort zu erfüllendes Kassageschäft (Verkaufsgeschäft aus Sicht des Pensionsgebers) und ein schwebendes, beiderseits noch nicht erfülltes Termin- bzw. Optionsgeschäft (Rückkaufgeschäft aus Sicht des Pensionsgebers) zerlegt werden.

317 Vgl. *Dörge*, S. 45: Das (echte) Wertpapierpensionsgeschäft (= Kaufvertrag mit Rückkaufverpflichtung) könne sich sowohl wirtschaftlich als auch von den Rechtsfolgen her einem Darlehensgeschäft gegen unregelmäßige Verpfändung (Verpfänder erteilt nach § 185 BGB Einwilligung zur Weiterverfügung, vgl. §§ 17 i.V.m. 13 DepotG) „sehr stark“ annähern, so dass eine Unterscheidung letztlich nur durch Auslegung der Parteivereinbarung erfolgen könne. Dabei spreche im Zweifel die Vereinbarung von Nachschüssen für einen Darlehensvertrag (m.w.N.). Vgl. gegen eine Qualifizierung des speziell New Yorker Recht unterstellten Master Repurchase Agreement der „Bond Market Association“ als „loan“ (i.S. von § 9-594 UCC) die Entscheidung des US District Court für den Southern District von New York im Fall *Granite Partners, L.P. v. Bear, Stearns & Co. Inc.*, 17 F.Supp.2d 275 (S.D. N.Y. 1998), unter Gliederungspunkt V.A.

318 Zur Kritik siehe 2. Kapitel, B.I, S. 134 ff.

Vertrag oder mehreren Verträgen bestehende Gestaltung nach dem *Willen* der Parteien Rechtsfolgen nach sich ziehen soll, die eine andere, dem wirtschaftlichen Inhalt der Transaktion an sich besser entsprechende vertragsrechtliche Gestaltung nicht aufweist. Das betrifft etwa den bereits erwähnten Fall, dass die Parteien einen darlehensfinanzierten Kauf bewusst deshalb vereinbaren, um den Differenzeinwand zu vermeiden, oder den Fall, dass zur Vermeidung der Kündigungsfrist des § 609a I Nr. 1 HS 2 oder II BGB ein Darlehen zu festem Zins abgeschlossen und dieses mit einem Zins-Swap verbunden wird. Man wird hier und allgemein in den Fällen der Regelungsarbitrage mit Derivaten regelmäßig gerade nicht davon ausgehen können, dass das formell vereinbarte Geschäft nicht (§ 117 I BGB), das materielle Geschäft aber sehr wohl gewollt war (§ 117 II BGB).<sup>319</sup>

Die im Schrifttum an dieser Auffassung am Beispiel des Steuerrechts geäußerte Kritik<sup>320</sup> beruht auf einem Missverständnis. Es ist gar nicht zu bestreiten, dass die Parteien gleichzeitig zivilrechtlich nicht gewollte Scheingeschäfte abschließen und den Willen zur Erzielung von Regelungsvorteilen haben können. Im Steuerrecht führen solche Gestaltungen aber schon wegen § 41 II AO<sup>321</sup> nicht zum erhofften Besteuerungserfolg,<sup>322</sup> es sei denn, die Steuerpflichtigen spiegeln dem Fiskus vor, die Scheingeschäfte seien wirklich gewollt. Dann aber machen sie sich wegen Steuerhinterziehung (§ 370 AO) strafbar. Die zivilrechtliche Wirksamkeit einer Gestaltung bedeutet also noch nicht, dass die Rechtsordnung den Parteien die darüber hinaus angestrebten gesetzlichen Rechtsfolgen auch tatsächlich gewährt. Dies ist eine Frage der Auslegung der betroffenen Normen.<sup>323</sup> Ferner besteht die Möglichkeit, dass die Parteien die Einzelverträge der synthetischen Position nicht nur als leere Hülle des verdeckten natürlichen Geschäfts vereinbaren, sondern sie tatsächlich als solche wollen, sie aber gleichzeitig vertragsrechtlich bis zu einem bestimmten Grade miteinander verbinden. Das ist wiederum Aus-

319 Vgl. Palandt-Heinrichs, § 117 BGB, Rz. 5: Das Umgehungsgeschäft sei kein Scheingeschäft, da die vereinbarten Rechtsfolgen ernsthaft gewollt seien; MünchKomm-Kramer, § 117 BGB, Rz. 17; vgl. BGH 18.11.1976 - VII ZR 150/75, BGHZ 67, 334, unter 2.c.aa.: Eine bestimmte vertragliche Regelung könne „nicht gleichzeitig als steuerrechtlich gewollt und als zivilrechtlich nicht gewollt angesehen werden“. Sei sie zivilrechtlich nicht gewollt, so sei sie „ein Scheingeschäft mit dem Ziel einer Steuerhinterziehung“; ebenso BGH 5.7.1993 - II ZR 114/92, NJW 1993, 2609, unter 1.a.; BGH 17.1.1980 - VII ZR 42/78, BGHZ 76, 86, unter I.2.; vgl. aber BGH 18.1.1988 - II ZR 72/87, BGHZ 103, 84, 89 f., zum „verdeckten Börsentermingeschäft“ oder „Scheinkassageschäft“, auf den der Börsentermineinwand anwendbar sein soll (hierzu unten 2. Kapitel, A.I., Abschn. 1.c.bb.α., S. 101 ff.).

320 Walz, ZHR 147 (1983), 281, 305: Aus der Sicht des Steuerpflichtigen sei ein solcher doppelter Wille ebenso wenig ein Widerspruch wie der Wille, zugleich viel Muße und viele Einkünfte zu haben.

321 Hierzu unten 6. Kapitel, B.II., S. 313 ff.

322 Ebenso gut kann § 41 AO *zugunsten* des Steuerpflichtigen wirken, wenn die Scheingeschäfte gar nicht aus steuerlichen, sondern aus anderen Gründen abgeschlossen werden und das verdeckte Rechtsgeschäft einer günstigeren Besteuerung unterliegt als die Scheingeschäfte. Siehe z.B. BFH 8.12.1981 - VIII R 125/79, BStBl II 1982, 618, 619, unter 1.b.aa., zum verdeckten Differenzgeschäft (zum Begriff 2. Kapitel, A.I.2.a., S. 106 f.).

323 Zur Gesetzesauslegung s.u. 3. und 4. S. 81 ff., 84 ff.

legungssache,<sup>324</sup> und hier können unter Umständen die Grundsätze über Vertragsverbindungen („zusammengesetzte Verträge“) mit der Folge des Einwendungsdurchgriffs<sup>325</sup> zur Anwendung gelangen.<sup>326</sup> Das lässt sich dann als partielle Gleichbehandlung der synthetischen mit der natürlichen Position deuten.

### 3. Gesetzesauslegung

Die Frage der bewussten, korrigierenden Angleichung der Rechtsfolgen einer gesetzlichen Regelung für natürliche und synthetische Positionen wird nur dann aktuell, wenn sich die Gleichbehandlung nicht bereits durch eine teleologische Auslegung innerhalb der Grenzen des Gesetzeswortlauts verwirklichen lässt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass dem Schuld- oder Sachenrecht entlehnte Tatbestandsmerkmale (z.B. Darlehen, Aktie) je nach Regelungsbereich einen autonomen, vom Zivilrecht unabhängigen Inhalt annehmen können.<sup>327</sup> Das Postulat der „Einheit der Rechtsordnung“<sup>328</sup> steht unter dem Vorbehalt der Vielfalt der konkreten Gesetzeszwecke.<sup>329</sup> Es ist nicht mehr als eine „abstrakte Leerformel“ zur Rechtfertigung der Anknüpfung der Rechtsanwendung an die „bürgerlichrechtliche Eigenqualifikation“ des Rechtsunterworfenen im Einzelfall.<sup>330</sup> Die sog. „wirtschaftliche Betrachtungsweise“, die für die rechtliche Berücksichtigung der (finanz-) wirtschaftlichen „Realität“ des Bausteineffekts geradezu prädestiniert erscheint, hat gegenüber der teleologischen Auslegung keine eigenständige rechtsmethodologische Bedeutung.<sup>331</sup> Der suggestive Charakter der Argumentation mit der wirtschaftlichen Betrachtungsweise beruht auf der zugrunde liegenden, nicht weiter begründeten und auch nicht gerechtfertigten Vorstellung, das Recht müsse die (ökonomische)

324 BGH 24.9.1987 - VII ZR 306/86, BGHZ 101, 393, 396, unter I.1.a., zum „einheitlichen Vertragswerk“ i.S. des § 313 BGB; BGH 23.2.1968 - V ZR 188/64, BGHZ 50, 8, 13.

325 Siehe z.B. BGH 30.4.1976 - V ZR 143/74, NJW 1976, 1931, 1932, zur Anwendung von § 139 BGB auf eine Kombination von Darlehensvertrag und Restschuldversicherung: Danach stellen zwei an sich selbständige Vereinbarungen ein „einheitliches Geschäft“ dar mit der Folge, dass das vertragliche Rücktrittsrecht nur einheitlich ausgeübt werden kann, wenn nach den Vorstellungen der Vertragsschließenden die Vereinbarungen nicht für sich allein gelten, „sondern gemeinsam miteinander »stehen und fallen«“.

326 Vgl. LG Bochum 22.11.1994 - 11 S 327/94, WM 1996, 629, zur Einheit zwischen einem Darlehen und einer Zinsbegrenzungsvereinbarung (Zins-„Cap“), die sich in der Unwirksamkeit des formalmäßigen Ausschlusses der Rückzahlung der Cap-Prämie bei vorzeitiger Darlehensrückgewähr äußert.

327 Walz, ZHR 147 (1983), 281, 286, speziell zur steuerrechtlichen Eigenständigkeit bei der Qualifizierung zivilrechtlich vorgeprägter wirtschaftlicher Vorgänge.

328 So z.B. BFH 14.10.1966 - IV 61/64, BStBl III 1967, 175, unter II.3.: Die Steuerrechtsprechung habe „in immer zunehmendem Maße im Interesse der Einheit der Rechtsordnung die bürgerlich-rechtlich wirksame Gestaltung der Rechtsverhältnisse anerkannt“, sofern nicht vom steuerrechtlichen Standpunkt aus eine Sonderbehandlung erforderlich erschienen sei.

329 Walz, S. 199.

330 Walz, S. 199, zum Steuerrecht.

331 MünchKomm-Säcker, Einl., Rz. 128; für das Steuerrecht Danzer, S. 65: Die wirtschaftliche Betrachtungsweise sei „nur ein besonderer Ausdruck für die teleologische Auslegung“.

Wirklichkeit „beachten“. Ein Recht, das nicht der „wirtschaftlichen Betrachtungsweise“ folgt, so der Gedanke, muss versagen, also seinen Zweck der Gestaltung der wirtschaftlichen und sozialen Realität verfehlen, weil es von einer falschen Vorstellung von der Wirklichkeit ausgeht. Dem ist entgegenzuhalten, dass sich aus ökonomischen Tatsachen und Erkenntnissen (Sein) *als solchen* keine Rechtsregeln (Sollen) ableiten lassen.<sup>332</sup> Das Sollen wird allein durch den Normgeber bestimmt. Überprüft werden kann lediglich, ob die Norm bestimmte Zwecke verfolgt, bei deren Verwirklichung bestimmte ökonomische Tatsachen und Erkenntnisse eine Bedeutung erlangen, die deshalb bei der Anwendung der Norm zu berücksichtigen sind. Um welche Tatsachen oder Erkenntnisse es hierbei geht (Zahlungsströme, Risiken, Person des Vertragspartners, dingliche Rechtslage etc.), ist anhand der betreffenden Norm mit Hilfe der allgemeinen, zur Verfügung stehenden methodologischen Mittel zu bestimmen.<sup>333</sup> Die wirtschaftliche Betrachtungsweise darf nicht als „Instrument“ benutzt werden, „um zu einer freieren Rechtsfindung zu kommen“.<sup>334</sup> Als markantes Beispiel für einen Verstoß gegen diese Erkenntnis sei hier nur auf die Rechtsprechung des BGH zur gesellschaftsrechtlichen Durchgriffshaftung verwiesen. Die juristische Person und ihr Alleingesellschafter sind laut einer Entscheidung aus dem Jahre 1956 „als eine Einheit“ zu behandeln, „wenn die Wirklichkeiten des Lebens, die *wirtschaftlichen Bedürfnisse* und die Macht der Tatsachen“ es dem Richter gebieten, die rechtliche Selbständigkeit der Gesellschaft „hintanzusetzen“.<sup>335</sup> Speziell auf die Frage der Leistungsfähigkeit der „wirtschaftlichen“ Interpretation zivilrechtlicher Tatbestandsmerkmale für die Bewältigung des Bausteineffekts im Steuerrecht ist später noch einzugehen.<sup>336</sup> In den wenigsten Fällen jedenfalls wird das Gesetz eine vom Wortlaut losgelöste „wirtschaftliche Betrachtung“ seiner Tatbestandskriterien ausdrücklich gestatten.<sup>337</sup>

Die *Rechtsfortbildung* durch Analogie oder teleologische Reduktion kommt dort

- 
- 332 Vgl. *Rüthers*, Rz. 922-929, kritisch zu den Versuchen, fehlende Normen aus der „inneren Ordnung“ und den „sachlogischen Strukturen“ oder aus der „Natur der Sache“ des zu regelnden Lebenssachverhalts abzuleiten („Scheinargument“, Rz. 929).
- 333 *Jahr*, ZfB, Bd. 36 (1966), S. 757, 758, 759, unterscheidet dementsprechend zwischen der „theoretisch-dogmatisch legitimierten, in das System eingegangenen »wirtschaftlichen Betrachtungsweise« einerseits“ und der „vorwissenschaftlichen, gerade nicht theoretisch-systematisch legitimierten und deshalb fragwürdigen »wirtschaftlichen Betrachtungsweise« andererseits“. Das „Kernproblem“ sei in beiden Fällen das „Verhältnis von Form und Gehalt oder von Struktur und Funktion der Rechtsfiguren“.
- 334 So aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht der Vorwurf bei *Maerz*, S. 159 f.. Dabei beobachtet der *Autor*, dass sich die angeblich „wirtschaftliche“ Betrachtungsweise „verstärkt auf allgemeingültige Überlegungen“ stützt, die „vielfach kaum wirklich ökonomischen Gehalt“ besäßen.
- 335 BGH 29.11.1956 - II ZR 156/55, BGHZ 22, 226, 230 f. [Hervorhebung durch den *Verf.*]. Zur Kritik der gesellschaftsrechtlichen Durchgriffshaftung siehe *Reiner*, Fremdsteuerung, S. 259 ff.
- 336 S.u. 6. Kapitel, B.II., S. 313 ff.
- 337 Eines der seltenen Bsp. stellt § 50 I 2 BörsG dar, der den Börsentermineinwand ausdrücklich auf Geschäfte ausdehnt, „die wirtschaftlich gleichen Zwecken dienen“. Siehe hierzu unten 2. Kapitel, A.I.1.c.aa., S. 98 f., sowie kritisch 2. Kapitel, B.I.2.d., S. 161 ff.. Kein geeignetes Bsp. ist dagegen § 20 I Nr. 7 EStG, obwohl diese Vorschrift bestimmt, dass die Besteuerung von Kapitalerträgen „unabhängig von der Bezeichnung und der zivilrechtlichen Ausgestaltung der Kapitalanlage“ ist.

in Betracht, wo die rechtliche Anerkennung des Bausteineffekts im Wege der teleologischen Auslegung an den Schranken des noch möglichen Wortsinns scheitert.<sup>338</sup> Die Grenze zwischen Rechtsfortbildung und allein dem Gesetzgeber vorbehaltenen Gesetzeskorrektur verläuft „im Allgemeinen dort“, wo der Rechtsanwender „ohne das Vorhandensein einer sich aus Systematik und Sinn des Gesetzes ergebenden *Lücke* allein unter Berufung auf allgemeine Rechtsprinzipien, die konkrete rechtliche Ableitungen nicht zulassen, oder aus rechtspolitischen Erwägungen neue Regeln oder Rechtsinstitute“ schafft.<sup>339</sup> Die *Analogie* besteht in der Übertragung einer für einen Tatbestand gegebenen Regel auf einen im Gesetz nicht geregelten, „ähnlichen“, „in den für die gesetzliche Bewertung maßgebenden Hinsichten“ gleich zu bewertenden Tatbestand<sup>340</sup> - und zwar bereits unterhalb der Schwelle des Art. 3 I GG.<sup>341</sup> Für den vorliegenden Kontext interessant ist die integrierende Anwendung einer Vorschrift für natürliche Positionen auf eine kombinierte synthetische Position einerseits und andererseits die zerlegende Anwendung einer Vorschrift (z.B. über Darlehen) auf ein an sich nicht tatbestandliches Instrument (z.B. Forward), das finanzwirtschaftlich betrachtet einen tatbestandlichen Baustein (z.B. Darlehen) enthält. Das erfordert über die Nichtsubsumierbarkeit des Tatbestands hinaus im Einzelfall den Nachweis einer Gesetzeslücke, also einer wertmäßig inkonsistenten, „planwidrigen Unvollständigkeit“ des Gesetzes „im Rahmen seines möglichen Wortsinnes und des Gewohnheitsrechts“, „gemessen am Maßstab der gesamten geltenden Rechtsordnung“.<sup>342</sup> Über die besondere Frage der Zulässigkeit einer Analogie im Steuerrecht wird später noch zu sprechen sein.<sup>343</sup>

Der Rechtsfortbildungstechnik der *teleologischen Reduktion* einer Norm entgegen ihrem möglichen Wortsinn kommt für den Bausteineffekt in zwei Fallkonstellationen Bedeutung zu: Die erste betrifft die Nichtanwendung einer nach dem Wortlaut einschlägigen Norm auf ein Instrument (z.B. Aktien-Forward), das in Kombination mit einem anderen Instrument (z.B. Verkauf einer Aktie) seinen finanzwirtschaftlichen Charakter verändert (z.B. synthetisches Darlehen). Bei der zweiten Konstellation geht es um Instrumente, die sich als Ganzes betrachtet unter den Tatbestand subsumieren lassen, aber synthetische Bausteine enthalten, die ihrerseits Eigenschaften aufweisen, welche die Voraussetzungen einer Ausnahmeregelung zum betreffenden Tatbestand erfüllen. Die Subsumierbarkeit eines Sachverhalts schließt das Vorliegen einer Gesetzeslücke nicht aus, wenn „ein Tatbestand zu weit gefasst ist und eine erforderliche Einschränkung

---

Hierzu unten 6. Kapitel, C.II.4., S. 385 ff.

338 Vgl. BVerfG 27.12.1991 - 2 BvR 72/90, BStBl II 1992, 212, unter 1.a., vor aa.: Die Auslegung von Gesetzen und die Fortbildung des Rechts gehörten zu den anerkannten Aufgaben und Befugnissen der Gerichte; BVerfG 18.12.1953 - 1 BvL 106/53, BVerfGE 3, 225, unter B.III.1.b.bb., zur Schließung von Gesetzeslücken in „schöpferischen Rechtsfindung“ im Bereich des Art. 3 II GG.

339 BVerfG 27.12.1991 (Fn. 338).

340 Larenz, S. 381.

341 S.o. E.II.1.a., S. 74 ff.

342 Canaris, Lücken, § 29.

343 S.u. 6. Kapitel, B.III., S. 317 ff.

vermissen lässt“.<sup>344</sup> Für die Kriterien, unter denen man in Hinsicht auf die Ungleichbehandlung von natürlichen und synthetischen Positionen von einer Gesetzeslücke ausgehen kann, ist auf die Erkenntnisse der Methodenlehre zu verweisen. Diese lassen sich in einer der Zielsetzung des vorliegenden Kapitels entsprechenden allgemeinen Form ohne Bezug zum konkreten Tatbestand und Normzweck nicht weiter verfeinern.

#### 4. Gesetzesumgehung

Zum Abschluss der Betrachtung der möglichen Argumente, mit denen eine Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Instrumente begründet werden könnte, ist noch auf die Gesetzesumgehung einzugehen. Dieser scheint bei (versuchter) Regelungsarbitrage durch den Einsatz von Derivaten besondere Bedeutung zuzukommen. Denn die Rechtsunterworfenen wählen in diesen Fällen die Gestaltung bewusst, um eine bestimmte Regelung zu vermeiden, unter die sie ohne den Einsatz dieser Instrumente fallen würden, oder umgekehrt, um in den Genuss einer Regelung zu kommen, die ansonsten nicht einschlägig wäre.

Das „Verbot der Gesetzesumgehung durch Missbrauch rechtlicher Formen und Gestaltungsmöglichkeiten“ wird als „allgemeiner Rechtsgrundsatz“ betrachtet,<sup>345</sup> der in zahlreichen Einzelvorschriften (z.B. § 42 AO) ausdrücklich geregelt ist.<sup>346</sup> Darunter versteht man „ein Vorgehen, das sich eines zwar nicht ausdrücklich verbotenen Weges bedient, auf diesem Weg aber ein vom Gesetz missbilligtes Ergebnis erreicht“.<sup>347</sup> Die Qualifizierung eines Verhaltens als („verbotene“) Gesetzesumgehung führt zur Anwendung der als umgangen betrachteten Gesetzes- oder Vertragsbestimmung, obwohl deren Tatbestandsvoraussetzungen nach ihrem Wortlaut nicht erfüllt sind. Damit ist die Gesetzesumgehung „eine Frage der Rechtsanwendung, die an die Rechtsgeltung und die Durchsetzbarkeit des Regelungsinhaltes einer Norm aus eigener Kraft anknüpft“.<sup>348</sup> Anders als noch Anfang des neunzehnten Jahrhunderts, als die zentrale Rolle des Normzwecks bei der Gesetzesanwendung noch nicht anerkannt und man auf der Grundlage der subjektivistischen (am Willen des historischen Gesetzgebers orientierten) Auslegungstheorie stärker dem Wortlaut verhaftet war,<sup>349</sup> hat die Gesetzesumgehung heute

344 *Canaris*, Lücken, § 74; *Kamm*, S. 9.

345 BGH 14.3.1994 - II ZR 99/93, NJW 1994, 2610, unter 3.a.bb.; zur identischen Bedeutung von Gesetzesumgehung und „institutionellem Rechtsmissbrauch“ siehe *Reiner*, Fremdsteuerung, S. 259; vgl. auch *Danzer*, S. 13: Die Begriffe der Gesetzesumgehung (aus der Sicht der vermiedenen Norm) und des Rechtsmissbrauchs (aus der Sicht der erschlichenen Norm) brächten nur verschiedene Perspektiven desselben Problems zum Ausdruck.

346 Weitere Bsp. bei Palandt-*Heinrichs*, § 134 BGB, Rz. 28.

347 BGH 13.5.1996 - GSt 1/96, BGHSt 42, 139, unter III.1.c., allgemein zur Gesetzesumgehung.

348 BGH 15.1.1990 - II ZR 164/88, BGHZ 110, 47, unter A.III.1., zur Lehre von der verdeckten Sacheinlage (m.w.N.).

349 *Schröder*, S. 124: Das frühe 19. Jahrhundert habe das Umgehungsgeschäft entweder als Scheingeschäft oder als selbständiges Rechtsinstitut behandelt.

ihre Funktion als eigenständiges Rechtsinstitut verloren.<sup>350</sup> Sie bewegt sich innerhalb der anerkannten methodologischen Grenzen der Auslegung, Analogie und teleologischen Reduktion.<sup>351</sup> Auf die Umgehungsabsicht des privatautonom gestaltenden Rechtsunterworfenen kann es rechtlich nicht ankommen<sup>352</sup> - mag auch der allgemeine Sprachgebrauch das Vorliegen eines entsprechenden subjektiven Elements suggerieren. Für die rechtliche Behandlung des Bausteineffekts kommt deshalb der Gesetzesumgehung keine eigenständige Bedeutung zu. Die Frage, ob für das Steuerrecht ausnahmsweise etwas anderes gilt, soll hier nicht vorweggenommen werden.<sup>353</sup>

Nachdem die rechtlichen Vorbedingungen für die Beantwortung der Frage nach den Antworten der Rechtsordnung auf die finanzwirtschaftlichen Eigenschaften von Derivaten abstrakt-generell feststehen, soweit dies losgelöst von konkreten Regelungsinhalten überhaupt möglich ist, sollen in den folgenden Kapiteln 2-6 nunmehr exemplarische Einzelregelungen im Detail betrachtet werden. Hierfür wurden Tatbestände ausgewählt, die (zu Recht oder zu Unrecht) speziell an Derivate anknüpfen, oder in denen die Einführung solcher Tatbestände diskutiert wird. Die Untersuchung beginnt mit dem Vertragsrecht.

---

350 Vgl. *Flume*, S. 409: Im geltenden Recht sei für eine besondere Lehre vom Umwegungsgeschäft kein Raum mehr, weil man bei der Auslegung von Gesetzen den Inhalt nach der „sententia legis“ bestimme, soweit dies die „verba legis“ ermöglichen. Bei der Schaffung des BGB wurde bewusst auf eine Umwegungsvorschrift verzichtet, weil das Problem der Gesetzesumgehung durch Interpretation gelöst werden sollte. Vgl. Prot., Bd. I., Allgemeiner Teil und Recht der Schuldverhältnisse, Abschn. II, Titel I, S. 122 f., zu § 105 RegE (= § 134 BGB): „Die Entscheidung der Frage, ob ein Rechtsgeschäft als in fraudem legis vorgenommen nichtig sei, hänge ab von der Auslegung des rechtsgeschäftlichen Tatbestandes und der diesen Tatbestand erfassenden Norm“.

351 *Danzer*, S. 16: Gesetzesumgehung und Missbrauch mögen zur Zeit des „Subsumtionsideals“ als selbständige Rechtsinstitute eine gewisse Bedeutung gehabt haben. Heute sei die subjektive Theorie aufgrund der Anerkennung der teleologischen Auslegung, der Analogie und der teleologischen Reduktion „als zulässige Methoden der Rechtsanwendung überholt“.

352 BGH 15.1.1990 (Fn. 348), unter A.III.1., zur fehlenden Bedeutung der „Umwegungsabsicht“ bei der Lehre von der verdeckten Sacheinlage: Die Gesetzesumgehung sei eine Frage der Rechtsanwendung. Sie könne „von einem subjektiv vorwerfbar Verhalten i.S. einer Absicht nicht berührt werden“.

353 S.u. 6. Kapitel, B.IV., S. 323 ff.



## 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 *Mugdan*, Bd. II, S. 360: Der Spiel- und Wettvertrag erscheine „in gewissem Maße rechtsverbindlich“, soweit ihn das Gesetz nicht besonders „reprobiere“.

## 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 Anwendungsbe- reich 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.

## ß. 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. Zustimmung *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 Abnahmetermine 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 *Aktienoptionsscheinen* 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 Aktienoptionsscheine (§ 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; Fülbier, 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 Derivatives 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 wahren 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 Differenzeinwands (§§ 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 *Terminindirektgeschäfte* 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 Indextermingeschäfte<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 Lieferungs geschäftes 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 Einheitsbe trachtung“ von Optionsbegründungsgeschäft und Ausübungsgeschäft): Herkömmliche Aktienopti onsgeschäfte und Optionsgeschäfte an der DTB seien grundsätzlich Differenzgeschäfte; dies gelte im Allgemeinen auch bei Erfüllung in Natur; *Hamacher*, WM 1995, 777, 778: DTB-Optionen sei en 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, „aus drücklich 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 Differenz einwand 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-

dung 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 Wertpapiernebenleistung (§ 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 werklohnvertuernden 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 („Börstermingeschäften“<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 Börstermingeschäftsfähigkeit 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 Börstermingeschäfts und den nachstehend erläuterten Sonderregeln BGH 25.10.1994 - XI ZR 43/94, NJW 1995, 321, zu selbständigen Optionscheinen. Dort ist die Rede von den „von der Rechtsprechung entwickelten Grundsätzen zur Aufklärungspflicht bei Börstermingeschäften“ (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 Börstermineinwands 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 Optionsscheinen 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 Claussen (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 Soforterwerb 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 „Wissenshaft“ 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, ZVGIRWiss 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 Termispekulation) 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. einredebefahet 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 dienten 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 Einredebehaftetheit 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 hedgedt 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-Verbrauchercredit-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 Optionsscheinen 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 Risikoaufklärung (§ 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.a., 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 Abkoppelung 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 zwängen 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“ abzubrechen.

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) 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 *Samtleben*, 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.

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 Leistungsstörungenrecht (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.

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 Überrumpelungsschutzes 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 Tatrichter 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 Risikoauflärung 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.

### 3. Kapitel: Insolvenzrecht

Das Insolvenzrecht ist ein weiterer Bereich des Zivilrechts mit besonderen, auf Derivate und derivateähnliche Verträge zugeschnittenen Regelungen. Diese beziehen sich auf die Behandlung laufender, bei Eröffnung des Insolvenzverfahrens noch nicht voll abgewickelter Verträge.<sup>1</sup> Damit reagiert der Insolvenzgesetzgeber auf die Besonderheit, dass die Ansprüche und Verbindlichkeiten aus derivativen Verträgen trotz der Unsicherheiten bezüglich des zukünftigen Leistungsinhalts zu jedem Zeitpunkt während ihrer Laufzeit einen genau bestimmbaren Marktwert aufweisen. Gegenüber Problemen, die sich aus der finanzwirtschaftlichen Gleichwertigkeit natürlicher und synthetischer Positionen ergeben könnten, scheint das Insolvenzrecht dagegen mit seiner an die formalistischen Strukturen des Sachen- und Schuldrechts anknüpfenden Ratio weitgehend immun zu sein. Die Frage des Ansatzes und der Bewertung von Derivaten in der insolvenzrechtlichen Überschuldungsbilanz (§ 19 II InsO) bzw. Vermögensübersicht (§ 153 InsO) bleibt außer Betracht.<sup>2</sup> Die zivilrechtliche Verbindlichkeit der Instrumente entsprechend den im vorausgehenden Kapitel behandelten Kriterien wird für die folgenden Betrachtungen vorausgesetzt.

#### A. Bestandsaufnahme

In der nationalen und internationalen Kautelarpraxis außerbörslicher Derivate und derivateähnlicher Geschäfte kommt es häufig zum Abschluss nicht nur eines Geschäfts, sondern einer Vielzahl von Geschäften zwischen denselben Vertragsparteien. Der Grund hierfür ist nicht zuletzt die beschränkte Anzahl an ausreichend kreditwürdigen Geschäftspartnern. Regelmäßig vereinbart man dann einen schriftlichen „Rahmenvertrag“ („Master Agreement“) auf der Grundlage international üblicher Musterverträge. Zweck dieses Vorgehens ist neben der Rationalisierung des Dokumentations- und Abwicklungsaufwands für die Einzeltransaktionen durch Bezugnahme auf den Rahmenvertrag die weitere Reduzierung des Kreditrisikos (Ausfallrisikos). Dazu dienen neben der Zusammenfassung aller Einzeltransaktionen zu einem „einheitlichen“, bei Leistungsstörungen einheitlich zu beendenden Vertrag (Einheitlichkeitsklausel) die Bestimmungen zur gegenseitigen Aufrechnung fälliger oder noch nicht fälliger, jedenfalls der Höhe nach bereits konkretisierter Zahlungsverpflichtungen (sog. „Payment Netting“, „Netting by Novation“<sup>3</sup>). Vor allem zu nennen sind hier die Klauseln zum Liquidations-Netting

1 Zum Begriff des „laufenden“ Vertrags s.o. 1. Kapitel, B.I.1. (a.E.), Fn. 145.

2 Zur Handelsbilanz, die mit der Insolvenzbilanz nicht identisch ist (siehe nur BGH 2.4.2001 - II ZR 261/99, WM 2001, 959), s.u. 5. Kapitel, S. 253 ff.

3 Vgl. als Beispiel für eine entsprechende Klausel die Vorschrift des § 2(c) ISDA-MA. Hierzu *Rei-*

(„Close-out Netting“) der gegenseitigen stochastisch bedingten und deshalb noch nicht miteinander aufrechenbaren Ansprüche bei Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen einer Vertragspartei. Für diesen Fall bestimmen sie die automatische Beendigung oder Kündbarkeit sämtlicher gegenseitiger Einzeltransaktionen unter dem Rahmenvertrag und deren Abrechnung über einen einheitlichen Ausgleichsanspruch auf der Basis ihrer aktuellen, in eine einheitliche Währung umgerechneten positiven und negativen Marktwerte.<sup>4</sup>

Bis Mitte 1994 bestand in Deutschland allerdings eine allgemeine Rechtsunsicherheit über die insolvenzrechtliche Zulässigkeit des vertraglichen „Close-out Netting“, das sich gegen das grundsätzlich nicht abdingbare Konkursverwalterwahlrecht des § 17 KO (jetzt: § 103 InsO) für schwebende Verträge richtete. Hintergrund war die Befürchtung, der Konkursverwalter könne auf der Grundlage dieses Rechts nur für solche laufende Derivate die Fortführung verlangen, die angesichts ihres gegenwärtigen positiven Marktwertes einen zukünftigen Gewinn für die Insolvenzmasse versprechen, bei Geschäften mit negativem Marktwert die weitere Erfüllung aber ablehnen. Eine derartige Selektion der für die Masse vorteilhaften Verträge durch den Konkursverwalter - allgemein getadelt unter dem Begriff des „cherry picking“ (auch: „Rosinenpicken“) - wurde als unerwünschte Benachteiligung des betroffenen Konkursgläubigers betrachtet.<sup>5</sup> Denn der vertragstreue Vertragspartner, so die Überlegung, würde zwar als Gläubiger eines schwebenden derivativen oder derivateähnlichen Vertrags bei Erfüllungsablehnung nach allgemeinem Leistungsstörungsrecht einen Schadensersatzanspruch wegen Nichterfüllung erwerben; dieser würde sich als sekundärer Leistungsanspruch aber nach den §§ 26 S. 2, 61 KO (jetzt: § 103 II 1 InsO) lediglich im Rang einer einfachen, in der Regel nur mit einer niedrigen Erfüllungsquote behafteten Konkursforderung befinden. Zugleich müsste der Vertragspartner seinerseits seine Leistung in vollem Umfang auf die vom Konkursverwalter fortgesetzten, verlustreichen Verträge erbringen. Bei Derivaten bedeutet dies die Pflicht zur einseitigen Bezahlung eines Barausgleichs und bei Geschäften mit Erfüllung in Natur der Zwang zu einem nachteiligen Leistungsaustausch, an dessen fehlender Äquivalenz auch die bevorzugte Behandlung des eigenen Leistungsanspruchs nach §§ 59 I Nr. 2, 57 KO (jetzt: §§ 55 I Nr. 2, 53 InsO) nichts zu ändern vermag. Dadurch könnte der vertragstreue Vertragspartner aufgrund der Besonderheiten des Insolvenzverfahrens unter Umständen einen Ausfallverlust erleiden, obwohl seine Nettoposition gegenüber dem insolventen Schuldner, wie sie sich aus einer Saldierung des Marktwertes aller bestehenden gegenseitigen derivativen oder derivateähnlichen Verträ-

ner, MünchVhb, Anm. 7.

4 Vgl. als Beispiel die §§ 5, 6 ISDA-MA; hierzu *Reiner*, MünchVhb, Anm. 14(b)(gg), 16, 18-20. Zu den Unschärfen des aus der internationalen Wirtschafts- und Bankpraxis in die deutsche Rechtsprache übernommenen „Netting“-Begriffs, der bald i.S. von Aufrechnung mit Verfügungswirkung, bald i.S. einer bloßen Anrechnung von Rechnungsposten verwendet wird, siehe *Berger*, S. 19-35.

5 Grundlegend *BIS* 1990, Tz. 2.19; *Global Derivatives Study Group*, S. 16 („Recommendation 13: Master Agreements“); siehe z.B. auch *Wegener*, in: FK-InsO, § 104, Rz. 5; *Bosch*, WM 1995, 365, 367; *Ebenroth/Messer*, ZVglRWiss 87 (1988), 1, 16.

ge ergibt, negativ ist. Für den Nettogläubiger sah man die Gefahr einer künstlichen Erhöhung des Ausfallbetrags durch das „cherry picking“.

Eine weitere Sorge der Vertragspraxis betraf die Frage, ob die Verrechnung der positiven und negativen Marktwerte aus den Einzeltransaktionen zu einem einheitlichen Ausgleichsanspruch im Anschluss an deren vertragliche Beendigung auf den Insolvenzfall gegen die Vorschriften über die Insolvenzaufrechnung verstieß. Der Gesetzgeber antwortete einem internationalen Trend folgend<sup>6</sup> auf das Bedürfnis der Kapitalmärkte nach Rechtssicherheit für „Finanztermingeschäfte“ mit Inkraftsetzen des Art. 15 des 2. FinMFG<sup>7</sup> am 1.8.1994 und des identischen Art. 105 EGInsO<sup>8</sup> am 19.10.1994. Diese Vorschriften nahmen die nunmehr seit dem 1.1.1999 geltende, bis auf redaktionelle Unterschiede ebenfalls gleichlautende Regelung des § 104 II, III InsO noch unter der Herrschaft der alten KO vorweg.<sup>8a</sup> In die Betrachtung einzubeziehen ist ferner § 104 I InsO („Fixgeschäfte“), der weitgehend dem alten § 18 KO entspricht. Für den Fall der Insolvenz eines Vertragspartners bestimmen § 104 I und II InsO als *lex specialis*<sup>9</sup> zu § 103 InsO die gesetzliche *Beendigung* von „Fix“- und „Finanztermingeschäften“ verbunden mit einem abstrakten Schadensausgleich. Beide Tatbestände knüpfen an gegenseitige Verträge an, bei denen die Leistung zumindest einer Seite erst zu einem zukünftigen Zeitpunkt zu erbringen ist und über einen „Markt- oder Börsenpreis“ verfügt. Speziell für Finanztermingeschäfte bewirkt § 104 II 3 InsO zusätzlich die gesetzliche Anerkennung von Rahmenverträgen als einheitliche Verträge i.S. des § 104 II InsO, sofern sie eine Klausel zur einheitlichen Beendigung aller erfassten Einzeltransaktionen enthalten. Diese Regelung dient der Sicherstellung der gegenseitigen *Verrechnung* der Ausgleichsansprüche aus einzelnen Transaktionen. Nachstehend sollen diese Sonderregeln für Finanztermin- und Fixgeschäfte näher analysiert werden.

### I. Finanztermingeschäfte

Der Regelungszweck des § 104 II InsO ist ausweislich der Gesetzgebungsmaterialien

6 Zu vergleichbaren Regelungen in den Rechtsordnungen anderer Staaten siehe *ISDA*, Status of netting legislation, Stand: Juni 1999, <http://www.isda.org/c6.html>, Abruf v. 5.3.2000; siehe auch die Länderüberblicke bei *Reiner*, MünchVhb, Anm. 18(b)(dd), und *Benzler*, S. 223-236; vgl. ferner den 1996 ISDA Model Netting Act (<http://www.isda.org/netaact.pdf>, Abruf v. 14.5.2000).

7 BGBl 1994 I, S. 1749.

8 BGBl 1994 I, S. 2911.

8a Siehe hierzu den Bericht der Abgeordneten *Bachmaier, Gres, Kleinert, Dr. Pick* und *Frhr. von Stetten*, in: Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses zum RegE des EGInsO, BT-Drucks. 12/7303 v. 18.4.1994, unter C.II., Nr. 53: Im Hinblick darauf, dass die InsO „erst am 1.1.1997“ in Kraft treten solle und „die beabsichtigte Neuregelung der Finanztermingeschäfte *dringend geboten*“ sei, habe der Ausschuss eine zusätzliche Vorschrift aufgenommen, „in der die Problematik für die Zwischenzeit bis zum Inkrafttreten der Reform geregelt“ werde [Hervorhebung durch den *Verf.*].

9 *Marotzke* in HK-InsO, § 104, Rz. 1; *Köndgen*, in: Kübler/Prütting, § 104 InsO, Rz. 8 (Stand: 8/1998).

dreifacher Natur. *Erstens* soll durch die vorzeitige Beendigung laufender Finanztermingeschäfte die „Kurspekulation“ des Insolvenzverwalters ebenso ausgeschlossen werden wie bei „echten Fixgeschäften über Waren mit Markt- und Börsenpreis“ (§ 104 I InsO, § 18 KO).<sup>10</sup> Die Anwendbarkeit des bisherigen § 18 KO auf sonstige Liefergeschäfte oder sogar auf Derivate (mit Barausgleich) war umstritten.<sup>11</sup> *Zweitens* soll „sichergestellt werden, dass im Insolvenzfall *alle* noch nicht erfüllten Ansprüche aus zwischen zwei Parteien bestehenden Finanztermingeschäften saldiert werden können (»Netting«)“ [Hervorhebung durch den Verf.]. Dadurch soll das „Risiko aus derartigen Geschäften gemindert“ werden.<sup>12</sup> Und *drittens*, damit zusammenhängend, soll der Finanzplatz Deutschland gefördert werden. Dies ergibt sich aus dem zeitlichen Zusammenhang der Verabschiedung der InsO mit dem Erlass des 2. „Finanzmarktförderungsgesetzes“ (FinMFG) und dem Umstand, dass Art. 15 des zuletzt genannten Gesetzes die Regelung des § 104 II, III InsO de facto bereits vorzeitig in Kraft setzte.<sup>13</sup> Der vor allem von der Praxis im Vorfeld der gesetzgeberischen Maßnahmen stark hervorgehobene Gesichtspunkt der Vermeidung einer selektiven Fortführung vorteilhafter Verträge durch den Insolvenzverwalter zum Nachteil des Gläubigers („cherry picking“<sup>14</sup>) wird in den Gesetzesmaterialien selbst nicht ausdrücklich aufgegriffen. Im Schrifttum wird er zum Teil ebenfalls dem Grundgedanken des § 104 InsO zugerechnet.<sup>15</sup> Die folgende Einzelbetrachtung des Tatbestands des § 104 II InsO beginnt zunächst mit der isolierten Behandlung einzelner Finanzleistungen (§ 104 II 1, 2 InsO). Anschließend wendet sie sich den Besonderheiten beim Vorliegen von Rahmenverträgen mit Einheitlichkeitsklausel zu (§ 104 II 3 InsO).

- 
- 10 Bericht der Abgeordneten *Bachmaier, Gres, Kleinert, Dr. Pick* und *Frhr. von Stetten*, in: Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses zum RegE der InsO, BT-Drucks. 12/7302 v. 19.4.1994, S. 149, 167 f.; vgl. bereits Begr. des RegE, BT-Drucks. 12/2443 v. 15.4.1992, S. 145: Bei Geschäften über „Geldleistungen“ (vom Rechtsausschuss in „Finanzleistungen“ geändert) sei es sachgerecht, das Wahlrecht des Verwalters auszuschließen, „um Unsicherheiten und Spekulationen über die künftige Entwicklung zu vermeiden“.
- 11 Siehe Begr. zu § 118 II RegE InsO, BT-Drucks. 12/2443, S. 145: Bisher sei zweifelhaft, ob § 18 KO auf „Devisen- und Finanztermingeschäfte (sog. Swap-Geschäfte)“ Anwendung finde; *Hess*, § 18 KO, Rz. 3: Entsprechende Anwendung des § 18 auf Devisentermingeschäfte sowie auf die Lieferung von „Wertpapieren gleich welcher Art“; *K. Schmidt*, FS Merz (1992), 533, 537, der Geldschulden nicht als Sachschulden betrachtet, aber eine analoge Anwendung des § 18 KO auf Devisentermingeschäfte befürwortet; *Ebenroth/Messer*, ZVglRWiss 87 (1988), 1, 24: Alle Swap-Verträge seien Fixgeschäfte nach § 18 KO.
- 12 Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 12/7302, S. 149, 167.
- 13 Siehe auch den Bericht des Rechtsausschusses (BT-Drucks. 12/7302, S. 149, 168), wo das „erhebliche Interesse“ betont wird, das „auch im internationalen Geschäftsverkehr“ an der generellen Saldierungsmöglichkeit bestehe, nicht ohne gleichzeitig auf die „entsprechende Änderung“ des US-amerikanischen BC zu verweisen; vgl. ferner *Köndgen* (Fn. 9), Rz. 6: Der Normzweck des § 104 II sei „sehr viel vordergründiger“ als derjenige des § 104 I. Hier sei es dem Gesetzgeber „in erster Linie um eine Anpassung des deutschen Rechts an die Vertrags- und Börsenunsancen - einschließlich deren insolvenzrechtlicher Behandlung - an wichtigen ausländischen Finanzplätzen“ gegangen.
- 14 S.o. vor I., S. 185 f.
- 15 Z.B. *FK-Wegener*, § 104, Rz. 4: Das allgemeine Wahlrecht des Verwalters habe „zwingend eine unbillige Belastung des Vertragspartners zur Folge, da der Verwalter nur im Fall des Vorteils für

## 1. Einzelne Finanzleistungen

Nach § 104 II 1 InsO werden bei Finanztermingeschäften Erfüllungsansprüche, die bei Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen eines der Vertragspartner noch nicht fällig und auf die Erbringung einer „Finanzleistung“ gerichtet sind, mit Verfahrenseröffnung automatisch beendet und über einen Ausgleichsanspruch in Geld („Forderung wegen der Nichterfüllung“) abgerechnet. Diese an Stelle des vereinbarten Erfüllungsanspruchs tretende, sofort fällige „Forderung wegen der Nichterfüllung“ richtet sich nach § 104 III 1 InsO „auf den Unterschied zwischen dem vereinbarten Preis und dem Markt- oder Börsenpreis, der am zweiten Werktag nach der Eröffnung des Verfahrens am Erfüllungsort für einen Vertrag mit der vereinbarten Erfüllungszeit maßgeblich ist“. Diese Formulierung ist irreführend und bedarf einer Erklärung. Der „Markt- oder Börsenpreis“ bezeichnet nicht den Marktwert des *gesamten Vertrags*, denn dieser Wert wäre mit den Kosten für den Abschluss eines Ersatzgeschäfts identisch, und dann wäre nicht verständlich, warum hiervon noch der ursprünglich „vereinbarte Preis“ abgezogen werden soll. Gemeint ist vielmehr der (theoretische oder empirische) Terminpreis des *Basiswertes* zwei Tage nach Verfahrenseröffnung. Dieser Regelung liegt die Erkenntnis zugrunde, dass nicht nur der Kassa-, sondern auch der Terminpreis stochastischen Schwankungen unterworfen ist. Darauf deutet auch der systematische Zusammenhang der Norm hin. In § 104 I und II InsO bezieht sich der Begriff des „Markt- oder Börsenpreises“ auf die zu liefernde Ware bzw. Finanzleistung, nicht aber auf den gesamten Vertrag. Der Ausgleichsanspruch berechnet sich demgemäß nach dem Unterschied zwischen dem vereinbarten Terminpreis und dem Terminpreis zum genannten Zeitpunkt, und zwar, so muss man sich in § 104 III InsO hinzudenken, multipliziert mit dem jeweils zugrunde liegenden Nennwert (Anzahl der Aktien, Nennbetrag der Anleihe etc.). Der so errechnete Betrag drückt damit die Wertveränderung aus, welche der Anspruch auf die zukünftige Finanzleistung seit Vertragsbeginn erfahren hat.<sup>16</sup> Er kann, im Gegensatz zur „Forderung“ des Gläubigers „wegen der Nichterfüllung“ bei Erfüllungsverweigerung (§ 103 II InsO, 26 S. 2 KO), einen negativen Wert annehmen (Umkehrschluss aus § 104 III 2 InsO). Nicht zu überzeugen vermag es, wenn man die Wirkung des § 104 III InsO dahingehend interpretiert, dass der Vertrag „in ein Differenzgeschäft“ umgestaltet wird.<sup>17</sup> Denn der Gedanke der Umwandlung von Termingeschäften mit Erfüllung in Natur in Geschäfte mit Barausgleich erklärt noch nicht, warum der Barausgleich nicht zum vertraglichen Fälligkeitszeitpunkt, sondern *vorzeitig*, nämlich zwei Tage nach Verfahrenseröffnung ermittelt wird. Schon gar nicht passt diese Erklärung

---

die Masse sein Wahlrecht ausüben würde“.

16 S.u. bei B.I.1.c.bb., S. 215 ff.

17 So *Köndgen* (Fn. 9), Rz. 36, 14; *Marotzke*, in: HK-InsO, § 104, Rz. 2, 8; ebenso bereits zu § 18 KO K. *Schmidt*, FS Merz (1992), 533, 536, sowie die Begr. des RegE KO, S. 71 (bei *Hahn*, S. 90): Es sei „naturgemäß, dass der vorher eingetretene Konkurs das Liefergeschäft in ein Differenzgeschäft“ auflöse.

auf solche Geschäfte, die bereits von vornherein auf Barausgleich gerichtet sind.

Den Begriff des „Finanztermingeschäfts“ definiert das Gesetz als solchen nicht; er wird im Gesetz überhaupt nur an einer einzigen Stelle verwendet, nämlich im Titel des § 104 InsO. Der Wortlaut des § 104 II 1 InsO orientiert sich am Prototyp des Terminkaufs mit Erfüllung in Natur, während aus § 104 II 2 InsO sowie aus der Entstehungsgeschichte deutlich wird, dass auch Terminkäufe mit Barausgleich und Swaps gemeint sind. Insgesamt ergibt sich folgendes Bild: Finanztermingeschäfte sind zweiseitige Verträge, welche mindestens einen der Vertragspartner dazu verpflichten, zu einem zukünftigen Zeitpunkt eine „Finanzleistung“ zu erbringen, die einen „Markt- oder Börsenpreis“ hat oder, soweit die Leistung auf Geld in inländischer Währung gerichtet ist, deren Betrag in Abhängigkeit von einem Markt- oder Börsenpreis bestimmt wird.<sup>18</sup>

Indes werden nach dem Willen des Gesetzgebers nur solche Finanztermingeschäfte von § 104 II 1 InsO erfasst, die auf beiden Seiten noch nicht vollständig erfüllt worden sind<sup>19</sup> und die deshalb nach der h.M. ansonsten dem Insolvenzverwalterwahlrecht (§ 103 InsO) zugerechnet würden (sog. „schwebende“ Verträge).<sup>20</sup> Asymmetrische Derivate in Gestalt bereits bezahlter Optionen mit Barausgleich bzw., nach der Trennungstheorie,<sup>21</sup> auch mit Erfüllung in Natur fallen danach aus dem Anwendungsbereich des § 104 InsO heraus. Symmetrische Termingeschäfte mit einseitiger Differenzzahlung (Futures, Forwards, Swaps) sind zwar genau genommen ebenfalls nur auf einer Seite noch nicht voll erfüllt, weil eine unbedingte Zahlungsverpflichtung hier nämlich überhaupt nur auf einer Seite entstehen kann,<sup>22</sup> bei Swaps mit periodischen Zahlungsterminen muss man den Vertrag insofern gedanklich nach den einzelnen Zahlungsterminen aufteilen (vgl. den Rechtsgedanken des § 105 InsO). Würde man aber diese eigentlich nicht i.S. des § 103 I InsO schwebenden Verträge ebenfalls dem Tatbestand des § 104 II InsO entziehen, würde die Norm praktisch leerlaufen. Das kann der Gesetzgeber nicht gewollt haben.

Der Begriff der „Finanzleistung“ mit „Markt- oder Börsenpreis“ wird in § 104 II 2 InsO in einer beispielhaften, bewusst „nicht abschließenden“ und damit für „künftige

18 *Bosch*, Kölner Schrift, Rz. 7, spricht griffig von „marktpreisorientierten fristgebundenen Finanzleistungen“.

19 Ausdrücklich der Bericht des Rechtsausschusses (BT-Drucks. 12/7302, S. 149, 168, 1. Sp.): § 118 RegE InsO (Vorläufer des heutigen § 104 InsO) setze „einen von beiden Seiten noch nicht voll erfüllten Vertrag“ voraus; *Benzler*, S. 254, unter Hinweis auf die Verweisung in § 104 II 3 InsO auf § 103 InsO; a.A. *Köndgen* (Fn. 9), Rz. 33, 13, zu § 104 I InsO: Das systematische Argument sei fragwürdig, weil § 104 I InsO sowohl seinem Wortlaut als auch seinem Zweck nach „alleine stehen“ könne. Zweck der Vorschrift sei es nämlich, die „infolge des Insolvenzeintritts bestehende Unsicherheit über die Erfüllung“ „durch die inhaltliche Umgestaltung des Vertrages in ein Differenzgeschäft“ (zur Kritik oben bei Fn. 17) zu beheben. Inwiefern außerhalb des Anwendungsbereichs des § 103 InsO eine solche „Unsicherheit“ aber überhaupt bestehen kann, bleibt unklar.

20 Vgl. bereits zum entsprechenden Verhältnis zwischen § 18 KO und § 17 KO *Jaeger-Henckel*, § 18 KO, Rz. 3.

21 So der Standpunkt des Insolvenzgesetzgebers, siehe weiter unten im Text, S. 191 bei Fn. 25.

22 S.u. B.I.1.b.bb., S. 205, dazu, dass solche Geschäfte tatsächlich gar keine schwebenden i.S. des § 103 InsO sind.

Entwicklungen auf dem Gebiet der Finanzgeschäfte“ offenen<sup>23</sup> Aufzählung („insbesondere“) konkretisiert. Dies kann die Lieferung von liquiden Gegenständen mit empirisch messbarem, Schwankungen unterworfenem Marktwert (Sachen und Geld in Fremdwährung; vgl. § 104 II 2 Nr. 1, 2 und 3 InsO) oder die Zahlung von Geld in einheimischer Währung sein, sofern der Betrag stochastisch vom Wert einer Schwankungen unterworfenen Referenzgröße (Kurs einer Fremdwährung, Zinssatz, Preis von Gütern oder Leistungen) abhängt.<sup>24</sup> Das Merkmal des „Markt- oder Börsenpreises“ ist nach dem Willen des Gesetzgebers „weit zu verstehen“.<sup>24a</sup> Ferner ist das Einräumen von „Optionen oder anderen Rechten“ auf die vorgenannten Finanzleistungen seinerseits wiederum Finanzleistung (§ 104 II 2 Nr. 5 InsO). Der Gesetzgeber der InsO hielt diesen Zusatz für notwendig, weil er offensichtlich von der Trennungstheorie für Optionen mit Erfüllung in Natur ausgegangen ist.<sup>25</sup>

Zwischen Finanztermingeschäften und Derivaten bzw. derivateähnlichen Geschäften besteht ein enger Zusammenhang. Dies ergibt sich bereits aus der Entstehungsgeschichte des § 104 InsO. Schließlich gab der immer weiter zunehmende internationale Handel mit OTC-Derivaten den Anstoß zu dieser Regelung. Die Begründung der Bundesregierung<sup>26</sup> betrachtet § 118 II RegE, der Geschäfte über „Geldleistungen“ neben den Waren und Wertpapieren des § 118 I RegE in die Beendigungs- und Ausgleichsregelung einbezieht, als eine „ergänzende Regelung für Devisen- und Finanztermingeschäfte (sog. Swap-Geschäfte)“. Diese etwas seltsam wirkende begriffliche Verkürzung der tatbestandlich erfassten Termingeschäfte auf Swaps erklärt sich, wie der Bericht des Rechtsausschusses des Bundestags erhellt, mit dem Umstand, dass sich die Neuregelung am Vorbild des US-amerikanischen § 362(b)(17) Bankruptcy Code (BC) orientiert, der sog. „swap agreements“ ausdrücklich von der Konkursperre („automatic stay“) und dem Verbot der vorzeitigen Beendigung („close out“) auf den Insolvenzfall ausnimmt. Der Begriff des „swap agreement“ wird in § 101(53B) BC sehr weit definiert und schließt neben Swaps Terminkäufe und Optionen über Zinssätze, Zinstitel, Devisen und Waren ein.<sup>26a</sup> Rechtsprechung zur Anwendung des § 104 InsO allgemein und auf Deri-

23 So ausdrücklich der Bericht des Rechtsausschusses zu § 118 RegE InsO, BT-Drucks. 12/7302, S. 168.

24 *Obermüller*, in: Obermüller/Hess, Rz. 1552-1554, spricht anschaulich von „fremdbestimmten Geldleistungen“.

24a Bericht des Rechtsausschusses zu § 118 RegE InsO, BT-Drucks. 12/7302, S. 168. Entscheidend sei, dass „die Möglichkeit“ bestehe, „sich anderweitig einzudecken“; „dass nicht alle Angebote im Preis“ übereinstimmen, sei „unschädlich“.

25 Vgl. Bericht des Rechtsausschusses (Fn. 24a), der von Erfüllung in Natur ausgeht: § 104 II 2 Nr. 5 InsO erfasse „nur das Geschäft, durch das die Option erworben“ werde; „für das Geschäft, das durch die Ausübung der Option zustande“ komme, sei „gesondert zu prüfen, ob es die Voraussetzungen des § 118 [RegE InsO]“ erfülle.

26 BT-Drucks. 12/2443, S. 145, zu § 118 RegE InsO.

26a Derzeit arbeitet der US-amerikanische Bundesgesetzgeber an einer Reform des Insolvenzrechts („Bankruptcy Reform Act of 2001“). In deren Zuge soll u.a. die Definition des „swap agreement“ auf eine ganze Reihe weiterer, z.T. auch nichtderivative Termingeschäfte ausgedehnt werden, um die Rechtssicherheit beim Close-out Netting von Finanzgeschäften noch mehr zu erhöhen. Näheres

vate im Besonderen existiert bislang noch nicht. Im Schrifttum wird aber darauf hingewiesen, dass § 104 II 2 Nr. 4 InsO an das für „Derivate“ angeblich „wesentliche“ Merkmal der „Preisabhängigkeit von zugrundeliegenden Basiswerten“ anknüpft.<sup>27</sup> Damit umfasst dieser ohnehin nur beispielhafte Tatbestand in Verbindung mit den entsprechenden Optionen nach § 104 II Nr. 5 InsO bereits ausdrücklich jede Art von stochastischen Ansprüchen aus Devisen-, Zinssatz-, Wertpapier- und Warenderivaten<sup>28</sup> und geht mit der Einbeziehung des „Preises anderer Leistungen“ als zulässigen Basiswert sogar noch darüber hinaus.<sup>29</sup> Die Fallgruppen des § 104 II Nr. 1-3 InsO erfassen ihrerseits derivateähnliche Geschäfte.<sup>30</sup> Für (sonstige) „Waren“ gilt jedoch § 104 I InsO als speziellere Norm.<sup>31</sup> Daneben rechnet man dem § 104 II 2 InsO im Schrifttum Ansprüche aus sonstigen, weder derivativen noch derivateähnlichen Geschäften zu. In diesem Zusammenhang werden Wertpapierleihgeschäfte genannt.<sup>32</sup> Nicht anwendbar soll § 104 II InsO auf Sekundärgeschäfte mit verbrieften Forderungen aus Derivaten sein.<sup>33</sup> In der Tat weisen Geschäfte über die Veräußerung von Derivaten nicht den in § 104 II 1 InsO vorausgesetzten hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt für die Finanzleistung auf.

Da sich § 104 II, III InsO trotz seiner Entstehungsgeschichte nicht etwa damit begnügt, marktübliche Gestaltungen zur Abwicklung von Finanztermingeschäften im Insolvenzfall pauschal für wirksam zu erklären, sondern auch eigene materielle Regelungen enthält, stellt sich die Frage nach deren Abdingbarkeit und der rechtlichen Behandlung abweichender Vereinbarungen. Aus § 119 InsO ergibt sich, dass die §§ 103 bis 118 InsO nach dem Willen des Gesetzgebers durchaus zwingenden Charakter haben. Wie weit und in welche Richtung dieser allerdings geht, muss § 104 InsO selbst entnommen werden.<sup>34</sup> Man kann davon ausgehen, dass diese Norm anderweitigen Gestaltungen

---

bei *Reiner*, Anm. 18(b)(dd)(4).

- 27 *Benzler*, S. 241, der allerdings von einem weiten Derivatebegriff (ohne Optionsrechte, die er gesondert behandelt) ausgeht und sich im Gegensatz zum hier vertretenen Verständnis nicht an der Reproduzierbarkeit orientiert, sondern jede Art „messbarer“ Basiswerte für möglich erachtet.
- 28 Ähnlich *Schäfer*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), § 17, Rz. 33: „Sämtliche in Deutschland gehandelten“ Financial Futures [gemeint sind: Aktienindex-, Zins- und Devisen-Futures] würden vom Begriff der „Finanzleistungen“ nach § 104 III 2 Nr. 4 InsO erfasst; *Berger*, Kölner Schrift, Rz. 46: § 104 II InsO erfasse mit Nr. 4 und 5 [gemeint ist anscheinend: sämtliche] „innovative[n], derivative[n] Finanzterminkontrakte“ (verstanden i.S. der Definition der *Global Derivatives Study Group*, s.o. Einleitung, Fn. 2). Zu Warentermingeschäften mit Erfüllung in Natur siehe § 104 I InsO.
- 29 *Benzler*, S. 242, nennt als Beispiel für andere Leistungen „Dividendenzahlungen“ und „Kurssteigerungen“. Kurse als Basiswerte dürften, sofern sie sich auf Wertpapiere oder andere Güter beziehen, allerdings bereits unter das Merkmal der „Preise anderer Güter“ fallen.
- 30 Näheres noch unter B.I., Abschn. 1.c.aa.α., S. 212 ff.
- 31 Hierzu unten II., S. 196 ff.
- 32 FK-InsO/*Wegener*, § 104, Rz. 21; a.A. wohl *Obermüller*, Rz. 8.149, der § 103 InsO bei Insolvenzeröffnung nach Abschluss des Darlehensvertrags für unanwendbar hält und § 104 InsO gar nicht erwähnt.
- 33 Siehe *Köndgen*, in: Kübler/Prütting, § 104 InsO, Rz. 26 (Stand: 8/1998), speziell zum Optionscheinwerb: Dieser sei „nach herrschender Meinung“ [gemeint ist: zum Börsentermineinwand] Kassageschäft und falle deshalb nicht unter die Optionsgeschäfte nach Nr. 5.
- 34 Insofern unergiebig *Marotzke*, in: HK-InsO, § 104, Rz. 15, der sich mit dem Verweis auf § 119 InsO begnügt.

nicht entgegensteht, sofern jene ihrem Zweck der Vermeidung der Kursspekulation und der Ermöglichung einer Saldierung entgegenkommen oder ihn jedenfalls nicht gefährden. In diesem Sinne sind Abreden über die Kündigungsrechte oder über die automatische Beendigung von Finanztermingeschäften selbst dann wirksam, wenn sie nicht auf die Verfahrenseröffnung, sondern auf den Eintritt der Insolvenz abstellen und damit den Zeitpunkt der Vertragsbeendigung im Vergleich zu § 104 II InsO *vorverlegen*.<sup>35</sup> Diese Auffassung liegt auf der Linie der bisherigen Rechtsprechung zu §§ 17, 18 KO.<sup>36</sup> Auf der anderen Seite muss man den Vertrag wegen des zwingenden Charakters der §§ 103-118 InsO (vgl. § 119 InsO) *spätestens* mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens als beendet betrachten. Insofern geht § 104 II InsO der vertraglichen Bestimmung eines späteren Beendigungszeitpunktes vor.

## 2. Rahmenvertrag

Mit der Regelung des § 104 II 3 InsO will der Gesetzgeber eine möglichst umfassende Saldierung der Ansprüche aus noch nicht vollständig abgewickelten Finanztermingeschäften bei Insolvenz ermöglichen.<sup>37</sup> Danach werden mehrere Geschäfte über Finanzleistungen „als ein gegenseitiger Vertrag“ i.S. der §§ 103, 104 InsO behandelt, d.h. einheitlich beendet und über einen einheitlichen Ausgleichsanspruch abgerechnet, wenn sie „in einem Rahmenvertrag zusammengefasst“ sind, „für den vereinbart ist, dass er bei Vertragsverletzungen nur einheitlich beendet werden kann“ (sog. „Gesamtbeendigungsklausel“<sup>37a</sup>). Die sich bei sinngemäßer Anwendung des § 104 II 1 InsO auf Rahmenverträge ergebende einheitliche „Forderung wegen Nichterfüllung“ ist durch Addition der Marktwerte aller offenen Finanzleistungen aus den Einzelgeschäften zu bestimmen, wie sie sich zwei Tage nach Verfahrenseröffnung darstellen.<sup>38</sup> Dies ergibt sich zwar nicht

35 *Reiner*, MünchVhb, Anm. 18(b)(dd)(1.3.); *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bd. 3, § 114, Rz. 122 („im Hinblick auf die Entstehungsgeschichte der InsO“); *Bosch*, WM 1995, 413, 424, 425; *Obermüller* in: Obermüller/Hess, Rz. 1578; v. *Dryander/Meier*, IFLR, July 1994, 43, 44; vgl. auch die vom Rechtsausschuss im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens gestrichene Vorschrift des § 137 II 1 RegE InsO (§ 137 I RegE InsO entspricht dem heutigen § 119 InsO), nach der „Vereinbarungen, die für den Fall der Eröffnung des Insolvenzverfahrens die Auflösung eines gegenseitigen Vertrags vorsehen oder der anderen Partei das Recht geben, sich einseitig vom Vertrag zu lösen,“ ausdrücklich unwirksam sein sollten.

36 BGH 26.9.1985 - VII ZR 19/85, BGHZ 96, 34, unter II.1.c., zur Wirksamkeit der Kündigungsklausel des § 8 Nr. 2 VOB/B (m.w.N.): Der Verwalter müsse „Bestand der Masse (also auch einen beiderseitig nicht voll erfüllten Vertrag) in dem Zustand hinnehmen, in dem sie sich zur Zeit der Konkurseröffnung“ befinde; BGH 11.11.1993 - IX ZR 257/92, BGHZ 124, 76, unter B.I.2.b. (obiter).

37 Siehe den Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 12/7302, S. 168: Mit § 118 II 3 der Neufassung des RegE InsO (= § 104 II 3 InsO) solle „sichergestellt werden, dass im Insolvenzfall alle noch nicht erfüllten Ansprüche aus zwischen den Parteien bestehenden Finanzgeschäften saldiert werden können (»Netting«)“.

37a So z.B. *Bosch*, Kölner Schrift, Rz. 14.

38 Ungenau angesichts der Beendigung der ursprünglichen, stochastisch bedingten Erfüllungsansprüche *Kündgen* (Fn. 33), Rz. 41: „Gesamtsaldierung sämtlicher wechselseitiger Ansprüche“ aus

unbedingt aus § 104 III InsO, der insofern auf Rahmenverträge gar nicht passt, aber aus dem ausgewiesenen Normzweck der Gewährleistung von Saldierungsmöglichkeiten. Durch die Fiktion eines einheitlichen Vertrages verlieren die nach Verfahrenseröffnung noch verbleibenden Ansprüche aus den einzelnen Transaktionen ihren selbständigen Charakter als Forderungen und werden zu bloßen Rechnungsposten im Rahmen eines einheitlichen Schadensersatzanspruchs wegen Nichterfüllung des Gesamtvertrags gibt. Für eine Aufrechnung ist damit kein Platz mehr.

Erfasst werden von § 104 II 3 InsO nach allgemeiner Meinung nicht nur schwebende i.S. des Abs. 2 S. 1, sondern alle Finanztermingeschäfte, bei denen gegenseitig noch irgendwelche fällige oder nicht fällige Forderungen ausstehen.<sup>39</sup> Hierdurch sollen Probleme vermieden werden, die sich im Hinblick auf die Vorschriften über die Insolvenzaufrechnung ergeben könnten, wenn die Einzeltransaktionen nach § 114 II 1 InsO liquidiert bzw., bei einseitig erfüllten Geschäften, nach allgemeinem Insolvenzrecht abgewickelt und die verbleibenden gegenseitigen Forderungen miteinander verrechnet werden.<sup>40</sup> Der unterschiedliche Wortlaut von § 104 II 1 InsO („Finanzleistungen, die einen Markt- oder Börsenpreis haben“) einerseits und § 104 II 3 InsO („Geschäfte über Finanzleistungen“) andererseits wird vereinzelt<sup>41</sup> dahingehend interpretiert, die gesetzliche Anerkennung einheitlicher Rahmenverträge erstrecke sich selbst auf Finanzleistungen ohne „Markt- oder Börsenpreis“ i.S. des § 104 II 1, 2 InsO, d.h. auf Leistungen, deren Wert keinen stochastischen Schwankungen unterworfen ist. Rahmenverträge über „nicht marktpreisorientierte oder nicht fristgebundene Finanzleistungen“ sollen danach einheitlich unter § 103 InsO fallen.<sup>41a</sup> Dies würde bedeuten, dass der Gesetzgeber in solchen Fällen den in der Gesamtbeendigungsklausel zum Ausdruck gelangenen Parteiwillen dadurch bewusst konterkariert, dass er die rahmenvertraglich zusammengefassten Einzelabschlüsse dem Wahlrecht des Insolvenzverwalters aussetzt. Diese Auslegung kann eigentlich schon deshalb nicht richtig sein, weil die Gesetzesreform der Vertragspraxis ja nicht entgegenwirken, sondern ihr dort die notwendige Rechtssicherheit verleihen wollte, wo sie bislang noch fehlte. Davon sind z.B. laufende Darlehensverträge, um den Prototyp eines Vertrags über eine Finanzleistung außerhalb des Anwendungsbe-

---

„schwebenden Derivatgeschäften“.

39 Der Rechtsausschuss hat nach eigenem Bekunden (BT-Drucks. 12/7302, S. 149, 168, 1. Sp.) den neuen Satz 3 in § 118 II RegE InsO (entspricht § 104 II 3 InsO) eingefügt, um das „Anliegen“ der Gewährleistung der „Saldierungsmöglichkeit“ „insbesondere in den Fällen“ zu verwirklichen, „in denen einige der zwischen zwei Parteien geschlossenen Finanzgeschäfte von einer Partei schon voll erfüllt sind“; siehe auch *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bd. 3, § 114, Rz 121: Der Rahmenvertrag könne auch einseitig erfüllte Geschäfte über Finanzleistungen („z.B. Optionen mit Barausgleich, deren Prämie schon bezahlt worden ist“) einbeziehen. Unzutreffend ist allerdings der Zusatz des *Autors*, dadurch könne der Rahmenvertrag diese Geschäfte auch „vom Wahlrecht des Konkursverwalters nach § 17 KO ausschließen“, denn einseitig erfüllte Geschäfte werden von § 103 InsO (§ 17 KO) ohnehin nicht erfasst.

40 Hierzu noch B.I.2.a., S. 218 ff.

41 *Bosch*, WM 1995, 413, 421, zur Anwendung des § 104 II 3 InsO (bzw. Art. 105 I 3 EGIInsO) auf Wertpapierleihgeschäfte.

41a *Bosch*, Kölner Schrift, Rz. 15.

reichs des § 104 II 1 InsO zu wählen, gerade nicht betroffen; isoliert betrachtet waren sie unter der KO und sind jetzt unter der InsO dem Verwalterwahlrecht entzogen.<sup>41b</sup> Hinzu kommen unüberwindbare Rechtsanwendungsschwierigkeiten bei gemischten Rahmenverträgen (sog. „Cross-Product“ MA), die Verträge über Finanzleistungen i.S. des § 104 I 1 InsO und sonstige Finanzgeschäfte gleichermaßen erfassen. In der Entstehungsgeschichte des § 104 II InsO finden sich ebenfalls keinerlei Anhaltspunkte für eine bewusst abweichende Wortwahl in S. 1 und S. 3. Im Gegenteil: Der Gesetzgeber hat bei der Formulierung des § 104 InsO offensichtlich keine besondere Sorgfalt geübt. Dies zeigt nicht zuletzt der Umstand, dass der Tatbestand des Abs. 2 an „Finanzleistungen“ anknüpft, „die einen Markt- oder Börsenwert haben“, obwohl dieses Merkmal begrifflich gar nicht auf reine Geldleistungen in einheimischer Währung (vgl. § 104 II 2 Nr. 4) passt.

Der Begriff des Rahmenvertrags wird nach dem Wortlaut des § 104 II 3 InsO bestimmt durch seine vertragsrechtliche Funktion, alle von ihm erfassten Einzelgeschäfte einheitlich zu beenden. Nicht erforderlich ist es demnach, dass er die Einzeltransaktionen neben der gemeinsamen Beendigung in allen anderen denkbaren und der Parteidisposition überlassenen rechtlichen Hinsichten zu einer rechtlichen Einheit zusammenfasst. Ebenfalls nicht notwendig ist, dass der Rahmenvertrag über die Beendigungsklausel hinaus die Funktion einer die Einzeltransaktionen inhaltlich ausgestaltenden Rahmenregelung übernimmt.<sup>42</sup> Die einheitliche Beendigung wird in der Praxis der Rahmenverträge, auf die sich die Entstehungsgeschichte bezieht, regelmäßig begleitet von entsprechenden Verrechnungsklauseln. Warum der Gesetzgeber nur auf die einheitliche Beendigung, nicht aber auf die Verrechnung abstellt ist unklar, zumal sich die von ihm zweifelsohne gewünschte Rechtsfolge der Saldierung der Einzelausgleichsansprüche nicht bereits aus einer einfachen Subsumtion des insoweit nicht unpassenden Wortlauts des § 104 III InsO, auf den § 104 II 3 InsO verweist, ableiten lässt.

Rahmenvertragliche Regelungen zur Berechnung eines einheitlichen Ausgleichsanspruchs anlässlich der gemeinsamen Beendigung einer Gesamtheit von Finanztermingeschäften sind gegenüber § 104 II 3, III InsO grundsätzlich vorrangig.<sup>43</sup>

---

41b Siehe Jaeger-Henckel, § 17 KO, Rz. 12: Der Darlehensvertrag sei vom Darlehensgeber i.S. des § 17 KO erfüllt, wenn er die Darlehensvaluta ausgezahlt habe; danach sei für das Konkursverwalterwahlrecht „kein Raum mehr“; ebenso für die neue Rechtslage Wegener, in: FK-InsO, § 103, Rz.6.

42 Vgl. allgemein zum Begriff des Rahmenvertrags von der Crone, S. 247 ff.

43 Reiner, MünchVhb, Anm. 19(b); Jahn, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bd. 3, § 114, Rz. 122; Ebenroth/Benzler, ZVglRWiss 95 (1996), 335, 364. Nicht nachgiebig dürfte § 104 III InsO allerdings gegenüber einseitigen Klauseln sein, welche die vertragstreue Seite von vornherein von der Verpflichtung zum Wertausgleich freistellen (sog. Walk-away-Klauseln; hierzu noch unten B.I.1.b.cc., S. 209).

## II. Fixgeschäfte

Parallel und in Ergänzung zu § 104 II InsO bestimmt § 104 I InsO die vorzeitige Beendigung und Abrechnung von Termingeschäften mit Erfüllung in Natur über die „Lieferung von Waren, die einen Markt- oder Börsenpreis haben“. Derivateähnlich sind diese Geschäfte, wenn die zu liefernde (insb. verkaufte oder getauschte) Ware lagerfähig und ausreichend liquide ist.<sup>44</sup> Die Ermittlung des Ausgleichsanspruchs richtet sich ebenso wie bei den Finanztermingeschäften<sup>45</sup> nach § 104 III InsO. Der Wortlaut des § 104 I InsO entspricht im Wesentlichen demjenigen des § 104 II 1 InsO, wobei anstelle des Begriffs der „Finanzleistungen“ das Tatbestandsmerkmal der „Lieferung von Waren“ zu finden ist. Ein weiterer, zumindest äußerlicher<sup>46</sup> Unterschied besteht darin, dass die vereinbarte Leistungszeit bzw. -frist nicht nur wie bei Finanzleistungen „bestimmt“, sondern „festbestimmt“ und „genau“ vereinbart sein muss. Darin<sup>47</sup> sowie in der Paragraphenüberschrift („Fixgeschäfte. Finanztermingeschäfte“) kommt der Fixcharakter der in § 104 I InsO tatbestandlich umschriebenen Waretermingeschäfte zum Ausdruck.<sup>48</sup> Gleichzeitig ist der Tatbestand des § 104 I InsO inhaltlich identisch und bis auf die sprachliche Modernisierung wortgleich mit demjenigen der Vorgängerregelung des § 18 I KO. Auch die den Fixgeschäften des § 104 I InsO mit den Finanztermingeschäften des § 104 II<sup>49</sup> gemeinsame Rechtsfolge des § 104 III InsO ist bis auf redaktionelle Anpassungen gleich wie in § 18 II KO. Wenn anstatt von „Kaufpreis“ vom „vereinbarten Preis“ die Rede ist, erklärt sich dies damit, dass § 104 III InsO nicht nur für Fixgeschäfte, sondern auch für Finanztermingeschäfte gilt.

Die in § 18 KO noch enthaltene Bezugnahme auf den „maßgebenden Handelsplatz“ für die Bestimmung des Markt- oder Börsenpreises dürfte entfallen sein, weil Preisunterschiede auf unterschiedlichen Handelsplätzen angesichts der modernen Kommunikationsmittel inzwischen kaum mehr eine Rolle spielen,<sup>50</sup> und - hiermit verbunden - der Handel in Waren und Finanzinstrumenten angesichts der eingetretenen Globalisation (bzw. „Globalisierung“) heute immer weniger an bestimmte Handelsplätze gebunden ist. Normzweck des Ausschlusses des Verwalterwahlrechts in § 104 I InsO ist ausweislich der Gesetzesmaterialien wie bei § 104 II InsO (sowie schon beim alten §

44 S.u. B.I.I.c.aa., S. 211 ff., zum Zusammenhang zwischen dem Kriterium des „Markt- oder Börsenpreises“ und der Liquidität der Ware.

45 Oben I.1., S. 189 f.

46 Zur Kritik s.u. unter B.I., Abschn. 1.c.aa.α., S. 214.

47 Vgl. den entsprechenden Wortlaut in §§ 361 BGB, 376 I 1 HGB.

48 Siehe *Marotzke*, HK-InsO, § 104, Rz. 3; siehe auch Begr. zu § 118 RegE InsO, BT-Drucks. 12/2443, S. 145: Bei einem „Fixgeschäft i.S. von § 361 BGB und § 376 HGB“ erscheine das Wahlrecht des Insolvenzverwalters nicht sinnvoll. Der Vertragspartner sei hier „besonders an einer schnellen Klärung der Rechtslage interessiert“; der Verwalter habe, wenn er die Ware „zur Fortführung des Unternehmens des Schuldners“ benötige, „ohne Schwierigkeiten die Möglichkeit, sich anderweitig einzudecken“.

49 Oben I.1., S. 189 f.

50 *Bosch*, WM 1995, 413, 419.

18 KO<sup>51</sup>) die Vermeidung einer Kursspekulation des Konkursverwalters<sup>52</sup> und das Interesse des Vertragspartners „an einer schnellen Klärung der Rechtslage“ in Verbindung mit der Möglichkeit des Verwalters, sich „ohne Schwierigkeiten“ „anderweitig einzudecken“, wenn er „die Ware zur Fortführung des Unternehmens“ benötigt.<sup>53</sup> Die zu § 18 KO noch lebhaft diskutierte Frage, ob das Tatbestandsmerkmal der „Waren“ Devisen und Wertpapiere erfasst, bzw. ob die Norm auf andere Termingeschäfte analog angewandt werden kann,<sup>54</sup> ist obsolet geworden, weil § 104 II InsO für Geschäfte über diese Basiswerte nunmehr *lex specialis* ist.<sup>55</sup> Eine Anerkennung einheitlicher Rahmenverträge wie bei Finanztermingeschäften (§ 104 II 3 InsO) ist für die Fixgeschäfte des § 104 I InsO nach dem Gesetzeswortlaut nicht vorgesehen.<sup>56</sup>

## B. Stellungnahme

Finanztermin- und Fixgeschäfte sind nach Wortlaut und Sinnzusammenhang des § 104 II InsO gegenseitige Verträge, die mindestens auf einer Seite entweder auf die Zahlung eines von Marktpreisschwankungen abhängigen Geldbetrags oder auf die Erbringung einer über einen Marktpreis<sup>57</sup> verfügenden, liquiden Sachleistung in Natur zu einem zukünftigen Zeitpunkt gerichtet sind. Sie erfüllen damit alle Definitionsvoraussetzungen des Derivats (bei Barausgleich) bzw. des derivateähnlichen Geschäfts (bei Erfüllung in Natur), vorausgesetzt der Basiswert bzw. Liefergegenstand ist seiner Natur nach lagerfähig.<sup>58</sup> Der folgende Abschnitt (I.) untersucht deshalb, ob es einen rechtssystematischen Zusammenhang gibt zwischen der dargestellten rechtlichen Sonderbehandlung von Finanztermin- und Fixgeschäften mit der Werthaltigkeit derivativer und derivateähnlicher

51 Grund für die Sonderbehandlung des Fixgeschäfts in § 18 KO war, dass kein anderer Vertrag „so regelmäßigen und so erheblichen Preisschwankungen seines Gegenstands“ unterliegt (Begr. des RegE KO, S. 70, bei *Hahn*, S. 88). Siehe z.B. auch *Jaeger-Henckel*, § 18 KO, Rz. 2; *Kuhn/Uhlenbruck*, § 18 KO, Rz. 1.

52 Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 12/7302, S. 149, 167 f.; Begr. des RegE, BT-Drucks. 12/2443, S. 145 (oben I., vor 1., Fn. 10); siehe auch (nach eigener Aussage gegen die h.M.) *Köndgen*, in: *Kübler/Prütting*, § 104 InsO, Rz. 5 (Stand: 8/1998): Das Wahlrecht des Verwalters würde bei Termingeschäften entgegen ihrem „typischen“ Charakter als „Risikogeschäfte“ (Begriff wird nicht erläutert) einen [gemeint ist: vertragswidrigen] „Ausweg eröffnen“, „das geschäftstypische Risiko einseitig der Gegenpartei zuzuweisen“.

53 Begr. des RegE, BT-Drucks. 12/2443, S. 145.

54 Siehe hierzu *Ebenroth/Messer*, *ZVglRWiss* 87 (1988), 1, 23 f.; *Erne*, S. 109 f.; *Obermüller*, FS Merz (1992), 423, 433 f., jeweils zu Zins- und Währungsswaps; vgl. auch oben, 2. Kapitel, A.I.2.b., zur parallelen Diskussion um den Warenbegriff des § 764 BGB.

55 Oben vor I., bei Fn. 9. Vgl. aber noch den regelungstechnischen Ansatz des § 118 I 2 RegE InsO, BT-Drucks. 12/2443, S. 27: „Als Waren i.S. des Satzes 1 gelten auch Wertpapiere“.

56 Die „Möglichkeit der Analogie“ ansprechend *Marotzke* in *HK-InsO*, § 104, Rz. 6; hierzu unten B.I.2.b. (a.E.), S. 222.

57 Der Börsenpreis ist ein Sonderfall des Marktpreises. Der Einfachheit halber ist deshalb im Folgenden nur noch von Marktpreis die Rede.

58 S.o. 1. Kapitel, A.V.1., S. 22, zur Lagerfähigkeit des Basiswertes als Voraussetzung für die jeder-

Positionen. Der zweite Abschnitt (II.) betrachtet die rechtliche Behandlung von Derivaten unter dem Gesichtspunkt der Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen.

### ***I. Finanztermin- und Fixgeschäfte***

Die Überlegungen beginnen mit der rechtlichen Beurteilung einzelner, laufender Derivate bei Eröffnung des Insolvenzverfahrens (1.). Danach wird der Sonderfall einer Mehrheit in einem Rahmenvertrag zusammengefasster Derivate behandelt (2.).

#### *1. Einzelne Geschäfte*

Notwendig ist zunächst eine Auseinandersetzung mit der herkömmlichen Deutung des § 104 InsO (a.). Dieser wird anschließend eine eigene Deutung der insolvenzrechtlichen Sonderbehandlung von Fix- und Finanztermingeschäften (b.) gegenübergestellt, aus der dann bestimmte Folgerungen abzuleiten sind (c.).

##### *a. Herkömmliche Deutung*

Als Normzweck der gesetzlichen Beendigung von Verträgen über einzelne Finanzleistungen wird die Befürchtung genannt, der Insolvenzverwalter könne sein Wahlrecht zu „Kurspekulationen“ ausnutzen bzw. den Vertragspartner des Insolvenzschuldners durch selektives Fortsetzen der für die Insolvenzmasse vorteilhaften Verträge ungebührlich benachteiligen („cherry picking“). Beiden Gesichtspunkten ist gemeinsam, dass sie unterstellen, der Insolvenzverwalter wolle derivative Verträge nur dann fortführen, wenn er sich bei Fälligkeit einen Gewinn erwartet. Beide unterscheiden sich in der Art des angeblich verletzten Interesses. Während ein „spekulierender“ Insolvenzverwalter der Insolvenzmasse zu schaden scheint, zielt der Vorwurf des „cherry picking“ auf den Schutz des angeblich durch die Ausübung des Wahlrechts benachteiligten Gläubigers. Beide Argumente verkennen die finanzwirtschaftlichen Eigenschaften von Finanztermingeschäften, soweit es sich um Derivate oder derivateähnliche Geschäfte handelt.

*aa. Kursspekulation*

Entgegen der Auffassung des historischen Gesetzgebers<sup>59</sup> rechtfertigt sich der Ausschluss des Insolvenzverwalterwahlrechts bei Finanztermin- und Fixgeschäften nicht mit dem Gesichtspunkt der Vermeidung der „Spekulation“ durch den Insolvenzverwalter. Der Insolvenzverwalter bedarf zum Spekulieren angesichts seiner Kompetenz zur Fortführung des Geschäfts und zum Abschluss von Neugeschäften nicht der Fortführung laufender, gewinnversprechender (in-the-money) Positionen in Derivaten (oder derivativeähnlichen Geschäften). Marktrisikopositionen dieser Art sind nicht etwa unersetzlich, sondern im Falle ihrer insolvenzbedingten Beendigung definitionsgemäß<sup>60</sup> jederzeit auf dem Kassa-, häufig auch zusätzlich auf dem Terminmarkt reproduzierbar. Umgekehrt lassen sich bestehende verlustträchtige (out-of-the-money) Positionen am Kassa- oder Terminmarkt glattstellen, ohne sie förmlich zu beenden. Darüber hinaus kann es durchaus sein, dass der Insolvenzverwalter gar kein Interesse daran hat, out-of-the-money-Positionen glattzustellen. Das gilt insbesondere für Finanztermingeschäfte, die zu Hedge-Zwecken oder im Rahmen des Financial Engineering abgeschlossen wurden. In diesen Fällen kann man dem Insolvenzverwalter selbst dann keine „Spekulation“ vorwerfen, wenn diese Positionen im Augenblick der Fortführungsentscheidung gerade gewinnträchtig sein sollten. Im Gegenteil wäre es „spekulativ“, die Position mit Eintritt der Insolvenz zu liquidieren, ohne gleichzeitig für Ersatz zu sorgen. Im Übrigen steht mit der Haftung des Insolvenzverwalters (§ 60 InsO) ein ausreichendes rechtliches Sanktionsmittel gegenüber masseschädigendem, spekulativem Verhalten zur Verfügung.

*bb. „Cherry picking“*

Die Ausübung des Insolvenzverwalterwahlrechts bei Derivaten (und derivativeähnlichen Geschäften) führt, sollte es überhaupt bestehen,<sup>61</sup> entgegen der allgemeinen Auffassung nicht zu einer unerwünschten Benachteiligung des Vertragspartners. Die Gefahr des „Herauspickens“ günstiger Verträge wird darin gesehen, dass der Gläubiger die Verluste aus den fortgeführten, für ihn nachteiligen Geschäften in voller Höhe an die Insolvenzmasse bezahlen zu muss, obwohl er gleichzeitig mit seinen eigenen Ansprüchen gegen die Masse aus den beendeten, für ihn vorteilhaften Geschäften als einfacher Insolvenzgläubiger (§ 103 II 1 InsO, 26 S. 2 KO) auszufallen droht.<sup>62</sup> In der Gesamtschau aller schwebenden gegenseitigen (derivativen oder derivativeähnlichen) Verträge drohe der Gläubiger, so die Befürchtung, hierdurch schlechter zu stehen als es eigentlich dem saldierten Marktwert aller Einzelpositionen bei Verfahrenseröffnung entspreche, und zwar,

59 S.o. unter A.I., vor 1., S. 187 (Finanztermingeschäfte); A.II., S. 197 (Fixgeschäfte).

60 Oben 1. Kapitel, A.V.1., S. 21 ff.

61 Hierzu noch unten b.bb., cc., S. 205 ff.

62 S.o. A., vor I., S. 185 f. <https://doi.org/10.5771/9783845287164>, am 05.08.2024, 17:36:25

sollte dieser Saldo positiv sein, selbst unter Berücksichtigung der Konkursquote.

Vereinzelt wird in diesem Ergebnis sogar ein Verstoß gegen die vertragliche Risikoverteilung bei Termingeschäften gesehen. Das Wahlrecht des Insolvenzverwalters eröffne bei solchen Geschäften entgegen ihrem „typischen“ Charakter als „Risikogeschäfte“ einen „Ausweg“, „das geschäftstypische Risiko einseitig [gemeint ist: vertragswidrig] der Gegenpartei zuzuweisen“.<sup>63</sup> Diesem Argument lässt sich bereits entgegen, dass das Risiko dem Gläubiger durch die Entscheidung über Fortführung oder Erfüllungsablehnung nicht etwa „zugewiesen“ wird, sondern dieser das Risiko der Fortführung der aus seiner Sicht verlustträchtigen Geschäfte bewusst übernommen hat. Die vorzeitige Beendigung gewinnträchtiger schwebender Geschäfte ist eine normale Reaktion des funktionellen Synallagma auf die Insolvenz des Vertragspartners<sup>64</sup> und benachteiligt den Gläubiger nicht, weil er, zumindest bei Derivaten und derivateähnlichen Geschäften, die Möglichkeit hat, die Position jederzeit am Markt zu prolongieren. Wäre das Insolvenzverwalterwahlrecht wirklich per se mit der vertraglichen Risikoverteilung bei Risikoverträgen unvereinbar, müsste der Tatbestand des § 104 InsO einerseits neben Derivaten auch sonstige Risikoverträge aus dem Anwendungsbereich des Wahlrechts herausnehmen, dürfte aber andererseits mit den Fixgeschäften keine nichtaleatorischen Umsatzgeschäfte einbeziehen.

Die übrigen Argumente gegen das „cherry picking“ überzeugen ebenfalls nicht. Wenn der Insolvenzverwalter kein Wahlrecht ausüben kann und alle Geschäfte einheitlich beendet oder aber einheitlich fortgeführt werden, ist allein dadurch noch keineswegs gewährleistet, dass das, was am Ende dem Gläubiger nach der Abwicklung sämtlicher Geschäfte verbleibt bzw. was er noch zu bezahlen hat, auch wirklich dem objektiven Nettowert seiner Gesamtposition gegenüber dem insolventen Schuldner entspricht. Das hängt in erster Linie davon ab, inwieweit gegenseitige Ansprüche aus der Abwicklung gegeneinander aufgerechnet werden dürfen. Soweit nämlich eine „Selbstexekution“ im Wege der Aufrechnung möglich ist, spielt der insolvenzrechtliche Rang der Forderung keine Rolle mehr.<sup>65</sup> Hinzu kommt noch ein weiterer Gesichtspunkt: Die Marktlage kann sich im Zeitraum von der Verfahrenseröffnung bis zur Fälligkeit der einzelnen Verträge ohne weiteres umdrehen. Verträge, die bei Verfahrenseröffnung aus der Sicht des Schuldners „in-the-money“ sind, können sich später als verlustbringend erweisen. Auch von daher stimmt also die Prämisse des „cherry-picking“- Vorwurfs nicht, wonach der Insolvenzverwalter sein Wahlrecht zwangsläufig zum Nachteil des Gläubigers aus-

63 So (angeblich gegen die h.M.) *Köndgen*, in: Kübler/Prütting, § 104 InsO, Rz. 5 (Stand: 8/1998), zum Normzweck des § 104 I InsO. Den Begriff des „Risikogeschäfts“ erläutert der *Autor* dabei nicht.

64 Vgl. BGH 21.11.1991 - IX ZR 290/90, BGHZ 116, 156, 159, unter I.2.b.: Die Vorschrift des § 17 KO wolle [gemeint ist: soweit es um die Interessen des Vertragspartners geht] den Vertragspartner allein davor schützen, an die Masse leisten zu müssen, als Gegenleistung aber nur eine Konkursforderung zu erhalten. Dem werde durch die Bestimmung des § 59 I Nr. 2 KO Rechnung getragen; *Medicus*, Rz. 233: Die §§ 17 KO, § 103 I InsO bedeuteten eine „Fortwirkung des Synallagma in den Konkurs oder das Insolvenzverfahren hinein“.

65 Zur Aufrechenbarkeit s.u. 2 a, S. 218 ff.

üben werde.<sup>66</sup>

Nachdem die Schwächen der beiden gängigsten herkömmlichen Argumente gegen das Insolvenzverwalterwahlrecht bei Finanztermin- und Fixgeschäften aufgedeckt wurden, soll nunmehr ein eigener Erklärungsansatz entwickelt werden.

### b. Eigene Deutung

Die rechtliche Bedeutung des § 104 InsO erschließt sich am besten aus einem Vergleich mit dem allgemeinen Insolvenzrecht und seiner Reaktion auf die besonderen finanzwirtschaftlichen Eigenschaften derivativer bzw. derivateähnlicher Instrumente. Der eigentliche Grund, warum Finanztermin- und Fixgeschäfte durch § 104 InsO im Ergebnis zu Recht vom Wahlrecht des Insolvenzverwalters (§ 103 InsO) ausgenommen werden, wird deutlich, wenn man sich die Funktion und den Zweck dieses Wahlrechts vor dem Hintergrund des (durch das Insolvenzrecht teilweise verdrängten) allgemeinen Leistungsstörungsrechts vergegenwärtigt (aa.) und betrachtet, wie laufende Derivate und derivateähnliche Geschäfte insolvenzrechtlich zu behandeln wären, wenn es § 104 InsO nicht gäbe (bb., cc.).

#### aa. Insolvenzverwalterwahlrecht

Die insolvenzrechtliche Behandlung laufender, zumindest auf einer Seite noch nicht vollständig erfüllter gegenseitiger Verträge ist eine Konsequenz des Spannungsverhältnisses zwischen dem allgemeinem Leistungsstörungsrecht und dem insolvenzrechtlichen Ziel der proportional gleichmäßigen und zugleich möglichst umfangreichen Befriedigung der Insolvenzgläubiger.<sup>67</sup> Bei den vom Schuldner vollständig erfüllten Verträgen erzeugt die Insolvenz aus Sicht des Leistungsstörungsrechts von vornherein keine Probleme. Interessant sind deshalb nur die vom Schuldner noch nicht oder zumindest nicht vollständig erfüllten Verträge.

Die vom Schuldner nicht oder nur teilweise, vom *Gläubiger* aber *vollständig* erfüllten Verträge liegen nicht im Anwendungsbereich des § 103 InsO. Im Lichte des allgemeinen Leistungsstörungsrechts gibt es hier, vorbehaltlich dessen insolvenzrechtlicher Anwendbarkeit, grundsätzlich drei Möglichkeiten:

(1) Der Gläubiger könnte sich darauf beschränken, die Forderung zur Insolvenztä-

66 Ähnlich *Köndgen* (Fn. 63): Es bestehe die Gefahr, dass der Insolvenzverwalter, wenn er sich für Erfüllung entscheide, im Falle einer „Fehlspekulation“ die Masse mit noch viel größerem Schaden belaste. Der *Autor* versteht diese Aussage allerdings nicht als Einwand gegen die „cherry-picking“-Argumentation, sondern als Bestätigung des angeblichen Bedarfs nach Vermeidung von Kursspekulationen durch den Verwalter (oben aa., S. 199 f.).

67 Näher zu den einzelnen „Wechselwirkungen“ zwischen Insolvenzrecht und Bürgerlichem Recht siehe den Überblick bei *Gerhardt*, AcP 200 (2000), 426 ff.

belle (§ 175 InsO) anzumelden, und den mit dem Verbot der Einzelzwangsvollstreckung (§ 89 I InsO) und der Reduktion seiner Forderung (gegebenenfalls nach Umrechnung in eine Geldforderung, § 45 InsO) auf die Konkursquote verbundenen Ausfall einfach hinnehmen.

(2) Der Gläubiger könnte Schadensersatz wegen Nichterfüllung verlangen, und zwar, sollte die Primärforderung nicht auf Geld gerichtet sein, unter dem Gesichtspunkt der (rechtlichen) Unmöglichkeit der Erfüllung in Natur, oder, sollte die Forderung auf Geld gerichtet sein und man den Gedanken einer „finanziellen“ Unmöglichkeit aus schuldrechtssystematischen Gründen ablehnen, unter dem Gesichtspunkt der pFV.<sup>68</sup> Für die Berechnung des Schadensersatzes kommt jeweils nur die Austauschtheorie in Betracht, weil der Gläubiger seinerseits bereits Leistungen erbracht hat.<sup>69</sup> Da der Schadensersatzanspruch ebenso wie der primäre Leistungsanspruch dem Verbot der Einzelzwangsvollstreckung unterfällt und unter dem Vorbehalt der Konkursquote steht (vgl. § 103 II 1 InsO), bringt er dem Gläubiger im Vergleich zur bloßen Anmeldung seiner Forderung nichts.

(3) Schließlich könnte der Gläubiger nach § 325 I 1 BGB bzw. pFV vom Vertrag zurücktreten. Sein Ziel, die von ihm erbrachten Vorleistungen zurückzuerhalten, stößt allerdings an die Grenzen des insolvenzrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes und des Verbots der Einzelzwangsvollstreckung (vgl. § 105 S. 2 InsO; vgl. bereits § 26 S. 1 KO). Dies sieht man auch daran, dass Insolvenzforderungen grundsätzlich nur in Geld geltend gemacht werden können (§§ 45 i.V.m. 38, 87 InsO) und außerdem auf die Insolvenzquote reduziert werden. Das allgemeine Leistungsstörungsrecht gerät insofern also in einen Konflikt mit den insolvenzrechtlichen Prinzipien.<sup>70</sup> Dementsprechend bleibt nur die erste Möglichkeit, nämlich die Forderung anzumelden und den Ausfall zu dulden wie andere Insolvenzgläubiger auch. Die Nichtanwendbarkeit des Insolvenzverwalterwahlrechts nach § 103 InsO auf die vom Gläubiger bereits vollständig erfüllten Verträge entspricht de lege lata dieser Wertung.

Die vom Schuldner nicht oder nur teilweise und vom *Gläubiger* ebenfalls *nicht*

68 Vgl. RG 1.2.1932 - VI 472/31, RGZ 135, 167, 170: Die Weigerung des Konkursverwalters nach § 17 KO, einen zur Zeit der Konkurseröffnung beiderseitig noch nicht vollständig erfüllten Vertrag fortzusetzen, sei „regelmäßig eine positive Vertragsverletzung“ und begründe deshalb einen „Schadensersatzanspruch wegen Nichterfüllung“; die Frage nach der Rechtsgrundlage des Schadensersatzanspruchs bei Erfüllungsablehnung offen lassend BGH 5.5.1977 - VII ZR 85/76, BGHZ 68, 379, unter I.1.: Es spiele „keine entscheidende Rolle, ob dieser Schadensersatzanspruch auf bürgerlich-rechtlichen Vorschriften“ beruhe „oder auf konkursrechtlichen Bestimmungen“.

69 Vgl. BGH 25.3.1983 - V ZR 168/81, BGHZ 87, 156, 159; Palandt-*Heinrichs*, § 325 BGB, Rz. 13; a.A. Soergel-Wiedemann, § 325, Rz. 35.

70 Vgl. zum *insofern* bestehenden Vorrang des Insolvenzrechts und indirekt zur Unanwendbarkeit der §§ 275 ff., §§ 325 auf die „finanzielle Unmöglichkeit“ BGH 28.2.1989 - IX ZR 130/88, BGHZ 107, 92, 101 f., unter II.1.d. (m.w.N.): „Nach dem Prinzip der unbeschränkten Vermögenshaftung, das aus dem Grundgedanken des § 279 BGB und dem geltenden Zwangsvollstreckungs- und Konkursrecht abzuleiten“ und „Kehrseite der Vertragsfreiheit“ sei, habe „jedermann für seine finanzielle Leistungsfähigkeit einzustehen“, und zwar selbst dann, „wenn sie auf unverschuldeter Ursache“ beruhe; vgl. aber andererseits die oben (Fn. 68) zitierte Rspr., die den Schadensersatzanspruch aus

vollständig erfüllten Verträge (sog. schwebende Verträge) erfahren durch § 103 InsO eine insolvenzrechtliche Sonderbehandlung, die sich als Ausprägung des vertraglichen Synallagma begreifen lässt. Dieses kann nämlich bei schwebenden Verträgen im Unterschied zu den vom Gläubiger bereits erfüllten Verträgen teilweise seine Wirkung entfalten, ohne mit dem Grundsatz der Gleichbehandlung in Konflikt zu geraten. Das gilt *insoweit*, wie nicht etwa bereits erbrachte Leistungen aus der Insolvenzmasse heraus gefordert, sondern nur eigene Leistungen zurückgehalten oder quotengekürzte Ausgleichsansprüche in Geld gegen die Masse erhoben werden. Je nach Interessenlage und je nachdem, ob er bereits Teilleistungen erbracht hat, wird sich der Gläubiger hierbei auf die Einreden des nichterfüllten Vertrags und - bei Vorleistungspflicht - der Vermögensverschlechterung (§§ 320, 321 BGB), auf das Rücktrittsrecht oder auf Schadensersatz nach der Differenzhypothese nach § 325 BGB bzw. aus pFV berufen. Das Rücktrittsrecht ist nur interessant, wenn der Vertrag nicht vorteilhaft ist und noch keine Teilleistungen erbracht sind; wegen des Vorrangs des insolvenzrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes ist die Rückforderung erbrachter Teilleistungen des Gläubigers nicht möglich.<sup>71</sup> Der Schadensersatz kommt in Betracht, wenn der Vertrag vorteilhaft ist und noch keine Teilleistungen erfolgt sind; die Verpflichtung zur Gegenleistung entfällt dann.<sup>72</sup>

Im Ergebnis entspricht die vorgetragene Interpretation der insolvenzrechtlichen Rechtsprechung,<sup>73</sup> wenn diese - ohne Begründung<sup>74</sup> - davon ausgeht, dass die synallagmatischen Leistungsansprüche mit Verfahrenseröffnung beendet werden und dem Gläubiger ein Schadensersatzanspruch zusteht. Die Rechtsprechung lässt sich insoweit i.S. einer tatsächlichen Vermutung zugunsten der Ausübung der genannten, nicht mit dem insolvenzrechtlichen Gleichbehandlungsgebot in Konflikt stehenden, aus dem Synallagma erwachsenden Rechtsbehelfe des allgemeinen Leistungsstörungsrechts interpretieren.<sup>75</sup> Die frühere Theorie, wonach der Vertrag durch die Ablehnungserklärung des

---

§ 26 S. 2 KO auf den allgemeinen Grundsatz der pFV stützt.

71 Siehe hierzu nach geltendem Insolvenzrecht *Marotzke*, in: HK-InsO, § 103, Rz. 38.

72 Palandt-*Heinrichs*, § 325 BGB, Rz. 10.

73 BGH 20.12.1988 - IX ZR 50/88, BGHZ 106, 236, unter II.3.a., zu § 17 KO: Sei ein „vor Konkurseröffnung geschlossener Vertrag weder vom Gemeinschuldner noch von seinem Vertragspartner erfüllt“, falle „der ursprüngliche Erfüllungsanspruch mit der Konkurseröffnung weg. Durch die Konkurseröffnung sei „das Rechtsverhältnis zwischen dem Gemeinschuldner und seinem Vertragspartner umgestaltet“, „anstelle des gegenseitigen Schuldverhältnisses“ trete, sofern der Konkursverwalter nicht die Erfüllung wähle, „der einseitige Anspruch des Vertragsgegners des Gemeinschuldners auf Schadensersatz wegen Nichterfüllung, der nach § 26 KO nur als Konkursforderung geltend gemacht werden könne; ebenso BGH 21.11.1991 (Fn. 54), unter I.2.a.; BGH 4.3.1993 - IX ZR 169/92, ZIP 1993, 600, 601, unter II.1.; vgl. sinngemäß bereits BGH 11.2.1988 - IX ZR 36/87, BGHZ 103, 250, unter I. Kritisch zu dieser Rspr. *Tintelnot*, ZIP 1995, 616, 618.

74 Die Entscheidung BGH 11.2.1988 (Fn. 73), unter II.3, wo dieser Ansatz zum ersten Mal vertreten wird, verweist statt einer Begründung zu Unrecht auf BGH 29.1.1987 - IX ZR 205/85, NJW 1987, 1702, 1703, m.w.N.. Dort heißt es aber unter II.2. im Gegenteil unter Berufung auf die bisherige „feststehende Rechtsprechung des BGH“, mit der Erfüllungsablehnung (!) wandle sich „das Vertragsverhältnis in der Weise um, dass an die Stelle des gegenseitigen Schuldverhältnisses der einseitige Anspruch des Vertragsgegners auf Schadensersatz wegen Nichterfüllung“ trete.

75 Vgl. ansatzweise BGH 14.12.1983 - VIII ZR 352/82, BGHZ 89, 189, unter II.1.b.aa.: § 17 KO

Insolvenzverwalters untergeht,<sup>76</sup> ist zu Recht aufgegeben worden.

Grundlegend anders ist die Lage, wenn aus ex-ante-Sicht sichergestellt ist, dass der Schuldner trotz Insolvenz seine Leistungen vollständig erfüllen wird; hier besteht kein Anlass für die Anwendung des allgemeinen Leistungsstörungsrechts. Deshalb ist es aus dessen Sicht ganz normal, dass der Insolvenzverwalter in diesen Fällen Verträge fortführen kann. Die Privilegierung der Gegenforderungen des Gläubigers als Masse-schulden (§§ 53, 55 I Nr. 2 i.V.m. § 103 I InsO) trägt diesem Umstand Rechnung. Sollte der Insolvenzverwalter Erfüllung verlangen, obwohl es für ihn bereits zu diesem Zeitpunkt absehbar ist, dass die Masse nicht einmal ausreichen wird, um die Masseverbindlichkeiten voll abzudecken, ist er dem Gläubiger gegenüber nach § 60 I InsO zum Schadenersatz verpflichtet.<sup>77</sup> Man sieht daran, dass die insolvenzrechtlichen Sonderregeln des § 103 InsO ganz auf dem Boden des allgemeinen Leistungsstörungsrechts stehen. Der Gläubiger wird durch die Fortführungsentscheidung nicht anders behandelt, als es seinem vertragsmäßigen Willen entspricht.

Die Bedeutung des Insolvenzverwalterwahlrechts besteht darin, dass es dem Insolvenzverwalter die Macht gibt, bestimmte Gläubiger unter bestimmten Voraussetzungen nicht der Insolvenzquote zu unterwerfen, sondern als Massegläubiger zu privilegieren. Das ist jedoch nur eine formelle Durchbrechung des Gleichbehandlungsgrundsatzes, nicht aber eine materielle Diskriminierung gegenüber den anderen Insolvenzgläubigern. Im Gegenteil: Dadurch, dass der privilegierte Gläubiger durch die Fortführungsentscheidung aus der Gruppe der Insolvenzgläubiger ausscheidet, erfahren die übrigen Insolvenzgläubiger einen Gewinn in Form einer erhöhten Quote. Denn der Insolvenzverwalter darf von seinem Wahlrecht nur dann Gebrauch machen, wenn er nach pflichtgemäßen Ermessen (vgl. § 60 I 2 InsO) davon überzeugt ist, dass die Masse aus der Durchführung des Vertrags einen Vorteil erzielt - entweder weil der Vertrag per se einen Gewinn einbringt oder weil er in Verbindung mit weiteren Geschäften hierzu beiträgt.<sup>78</sup>

---

erhalte „lediglich dem Vertragspartner des Gemeinschuldners die bei gegenseitigen Verträgen typische Position, seine vertragsmäßige Leistung nur erbringen zu müssen, wenn ihm auch die noch ausstehende Gegenleistung ungeschmälert und nicht nur in Höhe einer Konkursquote“ zufließe. Inkonsequent aus der Sicht des allgemeinen Leistungsstörungsrechts ist es allerdings, wenn der BGH den Insolvenzverwalter für berechtigt hält, bereits erbrachte Teilleistungen des Schuldners selbst dann vom Gläubiger zurückzufordern, wenn deren Wert den Nichterfüllungsschaden des Gläubiger übersteigt (z.B. BGH 3.12.1954 - V ZR 96/53, BGHZ 15, 333; BGH 25.2.1983 - V ZR 20/82, NJW 1983, 1619).

- 76 Siehe nur BGH 14.12.1983 (Fn. 75), zu § 17 KO (unter Verweis auf BGH 5.5.1977 [Fn. 68], BGHZ 68, 379, 380): Lehne der Konkursverwalter die Erfüllung ab, so werde der gegenseitige, von keiner Partei vollständig erfüllte Vertrag nicht aufgehoben, das Rechtsverhältnis erfahre aber „eine Umgestaltung in der Weise, dass an die Stelle des gegenseitigen Schuldverhältnisses der einseitige Anspruch des Vertragsgegners des Gemeinschuldners auf Schadenersatz wegen Nichterfüllung“ trete, den er nach § 26 KO nur als Konkursgläubiger geltend machen kann.“; zuletzt wohl BGH 29.1.1987 (Fn. 74).
- 77 Vgl. *Gerhardt*, AcP 200 (2000), 426, 443, m.w.N.: Der Verwalter trage die persönliche Verantwortung dafür, wenn er in einen Vertrag eintrete, ohne sich vorher davon überzeugt zu haben, diesen auch „materiell, technisch und personell“ erfüllen zu können.
- 78 Vgl. BGH 21.11.1991 (Fn. 54), unter I.2.b.: § 17 KO diene dem Interesse der zur gleichmäßigen

Die Möglichkeit der Vertragsfortführung nach § 103 I InsO entspricht also nicht nur dem allgemeinen Leistungsstörungsrecht. Sie liegt auch ganz auf der Linie des insolvenzrechtlichen Ziels einer prozentual gleichmäßigen, möglichst umfangreichen Befriedigung der Gläubiger.

In den folgenden beiden Abschnitten wird vor dem Hintergrund der vorstehenden Interpretation des Insolvenzverwalterwahlrechts dargelegt, wie Derivate und derivate-ähnliche Geschäfte insolvenzrechtlich zu behandeln wären, wenn es § 104 InsO nicht gäbe. Daraus ergeben sich interessante Erkenntnisse im Hinblick auf die Deutung und Auslegung dieser Sondernorm für Finanztermingeschäfte (bb.) und Fixgeschäfte (cc.).

### bb. Derivate

Derivate sind zwar synallagmatische Geschäfte mit gegenseitigem Leistungsaustausch,<sup>79</sup> aber keine „gegenseitigen“ Verträge i.S. von § 103 InsO (bzw. § 17 KO). § 103 InsO stellt auf den Sonderfall gegenseitig verpflichtender Verträge ab, wie sie auch den §§ 320 ff. BGB zugrunde liegen.<sup>80</sup> Das ergibt sich aus dem Wortlaut, der offensichtlich zwischen Verpflichtungs- und Erfüllungsgeschäft unterscheidet. Und es entspricht dem Normzweck der Regelung, die sich wie oben dargestellt aus der funktionellen Verknüpfung von Leistungs- und Gegenleistungsanspruch heraus erklärt.

Bei Derivaten mit der Struktur eines auf Differenzausgleich gerichteten *Terminkaufs* (Futures, Forwards) bzw. eines Bündels solcher Terminkäufe (Swaps) stehen demgegenüber die gegenseitigen stochastisch bedingten Leistungsverpflichtungen<sup>81</sup>, nicht aber die unsicheren Erfüllungsleistungen zueinander im Synallagma. Der Austauschzweck hat sich bereits mit der wechselseitigen Begründung der stochastischen Leistungspflichten erledigt, so dass diese Instrumente aus dem Anwendungsbereich des § 103 InsO herausfallen. Bei *Optionen* sind die stochastisch bedingte Leistungsverpflichtung auf der einen und die Zahlung der Prämie auf der anderen Seite synallagmatisch miteinander verbunden. Wurde die Prämie bereits geleistet, hat sich der synallagmatische Leistungsaustausch insofern komplett verwirklicht; wurde sie noch nicht bezahlt, besteht ebenfalls kein Ansatzpunkt für die funktionellen Wirkungen des Synallagma, weil der Stillhalter mit dem Eingehen der Zahlungsverpflichtung seine Leistung in Hinsicht auf das Synallagma bereits vollständig erbracht hat.<sup>82</sup> Das bedeutet, dass §

---

Befriedigung der Konkursgläubiger bestimmten Masse“. Dem Konkursverwalter solle auf diese Weise die Möglichkeit verschafft werden, „den Wert, den der gegenseitige Vertrag noch“ verkörpere, zur Masse zu ziehen, wenn er die dem Vertragsgegner noch geschuldete Gegenleistung“ übersteige.

79 S.o. 2. Kapitel, B.I.2.a.aa., S. 147 ff.

80 Vgl. Marotzke, in: HK-InsO, § 103, Rz. 5.

81 Im Folgenden wird zur sprachlichen Vereinfachung der Darstellung immer nur im Singular von *einer* (stochastisch bedingten) Forderung die Rede sein. Die Gedankenführung gilt aber ganz entsprechend für die periodischen (stochastisch bedingten) Forderungen bei Swaps.

82 S.o. aa., S. 201 ff., zu den vom Schuldner nicht oder nur teilweise, vom Gläubiger aber vollständig

103 InsO auf Derivate auch ohne § 104 InsO generell nicht anwendbar wäre - unabhängig davon, ob im Einzelfall nur stochastisch bedingte oder auch der Höhe nach fest bestimmte Zahlungen offen sind.

Andererseits passen die allgemeinen insolvenzrechtlichen Vorschriften zur Behandlung der Aktiva und Passiva des Schuldnervermögens zum Teil ebenfalls nicht auf Derivate. Bei Derivaten mit der symmetrischen Risikostruktur eines *Terminfestgeschäfts* (mit Differenzausgleich) ist bereits unklar, ob man die stochastisch bedingten Positionen den Insolvenzforderungen oder der Insolvenzmasse zurechnen soll. Denn ob sich für den Gläubiger bei Fälligkeit ein Zahlungsanspruch oder eine Zahlungspflicht ergibt, hängt vom Betrag des Basiswertes bei Fälligkeit ab und lässt sich vorher gar nicht ermitteln. Damit unterscheiden sich diese Positionen von (aufschiebend oder auflösend) bedingten Forderungen aus nicht aleatorischen Verträgen grundlegend. Bei den Forderungen aus Derivaten mit asymmetrischer Struktur (Optionen) gelingt zwar die Zuordnung der wechselseitigen Forderungen als Aktiva bzw. Passiva. Für den Fall, dass der vertrags-treue Vertragspartner Gläubiger des stochastisch bedingten Zahlungsanspruchs ist, erscheint aber die Anwendung der insolvenzrechtlichen Vorschriften über aufschiebend bedingte Forderungen gleichermaßen fragwürdig.<sup>83</sup> Denn nach § 191 InsO berechtigen aufschiebend bedingte Forderungen bei der Abschlags- und bei der Schlussverteilung nur zur Sicherstellung (Zurückbehaltung) durch Hinterlegung (§ 198 InsO), nicht aber zur Befriedigung. Dieses Ergebnis entspricht, sollte die Forderung einen Marktwert größer als null haben, nicht der besonderen Interessenlage, die sich bei Derivaten infolge der Reproduzier- und Bewertbarkeit der ihnen eigenen Unsicherheit im Vergleich zu sonstigen unsicheren Forderungen ergibt. Für den *Insolvenzgläubiger* wäre es unsinnig, wenn er bis zur Fälligkeit des Vertrages warten müsste, um hilflos mit anzusehen, wie sein Gewinn auf die Insolvenzquote gekürzt wird. Stattdessen entspricht es seinem Interesse, seine Position mit Verfahrenseröffnung auf der Basis einer Ausgleichszahlung in Höhe des gegenwärtigen Marktwertes (Marktpreises) der Position zum gegenwärtigen Stand und unter Berücksichtigung der bereits erbrachten Zahlungen abzurechnen (liquidieren). So wird er vorbehaltlich der Insolvenzquote in die Lage versetzt, sich unter Zuhilfenahme des Liquidationserlöses am Markt für die Restlaufzeit des Vertrages Ersatz zu beschaffen. Denn der Wertgewinn entspricht, zumindest theoretisch bei vollkommenen Märkten und abgesehen von Transaktionskosten, den Ersatzbeschaffungskosten - vorausgesetzt der ursprüngliche Vertrag wurde zu marktgerechten Konditionen abgeschlossen. War das vertragliche Äquivalenzverhältnis ausnahmsweise bei Abschluss des Geschäfts objektiv nicht ausgeglichen, war also die Risikoposition der einen Seite objektiv mehr oder weniger wert als die Gegenleistung, ist der (positive oder negative) Unterschiedsbetrag in den Ausgleich des Wertgewinns mit einzuberechnen. Für die *Insolvenzmasse* stellt die Liquidation des Vertrages auf der Basis des aktuellen, aus ihrer

---

erfüllten Verträgen.

83 Siehe oben 1. Kapitel, A.IV., Fn. 42, dazu, dass man bei Derivaten nicht von *auflösend* bedingten Forderungen (vgl. § 42 InsO) ausgehen kann.

Sicht negativen Marktpreises ebenfalls keinen insolvenzrechtlich berücksichtigungswürdigen Nachteil gegenüber einer Fortführung des Geschäfts dar. Schließlich kann sich im Grundsatz auch der Insolvenzverwalter zu diesem (negativen) Preis am Markt neu eindecken, sofern er das für notwendig befinden sollte, sei es, weil durch die Liquidation offene Marktrisikopositionen in der Masse entstehen, oder sei es, weil er auf zukünftige Gewinne spekuliert. Tatsächlich wird der Insolvenzverwalter bei der Ersatzbeschaffung eines Festgeschäfts oder einer Short Option zwar regelmäßig einen schlechteren, vom theoretischen Marktwert abweichenden (negativen) Preis vereinbaren. Der neue Vertragspartner wird sich nämlich sein trotz der Bevorrechtigung als Massegläubiger (§§ 53, 55 I Nr. 2 InsO) erhöhtes Risiko, mit einem insolventen Unternehmen zu kontrahieren, bezahlen lassen, sofern keine Kreditsicherheiten gestellt werden. Dieser Umstand für sich vermag jedoch ein Festhalten der ursprünglichen Gegenseite am Vertrag nicht zu rechtfertigen, weil dies auf einen gezielten Eingriff in das synallagmatische Gefüge des Vertrags und damit auf eine sachlich nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung gegenüber den übrigen Insolvenzgläubigern hinauslaufen würde. Und nicht zuletzt liegt die Liquidation auf der Basis des Marktwerts ähnlich wie auch die Vorfälligstellung und Abzinsung inhaltlich bestimmter Forderungen nach § 41 InsO „im Interesse der durch das Verfahren bezweckten umfassenden Schuldenbereinigung“.<sup>84</sup>

Ist der Marktwert der stochastisch bedingten Forderung bei Verfahrenseröffnung aus der Sicht des Gläubigers null oder negativ, besteht für diese Vertragspartei bei einer Liquidation des Vertrags kein Bedarf nach einer Ausgleichszahlung, denn dann kann er sich kostenlos Ersatz beschaffen bzw. erhält von seinem neuen Vertragspartner sogar noch Geld ausbezahlt. Dementsprechend ist es interessengerecht, wenn nach § 191 II InsO eine aufschiebend bedingte Forderung nicht bei der Schlussverteilung berücksichtigt wird, sofern sie wegen der geringen Wahrscheinlichkeit des Bedingungseintritts „zur Zeit der Verteilung keinen Vermögenswert hat“. Speziell bei negativem Marktwert sollte aber der Insolvenzmasse eine Ausgleichzahlung des Gläubigers zustehen, um auch den Insolvenzverwalter in die Lage zu versetzen, Ersatz zu beschaffen. Der dabei zu entrichtende Kreditrisikozuschlag muss wiederum unberücksichtigt bleiben.

Das Problem, dass man bei symmetrischen stochastisch bedingten Positionen wegen ihrer Ambivalenz bei Verfahrenseröffnung nicht einmal weiß, ob sie bei Fälligkeit die Gestalt einer Forderung oder einer Verbindlichkeit annehmen werden, findet in der vorzeitigen Liquidation auf der Basis des aktuellen Marktwertes ebenfalls eine sachgerechte Lösung. Positive Marktwerte aus der Sicht einer Partei führen zu Forderungen aus der Sicht derselben Partei, negative zu Verbindlichkeiten. Im Ergebnis wird der derivative Vertrag damit entsprechend der jederzeitigen Reproduzierbarkeit seiner aus den zukünftigen Marktbewegungen resultierenden Gewinne oder Verluste auf das abstrahiert und reduziert, was ihn für die Parteien unersetzlich macht: den Austausch (symmetrische Risikostruktur) bzw. die Übertragung (asymmetrische Risikostruktur) des Markt-

84 So zu § 41 InsO *Eickmann*, in: *HK, § 41, Rz. 1*.

risikos in der Vergangenheit und die während der bereits abgelaufenen Vertragsdauer produzierte Wertschöpfung, wie sie sich gleichermaßen im gegenwärtigen Marktwert der stochastisch bedingten Position und des gesamten Vertrags im Vergleich zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses reflektiert. Das entspricht der latenten, bei bestimmten Interessenlagen<sup>85</sup> zum Vorschein kommenden *Werthaltigkeit* der Ansprüche und Verbindlichkeiten aus derivativen Verträgen, die sie von gewöhnlichen zweiseitig verpflichtenden Austauschverträgen mit aufschiebender oder auflösender Bedingung abgrenzt.

Die Regelung des § 104 II, III InsO lässt sich in ihren Grundzügen mit den vorstehenden, auf den Zielen des Insolvenzverfahrens und den finanzwirtschaftlichen Eigenschaften derivativer Instrumente aufbauenden Überlegungen rechtfertigen. Denn sie führt bei Insolvenz einer der Vertragsparteien zur vorzeitigen Beendigung sämtlicher Zahlungsverpflichtungen aus Derivaten sowie zum Wertausgleich entsprechend der Ersatzbeschaffungskosten. Tatbestand und Rechtsfolge des § 104 InsO werden gleich im Detail an den hier entwickelten Vorgaben zu messen sein (unten c.). Zuvor aber sind noch die derivateähnlichen Geschäfte zu erörtern (cc.).

### cc. Derivateähnliche Geschäfte

Die derivateähnlichen Geschäfte des § 104 I sowie § 104 II 2 Nr. 1-3, 5 InsO sind anders als Derivate echte gegenseitig verpflichtende Verträge und wären ohne § 104 InsO an sich unter den Wortlaut des § 103 InsO subsumierbar. Bei Optionen (mit Erfüllung in Natur) gilt dies zumindest für die Einheitstheorie. Folgt man wie der Insolvenzgesetzgeber<sup>86</sup> der Trennungstheorie, lässt sich diese Aussage nur für das Ausübungsgeschäft treffen, falls dieses nicht gerade selbst ein Derivat ist (z.B. bei einer sog. „Swaption“, also einer Option auf einen Swap). Der Optionsvertrag selbst kann bei separater Betrachtung hingegen wie ein Optionsgeschäft mit Differenzausgleich nicht als gegenseitig verpflichtender Vertrag i.S. des § 103 InsO betrachtet werden. Denn das mit Abschluss des Vertrags begründete Optionsrecht ist Gegenleistung der Prämie. Insofern sind dann die vorstehenden Überlegungen zu Derivaten auf den separaten Optionsvertrag übertragbar.<sup>87</sup>

Die finanzwirtschaftliche Verwandtschaft derivateähnlicher Verträge mit Derivaten bewirkt allerdings, dass es bei diesen Verträgen nicht des Insolvenzverwalterwahlrechts bedarf, um der Masse trotz Insolvenz und der damit verbundenen Störung des

85 Siehe auch unten für die Bilanzierung 5. Kapitel, C.I., S. 273 ff.

86 S.o.A.I.1., S. 191, bei Fn. 25.

87 In diesem Punkt widerspricht sich die herkömmliche Ansicht: Man kann nicht gleichzeitig von der optionsrechtlichen Trennungstheorie ausgehen und den Optionsvertrag als „schwebenden“, d.h. in der insolvenzrechtlichen Terminologie beidseitig unvollständig erfüllten Vertrag i.S. des § 103 InsO betrachten. Der Bericht des Rechtsausschusses (a.a.O., S. 168) geht demgegenüber wie selbstverständlich davon aus, dass § 104 InsO und damit entsprechend der Logik des Gesetzgebers auch § 103 InsO „nur das Geschäft“ erfasst, „durch das die Option erworben wird“.

Synallagma die bis zum Zeitpunkt der Insolvenzeröffnung angesammelten Vorteile laufender Geschäfte zu sichern. Denn wie bei Derivaten (oben bb.) lässt sich bei derivateähnlichen Geschäften ebenfalls der während der bisherigen Vertragslaufzeit erzielte Wertgewinn aus der stochastisch bedingten Position bei Verfahrenseröffnung genau beziffern und in Geld ausgleichen. Die durch die Vertragsbeendigung verlorene Chance auf weitere, noch unsichere, durch Glattstellung der Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung in Geld umwandelbare Vorteile kann der Insolvenzverwalter im Wege der Ersatzbeschaffung am Kassa- bzw. Terminmarkt sicherstellen. Sollte es dem insolventen Schuldner dagegen auf die Lieferung oder Abnahme in Natur ankommen und er keine Glattstellung geplant haben, entsteht ihm wegen der definitionsgemäßen Liquidität des Kassamarktes bei derivateähnlichen Geschäften durch die Vertragsbeendigung ebenfalls kein Nachteil.

Der Gedanke der Reduktion des laufenden Vertrags in der Insolvenz auf das, was ihn für die Parteien unersetzlich macht, führt bei derivateähnlichen Geschäften somit zum gleichen Ergebnis wie bei Derivaten. Wie dem stochastisch bedingte Zahlungsanspruch, so kann auch dem unbedingten, aber in Bezug auf den Wert des zukünftigen Leistungsgegenstands unbestimmten Lieferanspruch aus einem derivateähnlichen Geschäft jederzeit ein eindeutig bestimm- und sofort realisierbarer Marktwert zugeordnet werden. Der finanzielle Ausgleich der zurückliegenden Wertveränderungen und der hierdurch bewirkte Ersatz der (positiven oder negativen) Wiederbeschaffungskosten lässt sich aus der Sicht des Insolvenzgläubigers mit dem vereinbaren, was vom funktionalen Synallagma angesichts des insolvenzrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes und dem damit verbundenen Ausschluss der ungekürzten Rückforderung erbrachter Teilleistungen noch übrig bleibt. Die Ausgleichsforderung des Gläubigers ist danach ebenso „sekundärer“ Leistungsanspruch („Schadensersatzanspruch“) wie die „Forderung wegen der Nichterfüllung“ nach § 103 II InsO. Eine Besonderheit besteht darin, dass der Wertersatz zeitlich nur bis zur Gegenwart und nicht darüber hinaus reicht. Das erscheint sachgerecht, da sich der Gläubiger für die Zukunft durch Ersatzbeschaffung in zumutbarer Weise selbst helfen kann (vgl. § 254 I BGB). Der Schuldner wird durch die Verpflichtung zur Ausgleichszahlung in keiner Weise über seine (primären) Vertragspflichten hinaus belastet. Dem Insolvenzverwalter steht es frei, gegen Erhalt eines entsprechenden Geldbetrags wieder eine identische (out-of-the-money-) Position mit einem Dritten einzugehen bzw. eine neue Position mit „günstigerem“ (marktnäherem) Terminpreis aufzubauen, vorausgesetzt, er findet geeignete Vertragspartner.

Der Umstand, dass nach dem hier entwickelten Modell, vor allem aber auch nach dem Gesetz (§ 104 III 2 InsO im Umkehrschluss) bei gegenläufigem Marktverlauf umgekehrt dem insolventen Schuldner ein Anspruch gegenüber dem vertragstreuen Gläubiger auf Wertausgleich zustehen kann,<sup>88</sup> könnte Anlass dazu geben, das herkömmliche

88 Vgl. allerdings die vor allem früher verbreitete Vertragspraxis der „Walk-away“- oder „One-way-payment“-Klauseln (§ 6(e)(i) ISDA-MA: „first method“) sowie die Diskussion über deren zivil- und insolvenzrechtliche Zulässigkeit. Dazu *Reiner*, *MünchVbh*, Anm. 20(b), (c)(aa).

Verständnis des Ausgleichsanspruchs bei Erfüllungsablehnung (§ 103 II InsO), vielleicht sogar der vertraglichen Sekundärhaftung insgesamt als gesetzliche Sanktion eines (moralisch) missbilligten Verhaltens der Vertragspartner neu zu überdenken. Möglicherweise liegt der Grund dafür, dass der Schadensersatz nach der Differenzmethode im Rahmen des § 325 BGB nicht negativ werden kann,<sup>89</sup> nicht in der Vertragstreue des Gläubigers der unmöglichen Leistung, sondern im Vertragswillen der Parteien selbst. Es könnte also sein, dass zwischen primären und sekundären Leistungsansprüchen ein engerer Zusammenhang besteht als gemeinhin angenommen. Diese Überlegungen können hier nicht weiter vertieft werden.

### c. Folgerungen

Wie vorstehend dargelegt, führt die Beendigung und Liquidation derivativer und derivatähnlicher Geschäfte bei Insolvenz eines Vertragspartners wegen der besonderen finanzwirtschaftlichen Eigenschaften dieser Instrumente zu Ergebnissen, die mit der Systematik des allgemeinen Schuld- und Insolvenzrechts vereinbar sind. Im Folgenden ist zu untersuchen, wie die Vorschrift des § 104 InsO aus dieser Perspektive zu bewerten ist. Dies betrifft zum einen den Kreis der von der vorzeitigen Beendigung erfassten Verträge (aa.) und zum anderen die Ausgestaltung des Ausgleichsanspruchs (bb.). Vorweg ist bereits festzustellen, dass die Beschränkung der Anwendung des § 104 InsO auf „schwebende“, „von beiden Seiten noch nicht voll erfüllte“ Geschäfte<sup>90</sup> sachlich nicht zu rechtfertigen ist. Sie entspricht zwar dem ausdrücklichen Willen des historischen Gesetzgebers; dieser beruht aber, wie dargelegt, auf einem Irrtum über Funktion und systematische Bedeutung der Regelung. Es wäre deshalb widersinnig, diesen „Willen des Gesetzgebers“ unbesehen zur „bindenden Richtschnur“ für den Rechtsanwender zu machen.<sup>91</sup> Da die Beschränkung auf schwebende Geschäfte außerdem im Gesetzeswortlaut nicht bzw. nicht in unüberwindlicher Weise verankert ist, sollte sie aufgegeben

89 Das zeigt sich daran, dass die monetären Gegenwerte der Leistung und der Gegenleistung nicht gegenseitig aufgerechnet werden, sondern vielmehr der Wert der Gegenleistung des vertragstreuen Gläubigers lediglich auf den Wert der unmöglich gewordenen Leistung des Schuldners bis zu dessen Höhe angerechnet wird (vgl. BGH 29.9.1958 - VII ZR 181/57, NJW 1958, 1915, zu § 326 BGB; ebenso OLG Karlsruhe 19.12.1996 - 8 U 222/95, OLGR Karlsruhe 1998, 17).

90 S.o. A.I.1., S. 190.

91 Vgl. allgemein zur Bedeutung der „Zwecke und Normvorstellungen des historischen Gesetzgebers“ für die Gesetzesauslegung *Larenz*, S. 329: Die Meinungen der Verfasser des Gesetzestextes und der Mitglieder beratender Kommissionen seien zwar „von erheblichem Wert für die Auslegung“, stellten jedoch „keine bindende Richtschnur für den Ausleger“ dar. Dieser werde „vielmehr nicht selten“, z.B. bei einer „falschen Einschätzung der Normsituation“, von ihnen abweichen. Bestätigend BVerfG 11.6.1980 - 1 PBvU 1/79, BVerfGE 54, 277: Die Auslegung dürfe den „Vorstellungen und Erwartungen“, die den „Äußerungen während des Gesetzgebungsverfahrens“ zum Ausdruck gekommen seien, „zuwiderlaufen“ (unter C.III.1.); die verfassungsrechtlichen Grenzen der Auslegung würden durch den „Wortlaut und die *prinzipielle* Zielsetzung des Gesetzes“ gebildet (unter C.III.3.b.) [Hervorhebung durch den Verfasser].

werden.

### aa. Fix- und Finanztermingeschäfte

Die Vorschrift des § 104 InsO gliedert sich äußerlich in zwei unterschiedliche Tatbestände: die Warenfixgeschäfte des Abs. 1 und die Finanztermingeschäfte des Abs. 2. Während Abs. 1 die Vorgängervorschrift des alten § 18 KO aufnimmt, enthält Abs. 2 die Erweiterungen des Tatbestands auf Finanzinstrumente, die im Zuge der Insolvenzrechtsreform hinzugetreten sind. Die Unterscheidung zwischen Fix- und Finanztermingeschäften erklärt sich rechtshistorisch, hat aber sachlich keine Bedeutung. In § 104 I InsO wird wie bereits in § 18 KO zu Unrecht auf den (relativen) Fixcharakter der Warentermingeschäfte mit Erfüllung in Natur abgestellt. Zwar sind solche Geschäfte, soweit sie sich auf liquide Produkte mit täglich schwankendem Marktwert beziehen, in der Regel Fixgeschäfte, wenn es den Parteien auf die Glattstellung der Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung ankommt.<sup>92</sup> Auch die Finanztermingeschäfte des § 104 II InsO über Edelmetalle, Wertpapiere oder Devisen können dementsprechend durchaus Fixgeschäfte i.S. der §§ 361 BGB, 376 HGB sein, soweit sie auf Erfüllung in Natur gerichtet sind.<sup>93</sup> Mit der Ausdehnung des Tatbestands des § 104 InsO auf Finanztermingeschäfte und dem Verzicht auf das Kriterium des Fixcharakters in diesem Zusammenhang hat der historische Gesetzgeber die fehlende insolvenzrechtliche Bedeutung des Fixcharakters aus der Sicht seines Regelungsziels, der Vermeidung der Insolvenzverwalterspekulation,<sup>94</sup> selbst zugegeben.<sup>95</sup> Rechtssystematisch verläuft die Trennlinie nicht zwischen Fix- und Finanztermingeschäften, sondern zwischen den Termingeschäften mit Erfüllung in Natur ( $\alpha$ .) und denen mit Barausgleich ( $\beta$ ).<sup>96</sup>

92 Vgl. zu den entsprechenden Überlegungen für Börsentermingeschäfte oben 2. Kapitel, A.I., Abschn. 1.a.cc.B., S. 94.

93 BGH 22.10.1984 - II ZR 262/83, BGHZ 92, 317, 320 f.; hierzu bereits oben 2. Kapitel, A.I., Abschn. 1.a.cc.B., bei Fn. 37.

94 Zur Kritik oben a.aa., S. 199.

95 Begr. zu § 118 RegE InsO, BT-Drucks. 12/2443, S. 145: Auch bei „Devisen- und Finanztermingeschäften (sog. Swap-Geschäften)“ sei es „sachgerecht, das Wahlrecht des Verwalters auszuschließen, um Unsicherheiten und Spekulationen über die künftige Entwicklung zu vermeiden“. Dies gelte auch dann, wenn diese Geschäfte „keine Fixgeschäfte in dem Sinne“ seien, dass sie „ihren Zweck“ verfehlten, „wenn sie nicht pünktlich erbracht“ würden. Abweichend von Abs. 1 werde deshalb in Abs. 2 nicht verlangt, dass die Leistung „genau“ zu einer „fest“ bestimmten Zeit oder innerhalb einer „fest“ bestimmten Frist zu erbringen sei.

96 Vgl. den Mittelweg des § 118 RegE InsO (Vorläufer des heutigen § 104 InsO), der in Abs. 1 „Fixgeschäfte“ über Waren und Wertpapiere mit Erfüllung in Natur regelte und in Abs. 2 „Devisentermingeschäfte“ mit Erfüllung in Natur sowie „Finanztermingeschäfte“ mit Barausgleich (BT-Drucks. 12/2443, S. 27).

## α. Geschäfte mit Erfüllung in Natur

Inwieweit die in Natur erfüllten Waretermingeschäfte nach § 104 I InsO sowie die Finanztermingeschäfte nach den Fallgruppen des § 104 II Nr. 1-3, 5 InsO derivateähnliche Verträge beschreiben, hängt davon ab, ob der zu liefernde bzw. abzunehmende Basiswert ausreichend liquide und lagerfähig ist, also die derivatetypische Ersetzbarkeit der Position auf dem Kassamarkt garantiert.<sup>97</sup> Für Edelmetalle, (frei konvertible) Devisen und Rechnungseinheiten<sup>98</sup> nach § 104 II Nr. 1, 3 InsO sind beide Voraussetzungen ohne weiteres erfüllt. Auch Wertpapiere und „vergleichbare Rechte“ nach § 104 I, 104 II Nr. 2 InsO eignen sich grundsätzlich als Basiswerte derivateähnlicher Geschäfte, es sei denn, sie würden mit einer extrem kurzen Laufzeit ausgegeben, welche eine Verlängerung der Kassaposition auf revolvingender Basis von vornherein unrentabel macht. Waren sind insoweit lagerfähig, als man den Begriff auf körperliche Gegenstände beschränkt und von unkörperlichen Dienstleistungen (z.B. Stromlieferung) abgrenzt. Die Liquidität der Wertpapiere, vergleichbaren Rechte und Waren i.S. des § 104 InsO ergibt sich aus dem zusätzlichen Tatbestandsmerkmal der Existenz eines „Markt- oder Börsenpreises“. Beim Börsenpreis folgt dies bereits aus Wesen und Zweck der Börsennotierung. Der Begriff des Marktpreises ist, wie aus dem Zusammenhang mit dem „Börsenpreis“ zu ersehen ist, ebenfalls i.S. einer Maßgröße für die sofortige Veräußerbarkeit bzw. Erwerbsmöglichkeit zu verstehen. Er ist nach den Gesetzesmaterialien zwar „weit zu verstehen“,<sup>98a</sup> aber - ebenso wie der „Börsen- oder Marktpreis“ nach §§ 385, 764, 1221, 1235, 1295 BGB - enger als der „Marktwert“ i.S. des schadensersatzrechtlichen Vermögensbegriffs.<sup>99</sup> Der historische Gesetzgeber ging davon aus, dass es dem Insolvenzverwalter bei Finanztermingeschäften „ohne Schwierigkeiten“ möglich ist, „sich anderweitig einzudecken“.<sup>100</sup> So erklärt es sich, dass Termingeschäfte über Wertpapiere oder vergleichbare Rechte dann aus dem Anwendungsbereich des § 104 II InsO ausgeschlossen sind, wenn sie auf den „Erwerb einer Beteiligung an einem Unternehmen zur Herstellung einer dauernden Verbindung zu diesem Unternehmen“ gerichtet sind (§ 104 II 2 Nr. 2 InsO). Für den Handel unternehmerisch bedeutender Beteiligungen besteht im Gegensatz zu einzelnen Aktien kein liquider Markt. Somit sind grundsätzlich alle Fixgeschäfte des § 104 I InsO sowie alle in § 104 II InsO *ausdrücklich* genannten Finanztermingeschäfte (Nr. 1-3) derivateähnlich.

97 Oben 1. Kapitel, A.V., S. 21 f.

98 Gemeint sind „Rechnungseinheiten zur Denominierung von Geldforderungen“ wie das Sonderziehungsrecht des IWF und die ECU. Deren Gleichstellung mit ausländischen Währungen entspreche der „Sachlogik“ (Stellungnahme des Bundesrats zu §§ 52 und 118 II RegE, zit. nach *Balz/Landfermann*, S. 258).

98a S.o. bei Fn. 24a, S. 191.

99 Zum Schadensersatzrecht BGH 9.7.1986 - GSZ 1/86, BGHZ 98, 212, 222; BGH 22.11.1988 - VI ZR 126/88, BGHZ 106, 28, 31: Der Schaden müsse sich in der Vermögenssphäre als geldwerter Verlustposten konkret niedergeschlagen haben. Dies spiegele sich „gegebenenfalls darin wider, dass sich nach objektiven Bemessungskriterien ein »Marktwert« ermitteln“ lasse.

100 Begr. des RegE (BT-Drucks. 12/2443, S. 145) sowie Bericht des Rechtsausschusses (Fn. 24a).

Allerdings ist die Aufzählung der Basiswerte für Finanztermingeschäfte in § 104 II 2 InsO nur beispielhaft. Denkbar sind nach Abs. 1 der Vorschrift weitere Geschäfte über Finanzleistungen mit Lieferung in Natur. Diese müssen zwar wegen des Merkmals des „Markt- oder Börsenpreises“ ebenfalls liquide sein. Ob die Geschäfte damit aber auch derivateähnlich i.S. ihrer Reproduzierbarkeit am Kassamarkt sind, hängt von ihrer Lagerfähigkeit ab. Derivateähnliche, von § 104 II InsO erfasste Finanztermingeschäfte außerhalb der Fallgruppen des Satzes 2 sind z.B. Termingeschäfte auf unverbriefte, aber liquide Derivate (standardisierte und börsengehandelte Futures oder Swaps), sofern man davor zurückschreckt, solche Basiswerte wegen ihrer symmetrischen Risikoposition als „vergleichbare Rechte“ i.S. des § 104 II Nr. 2 Fall 2 InsO zu betrachten. Ob im Rahmen des § 104 II InsO darüber hinaus *nicht*derivateähnliche Geschäfte über nichtlagerfähige Finanzleistungen denkbar sind, hängt davon ab, was genau man unter Finanzleistung zu verstehen hat. Eine entsprechende Definition enthält das Gesetz nicht. Aus den in den Gesetzesmaterialien ausgewiesenen Normzwecken der Vermeidung der Kursspekulation bzw. des „cherry picking“ lassen sich über die Marktwertvolatilität hinaus keine Anhaltspunkte für den Begriff der Finanzleistung ableiten, ganz abgesehen von der grundsätzlichen Kritik, denen sich die Normzwecke aussetzen.<sup>101</sup> Die beispielhaften Fallgruppen des § 104 II 2 InsO betreffen außer den Geldleistungen der Nr. 3, 4 bzw. Nr. 5 die Lieferung von Edelmetallen und Finanzinstrumenten.<sup>102</sup> Insofern liegt es nahe, „Finanzleistungen“ zu definieren als Leistungen in Geld, geldnahen Werten oder in (liquiden) Finanzinstrumenten, also in Verträgen oder Rechten, die selbst auf die Leistung von Geld oder geldnahen Werten gerichtet sind.<sup>103</sup> Bei dieser Auslegung ist neben der Liquidität die Lagerfähigkeit des Basiswertes sichergestellt. Finanztermin- und Fixgeschäfte i.S. des § 104 InsO sind dann, soweit sie in Natur erfüllbar sind, *immer* derivateähnliche Geschäfte. Ihre Beendigung und Liquidation ist im Grundsatz - vorbehaltlich der unten noch zu entwickelnden Kritik der Details der Ausgleichsregelung - aus allgemeinen insolvenz- und schuldrechtlichen Erwägungen gerechtfertigt.

Auf der anderen Seite sind derivateähnliche Geschäfte, die unter diesem Gesichtspunkt zu Unrecht von § 104 InsO nicht erfasst würden, nach dem gegenwärtigen Stand der Marktentwicklung nicht ersichtlich. Denken könnte man hier zwar an Optionen auf Warengeschäfte, da in Abs. 1 des § 104 InsO eine dem Abs. 2 Nr. 5 InsO vergleichbare Regelung fehlt. Tatsächlich dürften asymmetrische, potestativ bedingte Termingeschäfte in Waren mit Erfüllung in Natur bereits durch den Wortlaut des § 104 I InsO gedeckt sein. Das Kriterium „innerhalb einer festbestimmten *Frist*“ [Hervorhebung durch den Verf.] macht schließlich für Festgeschäfte keinen Sinn; es kann sich nur auf Optionen

101 S.o. Abschn. a.aa., a.bb., S. 199 f., 199 ff.

102 Vgl. noch § 118 RegE zur InsO (BT-Drucks. 12/2443, S. 27), wo statt von Finanzleistungen von „Geldleistungen“ die Rede war. Die Leistung von Wertpapieren wurde danach den Warentermingeschäften zugeordnet.

103 Finanztermingeschäfte sind demnach auch selbst Finanzinstrumente. Zum Begriff des Finanzinstruments oben Einleitung, S. 1, Fn. 1.

beziehen, und zwar solche amerikanischen Typs.<sup>104</sup>

### ß. Geschäfte mit Barausgleich

Die Nähe der Finanztermingeschäfte mit Barausgleich nach § 104 II 2 Nr. 4 bzw. Nr. 5 (Optionen) InsO zum Derivat wurde bereits oben<sup>105</sup> herausgestellt. Ob Geschäfte über die Leistung von Zahlungsströmen, „deren Höhe unmittelbar oder mittelbar“ durch den „Kurs einer ausländischen Währung oder einer Rechnungseinheit, durch den Zinssatz von Forderungen oder durch den Preis anderer Güter oder Leistungen“ bestimmt wird, allerdings wirklich immer Derivate sind, hängt wiederum von der Liquidität und Lagerfähigkeit des zugrunde liegenden Basiswertes ab. Bei Devisen und auf Devisen basierenden Rechnungseinheiten sind beide Voraussetzungen ohne weiteres erfüllt. Bei den Zinsforderungen sowie „anderen Gütern oder Leistungen“ ist die Liquidität nicht bereits per se sichergestellt. Wie bei Finanztermingeschäften mit Erfüllung in Natur und bei Fixgeschäften ist hier aber wieder der Umstand zu berücksichtigen, dass Finanzleistungen nach § 104 II 1 InsO einen „Markt- oder Börsenpreis“ haben. Da die Finanzleistung aber anders als bei Liefergeschäften nicht auf den Basiswert selbst, sondern auf einen Geldbetrag gerichtet ist, dessen Höhe vom Preis des Basiswertes abhängt, bezieht sich das Kriterium des „Markt- oder Börsenpreises“ auf eben diesen Geldbetrag und nicht auf den Basiswert selbst. Geldleistungen haben wegen der Funktion des Geldes als gesetzlichem Zahlungsmittel immer einen „Marktpreis“ in Höhe ihres Nennwertes - unabhängig davon, nach welchen Kriterien ihre Höhe berechnet wird. Deshalb kann man bei Geschäften mit Barausgleich aus dem „Markt- oder Börsenpreis“ nicht ohne weiteres auf die notwendige Liquidität des Basiswertes schließen.

Der in den Gesetzesmaterialien hervorgehobene Normzweck der Vermeidung der Kursspekulation durch den Insolvenzverwalter würde dafür sprechen, § 104 II 2 Nr. 4 bzw. 5 InsO auf jede Art von stochastisch bedingten Geldforderungen unabhängig von der Liquidität des Basiswertes und der Reproduzierbarkeit der zukünftigen Zahlungsströme anzuwenden. Demnach wären *nichtderivative* Termingeschäfte mit Barausgleich ebenso tatbestandsmäßig wie *derivative*. Dies würde z.B. die sog. „Versicherungsderivate“<sup>106</sup> betreffen, vorausgesetzt, man geht davon aus, dass die Höhe der Geldleistung bei diesen Instrumenten „unmittelbar oder mittelbar“ nach „dem Preis anderer Güter oder Leistungen“ i.S. des § 104 II 2 Nr. 4 a.E. InsO bestimmt wird. Immerhin berechnet sich der Zahlungsanspruch bei Versicherungsderivaten nach einem Schadensindex auf der Grundlage der Ersatzleistungen einer Gesamtheit von Versicherern in einem bestimmten Zeitraum. Insofern könnte man möglicherweise das Kriterium des „Preises anderer Leistungen“ für erfüllt halten. Diese Auslegungsfrage soll hier nicht weiter vertieft werden.

104 Zum Begriff s.o. 1. Kapitel, A.III., S. 13.

105 Siehe A.I.1., S. 191.

106 S.o. 1. Kapitel, A.V.2.b, S. 27.

Da die Intention des historischen Gesetzgebers bezüglich des Gesichtspunkts der Kurspekulation wie gezeigt auf einer offensichtlichen Fehlvorstellung beruht,<sup>107</sup> muss dieser Gesetzeszweck bei der gebotenen objektiven Auslegung der Norm zugunsten der inneren Systematik des Insolvenz- und Schuldrechts zurücktreten.<sup>108</sup>

Vor dem Hintergrund des oben<sup>109</sup> entwickelten Erklärungsmodells aber lässt sich die vorzeitige Beendigung und Liquidierung nichtderivativer Termingeschäfte nur dann rechtfertigen, soweit diese Verträge trotz ihrer fehlenden Reproduzierbarkeit am Kassamarkt einen kontinuierlich feststellbaren Marktwert aufweisen, zu dem sie veräußert bzw. erworben werden können oder zu dem sich gleichwertige Neuverträge abschließen lassen (Möglichkeit der Ersatzbeschaffung). Die Anforderungen an die Liquidität des Terminmarktes sind insofern dieselben wie bei der Befreiung nichtderivativer Termingeschäfte vom Spieleinwand.<sup>110</sup>

Ferner sollten Bargeschäfte, deren Zahlungsströme *nicht ausschließlich* stochastisch bedingt und die deshalb keine Derivate sind, aus dem Anwendungsbereich des § 104 II Nr. 4, 5 InsO ausgeschlossen werden. Für sie besteht ebenfalls nicht ohne weiteres die Möglichkeit der Ersatzbeschaffung. Keine insolvenzrechtliche Sonderbehandlung nach § 104 InsO verdienen demnach Fremdwährungsdarlehen oder Darlehen mit variablem Zinssatz<sup>111</sup> oder Wertpapierleihgeschäfte.<sup>112</sup>

#### *bb. Forderung wegen Nichterfüllung*

Der Unterschiedsbetrag nach § 104 III InsO drückt die Wertveränderung aus, die der Anspruch auf die zukünftige Finanzleistung seit Vertragsbeginn erfahren hat.<sup>113</sup> Der Differenzbetrag zwischen ursprünglichem und aktuellem Terminpreis, multipliziert mit dem Nennwert des Geschäfts (Anzahl der Aktien, Nennbetrag der Anleihe etc.), entspricht dem bisherigen (noch nicht realisierten) Gewinn oder Verlust aus dem Vertrag infolge der Schwankungen des Basiswertes. Dieser Betrag ist mit dem aktuellen Marktwert der Gesamttransaktion zwei Tage nach Verfahrenseröffnung identisch, wie er sich aus einer Saldierung des Marktwertes der stochastisch bedingten Leistung zum genannten Zeitpunkt mit den ebenfalls noch offenen Gegenleistungsansprüchen des Schuldners der Finanzleistung ergibt.<sup>114</sup> Die Regelung des § 104 III InsO führt insofern zum Ersatz

107 S.o. Abschn. a.aa., S. 199.

108 S.o. Abschn. c., vor aa., S. 210.

109 Abschn. b., S. 201 ff.

110 S.o. 2. Kapitel, B.I.2. und 4., S. 146 ff., 165 ff.

111 *Zweifelnd* Bosch, WM 1995, 413, 417.

112 Hierzu oben A.I.1., S. 192, bei Fn. 32.

113 Hierzu auch oben A.I.1., S. 189.

114 Vgl. als Bsp. aus der Vertragspraxis für eine Ausgleichsregelung, die *unmittelbar* an den Marktwert der Gesamttransaktion anknüpft, die „Market Quotation“ nach §§ 6, 14 ISDA-MA: Danach wird für jede Transaktion der Marktwert der Gesamtheit der bei Vertragsbeendigung noch nicht fälligen Forderungen ermittelt (über die Preisangaben der vier führenden Marktteilnehmer).

der zumindest theoretischen Wiederbeschaffungskosten, also des Betrags, der ohne Berücksichtigung der Transaktionskosten<sup>115</sup> rechnerisch erforderlich ist, um eine gleichwertige Position aufzubauen. Sie ist damit im Einklang mit den Vorgaben, die oben für Derivate und derivativeähnliche Geschäfte aus dem allgemeinen Insolvenz- und Schuldrecht entwickelt wurden.<sup>116</sup>

Dies gilt allerdings nur unter drei Voraussetzungen: *Erstens* muss der ursprüngliche Terminpreis aus damaliger Sicht marktgerecht gewesen sein. War er aus der Sicht einer der Parteien billiger oder teurer, ist der objektive Wert der beendeten Position höher bzw. niedriger als der Betrag der Marktwertveränderung bis zwei Tage nach Verfahrenseröffnung. Der Ausgleichsbetrag nach § 104 III InsO ist dann, soll er die Ersatzbeschaffungskosten (quotengekürzt) reflektieren, um den entsprechenden Differenzbetrag nach oben oder unten zu korrigieren. *Zweitens* dürfen noch keine Teilleistungen erfolgt sein. Andernfalls muss deren Wert mit dem Ausgleichsanspruch verrechnet werden,<sup>117</sup> um rechnerisch einen Ausgleichsanspruch in Höhe der Ersatzbeschaffungskosten zu erlangen. Dies ergibt sich nicht aus dem Wortlaut des § 104 III InsO,<sup>118</sup> es entspricht aber dem Willen des historischen Gesetzgebers zur Saldierung „aller noch nicht erfüllten Ansprüche“ aus dem Geschäft.<sup>119</sup> War der insolvente Schuldner Empfänger, wird eine Rückabwicklung von Teilleistungen im Übrigen durch den insolvenzrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz ausgeschlossen.<sup>120</sup> *Drittens* taugt die Formel des § 104 III InsO nur dann, wenn zum Berechnungszeitpunkt tatsächlich entsprechende Terminpreise empirisch ermittelbar sind, wenn also Geschäfte dieser Art laufend neu und mit gleicher Fälligkeit abgeschlossen werden. Dies setzt eine entsprechende Standardisierung des Terminmarktes voraus. Andernfalls ist nicht etwa auf die Durchführung des Ausgleichs zu verzichten. Vielmehr ist der aktuelle Wert der marktrisikoabhängigen Terminposition oder, je nach Berechnungsart, auch des gesamten Geschäfts<sup>121</sup> in einer alternativen Weise zu ermitteln.<sup>122</sup> Wegen des Bausteineffekts derivater bzw. derivativeähn-

115 Wegen Marktunvollkommenheiten und Transaktionskosten entsprechen die theoretischen allerdings nicht immer den tatsächlichen Ersatzbeschaffungskosten. Vgl. für die Vertragspraxis § 6(e)(i) ISDA-MA („Events of Default“) mit der Wahlmöglichkeit zwischen „Market Quotation“ (abstrakte Schadensberechnung) und „Loss“ (konkrete Schadensberechnung: Wiederbeschaffungskosten, vgl. die Definitionen in § 14 ISDA-MA).

116 Abschn. b.bb., b.cc., S. 205 ff., 208 ff.

117 So auch *Marotzke*, HK-InsO, § 104, Rz. 11: Anzahlungen, die von der einen oder anderen Seite vor Verfahrenseröffnung geleistet worden seien, würden auf die Differenzforderung angerechnet (unter Hinweis auf die entsprechende Ansicht zu § 18 KO bei *Jaeger-Henckel*, § 18 KO, Rz. 4).

118 *Marotzke*, HK-InsO, § 104, Rz. 10: Der Wortlaut des § 104 III 1 InsO gehe auf den Fall bereits vor Verfahrenseröffnung erbrachter Teilleistungen nicht ein.

119 S.o. A.I.2., S. 193, bei Fn. 37.

120 Hierzu oben unter b.aa., S. 203, bei Fn. 71.

121 Legt man den Wert des gesamten Vertrages zugrunde, sind noch nicht erfüllte Gegenleistungsansprüche abzuziehen.

122 So auch *Wegener*, in: FK-InsO, § 104, Rz. 5: Es reiche aus, wenn der Preis nicht auf einem Markt oder einer Börse festgestellt sei, sondern „anhand anderer Kriterien ermittelt werden“ könne; *Köndgen*, in: Kübler/Prütting, § 104 InsO, Rz. 17 (Stand: 8/1998): Entscheidend sei nur, „ob zu jeder Zeit ein Deckungsgeschäft i.S. von Abs. 3 getätigt werden“ könne; *Bosch*, WM 1995, 413,

licher Geschäfte wird zumindest immer eine Berechnung über eine theoretische Glattstellung/Ersatzbeschaffung am Kassamarkt möglich sein. Mit dem Wortlaut des § 104 III 1 InsO lässt sich eine solche Auslegung dann vereinbaren, wenn man für den „Markt- oder Börsenpreis, der am zweiten Werktag nach der Eröffnung des Verfahrens am Erfüllungsort für einen Vertrag mit der vereinbarten Erfüllungszeit maßgeblich ist“, keinen empirisch ermittelbaren Wert verlangt, sondern stattdessen einen theoretischen, insbesondere aufgrund der Kassa-Arbitrage errechneten Terminpreis gelten lässt.<sup>123</sup>

Der Umstand, dass § 104 III InsO auf den Markt- oder Börsenpreis nicht bei Verfahrenseröffnung, sondern *am zweiten Werktag danach* abstellt, ist mit dem Modell des wertneutralen Wertausgleichs bei Beendigung des Anspruchs auf die stochastischen Wertschwankungen unterworfenen Finanzleistung vereinbar. Damit wird berücksichtigt, dass es den Parteien in der Regel trotz immer effektiverer Kommunikationswege (noch) nicht zumutbar ist, bereits am Tag der Insolvenzeröffnung selbst Ersatz zu beschaffen. Würde man die Ersatzbeschaffungskosten also auf der Grundlage des Marktpreises bei Verfahrenseröffnung berechnen, bestünde die Gefahr, dass dieser Betrag infolge der Marktbewegungen nicht mehr den tatsächlichen Ersatzbeschaffungskosten entspricht, selbst wenn sich die Parteien bemühen, die durch die Beendigung der Geschäfte nunmehr offenen Position so schnell wie möglich wieder zu schließen.<sup>124</sup> Die Ausgleichsforderung nach § 104 III InsO ist wie bei § 103 II InsO nicht bevorzugt. Denn zu einer Bevorzugung des Vertragspartners gegenüber den übrigen Insolvenzgläubigern besteht kein Anlass, da er anders als bei der Fortführung schwebender Geschäfte nicht zu Leistungen in die Masse nach Insolvenzeröffnung gezwungen wird, die seiner Rechtsstellung aus dem Synallagma widersprechen würden. Man kann dies auch anders ausdrücken: Die jederzeitige Realisierbarkeit des Marktwertes gilt nur in Bezug auf das Markt-, nicht aber in Bezug auf das Kreditrisiko.

## 2. Rahmenvertrag

Die Regelung des § 104 II 3 InsO dient dem zweiten, in der Entstehungsgeschichte der Norm nachweisbaren Normzweck, nämlich der Gewährleistung der Möglichkeit einer Saldierung „aller noch nicht erfüllten Ansprüche aus zwischen zwei Parteien bestehenden Finanztermingeschäften“.<sup>125</sup> Sie beschränkt sich nach ihrem Wortlaut auf Finanztermingeschäfte, ist also nicht auf Waretermingeschäfte mit Erfüllung in Natur

---

418; anders noch § 18 III KO speziell für Fixgeschäfte.

123 Siehe aus der Vertragspraxis § 6(e)(i) 1992 ISDA-MA: Danach können die Parteien vereinbaren, dass die beendeten Einzeltransaktionen entsprechend ihrem jeweiligen Marktwert (sog. „Market Quotation“, § 14 ISDA-MA) ausgeglichen werden; hierzu *Reiner*, MünchVhb, Anm. 19(a).

124 De lege ferenda für eine Fristverkürzung *Bosch*, in: Kölner Schrift, Rz. 114: Der solventen Partei könne „ein zweitägiges Warten nicht zugemutet werden“. Sie werde sich i.d.R. „gleichzeitig eindenken“.

125 S.o. A.I., vor 1., S. 187 <https://doi.org/10.5771/9783845287164>, am 05.08.2024, 17:36:25

anwendbar (hierzu weiter unten).

### a. Funktion der gesetzlichen Regelung

Durch die Anerkennung der Einheitlichkeit von Rahmenverträgen ermöglicht das Gesetz die Verrechnung der gegenseitigen Einzelausgleichsforderungen aus den laufenden Finanztermingeschäften zu einem einheitlichen Gesamtanspruch. Damit wird dasselbe Ergebnis erreicht, wie wenn die einzelnen Geschäfte rechtlich selbständig und die Einzelausgleichsansprüche miteinander aufrechenbar wären. Durch die Regelung des § 104 II 3 InsO mit ihrer erkennbaren Orientierung an der gängigen einschlägigen Kautelarpraxis<sup>126</sup> erspart sich der Gesetzgeber einen offenen (klarstellenden bzw. konstitutiven) Eingriff in die Vorschriften zur Insolvenzaufrechnung.<sup>127</sup>

Der Sache nach aber beeinflusst der gesetzestechnische Umweg dennoch, wenn auch nur implizit, die gegenseitige Aufrechenbarkeit der Ausgleichsansprüche aus laufenden Finanztermingeschäften in der Insolvenz. Ohne § 104 II 3 InsO stünde die Wirksamkeit rahmenvertraglicher Einheitlichkeitsklauseln nämlich unter dem Vorbehalt der Vorschriften über die Insolvenzaufrechnung. Es ist anerkannt, dass diese Regeln zwingenden Charakters, also nicht abdingbar sind.<sup>128</sup> Diese Aussage bezieht sich primär auf Klauseln, die die Aufrechnung ausdrücklich zulassen und die daher in direktem Widerspruch zu den insolvenzrechtlichen Aufrechnungsbeschränkungen (siehe jetzt §§ 95 f. InsO; früher: §§ 54 f. KO) stehen. Letztere würden praktisch aber leerlaufen, wenn sie nicht darüber hinaus Wirkung auf Vertragsklauseln entfalten würden, die, ohne die Aufrechnung ausdrücklich zuzulassen, in anderer, indirekter Weise zu vergleichbaren, die Masse schädigenden und den Gleichbehandlungsgrundsatz verletzenden Ergebnissen führen. Rahmenvertragliche Einheitsklauseln zielen de facto auf eine Verrechnung nicht

126 Als deutliches Zeichen dieser Praxisorientierung verlangt das Gesetz nicht einfach nur, dass der Rahmenvertrag *im Insolvenzfall* „nur einheitlich beendet“ werden kann, sondern dass darüber hinaus nach dem Inhalt des Vertrags - wie in der Praxis üblich - die isolierte Beendigung von Einzeltransaktionen auch bei sonstigen „Vertragsverletzungen“ nicht möglich sein darf (vgl. § 6[a] ISDA-MA: „Right to Terminate Following Event of Default“). Damit greift das Gesetz unnötigerweise über seinen insolvenzrechtlichen Regelungszweck hinaus.

127 Die Frage der *Insolvenzanfechtung* (§§ 129 ff. InsO), die im Schrifttum (z.B. *Benzler*, ZInsO 2000, 1, 9-12) in Zusammenhang mit rahmenvertraglichen Beendigungs- und Verrechnungsklauseln immer wieder problematisiert wird, kann sich schon aus systematischen Gründen nicht stellen. Die Regeln über die Insolvenzaufrechnung stellen den spezielleren und deshalb vorrangigen Gläubigerschutzmechanismus dar, soweit es um die Verringerung der Insolvenzmasse durch Aufrechnung der gegenseitigen Ausgleichsansprüche geht. Vertragsbestimmungen zur vorzeitigen Beendigung der Transaktionen sind allein an § 104 zu messen. Für eine Insolvenzanfechtung fehlt es hier im Übrigen wegen der damit verbundenen Ausgleichsansprüche und der jederzeitigen Möglichkeit des Abschlusses von Ersatzgeschäften auch schon an einer Gläubigerbenachteiligung. A.A. *Benzler*, a.a.O., S. 9 (sinngemäß): Der Insolvenzverwalter könne den Rahmenvertrag wegen gläubigerbenachteiligenden Wirkung des Liquidationsnetting anfechten.

128 BGH 3.6.1981 - VIII ZR 171/80, BGHZ 81, 15, 18, unter III.2.b.aa; *Berger*, S. 303 f., m.w.N., zu den Aufrechnungsverboten des § 55 KO.

aufrechenbarer Forderungen, ohne gleichzeitig eine Veränderung der für die Auslegung der §§ 94 ff. InsO maßgeblichen Interessenlage zu bewirken. Das ist der Grund, weshalb diese Klauseln ohne die Sonderregelung des § 104 II 3 InsO an den insolvenzrechtlichen Aufrechnungsbeschränkungen zu messen wären.<sup>129</sup> Weil das so ist, entfaltet § 104 II 3 InsO Rückwirkung für die Auslegung der Vorschriften über die Insolvenzaufrechnung in Bezug auf Finanztermingeschäfte. Daraus ergibt sich, dass die Regelung des § 104 II 3 InsO aus drei Gründen überflüssig ist.<sup>130</sup>

*Erstens:* Forderungen auf Finanzleistungen aus einseitig bereits voll erfüllten, nicht „schwebenden“ Finanztermingeschäften, die nicht durch § 104 II, III InsO abgedeckt sind und die deshalb nicht mit Verfahrenseröffnung liquidiert werden, kann es entgegen der Auffassung des historischen Gesetzgebers<sup>131</sup> sowie der herkömmlichen Literaturmeinung gar nicht geben. Die Anwendung des § 104 InsO wird zu Unrecht auf „schwebende“ Verträge beschränkt.<sup>132</sup> Denn alle Finanztermingeschäfte, deren stochastisch bedingte Zahlung bzw. stochastisch wertschwankende Lieferung noch nicht erfüllt sind, rechtfertigen eine Beendigung und Liquidierung im Rahmen eines einheitlichen Ausgleichsanspruchs auf der Grundlage der Ersatzbeschaffungskosten. Ob der Gläubiger dieser Ansprüche seinerseits bereits ganz oder teilweise erfüllt hat, spielt nur insofern eine Rolle, als erbrachte Teilleistungen bei der Berechnung des Ausgleichsanspruchs berücksichtigt werden.

*Zweitens:* Die gegenseitige Aufrechnung von bei Verfahrenseröffnung fälligen und nach allgemeinem Zivilrecht (§§ 387 ff. BGB) aufrechenbaren Forderungen aus bereits abgewickelten Finanztermingeschäften wird durch das Insolvenzrecht keineswegs behindert. Das ergibt sich aus § 94 InsO.

*Drittens:* Die Einzelausgleichsanprüche nach § 104 III InsO sind nach allgemeinem Insolvenzrecht ebenfalls untereinander (sowie gegen fällige Forderungen aus ab-

129 Vgl. *Berger*, S. 301-305, allgemein zum Widerstreit zwischen der „parteiautonomen Gestaltungsfreiheit und dem daraus fließenden Recht zur vertraglichen Krisenvorsorge“ und dem „absoluten Geltungsanspruch des Konkursrechts im Interesse des Masseschutzes und der Gewährleistung der Gleichbehandlung der Konkursgläubiger“.

130 So auch *Jahn*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bd. 3, § 114, Rz. 121, zur Verrechnung der „Schadensersatzansprüche“ des Art. 105 EGIInsO (= § 104 InsO) aus schwebenden Geschäften nach den §§ 53 ff. KO; *Bosch*, WM 1995, 413, 419: Der Bestimmung des Art. 105 I 3 EGIInsO (= § 104 II 3 InsO) habe es mit Bezug auf die beiderseits noch nicht voll erfüllten Finanztermingeschäfte nicht bedurft. Die Beendigungs- und Ausgleichsregelung (des § 104 I InsO) gelte für diese auch ohne Bestehen eines Rahmenvertrages.

131 Vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 12/7302, S. 149, 168, zu § 118 RegE, der noch keine dem § 104 II 3 InsO entsprechende Vorschrift für Rahmenverträge enthielt: „Der Wortlaut des RegE“ gewährleiste die Saldierungsmöglichkeit insb. in den Fällen nicht, „in denen einige der zwischen zwei Parteien geschlossenen Finanzgeschäfte von einer Partei schon voll erfüllt“ seien, „so dass bei einer getrennten Betrachtung dieser Geschäfte“ § 118 RegE [= § 104 I InsO], der wie § 117 RegE [= § 103 InsO] einen von beiden Seiten noch nicht voll erfüllten Vertrag voraussetze, nicht eingreife. Dann könnten „nicht fällige oder nicht auf Geld gerichtete Einzelforderungen bestehen, bei denen nach § 107 des Entwurfs [= § 95 I InsO] eine Aufrechnung nicht möglich“ sei.

132 S.o. B.I.1.c., S. 210.

gewickelten Geschäften) aufrechenbar. Dies entspricht der in § 104 II 3 InsO enthaltenen Wertung, welche die §§ 94-96 InsO überlagert. Rahmenverträge, die bei Insolvenz einer Vertragspartei die Verrechnung der aktuellen Marktwerte aller von ihnen umfassten Finanztermingeschäfte zu einem einheitlichen Ausgleichsanspruch anordnen, sind nach § 104 II 3 InsO insolvenzrechtlich wirksam. Wegen der oben erläuterten Ausdehnung des zwingenden Charakters der insolvenzrechtlichen Aufrechnungsbeschränkungen auf gleichwertige indirekte Gestaltungen folgt hieraus, dass nach der Wertung des Gesetzes die unmittelbare Aufrechnung entsprechender Einzelausgleichsansprüche nach § 104 III InsO ohne Rahmenvertrag durch Erklärung nach § 388 BGB ebenfalls nicht an den §§ 95 f. InsO scheitern kann. Versucht man, diese Erkenntnis in die Systematik der §§ 94-96 InsO einzuordnen, ist nur eine einzige Interpretation möglich: Das Gesetz betrachtet die Ausgleichsansprüche nach § 104 III InsO zwar als erst *nach* Verfahrenseröffnung (zwei Werktage, vgl. § 104 III 1 InsO) fällig, aber als schon *davor* (bedingt) entstanden. Dann nämlich wird § 95 I InsO auf die Ausgleichsansprüche des Gläubigers anwendbar, ohne dass für die Ausgleichsansprüche des insolventen Schuldners das Aufrechnungsverbot des § 96 I Nr. 1 InsO greifen würde. Sollten die gegenseitigen Ausgleichsansprüche nach § 104 III InsO auf unterschiedliche Währungen lauten, stellt dies nach § 95 II InsO kein Problem für die Aufrechenbarkeit dar.<sup>133</sup> Die Deutung des Ausgleichsanspruchs als mit Vertragsschluss aufschiebend bedingt entstanden entspricht im Übrigen der Auffassung des historischen Insolvenzgesetzgebers<sup>134</sup> sowie der allgemeinen Rechtsprechung zum Schadensersatzanspruch des Insolvenzgläubigers (§ 103 II InsO bzw. § 26 S. 2 KO) bei Ablehnung der Vertragserfüllung durch den Insolvenz- bzw. Konkursverwalter.<sup>135</sup>

133 Mangels besonderer vertraglicher Regelung muss die Währung der Ausgleichsforderung in Anlehnung an die Vertragswährung ermittelt werden. Vgl. Staudinger- *K. Schmidt*, § 244 BGB, Rz. 17, zum vertraglichen Schadensersatzanspruch. Siehe auch *Grothe*, S. 318, gegen die „Neutralitätsthese“ des BGH: Geldwertschulden seien währungsrechtlich nicht neutral. Die Währung des Schadensersatzes richte sich „als Konsequenz des Restitutionsgedanken“ nach der Währung des Schadens.

134 Vgl. Begr. des RegE, BT-Drucks. 12/2443, S. 145 (a.E.): Seien „mehrere Swap-Geschäfte zwischen dem Schuldner und dem anderen Teil geschlossen worden“, so könnten „die gegenseitigen Ausgleichsforderungen regelmäßig gegeneinander aufgerechnet werden“; vgl. indirekt auch die Stellungnahme des Rechtsausschusses (BT-Drucks. 12/7302, S. 149, 168, 1. Sp.), oben A.I., vor 1., Fn. 13; ebenso noch zur alten Rechtslage *Jahn*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bd. 3, § 114, Rz. 121: Die Verrechnung der aus Art. 105 EGIInsO [= § 104 InsO] entstehenden „Schadensersatzansprüche“ sei nach den §§ 53 ff. KO möglich; a.A. v. *Dryander/Meier*, ILFR July 1994, 43, 44 (ohne Begründung); ebenfalls ablehnend, zumindest unsicher der Standpunkt des BAKred im Schreiben an den Zentralen Kreditausschuss des Bundesverbands deutscher Banken e.V. v. 17.5.1996: Keine Anerkennung der riskomindernden Wirkung des Art. 105 EGIInsO ohne Netting-Vereinbarung.

135 Vgl. BGH 10.5.1978 - VIII ZR 152/77, WM 1978, 883, unter I.1.: Das (in der InsO nicht mehr aufgegriffene) Aufrechnungsverbot nach § 55 I Nr. 2 KO stehe einer Aufrechnung der Schadensersatzforderung *des Gläubigers* aus der Erfüllungsablehnung des ersten Auftrags gegen eine offene Kaufpreisforderung der Gemeinschuldnerin aus einem zweiten Auftrag nicht entgegen, weil die Forderung der Beklagten „aufschiebend bedingt bei der Konkurseröffnung *schon entstanden*“ sei und daher eine Aufrechnung nach § 54 I KO [vgl. § 95 I InsO] zulässig sei; BGH 3.12.1954 - V

Letztlich bestätigt sich damit für den Bereich der Insolvenzaufrechnung eine Beobachtung, die bereits bei der Beendigung und Liquidation des Vertrags zu machen war: Die auf ihrer objektiven Werthaltigkeit<sup>136</sup> beruhende rechtliche Verkürzung reproduzierbarer, stochastisch bedingter bzw. stochastisch wertschwankender Positionen aus laufenden (nicht notwendigerweise „schwebenden“) derivativen oder derivateähnlichen Verträgen auf eine Forderung bzw. Verbindlichkeit in Höhe ihres jeweils aktuellen Marktwertes.<sup>137</sup>

### b. Folgerungen

Die Anerkennung rahmenvertraglicher Vereinbarungen zur einheitlichen Verrechnung der Liquidationswerte aller gegenseitigen stochastisch bedingten Forderungen aus Finanztermingeschäften durch § 104 II 3 InsO liegt ebenso wie die vorzeitige Beendigung und Liquidation nach § 104 II, III InsO in der Konsequenz der finanzwirtschaftlichen Eigenschaften von Finanztermingeschäften. Daraus ergeben sich die folgenden Erkenntnisse:

Es ist nicht sachgerecht, dass § 104 InsO die privatautonome Verrechnung der Marktwerte („Netting“) mehrerer Finanztermingeschäfte zwischen zwei Vertragspartnern nicht unmittelbar anerkennt, etwa durch ausdrückliche (klarstellende bzw. konstitutive) Befreiung vom Verbot der Insolvenzaufrechnung, sondern nur mittelbar dadurch, dass sie auf die rechtliche Einheit dieser Geschäfte abstellt und hierzu konsequenterweise den Abschluss eines Rahmenvertrags verlangt. Auf diesem Wege vermeidet der Gesetzgeber die direkte Auseinandersetzung mit dem Aufrechnungsrecht. Der Sache nach wirkt § 104 II 3 InsO, wie oben (a.) festgestellt, trotzdem wie eine Befreiung vom Aufrechnungsverbot, da die entscheidenden insolvenzrechtlichen Wertungsgesichtspunkte nicht davon abhängen können, ob die Parteien einen Rahmenvertrag abgeschlossen haben oder nicht. Für die Vertragspraxis ist das Erfordernis eines Rahmenvertrags aller-

---

ZR 96/53, BGHZ 15, 333, 336: Lehne der Konkursverwalter die Erfüllung eines Kaufvertrags ab und habe der Gemeinschuldner vor der Konkurseröffnung eine Kaufpreiszahlung geleistet, so habe die Rückzahlungsschuld des Verkäufers schon vor der Eröffnung als bedingte bestanden.

136 S.o. 1.b.bb., S. 208.

137 Vgl. demgegenüber für das kanadische Recht die Identität des Ausgleichsanspruchs mit den ursprünglichen Forderungen ablehnend die Entscheidung des Ontario Court of Justice (General Division) in der Sache *Citibank Canada v. Confederation Life Insurance et. al.* (1996), 42 CBR (3d) 288 (Ont. Ct. (Gen. Div.)), aff'd, (1998), 37 OR (3d) 226, zu einer Bond Option sowie zu Swaps unter dem ISDA-MA: Citibank Canada versuchte, einen sich aus der Vertragsbeendigung ergebenden positiven Ausgleichssaldo gegen die insolvente Confederation Life Insurance Company sowie die Confederation Treasury Services Ltd. mit sonstigen („unrelated“) Bankguthaben dieser Gesellschaften aufzurechnen. Das Gericht (Justice Blair) ließ die Aufrechnung weder nach Common Law noch nach Equity zu. Die Voraussetzungen eines „legal set-off“ seien nicht erfüllt. Die Ansprüche aus den Swap-Vereinbarungen seien keine zum Zeitpunkt der Eröffnung des Insolvenzverfahrens liquidierten (aber bereits zuvor bestehenden, ursprünglichen) Vertragsansprüche, sondern Schadensersatzansprüche.

dings keine große Belastung, da sie ohnehin auch schon aus anderen Gründen Rahmenverträge abschließt und die einschlägigen Musterverträge den Anforderungen des § 104 II 3 InsO genügen.

Einzelgeschäfte, die nach dem Willen der Vertragsparteien Bestandteil eines Rahmenvertrages sind, aber selbst *nicht* die Voraussetzungen eines „Geschäfts über Finanzleistungen“ (§ 104 II InsO) erfüllen, dürfen nicht in den Gesamtausgleichsanspruch eingerechnet werden. Für sie bestimmt sich die Aufrechenbarkeit nach den allgemeinen Vorschriften der § 387 BGB, §§ 94-96 InsO. *Waretermingeschäfte* weisen dieselben insolvenzrechtlich relevanten finanzwirtschaftlichen Eigenschaften auf wie Finanztermingeschäfte. Deshalb werden sie in Bezug auf die vorzeitige Beendigung und Liquidierung in § 104 InsO wie Finanztermingeschäfte behandelt. Ihre Ungleichbehandlung hinsichtlich der Saldierungsmöglichkeit in § 104 II 3 InsO ist sachlich nicht zu rechtfertigen. Nicht zuletzt widerspricht sie der gängigen Vertragspraxis.<sup>138</sup> Eine entsprechende Analogie erscheint möglich.<sup>139</sup>

## II. Bausteineffekt

Die vorzeitige Beendigung und Liquidation derivativer und derivateähnlicher Verträge unabhängig von der Existenz eines liquiden Terminmarktes rechtfertigt sich mit der jederzeitigen Realisierbarkeit ihres objektiven Marktwertes am Kassamarkt als Folge ihrer finanzwirtschaftlichen Zerlegbarkeit in Kassainstrumente. Die darin zum Ausdruck kommende *Anerkennung der Werthaltigkeit* derivativer und derivateähnlicher Positionen erfasst nicht nur statisch duplizierbare, sondern auch dynamisch anzupassende Positionen. Die maßgebliche Betrachtung erfolgt nämlich punktuell auf den zweiten Tag nach Verfahrenseröffnung, so dass die Frage, ob die Marktteilnehmer die finanzwirtschaftlich notwendigen Anpassungen in Zukunft auch tatsächlich vornehmen werden, keine Rolle spielt.

Für die rechtliche Anerkennung des Bausteineffekts lässt sich keine generelle insolvenzrechtliche *Gleichbehandlung* zwischen natürlichen und synthetischen Finanztermin- bzw. Fixgeschäften feststellen. Nur in ganz bestimmten Fällen führt die Regelung des § 104 InsO im Ergebnis zu einer automatischen Gleichbehandlung. Voraussetzung hierfür ist, dass sämtliche Bausteine der synthetischen Position ebenfalls Finanztermin- oder Fixgeschäfte sind. Dann werden sie automatisch einzeln ebenso mit Verfahrenseröffnung liquidiert wie die duplizierten Termingeschäfte. Die Verrechnung der sich ergebenden Einzelausgleichsansprüche<sup>140</sup> ergibt dann einen Gesamtbetrag - von

138 Siehe nur ISDA-MA i.V.m. 1993 ISDA Commodity Derivatives Definitions (z.B. § 7.2(c)(iii): „Delivery Date“), die Waretermingeschäfte mit Erfüllung in Natur in den Rahmenvertrag mit einschließen.

139 S.o. bei A.II., S. 197 Fn. 56 zu einer im Ergebnis dahingehenden Überlegung im Schrifttum.

140 Zur Verrechenbarkeit s.o. I.2., S. 217 ff.

Marktunvollkommenheiten abgesehen - etwa in Höhe des Ausgleichsanspruchs aus dem natürlichen Instrument. Darüber hinaus gibt es keine systematische (automatische oder bewusste) Gleichbehandlung.

Der Anwendungsbereich des § 104 InsO lässt sich insbesondere nicht im Wege einer bewussten Integration, etwa durch eine extensive, an einer „wirtschaftlichen“ Betrachtungsweise<sup>141</sup> orientierte Wortlautinterpretation oder über eine Analogie, auf synthetische Finanz- oder Warendermingeschäfte ausdehnen. Ebenso wenig lässt sich die Vorschrift bei „synthetischen“ Nichtderivaten, die aus der gedanklichen Zusammenfassung eines Derivats mit einem Nichtderivat resultieren können, teleologisch restringieren. Dies gilt selbst dann, wenn die kombinierte Position im Zweierverhältnis besteht (symmetrischer Bausteineffekt<sup>142</sup>) und zudem von beiden Parteien bewusst zur Duplizierung eines Finanztermingeschäfts aufgebaut wurde. Eine „sinngemäße“ Anwendung des § 104 InsO auf kombinierte Kassapositionen würde unter Umständen (ex nunc) zur Rückabwicklung bereits ausgeführter dinglicher Übertragungsgeschäfte (Kassageschäfte) führen. Damit läge ein sachlich nicht zu rechtfertigender Eingriff in die Systematik des Insolvenzrechts vor, das primär auf die zivilrechtliche Gestaltung und nicht den wirtschaftlichen Gehalt abstellt.<sup>143</sup> Für dieses Rechtsgebiet ist es von entscheidender Bedeutung, ob Schuldner bzw. Insolvenzgläubiger dingliches Eigentum besitzen oder nur Inhaber schuldrechtlicher Ansprüche sind. Das entspricht der Aufgabe des Insolvenzrechts, Güter zuzuordnen.

Die insolvenzrechtliche Anerkennung der Rechtsfigur des „wirtschaftlichen Eigentums“ oder allgemeiner der „wirtschaftlichen Inhaberschaft“ an Rechten, wie sie insbesondere im Aussonderungsrecht (§ 47 InsO) des Treugebers bei Insolvenz des Treuhänders zum Ausdruck kommt,<sup>143a</sup> widerspricht dieser Einschätzung nur scheinbar. Denn dort geht es nicht etwa darum, dass die „wirtschaftliche“ Inhaberschaft dieselben finanzwirtschaftlichen Effekte (Zahlungsströme) erzeugt wie die dingliche; für das Bestehen eines Aussonderungsrechts spielt es keine Rolle, wer das finanzielle Risiko der Früchte oder Wertänderungen des betreffenden Gegenstands trägt. Da sich mithilfe von Derivaten die Risiken nicht nur von der Inhaberschaft trennen, sondern auch beliebig vervielfältigen lassen, könnte andernfalls die absurde Situation eintreten, dass bezüglich ein und desselben Gegenstands mehrere Personen aussonderungsberechtigt sind. Entscheidend für die Berechtigung zur Aussonderung ist allein die vermögensmäßige *Zuordnung* eines konkret existierenden, nicht nur finanzwirtschaftlich simulierten Gegenstands.<sup>143b</sup> Somit ist das Aussonderungsrecht des Treugebers eigentlich gar kein Fall des

141 Hierzu oben 1. Kapitel, E.II.3., S. 79 ff.

142 S.o. 1. Kapitel, D.II., S. 66.

143 Hierzu bereits oben vor A., S. 183.

143a Siehe stellvertretend für alle *Hess*, in: Obermüller/Hess, Rz. 408; noch zur entsprechenden Vorgängervorschrift des § 43 KO siehe *Gottwald*, in: Gottwald, Insolvenzrechts-Handbuch, § 41, Rz. 25 (m.w.N.), zur „uneigennütigen“ Treuhand (z.B. Inkassozession); § 41, Rz. 34-36 (m.w.N.), zur „eigennütigen“ Treuhand (z.B. Sicherungsübereignung).

143b Vgl. unten 6. Kapitel, B.II., S. 313, bei Fn. 48, zu dem insofern ähnlichen Verständnis des „wirt-

„wirtschaftlichen Eigentums“, sondern des echten, also rechtlichen Eigentums in Verbindung mit einer - wenn man so will - „wirtschaftlichen“ oder präziser gesagt insolvenzrechtlich wertenden Analyse des letzten Aktes, durch den der Gegenstand in das Vermögen des Insolvenzschuldners gelangt ist. Die Übereignung vom Treugeber an den Treuhänder ist insofern trotz ihrer formellen Wirksamkeit *inter partes* eben doch keine echte Vollrechtsübertragung i.S. einer unbedingten und endgültigen Zuweisung. Der dinglichen Verfügungen eigene Verkehrsschutz nach außen wirkt sich erst dann aus, wenn der Treuhänder seinerseits über die Sache weiter verfügt hat.

Der Fall des Scheingeschäfts, wenn also die kombinierte Position aus Kassageschäften ein Finanztermingeschäft verdecken soll, stellt keine Ausnahme von der Erkenntnis der Unmöglichkeit einer bewussten Integration im Anwendungsbereich des § 104 InsO dar, denn nach § 117 II BGB gilt hier das wirklich Gewollte bereits zivilrechtlich. Asymmetrisch synthetische Termingeschäfte, die nur aus der Sicht entweder des insolventen Schuldners oder eines Insolvenzgläubigers bestehen, scheiden darüber hinaus bereits deshalb für eine Anwendung des § 104 InsO aus, weil die vertraglichen Beziehungen zwischen Gemeinschuldner und Insolvenzgläubiger im Insolvenzrecht wie grundsätzlich auch im Vertragsrecht für beiden Seiten nur einheitlich behandelt werden können.<sup>144</sup>

Umgekehrt bleibt die Anwendbarkeit von § 104 II 1, 3 InsO erhalten, wenn ein Finanz- oder Warentermingeschäft Teil einer (symmetrischen) kombinierten Anlagestrategie ist und zusammen mit weiteren Bausteinen ein Instrument dupliziert, das seinerseits nicht im Anwendungsbereich des § 104 InsO liegt (synthetisches Nicht-Finanztermingeschäft). Ein Beispiel hierfür ist die Konstruktion eines synthetischen Darlehens zu festem Zinssatz durch die Kombination eines variabel verzinslichen Darlehens mit einem Zinsswap. Bei asymmetrischem Bausteineffekt ergibt sich diese Erkenntnis wiederum aus dem schon erwähnten Gebot der einheitlichen insolvenzrechtlichen Behandlung von Verträgen auf beiden Seiten des Vertrages. Aber selbst wenn der Darlehensgeber für den Darlehensnehmer gleichzeitig der Partner des Swapvertrags, der Bausteineffekt also symmetrischer Natur ist, kann nichts anderes gelten, solange die Vertragsparteien beide Geschäfte tatsächlich als selbständige Verträge gewollt haben und die Zahlungen aus dem „Swap“ nach dem Willen der Parteien nicht in Wirklichkeit (§ 117 II BGB) Teil der Gegenleistung für die Überlassung der Darlehensvaluta sein sollen.<sup>145</sup>

---

schaftlichen“ Eigentums im Steuerrecht.

144 S.o. 1. Kapitel, D.II., S. 68.

145 So auch für das US-amerikanische Recht die Entscheidung des US Bankruptcy Court v. 5.8.1997, *In re Thrifty Oil Co.*, 212 B.R. 147 (Bankr. S.D. Cal. 1997). Im genannten Fall lehnt es das Gericht ab, eine kombinierte, symmetrische Position als synthetisches Darlehen zu festem Zinssatz zu betrachten und dementsprechend die - zukünftigen - Swapzahlungen als Zinsen und den vertraglich vereinbarten Ausgleichsanspruch für die insolvenzbedingt vorzeitige Beendigung des Derivats (§ 6 ISDA-MA) als Vorfälligkeitsentschädigung zu qualifizieren. Die praktische Bedeutung dieser Bewertung liegt darin begründet, dass nach US-Insolvenzrecht Ausgleichsansprüche aus Derivaten privilegiert werden, während Vorfälligkeitsentschädigungen unzulässig sind; siehe die Kommentie-

### Ergebnis zu 3.

Laufende Derivate sind keine „schwebenden“ Geschäfte i.S. des § 103 InsO, weil sich bei ihnen der synallagmatische Austausch mit der Begründung der stochastisch bedingten Leistungspflichten sowie bei Optionen mit der Bezahlung der Prämie bereits vollständig verwirklicht hat.

Die sachliche Rechtfertigung der Beendigung und Liquidierung laufender Positionen aus Marktrisikogeschäften mit Barausgleich oder Erfüllung in Natur (Finanztermin- und Fixgeschäften) bei Eröffnung des Insolvenzverfahrens nach § 104 InsO liegt nicht in der Vermeidung der Spekulation oder des „cherry picking“ durch den Insolvenzverwalter. Vielmehr besteht sie in der jederzeitigen Reproduzierbarkeit der zukünftigen stochastisch bedingten Zahlungsströme bzw., bei Erfüllung in Natur, der stochastischen Wertschwankungen des geschuldeten Leistungsgegenstands. Das Insolvenzrecht reduziert den rechtlichen Gehalt laufender derivativer und derivateähnlicher Verträge für die Zwecke des Insolvenzverfahrens entsprechend deren finanzwirtschaftlichen Gehalt auf eine sofort fällige Forderung bzw. Verbindlichkeit in Höhe des aktuellen Marktwertes der Position zwei Tage nach Verfahrenseröffnung. Die „Forderung wegen der Nichterfüllung“ nach § 104 III InsO verkörpert die positiven bzw. negativen Ersatzbeschaffungskosten unter Anrechnung bereits erbrachter Teilleistungen der Parteien. Darin liegt die rechtliche Anerkennung der gegenwärtigen (latenten) Werthaltigkeit von Ansprüchen auf zukünftige, wertunsichere Zahlungs- bzw. Leistungsströme und die gleichzeitige Verkürzung des Anspruchsinhalts auf einen sofort zahlbaren Geldbetrag in Höhe ihres Wertes.

Deshalb werden alle Derivate und derivateähnlichen Geschäfte vom Anwendungsbereich des § 104 InsO abgedeckt. Sofern sie nicht Fixgeschäfte (Waretermingeschäfte) nach Abs. 1 dieser Vorschrift sind, sind sie Finanztermingeschäfte nach Abs. 2. Darüber hinaus ist § 104 II InsO auf nichtderivative, ausschließlich aleatorische Termingeschäfte (mit Barausgleich) anwendbar, sofern für sie ein liquider Terminmarkt besteht.

Die rechtliche Anerkennung von Rahmenverträgen mit einheitlicher Beendigung nach § 104 II 3 InsO ist i.S. der grundsätzlichen insolvenzrechtlichen Zulässigkeit der Aufrechnung gegenseitiger Einzelausgleichsansprüche aus unterschiedlichen Transaktionen zwischen denselben Vertragspartnern zu deuten. Aus Sicht der allgemeinen Vorschriften zur Insolvenzaufrechnung werden diese Ausgleichsansprüche im Ergebnis so behandelt, wie wenn sie bereits vor Verfahrenseröffnung entstanden wären. Das lässt sich wiederum als insolvenzrechtliche *Anerkennung der Werthaltigkeit* derivativer bzw. derivateähnlicher Positionen deuten. Die Beschränkung des § 104 II 3 InsO auf Finanztermingeschäfte und Ausschluss der Waretermingeschäfte des § 104 I InsO lässt sich sachlich nicht rechtfertigen.

Was die rechtliche *Anerkennung des Bausteineffekts* im Anwendungsbereich des § 104 InsO betrifft, ergibt sich eine automatische insolvenzrechtliche Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Derivate bzw. derivateähnlicher Geschäfte in den Fällen, wo die Bausteine der gleichwertigen synthetischen Position ihrerseits ebenfalls Fix- oder Finanztermingeschäfte sind. Eine darüber hinaus gehende, bewusste Gleichbehandlung im Wege einer von zivilrechtlichen Kategorien losgelösten, „finanzwirtschaftlichen Betrachtung“ der Tatbestandsmerkmale des § 104 I, II InsO verbieten die Eigenheiten des Insolvenzrechts.

## 4. Kapitel: Bankenaufsichtsrecht

Gegenstand des folgenden Kapitels sind die aufsichtsrechtlichen Pflichten der Finanzinstitute zur Unterlegung ihrer Markt- und Kreditrisiken mit Eigenkapital. Die einschlägigen Vorschriften enthalten detaillierte Vorgaben für die Behandlung von Derivaten im Portfolio von Finanzinstituten. Mit Finanzinstituten sind hier alle „Institute“ i.S. des § 1 Ib KWG gemeint, also *Kreditinstitute* (§ 1 I KWG) und *Finanzdienstleistungsinstitute* (§ 1 Ib KWG).<sup>1</sup> Kaufleute, die gewerbsmäßig „Derivate“ i.S. des § 1 XI 4 KWG als Kommissionäre, Makler, Vertreter oder Eigenhändler vermitteln, gelten per se als Kredit- bzw. Finanzdienstleistungsinstitute (§ 1 I 1, 2 Nr. 4; § 1 Ia 1, 2 Nr. 1, 2, 4 KWG).

### A. Hintergrund

Regelungszweck des Bankenaufsichts- oder genauer: Finanzinstitutsaufsichtsrechts ist unter anderem die Vermeidung der Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung der Institute zum Schutz der Gläubiger vor Verlusten durch Zahlungsausfall und zum Schutz des gesamten Finanzmarktes vor einer Verwirklichung des Systemrisikos.<sup>2</sup> Dabei geht man

- 
- 1 Der personelle Anwendungsbereich des sog. „Bankenaufsichtsrechts“ geht über „Banken“ im rechtstechnischen Sinne hinaus. „Banken“ sind entsprechend der Terminologie des KWG im Wesentlichen gleichbedeutend mit „Kreditinstituten“ i.S. des § 1 I KWG, die über das Betreiben von „Bankgeschäften“ definiert werden. Das ergibt sich aus der Vorschrift des § 39 I KWG zum Gebrauch der Bezeichnungen „Bank“ und „Bankier“ im Geschäftsverkehr. Demgegenüber weicht die europarechtliche Begrifflichkeit nach der Richtlinie 93/6/EWG des Rates v. 15.3.1993 „über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten“ (CAD, ABIEG Nr. L 141/1 v. 11.6.1993) von derjenigen des KWG ab und orientiert sich an der Trennung von Wertpapiergeschäft einerseits und Einlagen- und Kreditgeschäft andererseits, wie sie z.B. im Vereinigten Königreich vorgeschrieben ist. „Kreditinstitute“ i.S. des Art. 2 Nr. 1 CAD sowie des Art. 1 Nr. 1 S. 1 der Richtlinie 2000/12/EG v. 20.3.2000 „über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute“, ABIEG Nr. L 126/1 v. 26.5.2000 (vormals Art. 1, erster Gedankenstrich der Richtlinie 77/780/EWG v. 12.12.1977 „zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute“, ABIEG Nr. L 322/30 v. 17.12.1977), sind lediglich die „Einlagenkreditinstitute“ nach § 1 III 1 i.V.m. § 1 I 2 Nr. 1, 2 KWG. Die übrigen „Institute“ i.S. des § 1 Ib KWG mit Ausnahme der Anlagevermittler fallen, sofern sie „Wertpapierdienstleistungen“ i.S. des Art. 1 Nr. 1 ISD erbringen, in die Kategorie der „Wertpapierfirmen“ nach Art. 2 Nr. 2 CAD. Die „Wertpapierhandelsunternehmen“ des § 1 III 2 S. 2 KWG kommen den „Wertpapierfirmen“ i.S. der CAD nahe, sind mit Letzteren wegen der Einbeziehung von Anlagevermittlern (§ 1 III 2 S. 2 i.V.m. § 1 Ia Nr. 1 KWG) aber nicht identisch. Die ISD geht von einem weiteren Begriff der „Wertpapierfirma“ als die CAD aus; er erfasst alle juristischen Personen, die „im Rahmen ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit gewerbsmäßig Wertpapierdienstleistungen“ erbringen, und entspricht den „Wertpapierdienstleistungsunternehmen“ des § 2 IV WpHG (hierzu oben 2. Kapitel, A.II.3., S. 126).
- 2 Vgl. Begr. des RegE zum KWG 1961, BT-Drucks. 3/1114, S. 19 f., damals noch speziell zu Kreditinstituten: Danach ist die gesetzliche Regelung notwendig, damit es nicht wegen der „Zahlungs-

davon aus, dass bei Finanzinstituten das Risiko der Schockübertragung größer ist als bei sonstigen Unternehmen.<sup>3</sup> Im Gegensatz und in Ergänzung zu Einlagensicherungs- bzw. Anlegerentschädigungssystemen, die erst wirken, wenn die Insolvenz bereits eingetreten ist, ist der Grundgedanke des präventiven Gläubigerschutzes die Vermeidung einer zukünftigen Überschuldung der Institute. Hierzu dienen besondere rechtliche Anforderungen an die Vermögensstruktur von Finanzinstituten, also an die Zusammensetzung ihrer Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten. Rechtstechnisch geschieht dies durch den Begriff der „angemessenen Eigenmittel“. Diese bestehen aus dem „haftenden Eigenkapital“ und den sog. „Drittangmitteln“ (§ 10 II 1 KWG) und werden als institutseigener „Reservefonds“<sup>4</sup>, „Verlustpuffer“<sup>5</sup> oder auch „Verlustdeckungspotential“<sup>6</sup> zu dessen unsicheren Zahlungsverpflichtungen (Risiken) in Beziehung gesetzt (sog. „Solvabilitätskoeffizient“, „capital ratio“). Der Eigenkapitalunterlegung von Risiken liegt die Vorstellung zugrunde, dass Verluste nicht auf Kosten des Fremdkapitals gehen dürfen. Da sich die Institute Eigenkapital nicht nach Belieben beschaffen können, beschränken die aufsichtsrechtlichen Pflichten zur Unterlegung von Risiken mit Eigenkapital de facto den Umfang riskanter Geschäfte, welche die Institute zulässigerweise tätigen können.<sup>7</sup>

Die Anforderungen an die Vermögensstruktur von Finanzinstituten gehen über die allgemeinen gesellschafts- und strafrechtlichen Kriterien, die unter dem Gesichtspunkt der Insolvenzverschleppung das Betreiben von Geschäften trotz Überschuldung bzw. Zahlungsunfähigkeit verbieten (§§ 64 I, 84 GmbHG; §§ 92 II, 401 AktG), weit hinaus. Beschränkt wird nämlich in bestimmtem Umfang bereits das Eingehen des bloßen *Risikos* der zukünftigen Überschuldung, soweit es von bestehenden Positionen des Aktiv- und Passivvermögens ausgeht. Im Interesse eines möglichst umfassenden Risikoschutzes finden nicht nur bilanzwirksame, sondern auch (gegenwärtige) bilanzunwirksame Positionen Berücksichtigung. Denn heute bilanzunwirksame Positionen können morgen zu (überschuldungs-) bilanzwirksamen und damit insolvenzrelevanten Verlusten führen. Auch der herkömmliche gesellschaftsrechtliche Kapitalerhaltungsschutz (§§ 30 f.

---

einstellung eines größeren Kreditinstituts“ zum „gefürchteten allgemeinen »Run« auf die Bankenshalter“ kommen kann; allgemein zum Systemrisiko auch obens.o. I. Kapitel, B.II.3., S. 50 f.

3 Siehe z.B. *G. Franke*, in: Schneider (Hrsg.), S. 429, 438: In einem „vollkommen kompetitiven“ Finanzmarkt sei eine Bankenaufsicht überflüssig. Wenn Banken jedoch durch ihre Geschäftspolitik „negative externe Effekte“ für die Volkswirtschaft erzeugen oder erzeugen könnten, die nicht durch den Marktmechanismus internalisiert würden, könne dies eine über die allgemeine Gewerbeaufsicht hinausgehende Bankenaufsicht rechtfertigen. Speziell für Kreditinstitute kritisch auf der Grundlage empirischer Untersuchungen *Kaufman*, 8 J. Fin. Serv. Res. 123 ff., 143 (1994): Es sei zwar nachweisbar, dass die Schockübertragung bei Banken schneller vonstatten gehe als bei Nichtbanken. Es gebe aber keinen Beweis für den weit verbreiteten Glauben, die Schockübertragung könne selbst finanziell gesunde Banken, das Finanzsystem, ja die gesamte Volkswirtschaft in einem Dominoeffekt zum Zusammenbruch bringen.

4 Vgl. *Möschel*, Int. Enc. Comp. L., Vol. IX, Ch 3, S. 97, Nr. 232.

5 *Fabritius*, in: Rudolph (Hrsg.), S. 277, 282.

6 *Matzke/Seifert*, ZBB 1998, 152: Das Verlustdeckungspotential solle eine Maßgröße für die Fähigkeit eines Kreditinstituts sein, mögliche Verluste aus eigener Kraft aufzufangen.

7 Siehe *Büschgen*, S. 549, der angesichts der Eigenkapitalanforderungen von der „Geschäftsbegrenzungsfunktion des Eigenkapitals“ (Stichwort) spricht.

GmbHG; §§ 57 f., 62 AktG) lässt sich in gewisser Weise als (sanftes) Gebot der Eigenkapitalunterlegung von Risiken begreifen. Er verbietet nämlich offene oder verdeckte Gewinnausschüttungen, soweit der Gesamtbetrag der Aktiva nicht höher ist als die Summe aus satzungsmäßigem Gesellschaftskapital (bei der AG zuzüglich Rücklagen) und Verbindlichkeiten. Der aufsichtsrechtliche Eigenkapitalschutz ist aber in viel stärkerem Maße risikosensibel. Er begnügt sich nicht mit dem Gesellschaftskapital als pauschalem, alle Verlustrisiken abdeckenden Finanzpuffer, sondern er verlangt zusätzliche Eigenmittel für solche Risiken, die in bestimmter Weise identifizierbar und quantifizierbar sind. Die Konzeption des Solvabilitätskoeffizienten begrenzt das Maß der zulässigen *Unsicherheit* bezüglich des Bestands von Aktiva und Passiva.<sup>8</sup> Das Verlustdeckungspotential wird auf der Basis des (handels-) bilanziellen, unterjährig fortgeschriebenen<sup>9</sup> Eigenkapitals (§ 272 HGB)<sup>10</sup> und diverser Korrekturposten, unter anderem zur Erfassung bilanzunwirksamer Positionen,<sup>11</sup> auf der Aktiv- und Passivseite (§ 10 II2a, IIb, IIc, IIIa, IIIb, V-VII, § 64e V KWG) gemessen und zu bestimmten Risikoindikatoren für die einzelnen Vermögenspositionen des Instituts in Relation gesetzt.<sup>12</sup> Die entsprechenden Risiko-Anrechnungsbeträge wirken ebenso wie die besonderen Vorschriften zur Ermittlung der unterlegungsfähigen Eigenmittel als Korrekturposten auf der Aktiv- und Passivseite der Bilanz. Betroffen hiervon sind nach der derzeitigen Rechtslage Markt- und Kreditrisiken sowie in Zukunft wahrscheinlich auch sog. operative Risiken.<sup>13</sup> Marktrisiken können wie Kreditrisiken<sup>14</sup> jeweils auf der Aktiv- und auf der Passivseite der Bilanz wirken.

Nach dem vom BAKred in „Grundsatz I“ (GS I) zu § 10 KWG niedergelegten, vor allem auf den Vorgaben der EG-Kapitaladäquanzrichtlinie (CAD)<sup>15</sup> aufbauenden Rege-

- 
- 8 Vgl. *Rudolph*, WISU 1991, 596, 598: Die aufsichtsrechtlichen Mindesteigenkapitalvorschriften sollten „das Risikoniveau der Banken beschränken und damit die Wahrscheinlichkeit eines Bankzusammenbruchs vermindern helfen“; ähnlich *Krümmel*, S. 4 f.
- 9 Siehe zur „Dynamisierung der Mehrheit der aufsichtsrechtlichen Eigenmittel“ mittels von Zurechnungs- oder Abzugstatbeständen die Begr. des RegE zur 6. KWG-Novelle, BT-Drucks. 13/7142, unter A.V., S. 75 f.; ferner *Boos*, in: *Boos/Fischer/Schulte-Mattler*, § 10 KWG, Rz. 6; *Matzke/Seifert*, ZBB 1998, 152, 158; *Fischer*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Ergänzungsband 1999, Nachtrag zu §§ 125-133, Rz. 89.
- 10 Siehe zum unübersichtlichen Zusammenhang zwischen aufsichts- und bilanzrechtlichem Eigenkapitalbegriff im Einzelnen *Matzke/Seifert*, ZBB 1998, 152, 153-159, insb. S. 158. Das KWG selbst verwendet den Begriff des „bilanziellen Eigenkapitals“ nicht.
- 11 S.u. 5. Kapitel, B.I.1., S. 258 f., zur grundsätzlichen „Bilanzunwirksamkeit“ derivativer Festgeschäfte auf der Basis der herkömmlichen Ansicht.
- 12 *Matzke/Seifert*, ZBB 1998, 152, 152 f.
- 13 Vgl. *BCBS*, Juni 1999, Tz. 9, 13, 30, mit entsprechenden Vorschlägen zur Änderung der Basler Eigenkapitalvereinbarung von 1988; zum Begriff des operativen Risikos s.o. 1. Kapitel, B.II.2., S. 49 f. Kritisch zur Nichtberücksichtigung von „Betriebsrisiken“ bei der Frage der Angemessenheit der Kapitalunterlegung bereits *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht Oktober 1993, S. 47, 59.
- 14 Zum Phänomen des Markt- und Kreditrisikos allgemein sowie in Zusammenhang mit Derivaten oben 1. Kapitel, B.I. bzw. II.1., S. 37 ff., 45 ff.
- 15 EG-Richtlinie 93/6/EWG des Rates vom 15.3.1993 „über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten“, ABIEG Nr. L141 v. 11.6.1993, S. 1.

lungssystem<sup>16</sup> hängen Art und Umfang der Eigenkapitalunterlegung im Einzelnen von der Art der risikotragenden Position („Risikoaktiva“ bzw. „Marktrisikopositionen“, § 2 I, II GS I) und der Risikoursache (Kreditrisiko oder Marktrisiko) ab. *Zunächst* wird die Summe aller in einer besonderen Weise gewichteten und ein (direktes oder indirektes) Kreditrisiko tragenden Bilanzpositionen (sog. „Risikoaktiva“) des Aktiv- und Passivvermögens, die keine sog. „Marktrisikopositionen“ (§ 2 II 2 GS I) sind, auf das höchstens 12,5-fache (= 100/8) des in der Bilanz ausgewiesenen, mit bestimmten Korrekturposten modifizierten „haftenden Eigenkapitals“ (= Reinvermögen, auf dessen Bestand der Verkehr vertraut) beschränkt. Das entspricht einem Solvabilitätskoeffizienten“ von 8/100 (§ 2 I GS I). Die sog. „Eigenkapitalunterlegung“ der Risikoaktiva (§ 2 I GS I) bedeutet insofern nichts weiter, als dass die gewichteten Risikoaktiva nur einen bestimmten Anteil (nämlich höchstens 92 %) des Gesamtvermögens ausmachen dürfen. *Zudem* werden ganz bestimmten Marktrisikopositionen (innerhalb und außerhalb des Handelsbuchs) sog. „Anrechnungsbeträge“ zugeordnet, wobei die Summe dieser Anrechnungsbeträge täglich zum Geschäftsschluss den Rest des noch nicht für die Eigenkapitalunterlegung der gewichteten Risikoaktiva „verbrauchten“ Eigenkapitals, vermehrt um die in der Bilanz nicht als Eigenkapital ausgewiesenen kurzfristigen nachrangigen Verbindlichkeiten (§§ 10 IIc S. 1 Nr. 2, VII KWG, sog. „Dritttrangmittel“), nicht übersteigen darf.<sup>17</sup>

In einer Formel ausgedrückt gestalten sich die Anforderungen an die Risikounterlegung so:<sup>18</sup>

$$8 \% \leq \frac{\text{verfügbares haftendes Eigenkapital} + \text{genutzte Dritttrangmittel}}{\text{gewichtete Risikoaktiva} + 12,5 \cdot \sum \text{Anrechnungsbeträge für die Marktrisikopositionen}}$$

Der Einsatz von *Derivaten* (oder derivateähnlichen Geschäften) durch ein Finanzinstitut berührt den Anwendungsbereich der aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen zweifach: In Zusammenhang mit den Verlustrisiken (B.) und bei der Bestimmung der Eigenmittel (C.). Beide Aspekte sollen nachfolgend im Einzelnen untersucht werden. Das Augenmerk liegt auf den besonderen finanzwirtschaftlichen Eigenschaften der genannten Instrumente und die Bedeutung, die diese Eigenschaften innerhalb der Gesamtstruktur der Regelung entfalten. Nicht eingegangen werden kann auf die überge-

16 Zum Rechtscharakter des auf § 10 I 2 KWG gestützten GS I siehe VG Berlin 22.1.1996 - 25 A 628.93, WM 1996, 1309, 1311: Die vom BAKred zu § 10 KWG aufgestellten Grundsätze seien „weder »Rechtsnormen« noch Verwaltungsakte“, sondern stellen „Programmgrundsätze“ dar, die den Rahmen eines „Beurteilungsspielraumes“ aufzeigten, wenn die Frage der Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung zu beantworten sei.

17 Vgl. die entsprechenden internationalen Vorgaben des BCBS, Januar 1996, S. 9: Bei der Berechnung des anrechenbaren Kapitals müsse zunächst der Eigenkapitalbedarf der Bank zur Unterlegung des Kreditrisikos errechnet werden. Erst danach könnten die Eigenkapitalanforderungen für das Marktrisiko ermittelt werden, denn nur so sei festzustellen, wieviel Eigenkapital der Klassen 1 und 2 („tier 1“, „tier 2“) zur Unterlegung des Marktrisikos zur Verfügung stehe.

18 Ähnlich BAKred, Erläuterungen (zu § 2 GS I), S. 18.

ordnete Frage nach der Zweckmäßigkeit der Eigenkapitalunterlegung im Allgemeinen sowie ihrer teilweise sehr komplexen Ausgestaltung im Detail.<sup>19</sup>

## B. Derivate als Risikopositionen

Aufsichtsrechtlich relevante Verlustrisiken könnten sich bei Derivaten und derivateähnlichen Geschäften aus den ständigen (täglichen) Schwankungen des Basiswerts ergeben, und zwar direkt als Marktrisiken und indirekt als Kreditrisiken. Im Gegensatz zum Vertrags- und Insolvenzrecht stehen hierbei die stochastisch bedingten bzw. wertschwankenden Positionen aus diesen Geschäften, nicht aber das Vertragsgefüge als solches im Vordergrund. Soweit deshalb im Folgenden von Risikopositionen in Derivaten oder derivateähnlichen Geschäften die Rede ist, sind damit auch wertschwankende Ansprüche aus diesen Geschäften gemeint, die auf dem Sekundärmarkt erworben wurden.

### I. Marktrisiken

Die *Marktrisiken* aus Derivaten äußern sich in der Möglichkeit des Entstehens bilanzwirksamer Zahlungspflichten (Passivseite der Bilanz) und/oder der Möglichkeit des zukünftigen völligen oder teilweisen Wegfalls vorhandener (aktivisch bilanzwirksamer oder -unwirksamer) Vermögenswerte. Derivate mit symmetrischer Risikostruktur vereinigen beide Facetten gleichzeitig in sich. Bilanzwirksam sind diese Verlustmöglichkeiten grundsätzlich nur insoweit, wie sie sich in bereits eingetretenen Marktwertverlusten des betreffenden Derivats manifestieren.<sup>20</sup>

#### 1. Regelungsansatz

Nach der geltenden Konzeption werden Marktrisiken nur bei „Marktrisikopositionen“ (§ 2 II 2, § 5 GS I), nicht aber bei den übrigen Vermögenspositionen berücksichtigt.<sup>21</sup> „Marktrisikopositionen“ sind zunächst die Währungs- und die Rohwarengesamtposition

19 Siehe z.B. *D. Schneider*, in: Schneider (Hrsg.), S. 85, 104: Die den Eigenkapitalanforderungen zugrunde liegende Hypothese, ein sinkender Verschuldungsgrad mindere das Insolvenzrisiko, sei nicht „testbar“. Die Normen zur Eigenkapitalunterlegung würden „als Konventionen“ erscheinen, „die so, aber auch anders geregelt werden“ könnten, „ohne dass eindeutige Richtungsaussagen über eine Veränderung des Insolvenzrisikos ableitbar“ seien; siehe ferner die Nachweise bei *Bieg*, S. 125 Fn. 797-799. Für Einzelkritik z.B. an der Jahresband- und Durationsmethode als Instrumente zur Bewertung von Zinsrisiken siehe z.B. *Rudolph*, ZBB 1994, 177, 126 („ineffizient“), und die Nachweise unten bei B.I., Abschn. 2.a.aa., Fn. 65.

20 S.u. 5. Kapitel, B.I., S. 258 ff.

21 Der Begriff der „Marktrisikoposition“ ist insofern missverständlich, als er den Eindruck erweckt,

des gesamten Institutsvermögens (§§ 5 I, II, 14 f., 16 f. GS I).<sup>22</sup> Zur „Währungsgesamtposition“ zählen nach § 15 I Nr. 2, 4, 5, II Nr. 2, 4, 5 GS I unter anderem ausdrücklich „Liefer- und Zahlungsansprüche“ bzw. ebensolche Verbindlichkeiten aus Terminkäufen, Swaps und Optionen über Devisen und Gold sowie über andere Basiswerte, soweit die Zahlungen in ausländischer Währung zu erfolgen haben. Nach § 16 II Nr. 2, 3 bzw. III Nr. 1, 2 GS I umfasst die Rohwarenposition „Lieferansprüche“ bzw. „Lieferverpflichtungen“ aus Swaps, Terminkäufen und Optionen.<sup>23</sup> „Marktrisikopositionen“ sind darüber hinaus die Zins-<sup>24</sup> und Aktienrisiken eines besonders risikosensiblen Teilbereichs des Vermögens, der dem „Wertpapierhandel“<sup>25</sup> zugeordnet und als „Handelsbuch“ („trading book“) bezeichnet wird (§§ 5 III, 18-27 GS I).<sup>26</sup> Im Gegensatz zum Handelsbuch steht das sog. „Anlagebuch“ (deutlicher die englische Begrifflichkeit: „banking book“<sup>27</sup>). Es betrifft die sonstigen Geschäftsbereiche, insbesondere das klassische Bankgeschäft der Kreditgewährung und Refinanzierung durch Entgegennahme von Einlagen.<sup>28</sup> Nach § 1 XII 1 KWG (ähnlich: Art. 2 Nr. 6 CAD) umfasst das Handelsbuch unter anderem den Eigenhandel mit „Finanzinstrumenten“ in der Absicht der „kurzfristigen“ Erzielung eines „Eigenhandelserfolges“<sup>29</sup> durch Ausnutzung von „Preis- und Zins-

die übrigen Positionen könnten keinen Marktrisiken ausgesetzt sein.

- 22 GS I ging mit der Einbeziehung von Rohwarenpositionen über die CAD in ihrer ursprünglichen Fassung hinaus (so ausdrücklich *BAKred*, Erläuterungen, S. 10). Damit entsprach die Regelung den Vorgaben aus der Änderung der Basler Eigenkapitalvereinbarung von 1996 (Part A.4, „Commodities risk“, S. 27-31). Inzwischen hat der europäische Gesetzgeber aber mit der Richtlinie 98/31/EG v. 22.6.1998 zur Änderung der CAD nachgezogen. Vgl. Art. 2 Nr. 6 lit. a n.F., Anhang VII („Warenpositionsrisiko“) n.F. CAD.
- 23 Rohwaren sind Produkte der Urproduktion aus Bergbau und Landwirtschaft, daraus erzeugte Halbfabrikate wie z.B. Metalle oder Legierungen sowie Fertigprodukte wie beispielsweise Zucker (*Boos/Schulte-Mattler*, Die Bank 1997, 556, 559). Eine Ausnahme im Bereich der Edelmetalle bildet Gold, das den Fremdwährungspositionen zugerechnet wird (§ 5 I, II GS I).
- 24 Inzwischen kündigt sich eine Änderung der Basler Eigenkapitalvereinbarung dahingehend an, dass Zinsrisiken, zumindest wenn sie überdurchschnittlich hoch sind, auch innerhalb des Anlagebuchs (zum Begriff gleich anschließend im Text) unterlegungspflichtig werden sollen (*BCBS*, Juni 1999, S. 6, Tz. 9; Annex 2, F.1.).
- 25 So die Terminologie der deutschen Version der CAD.
- 26 So die Begrifflichkeit der englischen Version der genannten Richtlinie. KWG (vgl. die Definition in § 1 XII KWG) und GS I vermeiden den Begriff des „Wertpapierhandels“, wohl um Konflikte mit dem WpHG zu vermeiden, und lehnen sich mit dem Begriff des „Handelsbuchs“ an den englischen Sprachgebrauch an. Ursprünglich geht die Konzeption des Handelsbuchs zurück auf den Konsultationsvorschlag des *BCBS* vom April 1993 (siehe dort Tz. 8), der zur Änderung der Basler Eigenkapitalvereinbarung vom Januar 1996 führte (siehe dort S. 1). Wegen der durch die Sonderbehandlung der Handelsbuchpositionen bestehenden Möglichkeiten der Regelungsarbitrage arbeitet das *BCBS* inzwischen an einer inhaltlichen Anpassung der Eigenkapitalregeln für Markt- und Kreditrisiken inner- und außerhalb des Handelsbuchs. Siehe *BCBS*, Juni 1999, Tz. 29, 88.
- 27 Z.B. *BCBS*, Januar 1996, S. 2; *BCBS*, Juni 1999, Tz. 88.
- 28 Vgl. § 1 XII 4 KWG: „Das „Anlagebuch bilden alle Geschäfte eines Instituts, die nicht dem Handelsbuch zuzurechnen sind“.
- 29 „Eigenhandelserfolg“ ist gemäß der Begr. des RegE zur 6. KWG-Novelle (BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997 (unter B.I., Zu Nr. 3, lit. k, cc.) der (positive) Nettoertrag aus Finanzgeschäften i.S. des § 340c I HGB.

schwankungen“<sup>30</sup> (Nr. 1), die „Bestände und Geschäfte zur Absicherung von Marktrisiken“ (Hedge-Positionen<sup>31</sup>) aus diesen Instrumenten (Nr. 2) sowie die „Forderungen in Form von Gebühren, Provisionen, Zinsen, Dividenden und Einschüssen, die mit den Positionen des Handelsbuchs unmittelbar verknüpft sind“ (Nr. 4). Die Institute müssen selbst definieren, welche Zeitspanne sie im Rahmen des Eigenhandels nach Nr. 1 als „kurzfristig“ behandeln, und diese Entscheidung dem BAKred und der Deutschen Bundesbank kundtun (vgl. § 1 XII 5 KWG).<sup>32</sup> Dabei steht ihnen ein Regelungsermessen zu.<sup>33</sup>

Finanzinstrumente sind nach § 1 XI 1 KWG „Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Devisen oder Rechnungseinheiten“<sup>34</sup> sowie Derivate“.<sup>35</sup> „Derivate“ sind gemäß § 1 XI 4 KWG „als Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte ausgestaltete Termingeschäfte“, „deren Preis unmittelbar oder mittelbar abhängt“ vom Marktwert von „Wertpapieren“, „Geldmarktinstrumenten“, „Waren oder Edelmetallen“,<sup>36</sup> vom Kurs von „Devisen oder Rechnungseinheiten“ oder von „Zinssätzen oder andere Erträgen“.<sup>37</sup> Die „Preisabhängigkeit“ des Gesamtgeschäfts ist wie bei § 2 II WpHG i.S. des gängigen Begriffsmerkmals der Ableitbarkeit des Wertes zu verstehen<sup>38</sup> und erfasst gleichermaßen Geschäfte mit Barausgleich und mit Erfüllung in Natur. Die Definition geht über den hier vertretenen De-

30 Dies kann durch Transaktionen am Sekundärmarkt geschehen (so ausdrücklich § 1 XII 1 Nr. 1 KWG: „Unterschiede zwischen den Kauf- und Verkaufspreisen“) oder durch das „partielle oder vollständige Schließen der Marktrisikoposition durch ein Absicherungsgeschäft (Gegengeschäft)“ (BAKred, RS 17/99, unter IV.1.2.).

31 Die Absicherungsinstrumente müssen sich einer oder mehreren Positionen des Handelsbuches zuordnen lassen. Das Portfolio-Hedging wird anerkannt (BAKred, RS 17/99, Tz. 3).

32 Hierzu BAKred, RS 17/99, unter IV.1.2.

33 BAKred, RS 17/99, unter III.2.1.

34 Dies betrifft Devisen vergleichbare Rechnungseinheiten, die keine gesetzlichen Zahlungsmittel sind, wie z.B. IWF-Sonderziehungsrechte, „Währungskörbe“ supranationaler Organisationen, Verrechnungseinheiten im Rahmen von Countertrade-Geschäften (BAKred, Anhang zu RS 17/99, Tz. 6).

35 Die CAD verweist für den Begriff des „Finanzinstruments“ auf die engere Definition des Abschn. B des Anhangs der ISD (ABIEG Nr. L 141/27 v. 11.6.1993) ergänzt diesen Begriff aber in Art. 2 Nr. 6 lit. b um die „abgeleiteten Instrumente des Freiverkehrs“ (in der englischen Version: „over-the-counter (OTC) derivative instruments“).

36 Derivate über „Waren oder Edelmetalle“ sind nach § 1 XII 3 KWG allerdings nicht dem Handelsbuch zuzurechnen. Risikomäßig werden diese Instrumente aber ohnehin von der Kategorie der „Rohwarenposition (§ 16 f. GS I) umfasst.

37 Siehe BAKred, RS 17/99, Anlage, Tz. 6: Hier werden beispielhaft genannt Aktienindex-Futures und -Optionen, Aktienoptionen, Edelmetall-Futures und -Optionen, Währungs-, Zins-, Warenpreisindex-Swaps, Warentermingeschäfte und -optionen, Zinsoptionen einschließlich Caps, Collars, Floors, Swaptions, Zinstermingeschäfte, zinsbezogene Indexfutures und FRA. Eine abschließende Aufzählung, so heißt es, sei „aufgrund der Produktvielfalt nicht möglich“. Dieselben Instrumente werden beispielhaft („insbesondere“) bereits in der Begr. des RegE eines „Gesetzes zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften“ genannt: BT-Drucks. 13/7142 v. 6.3.1997, unter B.I., Zu Artikel I („Änderung des KWG“), zu Nr. 3, lit. k, bb. („Abs. 11; Finanzinstrumente“). Die Gruppe der „Finanz-Swaps“ findet dort übrigens nicht nur in Zusammenhang mit dem Begriff der „Derivate“, sondern auch bei den „Geldmarktinstrumenten“ Erwähnung.

38 S.o. 1. Kapitel, A.I., S. 11.

ivatebegriff insoweit hinaus, als sie auch derivateähnliche Geschäfte<sup>39</sup> einschließt; isoliert abgetretene stochastisch bedingte Forderungen aus derivativen und derivateähnlichen Verträgen wird man entsprechend dem Sinn der Eigenkapitalunterlegung ebenfalls einbeziehen müssen. In Bezug auf den Kreis der erfassten Basiswerte bleibt die KWG-Definition wegen des abschließenden Charakters der Aufzählung jedenfalls vom Wortlaut her hinter dem hier vertretenen Begriffsverständnis zurück.<sup>40</sup> Praktisch relevant ist diese Beschränkung derzeit allerdings nicht, da nach der gegenwärtigen Marktlage alle denkbaren, ausreichend liquiden und lagerfähigen Basiswerte eingeschlossen sein dürften. Marktrisiken aus Derivaten und derivateähnlichen Geschäften des *Anlagebuchs* brauchen nach dieser Konzeption nicht mit Eigenkapital unterlegt zu werden. Das betrifft vor allem den Einsatz dieser Instrumente zum Hedging von Positionen des *Anlagebuchs*.<sup>41</sup>

Alle Marktrisikopositionen sind zur Ermittlung der Anrechnungsbeträge gemäß den §§ 14-26 GS I separat nach Wertpapiergattung, d.h. Risikoart<sup>42</sup> miteinander zu verrechnen<sup>43</sup> und mit bestimmten pauschalisierten Risikokoeffizienten zu gewichten. Die Berücksichtigung von Korrelationseffekten zwischen einzelnen Risikogattungen ist nur in zwei Fällen vorgesehen: bei „nachweislich eng verbundenen Währungen“ (§ 14 IV, V GS I)<sup>44</sup> und bei Aktien, sofern sie vollständig einen Aktienindex nachbilden und in einem Aktienindexkontrakt verkörpert sind.<sup>45</sup>

Alternativ zur soeben beschriebenen Risikoerfassung dürfen die Institute im gesamten Bereich der Marktrisikopositionen (inner- und außerhalb des Handelsbuchs) oder in Teilen hiervon unter bestimmten Voraussetzungen<sup>46</sup> hausinterne Risikomessmodelle verwenden, sofern das BAKred deren Eignung zuvor auf Antrag des Instituts schriftlich bestätigt hat (§§ 2 II 3, 32-37 GS I).<sup>47</sup> Diese internen Modelle beinhalten

39 S.o. 1. Kapitel, A.III., S. 13 ff.

40 Hierzu bereits oben 1. Kapitel, A.V.2.a. (a.E.), S. 26.

41 Vgl. *BCBS*, Januar 1996, S. 3, Tz. 3.

42 Aktienindexgeschäfte brauchen im Gegensatz etwa zu Rentenindexgeschäften nicht als Geschäfte in einer eigenen Wertpapiergattung betrachtet zu werden, sondern dürfen in die „dem Aktienindex zugrunde liegenden einzelnen Aktien aufgeschlüsselt werden“ (§ 26 GS I; Anhang I Nr. 35 CAD). Siehe hierzu unten 2.a.aa., S. 237.

43 Siehe § 14 I, II GS I (Verrechnung von Fremdwährungs- und Goldpositionen), § 16 I 1, IV GS I (Verrechnung von Rohwarenpositionen), § 19 I, II GS I (Zerlegung und Verrechnung von Handelsbuchrisikopositionen), § 28 (Zerlegung von Optionspositionen).

44 Eine gewisse, allerdings stark pauschalisierte Berücksichtigung von Korrelationseffekten zwischen nicht eng verbundenen Währungen ist darüber hinaus durch § 14 II 2 GS I zu verzeichnen. Nach dieser Vorschrift wird die Netto-Position der Bestände bzw. Forderungen in unterschiedlichen Fremdwährungen nicht einfach zur Netto-Position der Verbindlichkeiten in sonstigen Fremdwährungen addiert, sondern maßgeblich ist der „betragsmäßig größere der beiden Beträge“. Diese, „in der CAD wie auch in den Basler Marktrisikoregelungen zwingend vorgeschriebene Methode berücksichtigt die in der Realität bis zu einem gewissen Grad vorhandenen Zusammenhänge von Bewegungen der Kurse fremder Währungen (Korrelationen)“ (*BAKred*, Erläuterungen, S 70, zu § 14).

45 S.u. bei 2.a.aa., S. 237.

46 §§ 34-36 GS I; hierzu ferner *BAKred*, Merkblatt „Unterlagen für die Prüfung der Eignung des eigenen Risikomodells“ v. 1.12.1997.

47 Europarechtliche Grundlage dieser Regelung ist Anhang VIII („Verwendung interner Modell“) der

„mathematisch-statistische Strukturen und Verteilungen zur Ermittlung risikobeschreibender Kennzahlen, insbesondere des Ausmaßes und Zusammenhangs von Kurs-, Preis- und Zinssatzschwankungen (Volatilität und Korrelation)“ (§ 32 II 2 GS I) und basieren nach § 32 II GS I auf der Konzeption des täglich zu ermittelnden sog. „Value at Risk“ (VaR, auch: „Money at Risk“),<sup>48</sup> der in den §§ 33, 37 GS I als „potentieller Risikobetrag“ bezeichnet wird. Dabei handelt es sich um eine Kennzahl, die den maximalen, in Geld ausgedrückten Verlust bestimmt, den ein bestimmtes Portfolio von Positionen bei einer vorgegebenen Haltedauer (10 Arbeitstage, § 34 Nr. 1 GS I) mit einer vorgegebenen Wahrscheinlichkeit („Wahrscheinlichkeitsniveau“<sup>49</sup> von 99 %, § 34 Nr. 2 GS I) erleiden könnte.<sup>50</sup>

## 2. Bausteineffekt

Der Bausteineffekt<sup>51</sup> derivativer und derivateähnlicher Instrumente bildet für die aufsichtsrechtliche Eigenkapitalunterlegung der Marktrisiken eine besondere Herausforderung. Zweck der Eigenkapitalanforderungen ist der Schutz der Institute vor Überschuldung infolge unerwarteter Schwankungen des Aktiv- bzw. Passivvermögens. Maßgebend für die Beurteilung der Angemessenheit des bestehenden Eigenkapitals sind deshalb im Ausgangspunkt zwei Aspekte: der *gegenwärtige* Bestand des Vermögens sowie Wahrscheinlichkeit und Ausmaß seiner *zukünftigen* Schwankungen. Genau auf diese Kriterien bezieht sich auch die finanzwirtschaftliche Gleichwertigkeit natürlicher und synthetischer Positionen entsprechend dem Bausteineffekt. Sie bedeutet, dass beide Positionen, vorbehaltlich der Möglichkeit des Zahlungsausfalls (Kreditrisiken<sup>51a</sup>), gegenwärtig gleich viel wert sind und dass sie in Zukunft bei Fälligkeit oder vorzeitiger Glattstellung zu identischen, gegenwärtig noch unsicheren Zahlungsströmen führen werden,

---

CAD, eingefügt durch Nr. 5 des Anhangs der Richtlinie 98/31/EG v. 22.6.1998 zur Änderung der CAD; siehe zuvor bereits BCBS, Januar 1996, S. 38-47.

48 BAKred, Erläuterungen, S. 169 (zu § 32 GS I).

49 In der Praxis spricht man auch von „Konfidenzniveau“.

50 Zu den Anforderungen an die Risikomodelle siehe neben den §§ 32 II, III, §§ 34-37 GS I das o.g. Merkblatt des BAKred v. 1.12.1997 (Fn. 46).

51 Der „Bausteineffekt“ als finanzwirtschaftliche Eigenschaft derivativer Instrumente darf nicht mit dem aufsichtsrechtlichen „Bausteinprinzip“ (BAKred, Erläuterungen zu vor § 18, S. 88) oder „building-block approach“ verwechselt werden. Das ist ein (nicht auf Derivate beschränktes) zweistufiges Standardverfahren zur Bemessung der Zins- und Aktienrisiken des Handelsbuchs (s.u. Abschn. a.aa.) durch Aufspaltung der Risikoposition in einen allgemeinen und einen spezifischen Risikoteil (§§ 20, 23 GS I; Art. 4 I lit. i i.V.m. Anhang I CAD). Das Bausteinprinzip geht zurück auf das BCBS-Konsultationspapier v. April 1993, Tz. 10 (vgl. auch BCBS, Januar 1996, S. 9 ff., S. 19). Es bildet eine konzeptionelle und praktische Basis für die Berücksichtigung von Korrelationen zwischen Wertpapieren unterschiedlicher Emittenten (vgl. Schoppmann, in: Bertuch-Samuels/Störmann (Hrsg.), S. 119, 124) und beruht auf den Erkenntnissen der Portfoliotheorie, die besagt, dass das spezifische (unsystematische), nicht aber das allgemeine (systematische) Risiko in einem gut diversifizierten Portfolio verschwindet (Burghoff/Rudolph, S. 177).

51a Zum Bausteineffekt im Rahmen der Eigenkapitalunterlegung von Kreditrisiken s.u. II.2., S. 244 ff.

also mit identischen Marktrisiken verbunden sind.<sup>52</sup> In der Konsequenz dieser Erkenntnisse liegen identische Eigenkapitalanforderungen für die Marktrisiken (anders: Kreditrisiken) aus natürlichen und synthetischen Positionen (Kassainstrumente, Derivate). Dies gilt für den statischen wie für den dynamischen Bausteineffekt. Denn angesichts der täglichen Neuberechnung und Korrektur der Eigenkapitalerfordernisse kommt es nicht darauf an, ob das Institut tatsächlich vorhat, eine bestimmte kombinierte und im Betrachtungszeitpunkt mit einem natürlichen Finanzinstrument identische Position innerhalb ihres Portfolios auch in Zukunft entsprechend den finanzmathematischen Erfordernissen dynamisch anzupassen.<sup>53</sup> Die aufsichtsrechtliche Eigenkapitalunterlegung der Marktrisiken erscheint also geradezu prädestiniert für die rechtliche Anerkennung des Bausteineffekts derivativer und derivateähnlicher Geschäfte. Inwieweit das geltende System der Eigenkapitalunterlegung dieser Vorgabe gerecht wird, soll im Folgendem getrennt für die Standardverfahren (a.) und interne Modelle (b.) untersucht werden.<sup>54</sup>

#### a. Standardverfahren

Systematisch lässt sich die Fragestellung aufgliedern in die Gleichbehandlung natürlicher Derivate (bzw. derivateähnlicher Geschäfte) mit entsprechenden synthetischen, aus Kassa- oder Termingeschäften gebildeten Instrumenten (aa.) sowie natürlicher Kassapositionen mit synthetischen, aus Kombinationen unter Einschluss von Derivaten (oder derivateähnlichen Geschäften) gebildeten Positionen (bb.).

52 S.o. 1. Kapitel, B.I.1., S. 38 f.

53 Eine Rolle spielen demgegenüber subjektive Elemente bei der Berücksichtigung des dynamischen, aber auch des statischen Bausteineffekts dort, wo die Betrachtungsintervalle länger sind, nämlich bei der Handels- und Steuerbilanz (s.u. 5. Kapitel, B.II., S. 261 ff., und C.II.4.b., S. 300 ff.; 6. Kapitel, D.I., S. 397 ff.).

54 Die Problematik der Berücksichtigung des Bausteineffekts derivativer und derivateähnlicher Geschäfte bei der aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalunterlegung kann den Streit zwischen „funktioneller“ und „institutioneller“ Regulierungsmethode berühren, ist aber nicht mit ihr identisch. Beim Bausteineffekt geht es primär darum, ob ein und dasselbe (dem institutionellen oder funktionellen Regelungsansatz unterworfenen) Institut den gleichen Regeln unterfällt, wenn es verschiedene Produkte bzw. Kombinationen von Produkten einsetzt, die finanzwirtschaftlich gleichwertig sind. Beim Streit zwischen institutionellem und funktionellem (produktorientierten) Ansatz geht es demgegenüber primär darum, ob verschiedene Arten von Unternehmen (z.B. Kreditinstitute, Versicherungen) denselben Regeln unterworfen werden, wenn und soweit sie dieselbe Art von Geschäften betreiben. Beide Fragen könnten sich theoretisch überschneiden, sofern man Geschäfte nicht nur dann „derselben Art“ zurechnet, wenn sie zivilrechtlich gleich gebaut sind und demselben Vertragstypus angehören, sondern sofern man es genügen lässt, wenn sie finanzwirtschaftlich gleichwertig sind. Dieser Aspekt soll hier nicht weiter verfolgt werden. Die Betrachtung beschränkt sich auf Institute i.S. des § 1 Ib KWG. Vgl. aus der Sicht der institutionellen Vielfalt des US-amerikanischen Aufsichtsrechts *Kojima*, 33 Am. Bus. L. J. 259, 287-291 (1995), zu den Schwachpunkten institutioneller Regelungsansätze für OTC-Derivate.

## aa. Synthetische Derivate

Speziell für „Termin-, Options- und Swapgeschäfte“ auf Wertpapiere sowie sonstige „derivative Geschäfte“<sup>55</sup> des *Handelsbuchs* schreibt § 19 II 1 GS I ausdrücklich vor, dass diese zur Ermittlung der Eigenkapitalanforderungen „entsprechend ihrer zinsmäßigen Wirkung unter Beachtung der mit ihnen verbundenen Zahlungsströme in Komponenten aufzuspalten“ sind (Gleichbehandlung durch Zerlegung). Wertpapierderivate sind in „auf die *Wertpapiere* bezogenen Long- und Short-Positionen (Lieferansprüche bei Terminkäufen sowie bei gekauften Kauf- und verkauften Verkaufsoptionen und Lieferverpflichtungen bei Terminverkäufen sowie bei verkauften Kauf- und gekauften Verkaufsoptionen) und die jeweils entgegengesetzten, als (gegebenenfalls fiktive) *Finanzierungen* zu betrachtenden Short- bzw. Long-Positionen in Geld, zu zerlegen“<sup>56</sup> (sog. „Stripping“ oder „Mapping“).<sup>57</sup> Der auch als „two legged approach“ bezeichnete Ansatz<sup>58</sup> geht zurück auf die CAD.<sup>59</sup> Die „synthetischen“ Wertpapierpositionen sind zur Ermittlung der Nettorisikoposition mit gegenläufigen Positionen in den *gleichen* (natürlichen oder synthetischen) Wertpapieren (Basiswerten) zu verrechnen (§§ 18 I, 19 I 1 Nr. 1 GS I). Die nicht auf Wertpapiere bezogenen Komponenten dieser Geschäfte (Finanzierungskomponente) sind „nach der Aufspaltung als derivative Geschäfte zu betrachten“ (§ 19 II 2 GS I) und ebenfalls mit „weitgehend entsprechenden, gegenläufig ausgerichteten“ und nicht weiter in Wertpapiere zerlegbaren „derivativen Geschäften“ zu saldieren (§ 19 I 1 Nr. 2 GS I). Komplexere Derivate werden zunächst in einfache Derivate aufgespaltet. Die nach der Verrechnung verbleibenden Nettopositionen zu den einzelnen Risikogattungen (Basiswerten<sup>60</sup>) sind unter die Standard-Risikomessmethoden der §§ 21 f. GS I zu subsumieren und in die Laufzeitbänder der Jahresbandmethode und der Durationsmethode einzustellen.<sup>61</sup>

*Aktienindexpositionen* werden nach § 26 GS I nicht etwa einer eigenen, mit ande-

55 Laut Erläuterungen des *BAKred* zu § 19 GS I (S. 95) sollen hierunter auch „sog. »strukturierte Produkte« (z.B. Reverse floaters)“ fallen. Damit geht das *BAKred* begrifflich über die Derivatedefinition des § 1 XI 4 KWG hinaus.

56 *BAKred*, Erläuterungen (zu § 19 GS I), S. 95. Siehe ferner die detaillierten Zerlegungsbeispiele in *BAKred*, a.a.O. (zu § 22 GS I), S. 105 f., 108-116, anhand eines „Musterportfolios“.

57 *Luz/Scharpf*, S. 241.

58 *BAKred*, Erläuterungen (zu § 22), S. 108.

59 Dort Anhang I („Positionsrisiko“), Tz. 4 bis 7 („abgeleitete Instrumente“, vgl. Tz. 8, 9). Siehe speziell für Terminkäufe Tz. 4 S. 1: „Zinsterminkontrakte, Zinsausgleichsvereinbarungen („Forward Rate Agreements“ - FRA) und Terminpositionen bezüglich des Kaufs oder Verkaufs von Schuldtiteln werden als Kombination von Kauf- und Verkaufspositionen behandelt“; Tz. 7 S. 2: „Ein Zins-Swap, bei dem ein Institut variable Zinsen erhält und feste Zinsen zahlt, wird daher behandelt wie eine Kaufposition in einem zinsvariablen Instrument mit der gleichen Laufzeit wie die Frist bis zur nächsten Zinsfestsetzung und eine Verkaufsposition in einem festverzinslichen Instrument mit der gleichen Laufzeit wie der Swap selbst.“ Vgl. auch *BCBS*, Januar 1996, Teil A.1.III., Tz. 17, S. 14-15, zur Zerlegung von Zinsderivaten bei der Bemessung des Zinsrisikos: „Die Derivate sind in Positionen in dem jeweiligen Basisinstrument umzurechnen [...]“.

60 *BCBS*, Januar 1996, Teil A.1.III., S. 14-15, Tz. 17: „Relevant underlying“.

61 *BAKred*, Erläuterungen (zu § 22: „Durationsmethode“), S. 116.

ren nicht verrechenbaren Risikogattung zugeordnet, sondern als (mittelbare) Derivate auf die dem Index zugrunde liegenden einzelnen Aktien behandelt und entsprechend aufgeschlüsselt.<sup>62</sup> Nach §§ 24, 25 I 2 GS I gilt dies allerdings nur für das allgemeine Kursrisiko. Beim besonderen Kursrisiko, das die Besonderheiten der einzelnen Emittenten reflektiert,<sup>63</sup> sind „Nettopositionen aus Terminkontrakten auf einen gängigen Aktienindex“ nicht „zu berücksichtigen“.<sup>64</sup> Diese Ausnahmeregelung vom Zerlegungsprinzip hängt damit zusammen, dass sich die besonderen Risikokomponenten der Einzeltitel in einem ausreichend diversifizierten Portfolio egalisieren (Portfoliotheorie), das System der Standardmethoden zur Eigenkapitalunterlegung grundsätzlich aber keine Korrelationseffekte zwischen unterschiedlichen Wertpapierkategorien (Risikogattungen) anerkennt.<sup>65</sup> Sie führt dazu, dass synthetische Aktienindexderivate, die über Direktinvestitionen in die dem Index zugehörigen Aktien erzeugt werden, aufsichtsrechtlich anders, nämlich strenger behandelt werden als entsprechende natürliche Instrumente. *Optionspositionen* des Handelsbuchs sind gemäß § 28 GS I nach den Grundsätzen der dynamischen Replikation unter Berücksichtigung des Deltafaktors<sup>66</sup> zu zerlegen.<sup>67</sup>

Für Optionspositionen in *Rohwaren und Devisen* (bzw. Gold) außerhalb des Handelsbuchs gilt dasselbe wie für die Handelsbuch-Risikopositionen (§ 28 I GS I). Insofern kann auf die vorstehenden Ausführungen verwiesen werden.<sup>68</sup> Die Marktrisiken aus

62 So bereits CAD, Anhang I („Positionsrisiko“), Abschn.: „Aktien“, Tz. 35 und 36, wo auch die Notwendigkeit eines zusätzlichen Verlustpuffers für den Fall einer „nicht völlig gleichläufigen“ Wertentwicklung von Terminkontrakt und einzelnen Aktien angesprochen wird; zu Indices als geeignete Basiswerte von Derivaten siehe bereits oben 1. Kapitel, A.V.2.a., S. 24.

63 Siehe oben vor a., Fn. 51, zum sog. „building-block-approach“ („Bausteinprinzip“).

64 Anhang I Nr. 37 CAD, auf den die Regelung zurückgeht, präzisiert, dass sich die Terminkontrakte „nach Ansicht der zuständigen Behörden auf Indices mit einem hohen Diversifizierungsgrad“ beziehen müssen.

65 Vgl. (kritisch) *Burghof/Rudolph*, S. 178: Die einfache Addition der Anrechnungsbeträge der Risiken verhindere die angemessene Berücksichtigung von Korrelationen; *Rudolph*, ZBB 1994, 117, 125: Bei einem gut diversifizierten Portfolio führe die bloße Addition der Einzelrisiken zu einer erheblichen Überschätzung des Risikos der Gesamtposition; vgl. auch *Crouhy/Galai/Mark*, in: Alexander (Hrsg.), S. 1, 27: Der Standard-Ansatz (nach der Basler Eigenkapitalvereinbarung) werde im Allgemeinen „viel höhere“ Eigenkapitallasten verursachen als jedes vernünftige VaR-basierte Modell; ferner das Joint Agency Policy Statement der drei US-Bankenaufsichtsbehörden OCC, FRS, FDIC: „Interest Rate Risk“, 61 FR 33167 (1996), das zugibt, dass Bedenken bezüglich der Lasten, Kosten und möglichen Anreizen der Standardmethoden den möglichen Nutzen solcher Messmethoden überwiegen.

66 S.o. 1. Kapitel, C.I.1., S. 55.

67 Siehe auch CAD, Anhang I („Positionsrisiko“), Abschn.: „Spezifische Instrumente“, Tz. 5, S. 1: „Zinsoptionen sowie Optionen auf Schuldtitel, Aktien, Aktienindizes, Finanzterminkontrakte, Swaps und Fremdwährungen werden wie Positionen behandelt, deren Wert dem Wert des zugrundeliegenden Instruments entspricht, nachdem dieser für die Zwecke dieses Anhangs mit dessen Delta-Faktor multipliziert wurde“; *BCBS* 1996, Teil A.5. („Treatment of Options“), Tz. 5, S. 34 (offizielle Übersetzung): „Die deltagewichteten Optionen auf Schuldverschreibungen oder Zinssätze werden wie andere Derivate doppelt in die unter A.1. beschriebenen Laufzeitbänder für Zinsinstrumente eingestellt [...]“.

68 Siehe speziell zu Devisenoptionen auch CAD, Anhang III („Fremdwährungsrisiko“), Tz. 3.1., 5. Spiegelstrich: Der gesamte Bestand an Devisenoptionen sei in Höhe seines „mit Hilfe des Delta-Faktors (bzw. auf Basis des Delta-Faktors) ermittelten Netto-Gegenwerts“ zu veranschlagen; siehe

symmetrischen Termingeschäften in Rohwaren und Devisen/Gold entsprechen von vornherein denen aus Kassapositionen in gleicher Höhe. Das Risiko ist dasselbe, egal, ob es schuldrechtlich (Termingeschäft, Leerverkauf mit Sachdarlehen) oder sachenrechtlich (Kassabestand) begründet ist. Bei diesen Geschäften ist deshalb keine Zerlegung nötig. Maßstab für die Eigenkapitalunterlegung sind hier grundsätzlich jeweils die betreffenden Nominalbeträge.<sup>69</sup>

Inkonsistenzen bzw. Möglichkeiten der Regelungsarbitrage aus der Unterscheidung zwischen Handels- und Anlagebuch können sich, speziell für Zins- und Aktienrisiken, aus dem Ansatz des GS I nur dann ergeben, wenn man mit (derivativen oder nichtderivativen) Positionen, die, isoliert betrachtet, ausschließlich oder zumindest teilweise dem Anlagebuch angehören, kombinierte Positionen aufbaut, die finanzwirtschaftlich identisch sind mit (derivativen oder nichtderivativen) Positionen des Handelsbuchs. Denkbar ist dies allenfalls bei zufälligen Konstellationen, nicht aber bei bewussten Arbitragestrategien, denn die Zuordnung von Positionen zum Handels- oder Anlagebuch richtet sich nach der Absicht der kurzfristigen Erzielung eines Eigenhandelserfolges aus Marktwertschwankungen.<sup>70</sup> Sollte mit einem synthetischen Derivat oder Kassainstrument eine solche Absicht verfolgt werden, sind sämtliche Bestandteile dieser kombinierten Position dem Handelsbuch zuzuordnen. Für Hedgegeschäfte kommt dieser Gedanke in § 1 XII 1 Nr. 2 KWG<sup>71</sup> und für Darlehensgeschäfte in § 1 XII 2 KWG zum Ausdruck. Bei zufälligen Konstellationen aber, wenn sich also Positionen des Anlagebuchs mit solchen des Handelsbuchs nur rein gedanklich im Betrachtungszeitpunkt zu synthetischen Handelsbuchpositionen zusammenfassen lassen, ohne dass dahinter eine entsprechende Geschäftsstrategie stehen würde, besteht gar kein Bedarf nach einer Gleichbehandlung. Denn dann ist die finanzwirtschaftliche Gleichwertigkeit, geht man von der planmäßigen Fortführung des Geschäfts aus, wegen der unterschiedlichen Zeithorizonte der Positionen beider Bücher ohnehin nur eine vorübergehende, sich niemals in der Form von Zahlungsströmen realisierende Erscheinung.

---

zum Rohwarenrisiko BCBS, Januar 1996, Teil A.4, Tz. 11, S. 29 f.: Bei Rohstoffoptionen werde das „Delta-plus-Verfahren“ nach Teil A.5 („Optionen“) angewandt.

69 Für die „Währungsgesamtposition“ siehe § 15 III 1 GS I. Das gilt vorbehaltlich der Möglichkeit der Marktbewertung der Liefer- und Zahlungsverpflichtungen aus Devisen- und Goldtermingeschäften nach § 15 III 2 GS I; für die Rohwarenposition siehe § 16 IV 1 GS I.

70 S.o. 1., S. 232.

71 Nach der CAD, die eine vergleichbare Regelung nicht vorsieht, konnte demgegenüber das Hedging einer Trading-Book-Position mit einer gegenläufigen Position im (bilanzwirksamen) Bankbereich („Back-Hedging“) aufsichtsrechtlich zu doppelten Absicherungserfordernissen führen (*Burg-hof/Rudolph*, S. 176 f.; ebenso *Rudolph*, ZBB 1994, 117, 126).

*bb. Synthetische Kassainstrumente*

Der standardmäßige Zerlegungs- und Nettoansatz nach GS I garantiert nicht nur, wie soeben gezeigt, die Gleichbehandlung natürlicher Derivate (bzw. derivateähnlicher Geschäfte) mit entsprechenden synthetischen Instrumenten, sondern automatisch auch umgekehrt diejenige natürlicher Kassapositionen mit synthetischen. Der bewusst-integrative Ansatz<sup>72</sup>, der passende Einzelposten im Portfolio des Instituts gezielt zu synthetischen Kassapositionen zusammenfasst, um sie mit entsprechenden natürlichen Kassapositionen zu verrechnen, braucht hierzu gar nicht bemüht zu werden, weshalb sich die Frage seiner methodologischen Zulässigkeit erübrigt. Nach GS I werden Derivate nämlich in ihre Kassa-Bestandteile zerlegt.<sup>73</sup> Dies geschieht unabhängig davon, ob sie sich im Einzelfall als Bausteine synthetischer Kassageschäfte interpretieren lassen. Dieser Umstand ist für den aufsichtsrechtlich allein entscheidenden Betrag der Nettogesamtposition einer bestimmten Risikogattung ohne Belang. Zwar könnte sich durch die integrative Bildung synthetischer Kassainstrumente je nach Sachlage die Möglichkeit einer Verrechnung mit gegenläufigen Positionen in entsprechenden natürlichen Kassainstrumenten ergeben. Diese kann aber aufgrund finanzmathematischer Gesetzmäßigkeiten nicht über diejenigen Verrechnungsmöglichkeiten hinausgehen, die auch bestehen werden, wenn man die derivativen Instrumente nicht zu Kassainstrumenten integrieren, sondern in (andere) Kassainstrumente zerlegen würde. Die Integration des betreffenden Portfolioausschnitts stellt sich dann als entbehrlicher Zwischenschritt eines insgesamt einheitlichen Berechnungsvorgangs dar.

Folgendes Beispiel soll diesen Zusammenhang illustrieren: Das Institut hat ein Portfolio aus einem Terminkauf über Aktien, einen Rückzahlungsanspruch aus einem Darlehen sowie eine Lieferverpflichtung aus einem Aktienverkauf. Alle drei Verträge wurden zum gleichen Zeitpunkt abgeschlossen. Terminkauf und Darlehen werden gleichzeitig fällig (synthetischer Kassabestand der Aktien). Es ist hier rechnerisch egal, ob man den Terminkauf aufspaltet in einen Kassakauf und eine Darlehensaufnahme und alle vier Positionen zu null verrechnet oder ob man zunächst Terminkauf und Darlehensanspruch zu einem synthetischen Kassakauf zusammenfasst und mit der Lieferverpflichtung aus dem Kassaverkauf verrechnet.

Dass die Verrechnung von (Einzel-) Positionen in unterschiedlichen Basiswerten (Risikoarten) grundsätzlich nicht möglich ist,<sup>74</sup> führt zu keiner anderen Beurteilung. Wie bei den synthetischen Derivaten kommt es zu einer systemwidrigen Ungleichbehandlung risikogleicher Positionen nur dort, wo die Regelung die Anerkennung von Korrelationseffekten zwischen diesen Basiswerten bei Derivaten und Kassainstrumenten nicht einheitlich ausgestaltet. Synthetische Terminkontrakte auf einen gängigen Aktienindex müssen wegen § 25 I 2 GS I mit mehr Eigenkapital unterlegt werden als natürli-

72 Hierzu allgemein oben I. Kapitel, E.I., S. 72.

73 Oben aa., S. 237 ff.

74 Abschn. aa., S. 237.

che. Für die Frage der möglichen Inkonsistenzen aus der Unterscheidung zwischen Handels- und Anlagebuch gilt das oben<sup>75</sup> zu synthetischen Derivaten Gesagte entsprechend.

### b. Interne Modelle

Die bei Marktrisikopositionen wahlweise verwendbaren internen Risikomodelle sind nur zulässig, wenn sie die Volatilitäten der Risikofaktoren und der zwischen ihnen bestehenden Korrelationen mit ausreichender, die Standardverfahren übertreffender Genauigkeit abbilden.<sup>76</sup> Damit ist die Berücksichtigung des Bausteineffekts zwischen Derivaten (oder derivateähnlichen Geschäften) und ihren finanzwirtschaftlichen Bestandteilen bei der Eigenkapitalunterlegung der Marktrisiken sichergestellt. Denn die erfolgreiche Abbildung von Korrelationseffekten zwischen den einzelnen Marktrisikopositionen geht mit einer ganzheitlichen, integrativen Betrachtung der Gesamtportfolios einher.<sup>77</sup> Dadurch werden Marktrisikoportfolios mit risikogleichen, aber unterschiedlich, nämlich einmal natürlich und einmal synthetisch zusammengesetzten Teilkomponenten *automatisch* gleich behandelt.<sup>78</sup> Es ist allerdings kaum vorstellbar, wie ein brauchbares internes Modell Korrelationen zwischen Derivaten und Basiswerten berücksichtigen sollte, ohne berechnungstechnisch *bewusst* auf den finanzmathematischen Zusammenhängen des Bausteineffekts aufzubauen.<sup>79</sup> Denn der Bausteineffekt ist ein sicherer Indikator für die zukünftigen Zahlungsströme als irgendwelche gemessene historische Kursverläufe.<sup>80</sup> Berechnungstechnisch kann dies durch Zerlegung von Derivaten, aber auch

75 Abschn. aa., S. 239.

76 S.o. unter 1., S. 234; siehe ferner § 2 I 3 HS 1 GS I: „Bei Instituten, die das Wahlrecht nach § 32 [GS I] zur Verwendung eigener Risikomodelle ausüben, werden die Marktrisikopositionen aus denjenigen in Satz 2 Nr. 1 bis 3 genannten Positionen gebildet, deren *risikomäßige Zusammenhänge* das Institut in seinem eigenen Risikomodell berücksichtigt“ [Hervorhebung durch den *Verf.*]; noch deutlicher *BAKred*, Erläuterungen (zu § 2 GS I), S. 17: Institute, welche die Modellalternative anwendeten, dürften die Anrechnungsbeträge für alle oder einige der in Satz 2 genannten Marktrisikopositionen in zusammengefasster Weise ermitteln, „wenn ihr Modell Korrelationen“ berücksichtigt.

77 Siehe § 2 II 3 HS 2 GS I, zu internen Modellen: „Eine teilweise Zusammenfassung der Positionen nach Satz 2 Nr. 1 bis 3 ist zulässig“. Vgl. hierzu die Erläuterungen des *BAKred* zu § 2 GS I, S. 17: „Institute, die die Modellalternative nach den Vorschriften des Siebten Abschn. anwenden, dürfen demgemäß die Anrechnungsbeträge für alle oder einige der in Satz 2 genannten Marktrisikopositionen *in zusammengefasster Weise* ermitteln, wenn ihr Modell Korrelationen berücksichtigt“ [Hervorhebungen durch den *Verf.*].

78 Im Vergleich hierzu siehe zur selektiven Integration einzelner Bausteine als Methode der *bewussten* Gleichbehandlung oben 1. Kapitel, E.I., S. 70 ff.

79 Siehe nur *BAKred*, Merkblatt v. 1.12.1997, unter II.4.b., S. 7: Dem Antrag auf Bestätigung der Eignung des Modells sei u.a. beizufügen die „Beschreibung des Verfahrens zur Aggregation der Risikopositionen (Zerlegung der Positionen in den einzelnen Instrumenten in elementare Positionen [z.B. »Stripping«, »Mapping«] sowie Zusammenführung der elementaren Positionen)“. Als Beispiele werden ferner „Optionspreismodelle“ genannt.

80 Kritisch zu deren Aussagekraft *D. Schneider* (oben 2. Kapitel, B.I.2.a.aa., Fn. 312).

durch ihre gezielte Integration zu verrechenbaren oder (leichter) berechenbaren Einheiten geschehen.

## II. Kreditrisiken

Bei der Unterlegung der *Kreditrisiken* können stochastischen Wertschwankungen unterworfenen Positionen in Derivaten oder derivateähnlichen Geschäften gleichfalls Bedeutung erlangen, sofern sie nicht ausreichend besichert werden. Dies betrifft die Gefahr, dass der Vertragspartner des Instituts bei Fälligkeit bzw. bei vorzeitiger Beendigung des Vertrags<sup>81</sup> die geschuldete, stochastischen Wertschwankungen unterliegende Leistung (Barausgleich, Lieferung in Natur, Ausgleichszahlung bei vorzeitiger Beendigung) nicht erbringt.

### 1. Regelungsansatz

Die geltende Konzeption unterscheidet danach, ob die Kreditrisiken (auch: „Adressenausfallrisiken“) aus Positionen des Handelsbuchs („Adressenausfallrisikopositionen“, § 5 III Nr. 2, § 27 GS I, unten b.) oder aus sonstigen Positionen („Risikoaktiva“, §§ 4, 6-13 GS I, unten a.) erwachsen.

#### a. Risikoaktiva

Die Regelung für Risikoaktiva folgt den Vorgaben der Solvabilitätskoeffizientenrichtlinie (SRD).<sup>82</sup> Nach § 4 S. 2 Nr. 3 und 4 GS I sind „Swapgeschäfte“, „Termingeschäfte und Optionsrechte“ als „Risikoaktiva“ anzusehen, soweit diese Positionen nicht dem Handelsbuch zuzurechnen sind oder das Institut wegen Unterschreitens der Bagatellschwelle des § 2 XI KWG die Vorschriften über das Handelsbuch nicht anzuwenden braucht (sog. „Nicht handelsbuchinstitute“).

Zur Ermittlung der Eigenkapitalerfordernisse werden die (mit einem Ausfallrisiko behafteten) Risikoaktiva in Abhängigkeit von der Art des Geschäfts gewichtet. Die Regelung des GS I (§§ 9-11) für „Swapgeschäfte, Termingeschäfte und Optionsrechte“ stellt mit der verbindlich vorgeschriebenen (§ 9 I 1 GS I) „Marktbewertungsmethode“

81 Zur automatischen Beendigung von Finanz- und Warendermingsgeschäften mit Eintritt der Insolvenz s.o. 3. Kapitel, A.I., S. 187 ff.

82 Richtlinie 89/647/EWG v. 18.12.1989 „über einen Solvabilitätskoeffizienten für Kreditinstitute“, ABIEG Nr. L 386 v. 30.12.1989, S. 14-22 i.d.F. der Richtlinie 98/33/EG v. 22.6.1998, ABIEG Nr. L 204 v. 21.7.1998, S. 29-36; vgl. insb. Anhang II der Richtlinie („Behandlung außerbilanzmäßiger Geschäfte“).

(„marking-to-market“) für die Risikogewichtung auf den „potentiellen Eindeckungsaufwand“ bei einem Ausfall des Vertragspartners (§ 10 S. 1 GS I) ab. Dieser berechnet sich auf der Basis des aktuellen Marktwertes der Risikoposition<sup>83</sup>, vermehrt um einen von der Restlaufzeit abhängigen Zuschlag zur Berücksichtigung zukünftiger Steigerungen des Marktwertes.<sup>84</sup> Lediglich Nichthandelsbuchinstitute mit nur geringfügigem Wertpapierhandel, die nicht ohnehin täglich die Positionen ihres Wertpapierhandels zum Marktpreis bewerten müssen,<sup>85</sup> dürfen die Risikogewichtung nach der rechnerisch wesentlich einfacheren „Laufzeitmethode“ (§ 11 GS I) ermitteln. Diese orientiert sich in stark pauschalisierter Weise am voraussichtlichen Wert des Anspruchs bei Fälligkeit auf der Basis des aktuellen Betrags des Basiswertes (§ 6 I Nr. 2, 3 GS I) und der verbleibenden Laufzeit.<sup>86</sup>

Im Rahmen beider Methoden ist gemäß § 12 GS I i.V.m. der GroMiKV<sup>87</sup> die kreditrisikomindernde Wirkung „zweiseitiger Aufrechnungsvereinbarungen und Schuldumwandlungsverträge für Swapgeschäfte, Termingeschäfte und Optionsrechte“ zu berücksichtigen.<sup>88</sup> Neben den hier nicht weiter interessierenden Vereinbarungen zur Aufrechnung und Schuldumwandlung nicht stochastisch bedingter Zahlungsansprüche bzw. gleichzeitig fälliger Lieferansprüche (§§ 12 I GS I, 8 II GroMiKV)<sup>89</sup> ist das bilaterale Liquidationsnetting i.S. des § 6 I GroMiKV<sup>90</sup> gemeint. Die Risikominderung ist eine Folge der automatischen Beendigung derivativer und derivateähnlicher Verträge mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens (§ 104 I, II InsO) und der durch § 104 II 3 InsO implizit anerkannten gegenseitigen Aufrechenbarkeit der einzelnen Ausgleichsforderungen.<sup>91</sup> In der Konsequenz des Wortlauts („Rahmenvertrag“), nicht aber der systematischen Bedeutung des § 104 II 3 InsO liegt es, wenn § 12 GS I i.V.m. § 6 I GroMiKV zusätzlich zur Aufrechnung<sup>92</sup> die einheitliche Beendigung und Liquidation der Einzel-

83 Dies betrifft den stochastisch wertschwankenden Anspruch bzw. die stochastisch wertschwankende Verbindlichkeit aus dem derivativen bzw. derivateähnlichen Vertrag ohne Berücksichtigung nicht wertschwankender Gegenleistungen (z.B. Optionsprämie; feste Zinszahlungen).

84 Diese Zuschläge („add-ons for potential exposure“) gehen zurück auf die Änderung der Basler Eigenkapitalvereinbarung durch BCBS, April 1995, Annex („Text amending the Capital Accord“), S. 1 f.

85 Siehe *BAKred*, Mindestanforderungen v. 23.10.1995, Nr. 3.2.2; vgl. auch Art. 6 I CAD.

86 Nach dem alten, bis zum 1.10.1998 geltendem GS I durften alle Institute zwischen beiden Methoden wählen. Durch die Änderung der CAD durch Anhang A der Richtlinie 98/33/EG (Fn. 82) wurde diesem Wahlrecht die europarechtliche Grundlage entzogen. Die Übergangsfrist lief am 30.9.1999 aus (*BAKred*, Erläuterungen, zu § 9 GS I, S. 38).

87 Die KredBestV, auf die § 12 I GS I Bezug nimmt, ist durch die GroMiKV vom 8.3.1999 ersetzt worden. Vgl. § 52 GroMiKV.

88 Vgl. Anhang II, Nr. 3 SRD i.d.F. der Richtlinie 98/33/EG (a.a.O.) sowie der Richtlinie 10/96/EG v. 10.1.1996 zur Änderung des Anhangs II der Solvabilitätsrichtlinie 89/647/EWG v. 18.12.1989 „im Hinblick auf die aufsichtsrechtliche Anerkennung von [bilateralen] Schuldumwandlungsverträgen und Aufrechnungsvereinbarungen (»vertragliches Netting«)“, die inhaltlich an die im Juli 1994 geänderte Fassung des Anhangs 3 lit. b) der Basler Eigenkapitalvereinbarung anknüpft.

89 Sog. „Payment Netting“ und „Netting by Novation“; s.o. 3. Kapitel, A., vor I., S. 185 f.

90 Sog. Close-out Netting, s.o. 3. Kapitel, A., vor I., S. 185 f.

91 S.o. 3. Kapitel, B.I.2., S. 217 ff.

92 S.o. 3. Kapitel, A.I.2., S. 195, dazu, dass die Rahmenverträge nach dem Wortlaut des § 104 II 3

geschäfte durch (rahmenvertragliche) Vereinbarung verlangt<sup>93</sup> und nicht von der Möglichkeit einer einseitigen Aufrechnung bereits nach Gesetz ausgeht.

### b. Adressenausfallrisikopositionen des Handelsbuchs

Die Kreditrisiken aus Positionen des Handelsbuchs („Adressenausfallrisikopositionen des Handelsbuchs“, § 5 III Nr. 2, § 27 GS I) werden als Teil der „Handelsbuch-Risikopositionen“ systematisch den „Marktrisikopositionen“ nach § 2 II GS I zugeordnet. Sie dürfen demnach alternativ zur Standardmethode des § 27 GS I in interne Risikomodelle einbezogen (§ 32 I GS I) und im Gegensatz zu den Risikoaktiva auch durch sog. Drittranngmittel unterlegt werden.<sup>94</sup> „Derivative Instrumente“ des Handelsbuchs, also Positionen in Derivaten und derivateähnlichen Geschäften i.S. des § 1 XI 4 KWG,<sup>95</sup> sind zusätzlich zur Marktrisikounterlegung<sup>96</sup> nach § 27 I Nr. 4 GS I wegen ihrer Kreditrisiken gesondert mit Eigenkapital zu unterlegen, wenn sie außerbörslich abgeschlossen wurden und keinen täglichen Ein- und Nachschusspflichten unterworfen sind. Der Anrechnungsbetrag für die außerbörslich gehandelten „derivativen Instrumente“ des Handelsbuches ist wie bei den nicht in das Handelsbuch einbezogenen, dem Anlagebuch zugeordneten Geschäften<sup>97</sup> nach der Marktbewertungsmethode zu ermitteln (§§ 27 II Nr. 4, 10 GS I), wobei wiederum die risikomindernde Wirkung von Netting-Vereinbarungen zu berücksichtigen ist (§ 10 S. 1, § 12 II GS I). Der gegenwärtige positive Marktwert ist mit dem allgemeinen Eigenmittelunterlegungssatz in Höhe von 8 % zu berücksichtigen und zusätzlich nach § 13 GS I entsprechend der Bonität zu gewichten.

## 2. Bausteineffekt

Der Umfang der *Gleichbehandlung* natürlicher und synthetischer Positionen unter Einsatz von derivativen und derivateähnlichen Instrumenten ist bei der aufsichtsrechtlichen

---

InsO allein über die einheitliche Beendigung definiert werden, entsprechend Normzweck und Vertragspraxis aber zusätzlich Verrechnungsklauseln enthalten.

93 Nach § 6 I GroMiKV, auf den § 12 GS I verweist, muss der Vertragstext der zweiseitigen Aufrechnungsvereinbarung u.a. „im Inland oder international gebräuchlich oder von einem Spitzenverband der Institute zur Verwendung empfohlen worden sein“ und „sicherstellen, dass die einbezogenen Geschäfte im Fall der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Vertragspartners in der Weise einheitlich beendet werden oder durch einseitige Erklärung des Instituts beendet werden können, dass ein Anspruch in Höhe des Unterschiedsbetrags der Bewertungsgewinne und Bewertungsverluste der einzelnen einbezogenen Geschäfte entsteht (einheitliche Forderung)“.

94 S.u. C.I., S. 248.

95 Hierzu bereits oben B.I.1., S. 232 f.

96 Oben B.I.1., S. 231 ff.

Eigenkapitalunterlegung der Kreditrisiken naturgemäß geringer als bei den Marktrisiken<sup>98</sup>. Der Regelungszweck des Schutzes der Institute vor Überschuldung infolge unerwarteter Schwankungen des Aktiv- bzw. Passivvermögens lässt zwar erwarten, dass nicht nur gleiche Markt-, sondern auch gleiche Kreditrisiken in identischer Weise mit Eigenmitteln zu unterlegen sind. Finanzwirtschaftlich gleichwertige Positionen enthalten aber nicht unbedingt gleiche Kreditrisiken. Die finanzwirtschaftliche Gleichwertigkeit der zukünftigen Zahlungsströme aus natürlichen und synthetischen Positionen bezieht sich für beide Vertragsseiten nur auf deren Nennwert und nicht auf ihren realen Wert unter Berücksichtigung des Kreditrisikos. Gleiche Kreditrisiken ergeben sich nur im Einzelfall dann, wenn die zum Aufbau und zur Realisierung der jeweiligen Positionen notwendigen Geschäfte mit gleichen Vertragspartnern bzw. mit Vertragspartnern gleicher Bonität abgeschlossen und geschäftsimmanente Möglichkeiten zur Besicherung bzw. Selbstexekution durch Aufrechnung genutzt werden.<sup>99</sup>

Größere Bedeutung als bei der Gleichbehandlung kann dem Bausteineffekt im Rahmen des Kreditrisikos über die *Anerkennung der Werthaltigkeit* und Reproduzierbarkeit der Position aus Derivaten (und derivateähnlichen Geschäften) zukommen. Das Ausmaß des Kreditrisikos ist nicht nur von der Bonität des Vertragspartners abhängig, sondern auch vom Wert der ausstehenden Forderung. Dieser ist bei Derivaten eine Funktion des Marktrisikos und daher bis zur Fälligkeit stochastischen Schwankungen unterworfen. Daraus ergibt sich neben der allgemeinen Bonität des Schuldners ein zusätzlicher Unsicherheitsfaktor, der die Bemessung des Kreditrisikos zu verkomplizieren scheint. Berücksichtigt man jedoch, dass man stochastisch bedingte Zahlungsansprüche aus derivativen Geschäften bzw. stochastischen Wertschwankungen unterworfenen Liefer- bzw. Abnahmeansprüche aus derivateähnlichen Geschäften wegen ihrer jederzeitigen Reproduzier- und Glattstellbarkeit auf einen sofort fälligen, auf den Ausgleich ihres aktuellen Marktwertes gerichteten Zahlungsanspruch bzw. eine entsprechende Zahlungspflicht reduzieren kann<sup>100</sup>, gestaltet sich die Lage anders: Dann nämlich reicht es aus, auf den aktuellen Marktwert bei Ausfall des Schuldners abzustellen. In der Ermittlung des Ausfallzeitpunkts liegt bei dieser Sichtweise zwar eine neue Unsicherheitsquelle. Sie ist aber im Vergleich zum unsicheren Wert der Forderung bei Fälligkeit qualitativ von geringerer Bedeutung, denn als frühestes Moment steht insofern jedenfalls der Bewertungszeitpunkt fest. Die Möglichkeit eines späteren Ausfalls bis zur Fälligkeit kann für die Kreditrisikobewertung wegen ihrer täglichen Aktualisierung und des Umstands, dass sich ein drohender Zahlungsausfall meistens vorher bereits durch typische Anzeichen ankündigt, um so mehr vernachlässigt werden, je weiter der Ausfallzeitpunkt in der Zukunft liegt.

Die Regelung des GS I entspricht diesen Vorgaben weitgehend: Mit der Marktbe-

97 Oben a., 242 ff.

98 Oben I.2., S. 235 ff.

99 S.o. 1. Kapitel, B.II.1.d., S. 48.

100 Siehe bereits oben 3. Kapitel, B.I. Abschn. 1 b.bb., S. 205 ff.

wertungsmethode *anerkennt* das Aufsichtsrecht im Einklang mit dem Insolvenzrecht (§ 104 InsO) für Risikoaktiva (§§ 9 f. GS I) sowie, über den Verweis in § 27 II Nr. 4 GS I, für die Adressenausfallrisikopositionen des Handelsbuchs die sofortige Ersetzbarkeit der Position bei Ausfall und die Tatsache, dass sich der nicht ersetzbare Ausfallschaden auf die bereits abgelaufene Vertragsdauer in Gestalt des gegenwärtigen Marktwertes beschränkt.<sup>101</sup> Zuschläge („add-ons“) für potentiellen Eindeckungsmehraufwand sind gerechtfertigt, da der Ausfallzeitpunkt nicht bekannt ist und sich der Marktwert verändern kann. Die Situation ist insofern nicht mit der Marktrisikounterlegung vergleichbar. Kreditrisikopositionen aus Derivaten können im Gegensatz zu Marktrisikopositionen nicht jederzeit zu genau feststehenden Kosten glattgestellt werden. Die für Nichthandelsbuchinstitute bei Risikoaktiva mögliche Laufzeitmethode ist hingegen mit dem Gedanken der Anerkennung der gegenwärtigen Werthaltigkeit derivativer und derivateähnlicher Positionen und ihrer insolvenzrechtlichen Behandlung nicht kompatibel. Rechtfertigen lässt sich dies nur aus praktischen Gründen und nur in dem Maße, wie man diese Berechnungsmethode als Näherungsverfahren für die Berechnung des aktuellen Marktwertes interpretiert. Nichthandelsbuchinstitute, die nur in geringem Umfang Wertpapierhandel betreiben, verfügen bislang häufig noch nicht über das Know How und die technische Ausstattung für eine tägliche Marktbewertung.<sup>102</sup>

Die *Gleichbehandlung* von Derivaten und finanzwirtschaftlich gleichwertigen kombinierten, synthetischen Positionen bei jeweils gleichen Vertragspartnern ist weitgehend sichergestellt. Bei der Marktbewertungsmethode (Risikoaktiva, Adressenausfallrisikopositionen des Handelsbuchs) geschieht dies automatisch, da sich die Bewertung von Derivaten grundsätzlich, von Marktunvollkommenheiten abgesehen, nach dem Bausteineffekt richtet bzw. da die empirischen Marktpreise die dem Bausteineffekt zugrunde liegenden Korrelationen zwischen Derivat und Basiswert verkörpern. Die Berücksichtigung der Bonität des Vertragspartners durch die sog. „Bonitätsgewichte“ (§ 13 GS I) ist nach der gegenwärtigen Regelungskonzeption ohnehin stark pauschalisiert, so dass betragsmäßig gleich hohe Außenstände in der Regel selbst dann gleich hoch unterlegt werden, wenn sie gegenüber unterschiedlichen Vertragspartnern bestehen - solange sie nur derselben Bonitätsgruppe zugeordnet werden.<sup>103</sup>

101 Vgl. oben 3. Kapitel, B.I., Abschn. 1.b.bb., S. 205 ff., mit entsprechenden Überlegungen zum Ausgleichsanspruch bei Beendigung von Derivaten im Insolvenzfall.

102 Vgl. *BAKred*, Erläuterungen (zu § 9 GS I), S. 37: Der Grund für die Aufhebung der nach GS I a.F. bestehenden Wahlmöglichkeit zwischen der Marktbewertungsmethode und der Laufzeitmethode liege in der Erkenntnis, „dass die Laufzeitmethode wegen inhärenter Unzulänglichkeiten, welche eine nur ungenaue Ermittlung des Risikoäquivalenzbetrages ermöglichen, lediglich eine Hilfslösung im Vergleich zu der Marktbewertungsmethode darstellt“. Ihr Gebrauch sei, so das *BAKred*, „nur in einem eng begrenzten Umfang vertretbar“.

103 § 13 GS I kennt im Anschluss an die SRD und die Basler Eigenkapitalvereinbarung nur drei verschiedene Schuldnerkategorien. Bei privatrechtlichen Personen wird nur zwischen bestimmten Finanzinstituten und sonstigen Schuldern differenziert. Der *BCBS* arbeitet derzeit allerdings an der aufsichtsrechtlichen Zulassung interner Kredit-Ratings für die Kreditrisikomessung (*BCBS*, Juni 1999, S. 4, Tz. 2; S. 10, Tz. 12).

Wegen der einheitlichen Behandlung von Derivaten im Handels- und Anlagebuch nach der Marktbewertungsmethode bestehen für Handelsbuchinstitute keine Möglichkeiten der *Regelungsarbitrage* zwischen beiden Büchern, soweit es um den Bausteinzusammenhang von Derivaten untereinander geht. Für Nichthandelsbuchinstitute kann die Laufzeitmethode dagegen wegen der nur pauschalisierten Berücksichtigung der Restlaufzeiten nach § 11 GS I zu Verzerrungen führen, wenn ein langfristiges Derivat (derivateähnliches Geschäft) durch eine Kette revolvierender kurzfristiger Derivate (derivateähnlicher Geschäfte) dupliziert wird. Die auf den Marktwert des Basiswerts abstellenden Vorschriften zur Errechnung der Bemessungsgrundlage bei Derivaten und derivateähnlichen Geschäften nach § 6 I Nr. 1, Nr. 2 GS I dürften demgegenüber ihrerseits einer automatischen Gleichbehandlung von Derivaten und synthetischen Derivaten nicht entgegenstehen. Anders, nämlich wie bei der Marktbewertungsmethode ist es bei Bestehen einer vom BAKred anerkannten Aufrechnungsvereinbarung. Diese begründet nämlich, wie sich aus § 12 II 1 GS ergibt, einen „einzigsten Ausgleichsanspruch in Höhe des Unterschiedsbetrages der positiven und negativen Marktwerte“. Den Sonderfall einer *bewussten* Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Derivate spricht das BAKred in seinen Erläuterungen zu § 6 GS I an. Er betrifft Swaps „mit im Zeitablauf wechselnden Kapitalbeträgen, auf die die Zahlungen bemessen werden“ (sog. „Roller-Coaster Swaps“). Diese seien, so das BAKred, „entsprechend ihrer wirtschaftlichen Wirkungsweise als Kombinationen von valutierenden Kassa-Swaps und einem oder mehreren Terminals waps“ („Forward Swaps“) anzurechnen.<sup>104</sup> Notwendig wurde diese Präzisierung, weil sich speziell Swaps mit uneinheitlichem Nominalbetrag nicht unter die Bemessungsregel des § 6 I Nr. 2 GS I subsumieren lassen.

## C. Derivate als Eigenmittel

Die bisherigen Erörterungen (B.) drehten sich um die Frage, in welchem Umfang Markt- und Kreditrisiken aus Derivaten und derivateähnlichen Geschäften mit Eigenmitteln zu unterlegen sind. Nun bleibt noch zu untersuchen, ob und inwieweit diese Verträge zugleich relevante, unterlegungsfähige Eigenmittel darstellen können. In Betracht kommt diese Möglichkeit vor allem, wenn sie zum Zeitpunkt der Berechnung der Eigenmittelquote einen positiven Marktwert und damit einen (unrealisierten) Gewinn aufweisen.

### I. Regelungsansatz

Die zur Risikounterlegung geeigneten „Eigenmittel“ des Instituts bestehen nach § 10 II

KWG aus dem „haftenden Eigenkapital“ und den sog. „Dritttrangmitteln“ („tier 3 capital“). Das haftende Eigenkapital ist gleich der Summe aus „Kernkapital“ („tier 1 capital“) und „Ergänzungskapital“ („tier 2 capital“) - vorbehaltlich der Abzugsposten nach § 10 VI 1 KWG, die hier nicht weiter interessieren.

Das *Kernkapital* (§ 10 IIa KWG) ist zwar nicht mit dem bilanziellen Eigenkapital (§ 272 HGB) identisch, baut aber weitgehend auf dessen (teilweise dynamisierten<sup>105</sup>) Bestandteilen auf. Positionen in Derivaten mit positivem Marktwert können sich beim Kernkapital nur insoweit auswirken, als sie bilanzwirksam sind. Terminkäufe, egal ob mit Barausgleich oder mit Erfüllung in Natur, sowie Swaps gelten als schwebende, beiderseits noch nicht vollständig erfüllte Verträge und somit grundsätzlich als bilanzunwirksam.<sup>106</sup> Stochastisch bedingte Stillhalteransprüche aus Optionen sind bilanzwirksam, sofern die Optionsprämie bereits bezahlt wurde - entsprechend dem Niederstwertprinzip (§ 253 I 1, II 3, III HGB) aber allenfalls in Höhe der bezahlten Prämie (Anschaffungskosten). Zwischenzeitliche Wertzuwächse (stille Reserven) bleiben bilanzunwirksam, solange sie nicht realisiert werden (§ 252 I Nr. 4 HS 2 HGB).<sup>107</sup> Die Eigenmittelkategorie des *Ergänzungskapitals* (§ 10 IIb I Nr. 1-8 KWG) kann für positiv bewertete Positionen in Derivaten und derivateähnlichen Geschäften in Gestalt der Fallgruppe Nr. 7 lit. a, also der „im Anhang des letzten festgestellten Jahresabschlusses ausgewiesenen nicht realisierten Reserven“ aus börsennotierten Wertpapieren des „Anlagebuchs“ Bedeutung erlangen. Nur Long-Positionen in Optionsscheinen können hierunter fallen, soweit sie nicht dem Wertpapierhandel<sup>108</sup> zuzurechnen sind. Diese (negative) Voraussetzung ist z.B. erfüllt, wenn sie zum Hedging von Positionen aus dem Kreditgeschäft eingesetzt werden.<sup>109</sup> Die im Vergleich zum Anschaffungspreis (Optionsprämie) erzielten Marktwertgewinne dürfen nur in Höhe von 35 % berücksichtigt werden. Außerdem können nach § 10 IVa S. 1 KWG nicht realisierte Reserven dem haftenden Eigenkapital nur bis zur Höhe von 1,4 % der risikogewichteten Aktiva des Instituts und nur dann zugerechnet werden, wenn außerdem das Kernkapital mindestens 4,4 % dieser risikogewichteten Aktiva beträgt.

Von weitaus größerer Relevanz für Derivate und derivateähnliche Geschäfte ist die im Zuge der 6. KWG-Novelle neu geschaffene Kategorie der *Dritttrangmittel*.<sup>110</sup> Nach § 10 IIc 1 Nr. 1 KWG zählt hierzu neben den „kurzfristigen nachrangigen Verbindlichkeiten“ der sog. „Nettogewinn“ aus dem Eigenhandel. Das ist der „anteilige

105 S.o. A., S. 229, bei Fn. 9.

106 Zu den Einzelheiten s.u. 5. Kapitel, B.I.1., S. 258 f.; zur Kritik 5. Kapitel, C.I.1c., S. 277 ff., und 2.b., S. 284 f.

107 Zu den Einzelheiten s.u. 5. Kapitel, B.I.2., S. 260 ff.

108 S.o. B.I.1., S. 232, zur Unterscheidung zwischen Anlage- und Handelsbuch.

109 *BAKred*, Rundschreiben 17/99, Tz. 3: Absicherungsgeschäfte für Anlagebuchpositionen seien dem Anlagebuch zuzuordnen.

110 *Fischer*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Ergänzungsband 1999, Nachtrag zu §§ 125-133, Rz. 86, weist jedoch darauf hin, dass die nachfolgend (im Text) beschriebene Regelung in der praktischen Durchführung „außerordentlich aufwendig“ ist und (hinzufügen müsste man: bislang noch) „allenfalls für große, bilanztechnisch aufwendig ausgestattete Institute in Betracht kommt“.

Gewinn, der bei einer Glattstellung aller Handelsbuchpositionen entstünde, abzüglich aller vorhersehbaren Aufwendungen und Ausschüttungen sowie der bei einer Liquidation des Unternehmens voraussichtlich entstehenden“ und noch nicht anderweitig berücksichtigten „Verluste aus dem Anlagebuch“. <sup>111</sup> Demnach sind die ausgabenbereinigten stillen Reserven aus Derivaten, derivateähnlichen Geschäften (mit Ausnahme der Waren- und Edelmetallderivate, § 1 XII 3 KWG) <sup>112</sup> und den sonstigen Positionen des Handelsbuchs immerhin insoweit unterlegungsfähig, als sie nicht durch (ebenfalls nicht realisierte) Handelsbuchverluste sowie Nettoverluste des Anlagebuchs aufgezehrt werden. Nach oben hin wird die Anrechnungsfähigkeit gewinnträchtiger Derivate und derivateähnlicher Geschäfte durch § 10 IIc S. 2, 4 KWG beschränkt. Danach werden Drittrangmittel nur bis zu einem Betrag berücksichtigt, der zusammen mit dem „freien“, d.h. nicht zur Unterlegung der Risiken aus dem Anlagebuch benötigten Ergänzungskapital 250 % bzw. bei den Wertpapierhandelsunternehmen des § 1 III d S. 2 KWG 200 % des „freien Kernkapitals“ nicht übersteigt. Zudem können Drittrangmittel, wie sich aus § 2 I GS i.V.m. § 10 II 2 KWG ergibt, nur zur Deckung von „Marktrisikopositionen“ nach § 2 II 2 GS I (Fremdwährungs-, Gold-, Rohwaren-, und Handelsbuch-Risikopositionen <sup>113</sup>), nicht aber zur Deckung von Risikoaktiva verwendet werden. Die Nutzung ist auf höchstens 5/7 der Anrechnungsbeträge für Marktrisikopositionen einschließlich Optionsgeschäfte beschränkt. <sup>114</sup>

## II. Bausteineffekt

Das, was bereits für die Risikoseite zum Zusammenhang zwischen dem Normzweck der Eigenkapitalunterlegung und dem Bausteineffekt festgestellt wurde, <sup>115</sup> gilt entsprechend für die Eigenmittelseite. Da der Insolvenzschutz neben der Erfassung der zukünftigen Vermögensabgänge (Risiken) auf der Bewertung des gegenwärtigen Vermögens aufbaut, sollten aus dieser Sicht finanzwirtschaftlich gleichwertige synthetische und natürliche Positionen im Hinblick auf ihre Eignung als unterlegungsfähige Eigenmittel *gleich behandelt* werden. Wertdifferenzen, die durch unterschiedliche Kreditrisiken entstehen könnten, fließen bereits auf der Risikoseite in die Berechnung der Eigenkapitalquote ein. <sup>116</sup>

Das gegenwärtige Aufsichtsrecht folgt dieser Vorgabe nur teilweise. Die Frage der

111 Vgl. auch die inhaltlich identische Vorgabe in Anhang V, Nr. 2.b. zur CAD. Die Basler Eigenkapitalvereinbarung sieht demgegenüber nur kurzfristige nachrangige Verbindlichkeiten als Drittrangmittel (sog. „tier 3 capital“) vor (BCBS, Januar 1996, Introduction, II.a.1., S. 7).

112 S.o. B.I.1., S. 231 f., dazu, inwieweit Derivategeschäfte dem Handelsbuch zuzurechnen sind.

113 S.o. B.I.1., S. 231 f.

114 *BAKred*, Erläuterungen (zu § 2 GS I), S. 18, unter Hinweis auf BCBS, Januar 1996, Einleitung, Unterabschnitt II, Tz. 1, wonach die Drittrangmittel auf 250 % des zur Unterlegung der Marktpreisrisiken benötigten Kernkapitals beschränkt sind.

115 B.I.2., vor a., S. 235 f.

116 Hierzu oben B.I.1., S. 242 ff.

Gleichbehandlung beim *Kernkapital* ist keine originär aufsichtsrechtliche. Sie richtet sich nach der Bilanzierung von Derivaten, der sich das anschließende, 5. Kapitel noch eingehend widmen wird.<sup>117</sup> Beim *Ergänzungskapital* ist die Gleichbehandlung finanzwirtschaftlich gleichwertiger Positionen nicht generell gewährleistet, denn der Tatbestand differenziert zwischen verbrieften, börsennotierten und sonstigen Positionen des Anlagebuchs. Damit wird die besondere Liquidität ignoriert, die derivative oder derivativeähnliche Positionen (sowie die entsprechenden Basiswerte) selbst dann auszeichnet, wenn sie unverbrieft sind bzw. außerbörslich gehandelt werden. Das wirkt sich immer dann aus, wenn Positionen in börsengehandelten Wertpapieren durch unverbrieft, außerbörsliche derivative Geschäfte dupliziert werden. Die weitgehendste Anerkennung der finanzwirtschaftlichen Eigenschaften von Derivaten und derivativeähnlichen Geschäften bewirkt die Kategorie der *Drittangmittel*. Bei der Ermittlung des Nettogewinns des Handelsbuchs kommt indirekt über das Kriterium des Gattstellungsergebnisses der gegenwärtige Marktwert der Position zum Tragen. Hierin liegt die Anerkennung der Werthaltigkeit stochastisch bedingter (Derivate) bzw. wertschwankender (derivativeähnliche Geschäfte) Positionen. Zugleich ist innerhalb des Handelsbuchs durch die flächendeckende Marktwertveranschlagung aller Geschäfte die automatische Gleichbehandlung auf dem Bausteineffekt beruhender, natürlicher und synthetischer (kombinierter) Positionen sichergestellt. Insofern kann auf das verwiesen werden, was bereits in Zusammenhang mit den Kreditrisiken zur Marktbewertungsmethode gesagt wurde.<sup>118</sup>

Mit ihrer Beschränkung auf das Handelsbuch wird die Anerkennung der *Werthaltigkeit* derivativer und derivativeähnlicher Positionen (sowie stiller Reserven aus sonstigen Positionen) zu Recht und im systematischen Gegensatz zu den börsennotierten (derivativen oder nicht derivativen) Wertpapieren des Ergänzungskapitals (oben I.) vom zeitlichen Anlagehorizont des Instituts abhängig gemacht. Bei längerfristigen Positionen besteht angesichts der ständigen Marktschwankungen eine noch geringere Chance als bei den definitionsgemäß „kurzfristigen“ des Handelsbuchs, dass die momentanen Marktwertgewinne später auch tatsächlich realisiert werden. Die Situation ist hier eine andere als bei den Risikoaktiva auf der Risikoseite, die im gesamten Vermögen zum Marktwert veranschlagt werden. Denn bei der Kreditrisikobetrachtung wird der zeitliche Horizont nicht von der eigenen Strategie des Instituts bestimmt, sondern von der Möglichkeit des sofortigen Ausfalls der Gegenseite und damit der Liquidierung der Position zum aktuellen Marktwert. Vorwerfen könnte man der bestehenden Unterscheidung nach Handels- und Anlagebuch höchstens, dass sie viel zu grob ist, weil sie auf die gesamte Vertragsdauer statt auf die wichtigeren Restlaufzeiten abstellt,<sup>119</sup> und dass sie zudem wegen des Ermessensspielraums der Institute bei der Definition der Kurzfristigkeit uneinheitlich gehandhabt wird. Die Gefahr von Inkonsistenzen aus Unterscheidung zwi-

117 Dort unter C.II., S. 285 ff.

118 Oben B.II.2., S. 246.

119 Vgl. die entsprechenden Überlegungen zum Bilanzrecht im Kontext der allgemeinen Marktbewertung im 5. Kapitel, C.II.4.b, S. 300 ff.

schen Handels- und Anlagebuch durch buchübergreifende kombinierte Positionen ist gering.<sup>120</sup>

### Ergebnis zu 4.

Die aufsichtsrechtliche Eigenkapitalunterlegung von Markt- und Kreditrisiken dient dem Schutz der Finanzinstitute vor Überschuldung infolge unerwarteter Schwankungen des Aktiv- bzw. Passivvermögens (präventiver Insolvenzschutz). Entsprechend diesem Normzweck ist sie für eine finanzwirtschaftliche, auf Zahlungsströme konzentrierte Betrachtungsweise und damit für die Berücksichtigung der finanzwirtschaftlichen Eigenschaften von Derivaten und derivateähnlichen Geschäften prädestiniert.

Für die Standardverfahren zur Bemessung der *Marktrisiken* sieht die geltende Regelung dementsprechend ausdrücklich die Zerlegung von Derivaten in ihre finanzwirtschaftlichen Bausteine vor. Dadurch ist die *Gleichbehandlung* von natürlichen und synthetischen Positionen sichergestellt. Das gilt ebenfalls bei Anwendung der alternativ zugelassenen internen Marktrisikomessmodelle. Letztere haben die Volatilitäten der Basiswertschwankungen sowie die zwischen ihnen bestehenden Korrelationen mit ausreichender Genauigkeit abzubilden und müssen deshalb die Gesetzmäßigkeiten des Bausteineffekts berücksichtigen.

Die *Kreditrisiken* aus laufenden Derivaten sind von zwei Faktoren abhängig: von der persönlichen Kreditwürdigkeit des Vertragspartners und von der Höhe der Forderung bei Fälligkeit und damit vom Marktrisiko. Da sich der Bausteineffekt auf die Marktrisiken beschränkt, sollten finanzwirtschaftlich gleichwertige Positionen nur dann zu gleich hohen Kapitalanforderungen an die Unterlegung des Kreditrisikos führen (*Gleichbehandlung*), wenn die synthetische Position schuldrechtlich, d.h. mit Termingeschäften aufgebaut wird und die Vertragspartner identisch mit denen der natürlichen Position sind bzw. wenn zumindest deren Kreditwürdigkeit gleich hoch zu veranschlagen ist. Das geltende Regelungssystem folgt dieser Vorgabe. In der grundsätzlich obligatorischen Bemessung der Kreditrisiken auf der Grundlage der Marktbewertungsmethode liegt eine *Anerkennung der Werthaltigkeit* und Reproduzierbarkeit derivativer und derivateähnlicher Positionen.

Nicht realisierte, bilanzunwirksame Gewinne aus Positionen in Derivaten und derivateähnlichen Geschäften können zugleich als *Eigenmittel* für die Risikounterlegung fungieren. Das betrifft zunächst den Sonderfall börsennotierter verbriefter Ansprüche aus Derivaten des „Anlagebuchs“ für die Eigenmittelkategorie des Ergänzungskapitals. Darüber hinaus sind die stillen Reserven aus den Derivaten des Handelsbuchs als Drittrangmittel unterlegungsfähig. Hierbei kommt es weitgehend zu einer Gleichbehandlung von natürlichen und synthetischen Positionen. Insoweit trägt das Gesetz der wertbezo-

genen, wirtschaftlichen Betrachtungsweise Rechnung, wie sie der Regelungszweck des Insolvenzschutzes gebietet.

## 5. Kapitel: Handelsbilanzrecht

Das vorliegende Kapitel betrachtet die Bilanzierung laufender Derivatgeschäfte, deren stochastisch bedingte Forderung bzw. Verbindlichkeit noch nicht fällig ist und sich damit noch nicht konkretisiert hat.<sup>1</sup>

### A. Hintergrund

Die Handelsbilanz, die nach §§ 238 I, 242 HGB alle Kaufleute unabhängig von ihrer Rechtsform erstellen müssen, ist eine „Einheitsbilanz“. Besonders bei Kapitalgesellschaften erfüllt sie eine Reihe von unterschiedlichen, miteinander nicht ohne weiteres zu vereinbarenden Funktionen, die das Gesetz durch das Gebot einer „den tatsächlichen Verhältnissen“ entsprechenden Abbildung „der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage“ (§ 264 II HGB) zum Ausdruck bringt. Zunächst ist sie Grundlage für die Bestimmung des gesellschaftsrechtlich ausschüttbaren Gewinns im Gesellschafter- bzw. Gläubigerinteresse sowie, über den Umweg des steuerrechtlichen Maßgeblichkeitsprinzips (§ 5 I 1 EStG), des zu steuernden Gewinns. Darüber hinaus dient sie der Kontrolle der Geschäftsleitung durch die Gesellschafter (Anteilseigner), der Information der potentiellen Gläubiger und der Kapitalmarktteilnehmer als Unterstützung ihrer Entscheidungen über das Einräumen von Kredit<sup>2</sup> bzw. den An- und Verkauf von Eigen- und Fremdkapital,<sup>3</sup> sowie, mit zahlreichen Modifikationen, der aufsichtsrechtlichen Bestimmung des unterlegungsfähigen Eigenkapitals.<sup>4</sup> Nur zur Feststellung der insolvenzrechtlichen Über-

- 
- 1 Zum Begriff des „laufenden“ Vertrags siehe bereits oben 1. Kapitel, B.I.1. (a.E.), S. 38 Fn. 145.
  - 2 Vgl. § 18 KWG („Kreditunterlagen“): Danach sind Kreditinstitute bei Krediten über 500.000 DEM grundsätzlich dazu verpflichtet, sich die Bilanz des Schuldners vorlegen zu lassen.
  - 3 Vgl. für die gesetzliche Anerkennung der kapitalmarktrechtlichen Funktion der Rechnungslegung z.B. die Pflicht zur Aufnahme des Jahresabschlusses in den Verkaufsprospekt nach § 21 I Nr. 1 BörsZulVO sowie, für den Freiverkehr, § 8 I VerkProspVO. Die Konzeption des Anlegerschutzes durch verbindliche Offenlegung (Publizität i.S. von Öffentlichkeit) beruht auf zwei Annahmen, deren Richtigkeit im vorliegenden Kontext nicht weiter überprüft werden kann: 1) Anleger treffen (in persona oder vermittelt durch ihre Anlageberater) bessere Anlageentscheidungen, wenn sie über die Risiken ihrer Anlage informiert sind. 2) Anleger werden nur dann ausreichend informiert, wenn die Unternehmen zur Offenlegung *rechtlich* verpflichtet werden. Dem Anlegerschutz durch Information ist man bereits oben (2. Kapitel, A.II., S. 117 ff.) im Zusammenhang mit den Informationspflichten des Vertragspartners beim Verkauf von Derivaten begegnet. Im Kontext der Bilanzierung geht es nicht um den Vertrieb von Derivaten, sondern um Investitionen in Wertpapiere (Anteile, Schuldverschreibungen) von Emittenten, die ihrerseits Derivate in ihrem Portfolio haben. Funktionell greifen beide Arten der Informationspflichten insoweit ineinander, als die Rechnungslegung es dem Anlageberater ermöglichen soll, für den Anleger die angemessene Risikoposition auszuwählen (Walz, in: Ott/Schäfer (Hrsg.), S. 246, 249).
  - 4 Zu den aufsichtsrechtlichen Korrekturen des handelsbilanziellen Eigenkapitals s.o. 4. Kapitel, A., S. 229.

schuldung (§ 19 II InsO) ist die Handelsbilanz wegen der nicht passenden, formalisierten Bewertungsgrundsätze ungeeignet.<sup>5</sup>

Allen genannten Bilanzierungszielen ist trotz der ihnen nachgesagten Unvereinbarkeit<sup>6</sup> eines gemein: Immer geht es um die Abbildung des Gesellschaftsvermögens zum Bilanzierungszeitpunkt - sei es als Haftungsgrundlage, als Berechnungsgrundlage für den ausschüttbaren Gewinn oder als Indikator für zukünftige Erträge. Der angebliche Widerspruch zwischen Ertrag (Gewinn) und Vermögen als mögliche Bilanzierungsgegenstände<sup>7</sup> verschleiert den Blick auf den entscheidenden Gesichtspunkt. Das ist die unter Umständen je nach Bilanzzweck unterschiedlich zu beantwortende Frage, was man unter (stichtagsbezogenem) *Vermögen* verstehen muss und welche Annahmen über die Zukunft seiner Bewertung zugrunde liegen. Jedenfalls ist der Vermögensbegriff immer, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß, zukunftsorientiert in dem Sinn, dass man bei der Ermittlung des Bilanzergebnisses von der Fortführung der Gesellschaft und ihres Unternehmens<sup>8</sup> und nicht etwa von ihrer sofortigen Liquidation ausgeht.<sup>9</sup> Bei Konflikten zwischen den Bilanzierungszielen ist die Ausschüttungsbegrenzung und Kapitalerhaltung im Interesse der (zukünftigen) Befriedigung der gegenwärtigen und der zukünftigen Gläubiger vorrangig,<sup>10</sup> oder besser gesagt aus dem Vorsichtsprinzip sowie bei Ka-

5 So BGH 19.8.1986 - 4 StR 358/86, wistra 1987, 28.

6 Vgl. Kübler, FS Zöllner (1998), 321, 330: Die Rechnungslegung habe neben der („notwendigen“) Funktion im Dienste der kapitalgesellschaftsrechtlichen Ausschüttungssperre noch andere, nicht zu vernachlässigende Funktionen. Ihre primäre Funktion sei (dabei) die Herstellung von Transparenz, die möglichst aktuelle und präzise Information der derzeitigen und potentiellen Gesellschafter, der Aktionäre wie der Anleger. Mit diesen Regelungszielen seien die das deutsche Bilanzrecht weiterhin beherrschenden Grundsätze, insb. das Vorsichtsprinzip und die mit ihm zusammenhängenden Imparitäts- und Realisationsprinzipien „schwerlich zu vereinbaren“.

7 So aber Schildbach, WPg 1999, 177, 179, zur Unmöglichkeit der gleichzeitigen zutreffenden Ermittlung von „Vermögen“ und „Erfolg“ mit derselben Bilanz; vgl. auch Christiansen, DStZ 1995, 385, 387: Bei der Handels- und Steuerbilanz handele es sich trotz des Vollständigkeitsgebots und der Zielsetzung einer möglichst zutreffenden Ermittlung der Vermögens- und Ertragslage „nicht um eine Vermögensbilanz, die die Vermögenswerte möglichst vollständig und mit realen Werten ausweisen“ solle, sondern um die „stichtagsbezogene Abbildung eines periodenbezogenen Teils des unternehmerischen Gesamtgewinns“ [= Vermögenszuwachs].

8 Die Zukunftsabhängigkeit des bilanzrechtlichen Vermögensbegriffs kommt im Gesetz an verschiedenen Stellen zum Ausdruck. Genannt sei nur die Pflicht zur Bildung von Rückstellungen (§ 249 I HGB) und die Abhängigkeit des Wertansatzes von der zeitlichen Perspektive in § 253 HGB (Unterscheidung zwischen Anlage- und Umlaufvermögen) und in § 340h II HGB (vorübergehende Wertminderungen aus Fremdwährungspositionen).

9 Die Rechtslage bei der Handels- (und Steuer-) Bilanz unterscheidet sich insofern von der insolvenzrechtlichen Überschuldungsbilanz nach § 19 II InsO. Dort sind auf der ersten Stufe der Bilanzierung für die Aktiva Liquidationswerte anzusetzen (§ 19 II 1 InsO), wodurch stille Reserven aufgedeckt werden. Ergibt sich hierbei eine rechnerische Überschuldung, besteht aber ein positive Fortführungsprognose, ist auf der zweiten Stufe (§ 19 II 2 InsO) noch einmal auf der Basis von Fortführungswerten zu bilanzieren.

10 Zum „Vorrang“ der Ausschüttungsbemessungsfunktion Moxter, FS Börner (1998), 305, 313 f.; Schildbach, WPg 1999, 177; vgl. auch Euler, StuW 1998, 15, 19: „Primäraufgabe der Handelsbilanz“; vgl. noch zur Rechtslage vor der Reform durch das BilRiLiG und der Einführung des Grundsatzes des „true and fair view“ (§ 264 II HGB) die Entscheidung BGH 12.7.1982 - II ZR 175/81, WM 1982, 862, 863 („Beton- und Monierbau“): Hier wird die kapitalmarktrechtliche Pflicht zur

pitalgesellschaften zusätzlich aus der Beschränkung zulässiger Ausschüttungen auf die erzielten Gewinne und dem gleichzeitigen Verbot der Einlagenrückgewähr (vgl. §§ 29 I, 30 f. GmbHG; §§ 58 IV, 57, 62 AktG) ergibt sich eine Präferenz des Gesetzgebers für die Gläubigerinteressen.

Derivate (und derivateähnliche Verträge) stellen die Bilanzierung vor zwei Herausforderungen: Die *erste* ist die Abbildung einzelner laufender Verträge. Hier stehen sich der unsichere, stochastisch wertschwankende Inhalt der geschuldeten zukünftigen Leistungen einerseits und die objektive Werthaltigkeit der vertragstypischen Ansprüche andererseits gegenüber. Die *zweite* Herausforderung ist der Gesichtspunkt der Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen. Wie man für das bilanzielle Vermögen das Maß der Zukunftsgerichtetheit auch definieren möchte: Es handelt sich um ein wirtschaftliches Kriterium. Seine gesetzgeberische Konkretisierung in den einzelnen Bilanzierungsvorschriften erfordert eine wirtschaftliche Betrachtung.<sup>11</sup> Mittels des Bausteineffekts lässt sich die gegenwärtige Wertgleichheit natürlicher und synthetischer Positionen und der Gleichlauf der Zahlungsströme in der Zukunft sicherstellen. In der Konsequenz dieser Überlegung sollten finanzwirtschaftlich gleichwertige Positionen zum Bilanzstichtag und darüber hinaus während ihrer gesamten Laufzeit zwar nicht unbedingt in identischer Weise (Bilanzansätze),<sup>12</sup> aber doch so bilanziert werden, dass sie identische Beiträge zum Bilanzergebnis leisten - und zwar solange, wie unterschiedliche Kreditrisiken keine bilanzrechtlich relevanten Ausmaße erlangen.<sup>13</sup> Dies entspricht nicht nur einem rechtspolitischen Bedürfnis nach innerer Konsistenz der Bilanzierungsvorschriften, sondern auch einem praktischen nach Vergleichbarkeit der Bilanzen unterschiedlicher Unternehmen für den Kapitalmarkt.<sup>14</sup>

Für fällige bzw. abgeschlossene Positionen, deren Gewinne oder Verluste sich im Gesellschaftsvermögen bereits realisiert haben und die deshalb keine marktabhängigen Unsicherheitsmomente mehr in sich tragen, ist die Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen nach geltendem Bilanzrecht wegen der Bilanzwirksamkeit von

---

Risikoinformation sogar außerhalb der Bilanz angesiedelt und es wird für möglich gehalten, dass in „größtzügigster Ausnutzung“ aller Spielräume (unter I.2.b.) eine Bilanz erstellt wird, welche die Vermögens-, Ertrags- und Liquiditätsslage des Unternehmens und die Risiken der Anlage nicht ausreichend widerspiegelt.

- 11 Speziell zur (rechtspolitischen) Notwendigkeit der vorrangigen Betrachtung der „economic substance“ vor der „legal form“ zur Vermeidung der Bilanzarbitrage mit Derivaten siehe *Global Derivatives Study Group*, Appendix I: Working Papers, S. 88.
- 12 Insofern unzutreffend die Annahme, die Bildung gleicher Bilanzansätze durch zusammenfassende Bewertungseinheiten („synthetic instrument accounting“, „accounting by analogy“) sei eine wesentliche Voraussetzung für die Vergleichbarkeit der Bilanzen (berichtet bei *T. Johnson/Wall*, FASB Status Report No. 235, S. 4, 8, ohne konkrete Nachweise); zu den zusammenfassenden Bewertungseinheiten siehe ferner unten C.II.2.a., S. 289 ff.
- 13 Die Relevanzschwelle liegt bei der Bilanzierung viel höher als bei der Eigenkapitalunterlegung (s.o. 4. Kapitel, B.II.1., S. 242 ff.) und wird im Folgenden vernachlässigt.
- 14 Zum sehr beschränkten Einfluss des verfassungsrechtlichen Gleichheitssatzes für die rechtliche Behandlung des Bausteineffekts durch den Gesetzgeber s.o. 1. Kapitel, E.II.1.b., S. 77.

Geldvermögen in Verbindung mit dem Vollständigkeitsgebot (§ 246 I HGB)<sup>15</sup> automatisch sichergestellt. Problematisch ist aber, ob das geltende Bilanzrecht diesen Zusammenhang bei laufenden Derivaten und derivateähnlichen Geschäften ebenfalls anerkennt. Das Gebot der „wirtschaftlichen Betrachtungsweise“ bei der Bilanzrechtsauslegung<sup>16</sup> ist hierfür für sich allein kein Garant, denn es findet seine Grenze im Willen des Gesetzgebers und den von diesem vorgegebenen tatbestandlichen Strukturen.<sup>17</sup> Falls die gestellte Frage zu verneinen ist, können sich hieraus rechtspolitisch unerwünschte Möglichkeiten der Bilanzarbitrage ergeben. Nicht zuletzt aus diesem Grund hat die Bilanzierung laufender Derivate international eine große Resonanz erfahren.<sup>18</sup>

Das deutsche Bilanzrecht hat hierzu bislang mit gewissen Ausnahmen für Finanzinstitute<sup>19</sup> auf spezielle Regeln verzichtet. Die Antwort der allgemeinen Bilanzierungsgrundsätze auf Derivate wird im Folgenden analysiert (B.) und kommentiert (C.). Die Untersuchung beschränkt sich entsprechend der skizzierten Fragestellung auf die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung („Jahresabschluss“, § 242 III HGB). Hierbei geht es nur um die Grundstrukturen, nicht aber um eine erschöpfende Behandlung aller denkbaren Detailfragen. Berichtspflichten im Bilanzanhang,<sup>20</sup> im Lagebericht (§§ 264 I 1, 289 HGB)<sup>21</sup> sowie Besonderheiten der Konzernbilanz<sup>22</sup> bleiben außer Betracht.<sup>23</sup> Sie

15 Für Erträge bzw. Aufwendungen aus abgeschlossenen Derivaten und derivateähnlichen Geschäften ist allerdings die in § 340c HGB für Finanzinstitute normierte Abweichung vom Saldierungsverbot des § 246 II BGB zu beachten.

16 BFH 10.9.1998 - IV R 80/96, BStBl II 1999, 21, unter 2.c.: „In Bilanzierungsfragen“ sei „die wirtschaftliche Betrachtungsweise geboten“.

17 S.o. I. Kapitel, E.II.3., S. 81 ff., allgemein zur Bedeutung der „wirtschaftlichen Betrachtungsweise“ bei der Gesetzesanwendung.

18 Siehe aus der jüngeren Vergangenheit *BCBS/IOSCO*, Oktober 1999, zur Erfassung von Derivaten in der Rechnungslegung innerhalb und außerhalb der Bilanz; ferner zur Bilanzierung von Finanzinstrumenten allgemein die Arbeiten der vom IASC initiierten „International Joint Working Group of Accounting Standard-Setters on Accounting for Financial Instruments“ (JWG-SS). Dabei handelt es sich um eine Gruppe mit Vertretern des IASC und von neun nationalen „Standard-Setters“, u.a. aus Deutschland, Frankreich, Großbritannien und den USA. Näheres unter [http://www.iasc.org.uk/frame/cen3\\_112.htm](http://www.iasc.org.uk/frame/cen3_112.htm) (Abruf v. 6.7.2000) sowie bei *Pape/Breker*, WPg 1999, 1 ff.

19 S.u. B.II.1., 2., S. 266, 268; S. 270 f.

20 Für Finanzinstitute siehe hierzu insb. § 36 RechKredV. Danach ist in den Anhang „eine Aufstellung über die Arten von am Bilanzstichtag noch nicht abgewickelten fremdwährungs-, zinsabhängigen und sonstigen Termingeschäften“ aufzunehmen, „die lediglich ein Erfüllungsrisiko sowie Währungs-, Zins- und/oder sonstige Marktpreisänderungsrisiken aus offenen und im Falle eines Adressenausfalls auch aus geschlossenen Positionen beinhalten“. Zusätzlich ist für die drei Risikogruppen (Fremdwährungs-, zinsbezogene und sonstige Preisrisiken) jeweils anzugeben, ob ein wesentlicher Teil davon Sicherungsgeschäfte und auf Handelsgeschäfte entfällt; zu den Pflichtangaben nach §§ 284 f. HGB für sonstige Kapitalgesellschaften siehe den Überblick bei v. *Westphalen*, S. 105-109; für internationale Standards siehe IAS 32: „Financial Instruments: Disclosure and Presentation“ (Juni 1995, geändert durch IAS 39, s.u. Fn. 22).

21 Vgl. § 289 I HS 2 HGB in der Form des „Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)“, der klarstellt, dass im Lagebericht „auch auf die Risiken der künftigen Entwicklung“ einzugehen ist. Quantitative oder qualitative Anforderungen an die Berichterstattung über Derivate lassen sich daraus im Normalfall nicht ableiten. Vgl. *Moxter*, BB 1997, 722, 723: Da eine nähere Beschreibung getroffener oder geplanter geschäftspolitischer Maßnahmen nicht in Be-

betreffen nicht den ergebniswirksamen Teil der Rechnungslegung und liegen deshalb außerhalb der hier interessierenden Problematik des Verhältnisses zwischen bilanzrechtlichem Vermögensbegriff und Vertragsrecht.

## B. Bestandsaufnahme

Nach den §§ 240, 246 I, 252 I Nr. 3 HGB sind die Bestandteile des Vermögens (Vermögensgegenstände und Schulden) zum Schluss eines jeden Geschäftsjahres einzeln und vollständig aufzunehmen und im Jahresabschluss einzeln anzusetzen und zu bewerten (Prinzip der Einzelbewertung).<sup>24</sup> Posten der Aktivseite dürfen nicht mit Posten der Passivseite, Aufwendungen nicht mit Erträgen verrechnet werden (§ 246 II HGB, Saldierungsverbot).<sup>25</sup> Dies erfordert die „Betrachtung des jeweils kleinsten Sachverhalts, der nach der Verkehrsanschauung als selbständig realisier- und bewertbar angesehen“ werden kann.<sup>26</sup> Das Einzelbewertungsprinzip verhindert, dass positive und negative „Effek-

---

tracht komme, könne das Gesetz mit den „Risiken der künftigen Entwicklung“ nur das meinen, was man recht unscharf als „strukturelle Risiken“ bezeichne. Maßstab sei hierfür letztlich die Insolvenzgefahr.

22 Die Konzernbilanz dient ausschließlich den Informationsinteressen der (internationalen) Anleger. Für sie gelten andere Regeln. Unter dem Druck des Wettbewerbs an den internationalen Kapitalmärkten hat der deutsche Gesetzgeber mit § 292a HGB zeitlich beschränkt bis zum 1.1.2005 und im Vorgriff auf eine EU-einheitliche Regelung (s.u. C., vor I., S. 271 f.) unter bestimmten Voraussetzungen zugelassen, dass Konzernbilanzen in Abweichung von den Vorschriften des HGB nach „international anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen“ erstellt werden. Gemeint sind die vom FASB herausgegebenen US-GAAP sowie die vom IASC verkündeten IAS. Im Bereich der Derivate betrifft dies SFAS 133 (hierzu *Maulshagen/Maulshagen*, BB 1998, 2151-2155; *Labude/Wienken*, WPg 2000, 11-22) und den IASC-„Interim Standard“ No. 39 („Financial Instruments: Recognition and Measurement“, Dezember 1998, kurz: IAS 39, anwendbar ab 1.1.2001; hierzu *Rutishauser*, Der Schweizer Treuhänder 2000, 293 ff., sowie unten C.II.4., vor a., Fn. 235). Entsprechende Empfehlungen zur Konzernrechnungslegung speziell für deutsche Unternehmen entwickelt derzeit ferner die Arbeitsgruppe „Financial Instruments“ des Deutschen Rechnungslegungs Standards Committee e.V. (DRSC, <http://www.drsc.de/>), einer privatrechtlich organisierten Einrichtung i.S. des § 342 I HGB. Zu den rechtspolitischen Rückwirkungen des nach internationalen Standards ausgewiesenen Konzernergebnisses auf die Einzelbilanzierung siehe *Sprißler*, FS Clemm (1996), 365, 387; *Broer*, S. 254-258.

23 Vgl. auch die Empfehlung 2000/408/EG der EU-Kommission v. 23.6.2000 „zur Offenlegung von Informationen über Finanzinstrumente und andere, ähnliche Instrumente in Ergänzung der Offenlegung gemäß der Richtlinie 86/635/EWG des Rates über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Banken und anderen Finanzinstituten“ (ABIEG Nr. L 154/36 v. 27.6.2000; bekanntgegeben unter AZ.: KOM[2000] 1372 endg.), die Informationen über „Finanzinstrumente, Waren und Warenderivate“ im Anhang und/oder im Lagebericht zum Einzel- und Konzernabschluss von Banken und Finanzinstituten i.S. der Richtlinie 86/635/EWG betrifft (a.a.O., Tz. 1.1).

24 Vgl. BFH 15.10.1997 - I R 16/97, BStBl II 1998, 249, unter II.2. Siehe auch die europarechtliche Grundlage des Art. 31(1)(e) der Vierten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie 78/660/EWG v. 25.7.1978 „über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen“, ABIEG Nr. L 222 v. 14.8.1978, S. 11-31.

25 Siehe auch Art. 7 der EG-Bilanzrichtlinie 78/660/EWG (Fn. 24); allgemein zum Verrechnungsverbot *Ebke*, in: *Leffson/Rückle/Großfeld*, Stichwort: „Verrechnungsverbot“, S. 365-374.

26 *Christiansen*, DStZ 1995, 385 (385).

tivvermögensbeiträge“ bilanziert werden, die letztlich „ins Unbestimmte zerfließen und sich einer intersubjektiven Nachprüfbarkeit entziehen“.<sup>27</sup> Eine Zusammenfassung von mehreren Vermögensbestandteilen bzw. von gegenläufigen Wertänderungen zu Bewertungseinheiten kommt nur ausnahmsweise in Betracht (unten II.). Die Untersuchung beginnt deshalb mit der Frage nach der Bilanzierung einzelner Derivate ohne Berücksichtigung möglicher Funktionszusammenhänge mit anderen Instrumenten (I.).

## I. Einzelne Derivate

Die Bilanzierung einzelner laufender Derivate ist geprägt vom Vorsichts-, Gewinnrealisations- und Imparitätsprinzip des § 252 I Nr. 4 HGB. Danach sind Marktwertverluste der stochastisch wertschwankenden Forderung bzw. Verbindlichkeit sofort, Marktwertgewinne hingegen erst dann zu berücksichtigen, wenn sie am Abschlussstichtag realisiert sind.<sup>28</sup> Bilanztechnisch ist zwischen dem Festgeschäft (1.) und der Option (2.) zu unterscheiden.

### 1. Festgeschäft

Nach allgemeiner Auffassung sind Terminfestgeschäfte (Futures/Forwards, Swaps) bis zur Fälligkeit schwebende Geschäfte (§ 249 I HGB).<sup>29</sup> Als solche sollen sie bilanzunwirksam sein.<sup>30</sup> Es wird nicht danach differenziert, ob Erfüllung in Natur (derivateähnli-

27 Euler, *StuW* 1998, 15, 18, m.w.N.; Schmidt-*Glanegger*, § 6 EStG, Rz. 36: Der Zweck der Einzelbewertung bestehe abgesehen von der Bilanzklarheit darin, einen saldierenden Ausweis nicht verwirklichter Gewinne zu vermeiden.

28 Barckow/Rose, *WPg* 1997, 789, 801 sprechen deshalb von der „imparitätischen Marktbewertung“ derivativer Instrumente.

29 Bilanzrechtlich als schwebende Geschäfte qualifiziert werden „gegenseitige auf Leistungsaustausch gerichtete Verträge i.S. der §§ 320 ff. BGB“, die „hinsichtlich der vereinbarten Sach- oder Dienstleistungspflicht - abgesehen von unwesentlichen Nebenpflichten - noch nicht voll erfüllt sind“ (BFH Beschl. 23.6.1997 - GrS 2/93, „Apothekerbeschluss“, *BStBl II* 1997, 735, unter B.I.2.). Der bilanzrechtliche Begriff des „schwebenden“ Vertrags unterscheidet sich somit vom insolvenzrechtlichen Begriff (§ 103 I InsO: „vom Schuldner und vom anderen Teil nicht oder nicht vollständig erfüllt“, s.o. 3. Kapitel, B.I., Abschn. 1.b.aa., S. 201 ff.). Dies ist eine Folge der unterschiedlichen Ratio des Bilanzierungsverbots und des Insolvenzverwalterwahlrechts. Näheres unten C.I.1.c., S. 277 ff.

30 Siehe BFH 5.3.1981 - IV R 94/78, *BStBl II* 1981, 658, m.w.N., zu Londoner Goldtermingeschäften, unter 2.a.: „Termingeschäfte“ seien „schwebende Geschäfte, „die regelmäßig nicht in die laufende Buchführung aufgenommen werden und auch im Jahresabschluss nur berücksichtigt werden müssen, wenn aus ihnen ein Verlust droht“; ebenso BFH 4.7.1991 - IV R 29/88, *BStBl II* 1992, 76, 77, unter 1.; BFH 19.2.1997 - XI R 1/96, *BStBl II* 1997, 399, unter II.3.a., jeweils zu Devisentermingeschäften; grundlegend zur Bilanzunwirksamkeit schwebender Verträge BFH 20.3.1980 - IV R 89/79, *BStBl II* 1980, 297, unter 3.; für das Schrifttum siehe nur *Grünwald*, S. 61, m.w.N.: Finanzterminkontrakte (verstanden als Terminkauf in Abgrenzung zur Option, a.a.O., S. 5) seien bilanzrechtlich „schwebende Geschäfte“

che Geschäfte) oder Barausgleich (Derivate im hier vertretenen Sinn) vereinbart ist. Vor ihrer Erfüllung soll ein bilanzieller Ausweis der Verträge im Betriebsvermögen nur in Form einer Rückstellung für drohende Verluste möglich sein.<sup>31</sup> Von einem „drohenden Verlust“ geht man regelmäßig aus, wenn der Marktwert des stochastisch bedingten Anspruchs bzw., bei Erfüllung in Natur, der Saldo aus gegenwärtigem Wert der zu empfangenden Leistung und eigener Gegenleistung zum Bilanzstichtag aus Sicht des Bilanzierenden einen negativen Wert annimmt.<sup>32</sup> Die Bildung der Rückstellung wird dann „nicht nur als zulässig, sondern als zwingend“ angesehen.<sup>33</sup> Man unterscheidet, soweit überschaubar, in diesem Zusammenhang nicht danach, ob das Termingeschäft dem Umlauf- oder dem Anlagevermögen zuzuordnen ist.<sup>34</sup> Die Höhe der anzusetzenden Drohverlustrückstellung spiegelt den aktuellen (negativen) Vertragswert wider.<sup>35</sup> Eine Abzinsung des Verlustbetrags (§ 253 I 2 HS 2 HGB) ist nicht erforderlich, da der aktuelle Marktwert eines Derivats mit dem bereits abgezinsten Wert der zukünftigen unsicheren Zahlungen identisch ist und den Zeitwert des Geldes bereits berücksichtigt.<sup>36</sup> Nachschüsse („variation margins“) bei börsennotierten Futures sind als Vorleistungen im Rahmen eines schwebenden Geschäfts<sup>37</sup> bzw. als Sicherheitsleistung<sup>38</sup> auszuweisen.

- 
- 31 BFH 19.2.1997 (Fn. 30), zu Devisentermingeschäften mit Barausgleich: Vor ihrer Erfüllung komme, „da es sich um schwebende Geschäfte“ handle, „ein Ausweis im Betriebsvermögen ohnehin nur in Form einer Rückstellung für drohende Verluste in Frage“; BFH 4.7.1991 (Fn. 30).
- 32 BGH 1.3.1982 - II ZR 23/81, BGHZ 83, 341, unter B.I.1.b., zu (Zins-)Terminkontrakten auf Bundesanleihen: Zum Bilanzstichtag und bei der Bilanzaufstellung und -feststellung sei festgestanden, „dass sich Leistung und Gegenleistung“, die nach dem zu erfüllenden Termingeschäft zu erbringen waren, „wegen des inzwischen gestiegenen - und weiter steigenden - Zinsniveaus nicht mehr gleichwertig gegenüberstanden und demgemäß der Bank erhebliche Verluste drohten“.
- 33 BGH 1.3.1982 (Fn. 32), bei B.I.1.a., unter Berufung auf die GoB.
- 34 Vgl. im Gegensatz hierzu die allgemeine Differenzierung nach *IDW*, WPg 2000, 716, 719: Die Drohverlustrückstellung bei schwebenden Beschaffungsgeschäften über bilanzierungsfähige Vermögensgegenstände stelle eine „vorweggenommene (außerplanmäßige) Abschreibung“ dieser Vermögensgegenstände dar (Tz. 30). Bei Vermögensgegenständen des *Anlagevermögens* sei anders als beim Umlaufvermögen „aufgrund des gemilderten Niederstwertprinzips (§ 253 II 3 HGB)“ eine Drohverlustrückstellung nur dann zu bilden, wenn die gegenwärtige, im Vergleich zu den Anschaffungskosten bestehende Wertminderung von „dauernder“ Natur sei (Tz. 31).
- 35 BFH 5.3.1981 (Fn. 30), unter 3., zu Goldtermingeschäften: Berechnung der Drohverlustrückstellung auf der Grundlage des Tagespreises des Basiswertes (Feinunze Gold) zum Bilanzstichtag; *IDW*, WPg 1993, 517 (517), zu Financial Futures und FRA; *BdB*, Die Bank 1988, 158, 160, zu Swaps.
- 36 Vgl. hierzu *Winter*, BB 1995, 1631, 1634 ff.
- 37 *BdB*, Die Bank 1991, 105, 106; ausführlich *Grünwald*, S. 65-73.
- 38 Hierzu *DTB Deutsche Terminbörse*, S. 7 f., wo die auf der Basis der Nettoposition des Marktteilnehmers in sämtlichen offenen DTB-Futures zu erbringenden Margins als Sicherheitsleistung qualifiziert werden. Barüberweisungen sind danach als Forderungen an die DTB zu aktivieren, dingliche Sicherheitsleistungen als „wirtschaftliches Eigentum“ dem Vermögen des Sicherungsgebers zuzurechnen.

## 2. Option

Verbriefte oder unverbiefte stochastisch bedingte Optionsrechte werden demgegenüber nicht als Ansprüche aus schwebenden Verträgen behandelt, weil die Optionsprämie bereits bei Vertragsschluss bezahlt wird.

Beim *Optionsinhaber* („Käufer“) ist die Option nach allgemeiner Meinung während der Laufzeit als nicht abnutzbarer immaterieller Vermögensgegenstand des Anlage- bzw. Umlaufvermögens („sonstiger Vermögensgegenstand“ bzw. Wertpapier)<sup>39</sup> in Höhe der bezahlten Optionsprämie (Anschaffungskosten) zu aktivieren.<sup>40</sup> Zwischen Barausgleich und Erfüllung in Natur wird nicht unterschieden. Demnach geht man bilanzrechtlich von der Trennungstheorie aus.<sup>41</sup> Für Wertänderungen des Optionsrechts während der Laufzeit gilt das Niederstwertprinzip. Während Wertgewinne bilanzunwirksam bleiben,<sup>42</sup> sind für Wertverluste nach § 253 II, III HGB Abschreibungen zu bilden. Gleichzeitig sind diese in der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) als Aufwand zu verbuchen.<sup>43</sup> Kommt es später zur Ausübung der Option, ist die bezahlte Optionsprämie mit dem Gewinn zu verrechnen, sofern er in einem Barausgleich besteht. Bei Erfüllung in Natur ist die Optionsprämie Bestandteil der Anschaffungskosten des Vermögensgegenstands (Kaufoption) bzw. mit dem Verkaufserlös zu verrechnen (Verkaufsoption).<sup>44</sup>

- 
- 39 Überwiegend werden Optionen schon wegen ihrer vergleichsweise kurzen Laufzeit dem Umlaufvermögen zugerechnet (z.B. *Fleischmann*, S. 152); differenzierend *Häuselmann*, DB 1987, 1745, 1746.
- 40 *Adler/Düring/Schmaltz*, § 255 HGB, Rz. 74; *Förschle*, in: Beck Bil-Komm. § 246 HGB, Rz. 101; *Mauritz*, S. 297 f. (m.w.N.); *IDW*, WPg 1995, 421 (421); *BdB*, Die Bank 1990, 211 (211), speziell zu DTB-Optionen; BFH 28.11.1990 - X R 197/87, BStBl II 1991, 300, unter I.3., zum bilanzsteuerrechtlichen Begriff des „Wirtschaftsguts“: Die verkaufte Option stelle sich „für den Optionsnehmer und den Sekundärhandel mit Optionen bilanzsteuerrechtlich als Wirtschaftsgut“ dar; ebenso § 31a EStH 1997, zu § 5 EStG: „Immaterielle Wirtschaftsgüter“ seien u.a. Optionsrechte. Zur Bedeutungsgleichheit von bilanzsteuerrechtlichem „Wirtschaftsgut“ und bilanzrechtlichem „Vermögensgegenstand“ siehe unter Hinweis auf den Maßgeblichkeitsgrundsatz des § 5 I EStG z.B. BFH 28.5.1979 - I R 1/76, BStBl II 1979, 734 (II.3.a.) sowie erst kürzlich wieder BFH Beschl. 7.8.2000 - GrS 2/99, BStBl II 2000, 632 (C.II.2).
- 41 Vgl. die Verwaltungsvorschrift des Finanzministeriums Hessen v. 17.9.1996 - S 2133 A-38-II B 1 a, zum „Zeitpunkt der steuerlichen Erfassung von Optionsprämien im Betriebsvermögen des Stillhalters“: Optionsgeschäfte seien bilanzsteuerrechtlich „nach der Zweivertragstheorie des BFH“ (BFH 28.11.1990, oben Fn. 40) zu beurteilen; ebenso OFD Köln, Vfg. v. 11.3.1997 - S 2143 - 18 - St 112, BB 1997, 833. Allerdings hat sich der BFH a.a.O. gar nicht zum *Bilanzsteuerrecht*, sondern zum Begriff der Leistung nach § 22 Nr. 3 EStG geäußert (dort unter I.2.f.). Der Senat, so heißt es dort sogar ausdrücklich (unter I.3.), brauche „nicht zu entscheiden, wie Wertpapieroptionsverträge zu bilanzieren“ seien.
- 42 Dies gilt auch für verbrieft Options. Der deutsche Gesetzgeber hat von der nach Art. 36 II der Vierten EG-Richtlinie 78/660/EWG (Fn. 24) eingeräumten Möglichkeit, für börsenfähige Wertpapiere die Bilanzierung zum höheren Marktwert zuzulassen oder vorzuschreiben, keinen Gebrauch gemacht.
- 43 *IDW*, WPg 1995, 421, 422, speziell für Finanzinstitute.
- 44 *IDW*, WPg 1995, 421 (421). Hinter dieser Ansicht muss ein Umschwenken von der Trennungs- auf die Einheitstheorie stecken, denn ansonsten würde man hier mit dem bilanzrechtlichen Saldierungsverbot in Konflikt geraten.

Beim *Stillhalter* („Optionsverkäufer“) ist die erhaltene Optionsprämie als „sonstige Verbindlichkeit“ zu passivieren<sup>45</sup> und damit ergebnisneutral auszugleichen.<sup>46</sup> Ist der Wert des Optionsrechts am Bilanzstichtag gestiegen, muss nach allgemeiner Meinung in Höhe der Differenz zur passivierten Optionsprämie eine Rückstellung für drohende Verluste aus schwebenden Geschäften nach § 249 I HGB gebildet werden.<sup>47</sup> Bei Ausübung einer Call-Option soll auf Seiten des Stillhalters der Optionspreis „einschließlich einer gegebenenfalls gebildeten Rückstellung“ dem Veräußerungserlös zuzuschlagen und gegen den Einstandspreis des Basiswertes zu verrechnen sein. Bei Ausübung einer Put-Option soll der Optionspreis „einschließlich einer eventuellen Rückstellung“ den Einstandspreis der zu übernehmenden Wertpapiere vermindern.<sup>48</sup>

## II. Bewertungseinheiten

Die separate, imparitätische Bilanzierung von Derivaten nach den dargestellten Grundsätzen kann zu einer ungerechtfertigten Überbewertung der dem Vermögen immanenten Verlustrisiken aus Marktwertschwankungen führen, wenn sich diese Risiken bei einzelnen Bilanzpositionen zumindest teilweise gegenläufig verhalten, also negativ korrelieren. Einzelbewertungs- und Imparitätsprinzip gehen von den größtmöglichen Risiken aus, wie sie bei einer vollständig positiven Korrelation bestehen, wenn sich die Einzelrisiken ungekürzt addieren. Besonders deutlich wird die Fehlbewertung der Risiken beim Einsatz von Derivaten zur Sicherung bilanzwirksamer oder -unwirksamer Positionen (Hedging). Man anerkennt deshalb im Schrifttum für diese Fälle fast einhellig unter bestimmten Voraussetzungen die Bildung von sog. „kompensatorischen Bewertungseinheiten“.<sup>49</sup> Sie verbinden bewertungstechnisch mehrere Aktiva bzw. Passiva

45 Siehe nur *IDW*, WPg 1995, 421, 422; für einen Ausweis als „Rückstellung“ *BdB*, Die Bank 1990, 211, 212.

46 Vgl. OFD Köln, Verfügung v. 11.3.1997, S 2143 - 18 - St 112, DB 1997, 753: Entsprechend der Zweivertragstheorie des BFH (oben I. Kapitel, A.III., S. 15 f.) habe der Stillhalter den „unabdingbaren Anspruch auf die Optionsprämie“ mit Einräumung des Optionsrechts (Erfüllung in Natur), also regelmäßig am Tag des Vertragsschlusses in seiner Bilanz als Forderung auszuweisen.

47 *IDW*, WPg 1995, 421, 422; *BdB*, Die Bank 1990, 211, 212. Letzterer hält es alternativ für möglich, die Rückstellung nicht nach der Marktwertsteigerung, sondern nach dem inneren Wert der Option ohne Berücksichtigung des Zeitwerts, also nach der bloßen Differenz zwischen Ausübungs- und Marktpreis des Basiswertes (multipliziert mit der Anzahl der Basiswerte) zu bemessen. Damit tut man so, als ob die Option zum Bilanzstichtag fällig wäre.

48 *BdB*, Die Bank 1990, 211, 212.

49 Siehe nur *Steiner/Tebroke/Wallmeier*, WPg 1995, 533, 536, m.w.N.: Die Bildung von Bewertungseinheiten mit kompensatorischer Bewertung werde nach überwiegender Literaturmeinung unter bestimmten Bedingungen für mit den GoB (§ 238 I 1 HGB) vereinbar gehalten; für die europarechtliche Zulässigkeit siehe *EU-Kommission*, Vorschlag v. 24.2.2000 für eine Richtlinie zur Änderung der Vierten sowie auch der Siebten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie (KOM[2000] 80 endg., hierzu unten C., vor I., S. 271 f.), S. 10: Auch wenn auf die „Hedge-Rechnungslegung“ in den Rechnungslegungsrichtlinien nicht speziell eingegangen werde, verstoße sie „nicht gegen die allgemeinen Grundsätze dieser Richtlinien“.

untereinander oder auch Aktiva und Passiva über Kreuz miteinander.<sup>50</sup> Die Bewertung innerhalb dieser Einheiten erfolgt dann nicht mehr separat für jeden Gegenstand des Aktiv- bzw. Passivvermögens, sondern unter Berücksichtigung der erwarteten (negativen) Korrelationseffekte. Die steuerbilanzrechtliche Rechtsprechung hat die Zulässigkeit dieses Vorgehens bislang in letzter Instanz noch offengelassen,<sup>51</sup> mit der Billigung kompensatorischer Bewertungseinheiten ist aber, sollte diese Frage einmal entscheidungsrelevant werden, angesichts der bereits bisher anerkannten Ausnahmen vom Saldierungsverbot zu rechnen.<sup>52</sup> Die instanzgerichtliche Finanzrechtsprechung hat diesen Weg bereits vorgezeichnet.<sup>53</sup> Nach der Art der Zuordnung von Bilanzpositionen unter-

50 *Ekkenga*, S. 209, unterscheidet „horizontale“ (Aktiva/Passiva) und „vertikale“ (Aktiva bzw. Passiva untereinander) Bewertungseinheiten.

51 BFH 15.10.1997 (Fn. 24), zu schwebenden Fahrzeug-Leasinggeschäften, unter II.3.: Teilweise werde zwar im Hinblick auf den „Ausgleich von Vor- und Nachteilen aus mehreren am Bilanzstichtag schwebenden Rechtsverhältnissen“ im Schrifttum eine „Kompensation bejaht, vor allem für Fremdwährungsgeschäfte, Zinsterminkontrakte usw.“. Der Senat brauche hierüber indes „für den Streitfall nicht zu entscheiden“, den „Voraussetzung einer derartigen Kompensation“ sei „auch nach Auffassung ihrer Befürworter, dass ein Vertrag oder ein Vorgang den anderen Vertrag oder den anderen Vorgang ursächlich“ bedinge. „Nur unter solchen Umständen eines konkreten Zusammenhangs und der Gewährleistung eines »übereinstimmenden Sicherheitsgrades« bleibe »kein Raum für eine imparitätische Berücksichtigung unrealisierter« Verluste (m.w.N.); bestätigt durch BFH 25.7.2000 - VIII R 35/97, BStBl II 2001, 566, unter II.1.; siehe ferner BFH 4.7.1991 (Fn. 30), zu Scheinfremdwährungstermingeschäften: Ob sich an der Bildung von Drohverlustrückstellungen für Termingeschäfte etwas ändere, „wenn der Partner eines Devisentermingeschäfts mit einem Dritten oder mit seinem Vertragspartner ein gegenläufiges Geschäft in der Weise tätigt, dass einem Terminverkauf ein Terminkauf oder einem Terminkauf ein Terminverkauf gegenübersteht“, könne dahinstehen. Nicht einschlägig ist die Entscheidung BFH 24.1.1990 - I R 157/85 u.a., BStBl II 1990, 639 (siehe auch unten C.II.1., Fn. 192): Dort lehnt das Gericht eine Teilwertabschreibung (zum Begriff unten 6. Kapitel, D.I., S. 397 ff.) auf die festverzinsliche Zinsforderung eines Kreditinstituts trotz gestiegener Marktzinsen zwar mit dem Hinweis auf die unveränderte „Zinsmarge zwischen den für diese Kredite aufgenommenen Fremdmitteln und dem Zinsertrag der Kreditforderung“ und mit dem Argument ab, der Ertragswert ausgeliehener Fremdgelder im Kreditgewerbe sei „untrennbar“ mit den Kosten der Geldbeschaffung verbunden (a.a.O., unter B.II.1.a.). Darin liegt aber nicht die Anerkennung einer „Bewertungseinheit“ der Darlehensforderung mit der Refinanzierungsposition. Vielmehr wird die Forderung nur deshalb zu Recht zum Nenn- und nicht zum Marktwert angesetzt, weil sie dem Bank- und nicht dem Handelsbuch angehört und deshalb nach aller Voraussicht bis zur Fälligkeit gehalten wird. Die Realisierung dieses Marktwertes ist damit ausgeschlossen. Die Zahlungsverpflichtung aus dem Refinanzierungsgeschäft ist hiervon unabhängig zu beurteilen.

52 Z.B. BFH 19.7.1983 - VIII R 160/79, BStBl II 1984, 56, unter III.5.: Trotz des „Grundsatzes der Einzelbewertung“ sei es nicht ausgeschlossen, „mehrere Geschäfte wirtschaftlich als Einheit zu betrachten“; BFH 15.10.1997 (Fn. 24), unter II.2.: Wenn „die individuelle Ermittlung der Werte und Risiken eines einzelnen Bewertungsobjektes unmöglich, schwierig oder unzumutbar“ erscheine, gebe „erst die zusammengefasste Bewertung mehrerer Vermögensgegenstände oder Schulden zu sog. Bewertungseinheiten“ ein „zutreffendes Bild der Vermögensverhältnisse des Kaufmanns und des Standes seiner Schulden“ wieder (m.w.N.); BFH 12.12.1990 - I R 153/86, BStBl II 1991, 479, unter II.A.3.a.; BFH 22.11.1988 - VIII R 62/85, BStBl II 1989, 359, unter II.2.d.; BFH 16.7.1981 - IV R 89/80, BStBl II 1981, 766, unter 1.; siehe auch die Nachweise unten bei 1., Fn. 71.

53 FG Köln 14.11.1990 - 6 K 524/80, EFG 1991, 452, zur Bildung einer Bewertungseinheit aus zwei Devisentermingeschäften vor dem Hintergrund des bewertungsrechtlichen (dem handelsrechtlichen vergleichbaren) Grundsatzes der Einzelbewertung (§ 2 III i.V.m. § 98a BewG) und des Begriffs der Betriebsschuld nach § 103 I BewG: Die einzelnen Wirtschaftsgüter unterlägen zwar als Bewer-

scheidet man zwischen der Mikro-Bewertungseinheit (1.) und Portfolio-Bewertungseinheit (2.).

### 1. Mikro-Bewertungseinheit

Die Mikro-Bewertungseinheit erfasst einzelne, angesichts ihrer Risikostruktur negativ miteinander korrelierende Risikopositionen, wobei deren Fortbestand im Portfolio vorausgesetzt wird. Die Zulässigkeit dieser Art von Bewertungseinheit ist fast allgemein anerkannt,<sup>54</sup> wobei teilweise im Schrifttum verlangt wird, dass sich durch einbezogene Hedge-Geschäfte das Gesamtrisiko des Portfolios nicht erhöhen darf.<sup>55</sup> Das kann passieren, wenn das abgesicherte Preisrisiko der Einzelposition tatsächlich bereits vor Abschluss des Hedge-Geschäfts durch vom Bilanzierenden unter Umständen nicht erkannte Gegenpositionen im sonstigen Vermögen ausgeglichen wird.<sup>56</sup>

Die Bewertung der kompensierenden Bewertungseinheit ist auf die Zukunft gerichtet. Ihr liegt die Annahme zugrunde, dass die negativ korrelierenden Positionen vom Bilanzierenden nicht nur bilanztechnisch, sondern auch wirtschaftlich als Einheit betrachtet und parallel gehalten bzw. zu gleichen Zeitpunkten liquidiert werden. Risikomäßig bringt es z.B. keine Erleichterung, wenn eine langfristige Position in einem Basiswert (z.B. Aktienbesitz) durch ein kurzfristiges Derivat (Aktien-Future) gesichert („gehedgt“) wird, solange nicht sichergestellt ist, dass die Derivateposition bei Fälligkeit jeweils revolvierend bis zur geplanten Realisierung der Preisänderungen des Basiswer-

---

tungsgegenstände der Bewertung. Hieraus zu folgern, „dementsprechend dürfe auch nur jedes einzelne Devisentermingeschäft für sich, d.h. isoliert - losgelöst von seinem kompensierenden Gegengeschäft - als Bewertungsobjekt betrachtet werden“, halte der Senat für verfehlt. Eine solche Betrachtungsweise verkenne „die einzigartige Wechselbeziehung der Termingeschäfte zwischen Grund- und Gegengeschäft“ und missachte „die wirtschaftliche Wirklichkeit.“ Und speziell zur Handelsbilanz heißt es, durch den Verzicht auf die Bildung von Drohverlustrückstellungen habe die Klägerin „der wirtschaftlichen Wirklichkeit offenbar selbst Rechnung getragen“ (unter ausdrücklichem Hinweis auf die entsprechende Empfehlung des BFA des *IDW*, WPg 1975, 664; ebenso bereits FG Kassel 24.11.1982 - IV 359/79, EFG 1983, 337, gleichermaßen zum BewG: Für künftige Verluste aus Devisentermingeschäften könnten keine Rückstellungen in der Vermögensaufstellung gebildet werden, soweit das Kursrisiko des einzelnen Termingeschäfts durch den Abschluss kongruenter Gegengeschäfte abgedeckt sei und eine Verrechnung aller in einer Währung abgeschlossenen Termingeschäfte zu keinem Verlust führe.

54 *Wittenbrink/Göbel*, Die Bank 1997, 270.

55 *Scharpf/Luz*, C.6.4.3.1., S. 237.

56 *Ballwieser/Kuhner*, S. 104, folgern aus dieser Gefahr sogar die grundsätzliche Unzulässigkeit von Mikro-Hedges zugunsten einer Pflicht zur Portfoliobetrachtung (s.u. Abschn. 2., S. 268 ff.): Die Berücksichtigung isolierter Absicherungszusammenhänge zwischen einzelnen Geschäften führe zur Irreführung des Jahresabschlusslesers und möglicherweise zu „geschäftspolitischen Fehlsteuerungen“, wenn das abgesicherte Preisrisiko der Einzelposition dem Preisrisiko der Gesamtposition entgegengesetzt sei. Eine Aussage darüber, wie ein bestimmtes Geschäft die Zinsrisikoposition eines Unternehmens beeinflusse, sei also nur auf der Betrachtungsebene „aller, im Unternehmen vorhandener festverzinslicher Einzelpositionen“ möglich. Zur Kritik s.u. C.II.2.b., S. 294, bei Fn. 218 ff.

tes verlängert wird. Nicht realisierte Marktwertgewinne aus dem Basiswert, die Verluste aus dem Derivat während dessen Laufzeit ausgleichen, können nämlich nach Beendigung der „Hedge“-Position unter Umständen sehr schnell verfallen. Um zu verhindern, dass einzelne Positionen bei Erstellen der Bilanz willkürlich als Hedge deklariert und kurze Zeit später wieder aufgegeben werden,<sup>57</sup> verlangt man für das Bilden einer Bewertungseinheit eine besondere gegenseitige Zuordnung der einzelnen Bestandteile der Bewertungseinheit zusätzlich zu den objektiven Korrelationseffekten.<sup>58</sup> *Subjektiv* stellt man dabei auf eine entsprechende „Durchhalteabsicht“ des Bilanzierenden in Bezug auf die Hedge-Position ab.<sup>59</sup> *Objektiv*, als Indiz für diese Absicht, bedarf es einer nachvollziehbaren schriftlichen Dokumentation der Zusammengehörigkeit der Positionen<sup>60</sup> sowie deren weitgehender Übereinstimmung hinsichtlich Nennbetrag, Zinsfälligkeiten und Laufzeiten.<sup>61</sup> Beim dynamischen Hedging sowie bei imperfekten Sicherungsstrategien, die - etwa aus Kostengründen - von den finanzmathematischen Vorgaben abweichen,<sup>62</sup> muss zusätzlich gewährleistet sein, dass der Bilanzierende die Effektivität der Wertkorrelationen während der Laufzeit überwacht und gegebenenfalls anpasst.<sup>63</sup> Das erfordert in der Regel ein institutionalisiertes Risikomanagement.<sup>64</sup>

- 
- 57 *IDW*, WPg 1993, 517: Bei gegenläufigen Geschäften müsse eine „parallele Veränderung der Bewertungsergebnisse erwartet werden“ können.
- 58 Vgl. das Merkmal der „besonderen Deckung“ im gesetzlichen Sonderfall einer Bewertungseinheit nach § 340h II 2 HGB (siehe weiter unten im Text, S. 266).
- 59 Hierzu *BdB*, Die Bank 1988, 158, 162: Ein Austausch von Positionen sei nur möglich, wenn er nahtlos sei und dokumentiert werde.
- 60 *Krumnow/Spriffler*, § 340e HGB, Rz. 309, zu Bewertungseinheiten mit „Finanzinnovationen“, sowie allgemein Rz. 138-141; *BdB*, Die Bank 1988, 158, 162; *ders.*, Die Bank 1990, 211, 214; ganz entsprechend die Auslegung des Kriteriums der „besonderen Deckung“ nach § 340h II 2 HGB: Notwendig sei eine „dokumentierte Zuordnung einzelner gegenläufiger Geschäfte“ (*Krumnow/Spriffler*, § 340h HGB, Rz. 35).
- 61 Aus dem Schrifttum z.B. *BdB*, Die Bank 1988, 158, 162; aus der Rspr. siehe FG Köln 14.11.1990 (Fn. 53), zu deckungsgleichen, gegenläufigen Devisentermingeschäften: Die von der Klägerin eingereichte Auflistung der Geschäfte belege, dass sie „insgesamt um einen globalen Ausgleich bemüht“ gewesen sei. Die stichprobenweise Überprüfung der Auflistung ergebe überdies „eine nahezu vollständige Kongruenz der Fristen vieler betragsgleicher Positionen.“ Grundgeschäft und Gegengeschäft stünden damit „in einem *gewollten* engen wirtschaftlichem Zusammenhang.“ [Hervorhebungen durch den *Verf.*]
- 62 Siehe z.B. zur Duplizierung des MDAX-Future *J. Franke*, Die Bank 1996, 523: Für das Index-Tracking gebe es drei Nachbildungsprozeduren, die „Full Replication“, das „Optimised Sampling“ sowie das „Stratified Sampling“, wovon die letzteren beiden nur approximativ seien.
- 63 *Spriffler*, FS Clemm (1996), 365, 376: „Ständige Überwachung der Hedge-Ratios“; *Scharpf/Luz*, C.6.4.2., S. 229: „Kontinuierlich vorzunehmende Überwachung“; *Brackert/Prahl/Naumann*, WPg 1995, 544, 550 („hedge and watch“ anstelle von „hedge and forget“); *G. Franke/Menichetti*, S. 18, zur Bildung von Bewertungseinheiten bei der Sicherung einer Fremdwährungsforderung durch Optionen.
- 64 *Scharpf/Luz*, C.6.4.2., S. 230: Je besser das „dynamische Risikomanagement auf Einzelgeschäftsebene“ funktioniere, „umso liberaler“ könne die kompensierende Bewertung gehandhabt werden; ebenso *Spriffler*, FS Clemm (1996), S. 365, 379; *Prahl/Naumann*, ZBB 1994, 1, 5, sprechen von der „Substitution von Zuordnungsentscheidungen durch organisatorische Regelungen“. Zu den bereits *gesetzlich* allgemein für AGs bestehenden Vorgaben an das unternehmerische Risikomanagement siehe § 91 II AktG i.d.F. des KonTraG („Überwachungssystem“ für Existenzrisiken). Nach der Begr. des RegE (BT-Drucks. 13/9712, v. 28.1.1998, S. 15) soll „die Verpflichtung des Vor-

Neben dem Hedging werden Bewertungseinheiten auch dann befürwortet, „wenn Risiken nicht eliminiert“, aber - ebenfalls als Folge von Korrelationseffekten - „gezielt verändert werden“.<sup>65</sup> So soll eine Bewertungseinheit zulässig sein, wenn eine variable Anleihe mit einem Zins-Swap zu einer „synthetischen Festzinsanleihe“ verbunden wird.<sup>66</sup> Bei Ansteigen des Zinsniveaus hat demnach der „aus dem Gesamtgeschäft resultierende Verlust“ Berücksichtigung in der GuV zu finden.<sup>67</sup> Risikoverändernd, nämlich -erhöhend ist diese Kombination insofern, als Festzinsanleihen im Gegensatz zu Anleihen mit variabler, marktabhängiger Verzinsung einem Kursrisiko ausgesetzt sind. Von praktischer Bedeutung ist das für den Inhaber, wenn er die Anleihen nicht bis zum Ende der Laufzeit hält bzw. halten kann. Auch für den umgekehrten Fall eines „synthetischen Floaters“ aus der Kombination eines festverzinslichen Wertpapiers mit einem Zinsswap wird die Bildung einer Bewertungseinheit für möglich gehalten mit der Folge, dass auf Abschreibungen des Wertpapiers bei Ansteigen des allgemeinen Zinsniveaus verzichtet werden kann.<sup>68</sup> Abgelehnt wird die Bildung von Bewertungseinheiten mit zukünftigen Positionen aus noch gar nicht abgeschlossenen Schuldverträgen oder Erwerbsgeschäften („Cash Flow Hedges“, vgl. SFAS 133.18(c)).<sup>69</sup>

Der *gesetzliche* Ansatzpunkt für die Bildung von Bewertungseinheiten in Abweichung vom Einzelbewertungsgrundsatz des § 252 I Nr. 3 HGB liegt in § 252 II HGB.<sup>70</sup> Die bewertungsmäßige Berücksichtigung negativer Korrelationseffekte wird als durch das Gebot der Bilanzwahrheit (§§ 243, 264 II HGB) „begründeter Ausnahmefall“ be-

---

stands, für ein angemessenes Risikomanagement und für eine angemessene interne Revision zu sorgen,“ durch die Neuregelung „verdeutlicht“ werden. Speziell für Finanzinstitute siehe § 25a KWG, die Verlautbarung des *BAKred* „über Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute“ vom 23.10.1995 sowie indirekt die Pflichten zur Eigenkapitalunterlegung der Markt- und Kreditrisiken (oben 4. Kapitel, B.I.1., II. 1., C.I., S. 231 ff., 242 ff., 247 ff.).

- 65 *Schmalenbach-Gesellschaft*, DB 1997, 637, 639; speziell zu DTB-Optionskombinationen („Spreads“) *Häuselmann/Wiesenbart*, DB 1990, 641, 646: Vom Grundsatz der isolierten Betrachtung bei Spreads müsse zugunsten der Bildung einer Bewertungseinheit eine Ausnahme für Geschäfte gemacht werden, bei denen sich durch die Kombination von Kauf und Verkauf die sich aus beiden Geschäften ergebenden Risiken „zumindest teilweise“ kompensierten.
- 66 *Schmalenbach-Gesellschaft*, DB 1997, 637, 639; *Krumnow/Sprißler*, § 340e HGB, Rz. 350; *Scharpf/Luz*, C.6.4.3.2. (a.E.), S. 240.
- 67 *Krumnow/Sprißler*, § 340e HGB, Rz. 350.
- 68 *BdB*, Die Bank 1988, 158, 162; *Krumnow/Sprißler*, § 340e HGB, Rz. 349; *Windmöller*, FS Moxter (1994), 883, 892; *Jutz*, S. 151.
- 69 Vgl. *Scharpf/Luz*, C.6.3.2., S. 206, und C.6.4.7., S. 263, in Bezug auf Sicherungsgeschäfte: „Antizipative Hedges“ seien nicht zulässig; *Krumnow/Sprißler*, § 340e HGB, Rz. 112; vgl. auch *Christiansen*, DStZ 1995, 385, 386: In eine Bewertungseinheit könnten nur solche (zukünftigen) wertbildenden Positionen einbezogen werden, „die bilanziell auch ausgewiesen werden“ dürften. Das bedeute, dass „nur solche wertbildenden Faktoren berücksichtigungsfähig“ seien, „die grundsätzlich bilanzierungsfähig (also aktivierbar)“ seien; a.A. *Scheffler*, S. 130: „Um die Absicherungswirkung auf den Zeitpunkt des Eintretens des zukünftigen Geschäfts zu verschieben, müssen Wertgewinne und -verluste des [antizipativen] Sicherungsinstruments bis dahin erfolgsneutral abgegrenzt werden“; *Oestreicher*, S. 246.
- 70 Siehe auch Art. 31 II der Vierten EG-Richtlinie 78/660/EWG (oben B., vor I., Fn. 24), wonach Abweichungen von den allgemeinen (am Vorsichts- und Imparitätsprinzip orientierten) Grundsätzen „in Ausnahmefällen zulässig“ sind.

trachtet.<sup>71</sup> Nach anderer Ansicht ist die kompensatorische Bewertung bei Mikro-Hedges sogar nichts weiter als eine zweckadäquate Anwendung der allgemeinen Bewertungsgrundsätze des § 252 I HGB.<sup>72</sup> In § 340h I, II 1, 2 HGB anerkennt der Gesetzgeber speziell für die Währungspositionen der Finanzinstitute ausdrücklich die Berücksichtigung von Korrelationseffekten bei „besonders gedeckten“ Positionen (Hedge-Positionen) auf der Ebene der Bewertung.<sup>73</sup> Die „besondere Deckung“ erfordert, dass „ein spezielles Deckungsgeschäft für umzurechnende Vermögensgegenstände, Schulden oder Geschäfte abgeschlossen“ oder eine „besondere Beziehung zwischen Vermögensgegenständen und Schulden“ hergestellt worden ist,<sup>74</sup> die schriftlich in den Büchern zu dokumentieren ist.<sup>75</sup>

*Bewertungstechnisch* gibt es zwei Wege zur Berücksichtigung der gegenseitigen Abhängigkeit der Wertschwankungen bei den Einzelpositionen der Bewertungseinheit: Die sog. „Festbilanzierung“ und die „Marktbewertung“.<sup>76</sup> Beiden gemeinsam ist, dass sie das Imparitätsprinzip soweit zurückdrängen wie diese Abhängigkeit reicht. Bei der *Festbilanzierung* werden die miteinander korrelierenden Positionen, soweit sie ihrer Natur nach bilanzwirksam sind, zu dem Wert verbucht, den sie hatten, als sie sich zum ersten Mal gemeinsam im Portfolio gegenüberstanden, d.h. bei Schließen der Position.<sup>77</sup> Diese Behandlung führt dazu, dass alle bis zu diesem Zeitpunkt realisierten Kursgewinne bzw. -verluste erfolgswirksam dargestellt werden, alle nachfolgenden Kursschwan-

71 *BdB*, Die Bank 1990, 211, 213; vgl. auch BFH 15.10.1997 (Fn. 24), unter II.3., zum Vorteilsausgleich bei der Bemessung einer Drohverlustrückstellung: Die Festlegung des Bewertungsgegenstandes sei „nicht Selbstzweck“, sondern solle „letztlich dem Ziel eines zutreffenden Ausweises der Vermögens- und Ertragslage dienen (vgl. § 264 II HGB)“; aus dem Schrifttum Schmidt-Glanegger, § 6 EStG, Rz. 38: Aus § 252 II HGB werde ein Kompensationsgebot bei Kurssicherungsgeschäften gefolgt; *Benne*, DB 1991, 2601, 2610. Siehe ferner Art. 2(5) der Vierten Richtlinie 78/660/EWG (oben Fn. 24): Danach muss von Einzelvorschriften der Richtlinie „abgewichen werden“, wenn „in Ausnahmefällen“ deren Anwendung mit dem Gebot des „true and fair view“ nach Art. 2(3) „unvereinbar“ ist, „um sicherzustellen, dass ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild i.S. des Abs. 3 vermittelt wird“; zur europarechtlichen Bedeutung der Bilanzwahrheit EuGH 14.9.1999 - RS C-275/97, „DE + ES Bauunternehmung GmbH gegen Finanzamt Bergheim“, EuGHE 1999, I-5331, unter Tz. 33 f. Gegen die sog. „Abkoppelungstheorie“, welche die Bedeutung der Generalnorm des „true and fair view“ auf den Bilanzanhang beschränken will, siehe *Ebke*, ZSR 119 (2000) 39, 63.

72 Siehe *Oestreicher*, S. 243 ff., der von der „Abbildung des Sicherungszusammenhangs bei wirtschaftlicher Auslegung des Grundsatzes der Einzelbewertung“ spricht; ferner *Wlecke*, S. 183: Die korrespondierende Bewertung im Falle wirtschaftlich verknüpfter Geschäftsvorfälle bedeute keinen Widerspruch zum Einzelbewertungsgrundsatz, sondern fülle ihn materiell mit Inhalt.

73 *Krumnow/Spriffler*, § 340h HGB, Rz. 29: In § 340h [gemeint ist: Abs. 2] manifestiere sich der von der Kreditwirtschaft schon lange bestrittene Weg der „Abkehr von einer falsch verstandenen Einzelbewertung“ (m.w.N.); *dies.*, a.a.O., Rz. 30: Die Regelung sei eine „erfreuliche gesetzliche Klarstellung“ für das „Verständnis des Einzelbewertungsprinzips als eines der Gewinnermittlung nachgeordneten Objektivierungsprinzips“.

74 Begr. des RegE zum BilRiliG, BT-Drucks. 11/6275 v. 19.1.1990, S. 24.

75 *Krumnow/Spriffler*, § 340h HGB, Rz. 33.

76 Zu dieser Unterscheidung im Einzelnen *Tönnies/Schiersmann*, DStR 1997, 714, 716; *Prahl/Naumann*, ZBB 1994, 1, 4.

77 *Lührmann*, DStR 1998, 387 (387), zur Abbildung von Bewertungseinheiten bei (nach § 244 HGB

kungen aber bis zur Realisierung bilanzrechtlich unberücksichtigt bleiben.<sup>78</sup> Sie setzt grundsätzlich voraus, dass alle nachfolgenden, hierdurch bilanzrechtlich bis zur Realisierung unberücksichtigten Kursschwankungen hundertprozentig gegenläufig sind.<sup>79</sup> Sollte dies nicht ganz der Fall sein, sind für etwaige Differenzen gegebenenfalls Drohverlustrückstellungen anzusetzen. Dann verliert die Festbewertung allerdings ihren praktischen Vorteil gegenüber der Marktbewertung, der darin besteht, dass sie ohne die zum Teil aufwendige Bemessung der Marktwertveränderungen seit Begründung der betreffenden Positionen auskommt. Stehen sich in der Bewertungseinheit eine wertschwankende bilanzwirksame (herkömmliche) und eine ebenfalls wertschwankende „bilanzunwirksame“ (besser: imparitatisch bilanzwirksame) derivative Position gegenüber, wird der bilanzwirksamen Position ein fester Wert zugeordnet. Das Derivat erscheint überhaupt nicht in der Bilanz, da eventuelle Verluste durch Gewinne aus der herkömmlichen Position ausgeglichen werden. Insofern führt die Festbewertung gleichzeitig zu einer Zusammenfassung der bilanzunwirksamen mit der bilanzwirksamen Position.<sup>80</sup>

Bei der *Marktbewertung* (auch: „Barwertmethode“) werden alle Positionen der Bewertungseinheit zu den Bilanzstichtagen während ihrer gemeinsamen Laufzeit jeweils zum Marktwert veranschlagt,<sup>81</sup> bei an sich (imparitatisch) „bilanzunwirksamen“ Positionen gegebenenfalls in Gestalt eines passivischen Ausgleichspostens.<sup>82</sup> Die Methode wird insbesondere dann angewandt, wenn keine vollständige negative Korrelation zwischen ihren einzelnen Bestandteilen besteht.<sup>83</sup> Durch die sofortige Vereinnahmung unrealisierter Gewinne und Verluste werden Korrelationszusammenhänge automatisch berücksichtigt.<sup>84</sup> Ergibt sich aus der Summe der Einzelkomponenten insgesamt ein positives Ergebnis der Bewertungseinheit, wird dieses in einer Rückstellung als unrealisierter Erfolg entsprechend dem Realisationsprinzip bilanztechnisch zurückgenommen.<sup>85</sup> Darüber hinaus sind Korrekturen insoweit erforderlich, als die Marktwertschwankungen auf anderen Risiken als den miteinander korrelierenden beruhen.<sup>86</sup> Dies betrifft z.B. den

---

umzurechnenden) Fremdwährungsgeschäften.

- 78 Wegen dieses aufschiebenden Charakters der Festbewertung spricht man auch von „Deferral Accounting“. Siehe z.B. *Steiner/Tebroke/Wallmeier*, WPg 1995, 533, 540; *Scheffler*, S. 128 f.
- 79 Vgl. *Scharpf*, BFuP 1995, 166, 200: Im Falle der Festbilanzierung müsse eine zumindest nahezu „vollständige [gemeint ist: negative] Korrelation“ gewährleistet sein, die sich „primär bei einer strikten Identität des Basiswertes“ ergebe; ähnlich *ders./Luz*, S. 238.
- 80 Zur Kritik s.u. C.II.2.a., S. 289 ff.
- 81 *BdB*, Die Bank 1988, 158, 162, speziell zur Barwertmethode bei der Absicherung offener Swap-Positionen des Eigenbestands durch Wertpapierbestände des Kreditinstituts.
- 82 *Scharpf/Luz*, C.6.4.3.2., S. 239.
- 83 *Scharpf/Luz* (Fn. 92).
- 84 *Steiner/Tebroke/Wallmeier*, WPg 1995, 533, 539, speziell zu Sicherungseffekten.
- 85 *Schmalenbach-Gesellschaft*, DB 1997, 637, 641, zu Portfolio-Bewertungseinheiten.
- 86 SFAS 133 verzichtet deshalb im Rahmen seiner Fair Value Hedges (SFAS 133.4(a), 133.20 ff.) auf eine pauschale Marktbewertung der gehedgten Bilanzposition (das derivative Hedgeinstrument wird ohnehin zum Marktwert angesetzt). Vielmehr beschränkt die Regelung in SFAS 133.22 die Ergebniswirksamkeit der Marktwertgewinne oder -verluste aus den „hedged items“ auf den „effektiven“ Teil des Hedges. Gleiches gilt für die Fair Value Hedges nach IAS 139.153. Zu den unterschiedlichen Konzeptionen von SFAS 133 und IAS 39 s.u. bei C.II.4.a., S. 298 ff.

Fall, dass das Fremdwährungsrisiko aus einer gekauften festverzinslichen Auslandsanleihe durch ein Devisentermingeschäft „gehedgt“ wird. Etwaige Kursgewinne der Anleihe wegen Veränderungen des Zinsniveaus korrelieren hier nicht mit entsprechenden Marktwertverlusten des Termingeschäfts und dürfen deshalb nach dem Vorsichtsprinzip nicht bilanzwirksam ausgewiesen werden. § 340h I, II HGB enthält für Finanzinstitute mit der Stichtagskursbewertung bei der Fremdwährungsumrechnung der „besonders gedeckten“ Vermögensgegenstände und Schulden eine gesetzliche Anerkennung der beschriebenen eingeschränkten (partiellen) Marktbewertung bei Mikro-Bewertungseinheiten.<sup>87</sup> Für Kassapositionen schreibt die Vorschrift die Umrechnung zum Kassakurs am Bilanzstichtag vor (§ 340h I 2 HGB). Die Umrechnung zum Terminkurs am Bilanzstichtag für Terminpositionen (§ 340h I 3 HGB) entspricht ebenfalls dem aktuellen Marktwert. Denn Marktwert ist der Betrag, zu dem die Position am Bewertungstag durch ein Gegengeschäft am Kassamarkt oder - theoretisch gleichwertig - am Terminmarkt glattgestellt werden könnte.

## 2. Portfolio-Bewertungseinheit

Die gegenständliche Erstreckung der Bewertungseinheiten auf sämtliche Einzelpositionen eines risikogemanagten Portfolios („Portfolio-Bewertungseinheit“<sup>88</sup>) versteht sich als „konsequente Fortentwicklung“ der Mikro-Bewertungseinheiten mit dynamischer Anpassung.<sup>89</sup> Voraussetzung ist, dass das Portfolio einen nach Risikogruppe (Zinsrisiko, Aktienrisiko etc.) abgegrenzten Teilbereich des Gesellschaftsvermögens umfasst (sog. „Bücher“), im Hinblick auf seine Nettoposition abgesichert und diese Sicherung wegen der Änderungen der Korrelationen und des abzusichernden Bestands in Zukunft laufend überwacht und angepasst wird.<sup>90</sup> Für die dennoch verbleibenden Restrisiken sollen

87 S.o. S. 266 bei Fn. 73-75.

88 Die Darstellung hält sich an die wohl überwiegende Terminologie. Diese grenzt die Bewertungseinheiten über risikogemanagte Portfolios von den als unzulässig betrachteten „Makro-Bewertungseinheiten“ ab (siehe gleich unten im Text, S. 270). Andere meinen demgegenüber mit dem Begriff der „Makro“-Bewertungseinheiten die hier angesprochenen „Portfolio“-Bewertungseinheiten (*Brackert/Prahl/Naumann*, WPg 1995, 544, 552-554; *BdB*, Die Bank 1988, 158, 161). Wieder andere sprechen von „Makro“-Bewertungseinheit, wenn mehr als zwei Positionen bewertungsmäßig miteinander verbunden werden, und verstehen unter „Portfolio“-Bewertungseinheit eine besondere Form der Makro-Bewertungseinheit speziell für die Handelsbestände der Kreditinstitute (*Tönnies/Schiersmann*, DStR 1997, 756, sowie DStR 1997, 714, 715, 756, unter Berufung auf *Krumnow/Sprißler*, § 340e HGB, Rz. 314). Siehe bereits oben 1. Kapitel, C.III., Fn. 243, zur parallelen Begriffsverwirrung bei der Benennung der den Bewertungseinheiten zugrunde liegenden Sicherungsstrategien.

89 *Brackert/Prahl/Naumann*, WPg 1995, 544, 552.

90 *Brackert/Prahl/Naumann*, WPg 1995, 544, 552 f. („hedge and watch“); *Ballwieser/Kuhner*, S. 104: „Managementinformationssysteme zur Steuerung und Kontrolle der Risikoposition des Gesamtinstituts bezogen auf die jeweils betroffene Preisrisikokategorie“; speziell für die Optionsgeschäfte der Kreditinstitute siehe *BdB*, WPg 1995, 421, 422: Die „Verrechnung der Bewertungsergebnisse auch ohne Nachweis einer Absicherung bestimmter Bilanzposten oder schwebender Ge-

Rückstellungen ausgewiesen werden, die sich über das Value-at-Risk-Konzept bestimmen lassen.<sup>91</sup> Prototyp eines entsprechenden Portfolios ist das Handelsbuch bei Finanzinstituten,<sup>92</sup> das entsprechend der Funktion der Institute als (bloße) Finanzintermediäre und nach den aufsichtsrechtlichen Vorgaben an das Risikomanagement<sup>93</sup> immer auf größtmöglichen Ausgleich ausgerichtet ist.<sup>94</sup> Je größer das Portfolio, je höher die Umschlaggeschwindigkeit und je imperfekter die gewählten Sicherungsinstrumente und Hedge-Techniken, so heißt es, desto besser müsse die innerbetriebliche Organisation des Risikomanagements funktionieren.<sup>95</sup> Dadurch soll sichergestellt werden, dass sich die der jeweiligen Risikogruppe zuzuordnenden Wertschwankungen der Einzelpositionen des Portfolios in ihrer Gesamtheit annähernd ausgleichen und insofern für eine imparitätische Bewertung kein Raum besteht.<sup>96</sup>

Die individuelle Zuordnung von Sicherungszusammenhängen zwischen den einzelnen Portfolio-Instrumenten ist beim Portfolio-Hedging nicht nur subjektiv mangels eines entsprechenden Zuordnungswillens, sondern auch objektiv undurchführbar. Bewertungstechnisch gibt es wie beim Mikro-Hedging die Möglichkeit der Fest- und der Marktbewertung.<sup>97</sup> Bei der Festbewertung werden die bilanzierten Grundgeschäfte „bis zu ihrem Verkauf oder zur Abwicklung zum Einbuchungskurs (= Sicherungskurs) fortgeführt“. Die derivativen Sicherungsgeschäfte werden gar nicht bewertet, so dass weder Gewinne noch Verluste ausgewiesen werden.<sup>98</sup> Sofern Grundgeschäfte nicht vollständig durch die Hedge-Instrumente abgesichert sind, müssen unrealisierte Verluste durch entsprechende Abschreibungen oder Rückstellungen berücksichtigt werden. Ein positiver Überhang bleibt gemäß dem Imparitätsprinzip bilanzunwirksam („eingeschränkte globa-

---

schäfte“ sei zulässig, „wenn Optionen über dasselbe Basisobjekt [...] - ggf. zusammen mit anderen, demselben Risiko unterliegenden Finanzinstrumenten - von der Bank im Rahmen von Handelsaktivitäten und der Risikosteuerung zusammengefasst“ würden.

91 Vgl. *Brackert/Prahl/Naumann*, WPg 1995, 544, 554; zum VaR siehe bereits oben 4. Kapitel, B.I.1., S. 235.

92 *Krumnow/Spriffler*, § 340e HGB, Rz. 314: Als Portfolio-Bewertung werde die zusammengefasste, kompensierende Bewertung von Finanzinstrumenten des „Handelsbestands“ [gemeint ist: der Finanzinstitute] bezeichnet; vgl. auch die Einschätzung *Sprifflers*, FS Clemm (1996), 365, 377, Portfolio-Hedges fänden „i.d.R. nur“ für Handelsaktivitäten von Kreditinstituten Anwendung.

93 S.o. unter 1., Fn. 64.

94 *Scharpf/Luz*, C.6.4.5.1., S. 245, sprechen anschaulich von einem „Durchreichen“ der Risiken.

95 *Brackert/Prahl/Naumann*, WPg 1995, 544, 553.

96 *Krumnow/Spriffler*, § 340e HGB, Rz. 314: Die Portfolio-Bewertung unterstelle, „dass alle in dem Handelsportfolio vertretenen Geschäfte qua Absicherungsvermutung in einem gewollten wirtschaftlichen Zusammenhang“ stünden; *Scharpf/Luz*, C.6.4.5.2., S. 256: Das Portfolio müsse „risikomäßig weitgehend geschlossen“ sein.

97 Für die Zulässigkeit der Marktbewertung in Portfolio-Bewertungseinheiten de lege lata *Brackert/Prahl/Naumann*, WPg 1995, 544, 554; die von den genannten Autoren als Vertreter einer Gegenmeinung zitierten *Windmöller/Breker*, WPg 1995, 389, 400, kritisieren die Marktbewertung nur bei nicht risikogemanagten, ausgeglichenen Portfolios; aus der Praxis siehe *Deutsche Bank*, Jahresabschluss und Lagebericht 1998, S. 18 (Anhang, Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätze für Eigenhandel): Nach den Grundsätzen zur Bildung von Bewertungseinheiten im Eigenhandel folge die handelsrechtliche Gewinnermittlung bei „nachhaltig gesicherten Beständen“ der Marktbewertung.

le Festbewertung“, „effectiveness method“).<sup>99</sup> Die Hedge-Wirkungen innerhalb des gemanagten Portfolios sind mindestens insoweit ineffektiv, wie die positiven die negativen Marktwertveränderungen der Einzelpositionen nicht vollständig ausgleichen, wobei zufällig gegenläufige Marktwertbewegungen aufgrund fremder Risikokomponenten noch gar nicht erfasst sind (z.B. Fremdwährungszinstitel im Zinsportfolio). Praktisch erfordert dies eine Nebenrechnung, in der die aktuellen Marktwerte der Einzelbestandteile des Portfolios erfasst werden.<sup>100</sup> Insofern bringt die Festbewertung keinen Vorteil gegenüber der Marktbewertung.<sup>101</sup> Die Marktbewertung der Einzelposten ist wie schon bei den Mikro-Bewertungseinheiten entsprechend dem Imparitätsprinzip durch eine Drohverlustrückstellung zu korrigieren, soweit sich ansonsten ein positiver Überhang ergeben würde.<sup>102</sup> Verluste aus ineffektiven Hedges werden automatisch ausgewiesen.

Als unzulässig betrachtet werden sog. Makro-Bewertungseinheiten, die sich von den Portfolio-Bewertungseinheiten dadurch unterscheiden, dass sie ad hoc zur Beseitigung des Gesamtrisikos einer unbestimmten Anzahl von Positionen gebildet und in der Folge nicht weiter auf ihre Effektivität überwacht werden.<sup>103</sup> Das gilt erst recht für antizipative Makro-Hedges („strategische“ Hedges, „economic hedging“<sup>104</sup>), die auf die Kompensation der noch nicht bilanzierungsfähigen Risiken aus einer unbestimmten Anzahl zukünftiger Geschäfte gerichtet sind.<sup>105</sup> Marktwertverluste aus solchen Sicherungsgeschäften werden sofort als Abschreibungen oder Drohverlustrückstellungen bilanzwirksam.<sup>106</sup>

Zum Abschluss ist mit § 340h II 3 HGB noch auf eine Einzelregelung hinzuweisen, die sich als gesetzliche Anerkennung des Portfolio-Ansatzes in Gestalt der Marktbewertung deuten lässt. Sie gewährt speziell Finanzinstituten und speziell in Bezug auf die Fremdwährungspositionen des Umlaufvermögens das Wahlrecht, unrealisierte Währungsgewinne aus der Stichtagsbewertung von „Schulden“, „Vermögensgegenständen“ und „Termingeschäften“<sup>107</sup> nach § 340h I 2, 3 HGB in der GuV ergebniswirksam auszuweisen.<sup>108</sup> Diese Möglichkeit ist der Höhe nach auf den Ausgleich von Fremdwäh-

98 *Schmalenbach-Gesellschaft*, DB 1997, 637, 639.

99 *Schmalenbach-Gesellschaft*, DB 1997, 637, 639 f..

100 *Schmalenbach-Gesellschaft*, DB 1997, 637, 640.

101 Unrichtig ist es aber, die Marktbewertung als „einzige Möglichkeit“ der Bewertung innerhalb einer Portfolio-Bewertungseinheit zu betrachten. So aber *Brackert/Prahl/Naumann*, WPg 1995, 544, 553; ähnlich *Krumnow/Sprißler*, § 340e HGB, Rz.318: Die Marktbewertung sei bei den kurzfristigen Handelsaktivitäten der Kreditinstitute „unumgänglich“.

102 *Scharpf/Luz*, C.6.4.5.2., S. 256: „Eingeschränkte Marktbewertung“; *Wittenbrink/Göbel*, Die Bank 1997, 270: „Imparitätisches Mark-to-Market“; *BdB*, Die Bank 1988, 158, 162.

103 *Scharpf/Luz*, C.6.4.4.1., S. 241; zur Terminologie s.o. Fn. 88.

104 S.o. I. Kapitel, C.II. (a.E.), S. 61.

105 Zur Unzulässigkeit antizipativer Mikro-Hedges s.o. unter 1., S. 265, bei Fn. 69.

106 Zu diesem bilanziellen „Risiko“ siehe *G. Franke*, 18 *Managerial Finance* 53, 66 ff. (1992); *Hentschel/Smith*, 7 *J. Applied Corp. Fin.*, Fall, 8, 20 (1994).

107 Die Regelung folgt, indem sie „Termingeschäfte“ den Vermögensgegenständen und Schulden gegenübergestellt, der herkömmlichen Konzeption (s.o. I.1., S. 258 f.), nach der Termin(fest)geschäfte als grundsätzlich bilanzunwirksam betrachtet werden.

108 Siehe zu § 340h II 1, 2 HGB bereits oben unter II.1. S. 266, 268.

rungsverlusten („Aufwand“) begrenzt, und zwar nur solchen, die „vorübergehender“ Natur sind.<sup>109</sup> Eines dokumentierten Hedge-Zusammenhangs bedarf es nicht.<sup>110</sup> Auf besondere Anforderungen an das Risikomanagement verzichtet die Vorschrift, weil durch die Beschränkung der Verrechnung auf währungsgleiche Positionen die ungewollte Berücksichtigung zufälliger, nicht durch Korrelationen verursachter Marktwertkompensationen ausgeschlossen ist. Der Gefahr zeitlicher Inkongruenzen versucht sie dadurch zu begegnen, dass nur „vorübergehende“ Verluste kompensiert werden, deren Realisierung nicht unmittelbar droht.

### C. Stellungnahme

Wie lange das deutsche Recht der handelsrechtlichen Rechnungslegung dem Druck der internationalen Kapitalmärkte nach Einführung einer paritätischen Marktbeurteilung für Finanzinstrumente noch standhalten wird, bleibt abzuwarten. Die EU-Kommission jedenfalls hat am 24.2.2000 einen Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates<sup>111</sup> vorgelegt, der auf die Öffnung der bestehenden europarechtlichen Vorgaben der Vierten und Siebten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie im Bereich des Bilanzrechts<sup>112</sup> für „international anerkannte“ Bilanzierungsstandards zielt. Der Vorschlag ist Teil der „erklärten Politik“ der Kommission, die europäischen Rechnungslegungsrichtlinien an die vom International Accounting Standards Committee (IASC)<sup>113</sup> entwickelten International Accounting Standards (IAS) anzupassen.<sup>114</sup> Die Mitgliedstaaten sollen durch die geplante Richtlinie verpflichtet werden, es allen oder zumindest bestimmten Kategorien von Gesellschaften mit Ausnahme von Finanzinsti-

109 Mit dieser Beschränkung füllt die deutsche Regelung den europarechtlichen Rahmen nicht voll aus. Vgl. Art. 39 II der Richtlinie 86/635/EWG v. 8.12.1986 „über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Banken und anderen Finanzinstituten“, ABIEG Nr. L 372 v. 31.12.1986, S. 1-17.

110 *Krumnow/Sprißler*, § 340h HGB, Rz. 36: Bei der bloßen Deckung nach § 340h II 3 HGB genüge es grundsätzlich, „wenn jeweils aus einzelnen Fremdwährungen bestehende Positionen gebildet würden, die viele einzelne deckungsfähige Geschäfte vereinigen“.

111 Vorschlag für eine Richtlinie „zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG im Hinblick auf die im Jahresabschluss bzw. im konsolidierten Abschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen zulässigen Wertansätze“ v. 24.2.2000, KOM(2000) 80 endg., [http://europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2000/de\\_500PC0080.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2000/de_500PC0080.pdf) (Abruf v. 13.8.2000) sowie BR-Drucks. 168/00 v. 16.3.2000.

112 Vierte Richtlinie 78/660/EWG v. 25.7.1978 „über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen“, ABIEG Nr. L 222 v. 14.8.1978, S. 11-31; Siebente Richtlinie 83/349/EWG „über den konsolidierten Abschluss“, ABIEG Nr. L 193 v. 18.7.1983, S. 1 - 17.

113 Das IASC (<http://www.iasc.org.uk/>) ist eine 1973 gegründete, private Organisation mit Sitz in London. Sie hat sich die weltweite Vereinheitlichung der Rechnungslegung zum Ziel gesetzt. Im Rahmen einer internen Umstrukturierung wurde am 1.7.2000 das „International Accounting Standards Board“ (IASB) als Untereinheit mit Sitz in London gegründet und mit der Entwicklung von Rechnungslegungsgrundsätzen betraut. Das IASC selbst ist seit dem 8.3.2001 eine Stiftung nach dem Recht des US-Staates Delaware.

tuten und Versicherungsunternehmen freizustellen, sämtliche Finanzinstrumente einschließlich „derivativer Finanzinstrumente“, die nur zu Handelszwecken gehalten werden, im Konzernabschluss erfolgswirksam zum Marktwert anzusetzen.<sup>115</sup> Darüber hinaus soll den Mitgliedsstaaten die Möglichkeit eingeräumt werden, den genannten Unternehmen die Marktbewertung zwingend vorschreiben, und zwar nicht etwa nur für die Konzern-, sondern auch für die *Einzelbilanz*. Verbindliche bzw. fakultative Ausnahmen bestehen für Kassapositionen und Positionen außerhalb des „Handelsbestands“.<sup>116</sup> Die Stoßrichtung dieses Vorschlags zielt primär auf die Förderung der Einzel- und Konzernbilanz als Informationsmittel auf den internationalen Finanzmärkten (Kapitalmarkt-bilanz).<sup>117</sup> Ergänzend hat die EU-Kommission am 13.2.2001 im Rahmen ihres „Aktionsplans für Finanzdienstleistungen“ einen Vorschlag für eine „Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsgrundsätze“<sup>117a</sup> vorgelegt. Danach sollen speziell solche Unternehmen, deren Wertpapiere an einem organisierten Markt innerhalb der EU notiert sind („Publikums-gesellschaften“), ab 2005 ihren Konzernabschluss zwingend nach IAS vorlegen. Hauptziel dieser Initiative ist die Herstellung der Vergleichbarkeit der Rechnungslegung auf dem Kapitalmarkt. Der Vorschlag enthält zusätzlich ein Wahlrecht, wonach die Mitgliedstaaten allen, also auch den „Nichtpublikums-gesellschaften“ für die Aufstellung ihrer Einzelabschlüsse die Anwendung von IAS vorschreiben oder gestatten können.

Die nachfolgende Stellungnahme versteht sich als Beitrag zur aktuellen Reformdiskussion um die allgemeine Marktwertbilanzierung von Derivaten. Sie konzentriert sich auf die Frage, inwieweit das *geltende* deutsche Bilanzrecht in seiner herkömmlichen Auslegung den finanzwirtschaftlichen Eigenschaften derivativer Instrumente gerecht wird und wo insofern gegebenenfalls *de lege lata* oder *ferenda* Korrekturen vonnöten wären. Die speziell auf Finanzinstrumente bzw. Derivate ausgerichteten Bilanzierungsregelungen des IASC (IAS 39) und des US-FASB (SFAS 133) werden an geeigneter Stelle vergleichend herangezogen.<sup>118</sup>

Die Betrachtung beginnt mit der bilanziellen Erfassung der Werthaltigkeit von Derivaten (I.). Anschließend wendet sie sich der Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen zu (II.).

114 KOM(2000) 80 endg. (Fn. 111), S. 4.

115 Der deutsche Gesetzgeber ist dieser Regelung mit § 292a HGB bereits vorausgeeilt. Hierzu oben A., a.E., Fn. 22.

116 Art. 42a neu der Vierten Richtlinie 78/660/EWG (Artikel 1 des Richtlinien-vorschlags v. 24.2.2000). Näheres z.B. bei *Hommel/Berndt*, BB 2000, 1184 ff.; *Scharpf*, DB 2000, 629 ff.

117 Vgl. die Mitteilung der EU-Kommission an den Rat und das Europäische Parlament v. 13.6.2000, „Rechnungslegungsstrategie der EU: Künftiges Vorgehen“, KOM(2000) 359 endg., unter Nr. 7: Ein „zentrales Ziel“ bestehe darin, dass der vorgeschlagene Ansatz gewährleisten solle, „dass Wertpapiere auf der Grundlage einheitlicher Rechnungslegungsstandards auf europäischen und auf internationalen Finanzmärkten gehandelt werden“ könnten.

117a KOM(2001) 80 endg. 2001/0044 (COD).

118 Siehe insb. unten II.4., S. 297 ff.

## I. Werthaltigkeit

In den vorausgehenden Kapiteln 2-4 hat sich gezeigt, dass stochastisch bedingte bzw. wertschwankende Positionen aus laufenden Derivaten oder derivateähnlichen Verträgen von der Rechtsordnung bisweilen wie sofort fällige Ansprüche bzw. Verbindlichkeiten in Höhe ihres aktuellen Marktwertes behandelt werden bzw. werden sollten. Für das Bilanzrecht könnte sich eine entsprechende Behandlung als „Vermögensgegenstand“ oder „Schuld“ („Verbindlichkeit“) anbieten (§§ 246 I 1, 247 I, 253 I HGB).<sup>119</sup>

### 1. Vermögensgegenstand

Der Begriff des Vermögensgegenstands wird im HGB nicht definiert.

#### a. Begriff

„Vermögensgegenstand“ ist ein unbestimmter Rechtsbegriff, der durch Auslegung anhand der Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung bzw. ordnungsgemäßer Bilanzierung (GoB, § 238 I 1 HGB) und der Jahresabschlusszwecke zu konkretisieren ist.<sup>120</sup> Inhaltlich entspricht er weitgehend dem bilanzsteuerrechtlichen Begriff des Wirtschaftsguts.<sup>121</sup> Letzterer erfasst, so der BFH, unter anderem „Rechte“, „deren Erlangung der Kaufmann sich etwas kosten“ lässt und „die einer besonderen Bewertung zugänglich“ sind,<sup>122</sup> sofern ihnen also ein „selbständiger Wert beigelegt wird und sie - allein oder mit dem Betrieb - verkehrsfähig sind“.<sup>123</sup> Der Vermögenswert bedarf, um als bilanzrechtlicher Vermögensgegenstand qualifiziert werden zu können, der „ausreichenden Konkretisierung“ (Greifbarkeitsprinzip).<sup>124</sup> Vermögensgegenstand ist nur das, was „zur Beglei-

119 Vgl. für das US-amerikanische Kapitalmarktbilanzrecht SFAS 133.3(a): „Derivative instruments represent rights or obligations that meet the definitions of assets or liabilities and should be reported in the financial statements.“ Allgemein zu den Rechnungslegungsvorschriften nach den US Federal Securities Laws *Wüstemann*, S. 70-80; *Ebke*, Wirtschaftsprüfer, S. 104-109; *ders.*, a.a.O., S. 117-129, zur historischen Entwicklung der GAAP. Zur primär kapitalmarktrechtlichen Informationsfunktion der gesamten US-GAAP siehe die Nachweise unten II.4.a., S. 299 Fn. 240.

120 Z.B. *Winter*, BB 1996, 2083, m.w.N.

121 S.o. B.I.2., Fn. 40.

122 BFH 19.6.1997 - IV R 16/95, BStBl II 1997, 808, unter II.1.

123 BFH 26.8.1992 - I R 24/91, BStBl II 1992, 977, unter II.B.2., m.w.N.

124 *Moxter*, S. 11; siehe auch BFH 17.2.1998 - VIII R 28/95, BStBl II 1998, 505, unter II.B.3.b.aa., zum Pächterneuerungsanspruch: „Greifbar“ sei ein Vermögenswert dann, wenn er sich nicht so „ins Allgemeine“ verflüchtige, „dass er nur noch als Steigerung des good will des ganzen Unternehmens in Erscheinung“ trete (unter Hinweis auf RFH 21.10.1931 - VI A 2002/29, RStBl 1932, 305), sondern ein Erwerber des Unternehmens für ihn im Rahmen der Kaufpreisbemessung ein besonderes Entgelt ansetzen würde. (m.w.N.)

chung von Schulden“ herangezogen werden kann<sup>125</sup> bzw. - in Gestalt des erzielten Jahresgewinns - ausschüttbar ist.<sup>126</sup> Es darf nur das aktiviert werden, was einen im Rechtsverkehr realisierbaren Wert hat. Das ist gemeint, wenn der BFH von der „Verkehrsfähigkeit“ des Vermögensgegenstands/Wirtschaftsguts spricht.<sup>127</sup> Zu den Anforderungen an diese „Verkehrsfähigkeit“ werden im Schrifttum unterschiedliche Meinungen vertreten. Nicht haltbar ist es, die konkrete Einzelveräußerbarkeit des Vermögensgegenstands zu verlangen. Der Ausschluss nicht abtretbarer Forderungen und Rechte aus dem Begriff des Vermögensgegenstands ist durch keinen der Normzwecke der Bilanzierung<sup>128</sup> gerechtfertigt. Entscheidend muss sein, ob die Position von der Gesellschaft selbst oder ihren Gläubigern zu Geld gemacht werden kann, egal ob durch Einzelveräußerung oder in anderer Weise.<sup>129</sup> Außerdem werden Abtretungsverbote nach § 399 BGB in der Zwangsvollstreckung ohnehin nicht berücksichtigt, soweit der geschuldete Gegenstand seiner Natur nach pfändbar ist (§ 851 II ZPO). Die finanzgerichtliche Rechtsprechung stellt deshalb zu Recht nicht auf die „Veräußerbarkeit im Rechtssinne“, sondern auf die „abstrakte Veräußerbarkeit“ ab und lässt es genügen, „dass der Rechtsverkehr Möglichkeiten entwickelt hat“, den Vermögenswert „wirtschaftlich zu übertragen“.<sup>130</sup>

Speziell für *Forderungen* enthält der Gesichtspunkt der Greifbarkeit nicht nur Vorgaben bezüglich des Inhalts und der Bewertbarkeit der geschuldeten Leistung, sondern auch bezüglich der Sicherheit ihres rechtlichen Bestands. Forderungen, deren Bestand unsicher ist, sind nicht aktivierungsfähig. Dies gilt z.B. für aufschiebend<sup>131</sup> oder auflösend bedingte Forderungen, solange der Eintritt der Bedingung noch möglich ist.<sup>132</sup> Nicht aktivierungsfähig sind aus diesem Grunde ferner Forderungen aus sog. „schwebenden Geschäften“. Hintergrund dieses Grundsatzes ordnungsgemäßer Buchführung ist die synallagmatische Abhängigkeit der beiderseitigen Forderungen nicht nur vom Entstehen der Gegenforderung, sondern auch vom Erbringen der Gegenleistung (vgl. §§ 306, 323, 325, 326 BGB).<sup>133</sup> Sie macht deren rechtliche Existenz sowie den Fortbestand

125 *Leffson*, DB 1976, 685, 686.

126 Vgl. *Leffson*, S. 264; ähnlich *Winter*, BB 1996, 2083, 2084: Daraus, dass an den (in der Bilanz ausgewiesenen) erwirtschafteten Erfolg Zahlungsansprüche (z.B. Gewinnausschüttung) gestellt würden, folge, dass die aktivierten Beträge „im Fortführungsfall in Geld transformierbar“ sein müssten.

127 Siehe BFH 26.8.1992 (Fn. 123), unter II.B.2.

128 S.o. A., S. 253 f.

129 Überzeugend *Tiedchen*, S. 44-82 (Abschn.: „Selbständige Vollstreckungsfähigkeit“: Sie will ausgehend vom Normzweck des Gläubigerschutzes alles das und nur das als Vermögensgegenstand anerkennen, worauf ein Gläubiger des bilanzierenden Unternehmens im Wege der Einzelzwangsvollstreckung zugreifen kann („Vollstreckbarkeit als notwendiges und hinreichendes Kriterium des Begriffs Vermögensgegenstand“, a.a.O., S. 82).

130 BFH 26.8.1992 (Fn. 123), unter II.B.3.

131 BFH 26.4.1995 - I R 92/94, BStBl II 1995, 594, unter II., Abschn. „zu 2.b.“: „Aufschiebend bedingte Ansprüche sind nicht zu aktivieren“ (m.w.N.); *Adler/Düring/Schmaltz*, § 246 HGB, Rz. 53: Aufschiebend bedingte Forderungen dürften erst mit Bedingungseintritt aktiviert werden; *Clemm/Scherer*, in: Beck Bil-Komm, § 247 HGB, Rz. 77.

132 *Clemm/Scherer*, in: Beck Bil-Komm, § 247 HGB, Rz. 90, zum auflösend bedingten Kauf.

133 S.o. 2. Kapitel, B.I.1.b.aa., S. 141.

des in ihnen möglicherweise verkörpert subjektiven Mehrwertes ebenso unsicher wie dies bei bedingten Forderungen der Fall ist.<sup>134</sup> Deshalb dürfen Forderungen aus gegenseitigen Verträgen so lange nicht aktiviert werden, wie noch die Gefahr von Leistungsstörungen in Bezug auf die eigene Leistungsverpflichtung (Unmöglichkeit, Verzug) besteht, die - ipso iure oder über den Umweg des Rücktritts - nicht nur zum Untergang dieser (primären) Pflicht, sondern auch des eigenen Leistungsanspruchs führen können. Regelmäßig ist dies der Fall, solange die eigene Sach- oder Dienstleistungspflicht des Bilanzierenden (im Wesentlichen) noch nicht erfüllt<sup>135</sup> bzw. solange die Gefahr von Leistungsstörungen noch nicht auf die Gegenseite übergegangen ist.<sup>136</sup> Dann ist ihm die Forderung auf die Gegenleistung aus bilanzrechtlicher Sicht „so gut wie sicher“.<sup>137</sup> Die Forderung ist dann „greifbar“ trotz verbleibender Risiken, z.B. aus der Mängelhaftung und dem möglichen Ausfall der Gegenseite.<sup>138</sup> Im Gegensatz zum Insolvenzrecht hängt die bilanzrechtliche Qualifizierung eines Vertrags als „schwebend“ davon ab, welche Vertragsseite man betrachtet. Sie ist also relativ. Darüber hinaus verbieten sich Generalisierungen. Letztlich entscheidend für die Aktivierungsfähigkeit ist die Greifbarkeit der Forderung, nicht die schematische Einordnung des ihr zugrunde liegenden Vertrags als „schwebend“. Nur deshalb begründet die Nichtbilanzierung schwebender Geschäfte auch keinen Verstoß gegen das Vollständigkeitsgebot des § 246 I HGB.<sup>139</sup>

Bei der Frage, ob stochastisch bedingte Ansprüche aus Derivaten (notwendigerweise immaterielle) Vermögensgegenstände sind, lässt sich in Anlehnung an die her-

134 Vgl. *Moxter*, S. 49: Vor erbrachter Lieferung oder vergleichbarer Leistung seien die „Risiken eines Geschäfts“ im Allgemeinen noch nicht soweit abgebaut, Ertrag und Aufwand aus dem Geschäft also noch nicht derart konkretisiert, dass der Gewinn dem Grunde nach „so gut wie sicher“ genannt werden dürfte; *ders.*, a.a.O., S. 50: Entscheidend sei also die „Sicherheit der Gewinnrealisierung“. Vor dem Hintergrund des Saldierungsverbots nicht weiterführend dagegen die Begründung in BFH Beschl. 23.6.1997 - GrS 2/93, BStBl II 1997, 735, unter B.I.3.: Ansprüche und Verbindlichkeiten aus einem schwebenden Geschäft dürfen in der Bilanz grundsätzlich nicht berücksichtigt werden, weil „während des Schwebezustands die (widerlegbare) Vermutung“ bestehe, „dass sich die wechselseitigen Rechte und Pflichten aus dem Vertrag wertmäßig ausgleichen“.

135 *Leffson*, S. 262; vgl. auch BFH Beschl. 23.6.1997 (Fn. 134), unter B.I.2.: Schwebende Geschäfte i.S. des § 152 VII AktG a.F. [jetzt: § 249 I HGB] seien „gegenseitige auf Leistungsaustausch gerichtete Verträge i.S. der §§ 320 ff. BGB“ (m.w.N.), „die hinsichtlich der vereinbarten Sach- oder Dienstleistungspflicht - abgesehen von unwesentlichen Nebenpflichten - noch nicht voll erfüllt sind“.

136 *Budde/Geißler*, in: Beck Bil-Komm., § 252 HGB, Rz. 45; *Clemm/Scherer*, in: Beck Bil-Komm., § 247 HGB, Rz. 82; BFH 27.2.1986 - IV R 52/83, BStBl II 1986, 552, unter 2.: Beim Verkauf einer beweglichen Sache habe der Verkäufer im Regelfall den Kaufvertrag „wirtschaftlich erfüllt“ [Anführungszeichen im Original] und damit Gewinn realisiert, wenn er die verkaufte Sache dem Käufer mit den Rechtsfolgen des § 446 I BGB übergeben und zugleich, zumindest aufschiebend bedingt wie z.B. beim Verkauf unter Eigentumsvorbehalt, übereignet habe.

137 *Clemm/Scherer*, in: Beck Bil-Komm., § 247 HGB, Rz. 80.

138 *Budde/Geißler*, in: Beck Bil-Komm., § 252 HGB, Rz. 45: „Den bis zur endgültigen Abwicklung des Geschäfts verbleibenden Risiken, z.B. Gewährleistung, Zahlungsfähigkeit des Schuldners,“ könne „auf andere Weise angemessen Rechnung getragen werden“.

139 Vgl. *Clemm/Nonnenmacher*, in: Beck Bil-Komm., 3. Aufl., § 249 HGB, Rz. 52: Die Nichtbilanzierung sei kein Verstoß gegen das Vollständigkeitsgebot, weil sie das Bestehen bilanzrechtlicher Vermögensgegenstände und Schulden voraussetze.

kömmliche Auffassung zwischen Option (b.) und Festgeschäft (c.) unterscheiden.

### b. Option

Stochastisch bedingte bzw. werthaltige Ansprüche aus Optionen werden, wie oben gezeigt, auf Seiten des Inhabers als Vermögensgegenstände mit einem Wert in Höhe der bezahlten Optionsprämie vorbehaltlich etwaiger Abschreibungen bilanziert. Dies gilt unabhängig davon, ob für die Option ein liquider Sekundärmarkt besteht, insbesondere ob sie verbrieft ist oder nicht. Damit anerkennt das Bilanzrecht im Grundsatz die Werthaltigkeit und die jederzeitige Reproduzier- und Realisierbarkeit des Optionswertes am Kassamarkt. Die Beschränkung des Wertansatzes der Höhe nach auf die Optionsprämie (Anschaffungskosten) entspricht dem Vorsichts- und dem Niederstwertprinzip, wie sie auch für alle sonstigen Vermögensgegenstände gelten.

Bezahlte Optionsrechte aus *Derivaten* sind bilanzrechtliche Vermögensgegenstände, weil ihr Wert „ausreichend konkretisiert“ („greifbar“) im vorstehend (a.) definierten Sinne ist. Ihr positiver (in den Grenzen des Niederstwertprinzips zu bilanzierender) empirischer (vgl. § 253 III 1 HGB) oder theoretischer (vgl. § 253 III 2 HGB) Marktwert lässt sich während ihrer gesamten Laufzeit realisieren, d.h. in einen Zahlungsstrom umwandeln. Dies gilt unabhängig von der Abtretbarkeit des Optionsrechts<sup>140</sup> sowie von der Existenz eines liquiden Sekundärmarktes. Optionsrechte sind nämlich als stochastisch bedingte Ansprüche aus Derivaten definitionsgemäß zumindest am Kassamarkt jederzeit glattstellbar.<sup>141</sup> Die Möglichkeit der selbständigen Realisierung ihres Marktwertes im Wege der Vollstreckung ergibt sich aus der Pfänd- und Überweisbarkeit des stochastisch wertschwankenden Anspruchs (vgl. § 851 II ZPO für den Fall der Vereinbarung eines Abtretungsverbots) und der Möglichkeit des Gläubigers, den gegenwärtigen Marktwert aus dem gepfändeten Anspruch durch den Abschluss eines spiegelbildlichen Gegengeschäfts sofort zu realisieren. Der Umstand, dass das Optionsrecht vor dem Vertragsabschluss noch nicht existiert hat, sondern selbst erst durch die Vereinbarung mit dem Vertragspartner entstanden ist (Primärgeschäft), ändert nichts an dessen Einordnung als aktivierungsfähiger Vermögensgegenstand.<sup>142</sup> Der Bilanzausweis erfolgt dementspre-

140 Siehe nur *Windmüller/Breker*, WPg 1995, 389, 393. Nicht abtretbar sein können z.B. vergütungshalber gewährte Aktienoptionen (sog. „Stock Options“), bei denen regelmäßig Veräußerungsverbote vereinbart werden (*Deutschmann*, S. 61 f.; *Herzig*, DB 1999, 1 [1]). Die Bilanzierung solcher Optionen auf Empfängerseite (§ 4 I 1 EStG) kommt z.B. bei Aufsichtsratsmitgliedern in Betracht, deren Vergütungen nach § 18 I Nr. 3 EStG Einkünfte aus selbständiger Arbeit sind. Hierzu *Deutschmann*, S. 141-152.

141 S.o. 1. Kapitel, A.V.1., S. 21 ff.

142 BFH 3.8.1993 - VIII R 37/92, BStBl II 1994, 444, unter II.2.b.cc., zum Begriff des immateriellen Wirtschaftsguts des Anlagevermögens nach § 5 II EStG: „Das - ggf. auch erst durch die Vereinbarung mit dem Vertragspartner begründete - immaterielle Wirtschaftsgut“ müsse „Gegenstand eines gegenseitigen Vertrages sein, bei dem Leistung und Gegenleistung nach kaufmännischen Gesichtspunkten gegeneinander abgewogen werden und bei dem die Leistung der einen Vertragspartei in

chend in der Rubrik „Forderungen aus Lieferungen und Leistungen“ (§ 266 II, B.II.1. HGB) oder, bei Verbriefung, als sonstige Wertpapiere (§ 266 II, B.III 3 HGB) für das Umlaufvermögen bzw. im Anlagevermögen unter „Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte und ähnliche Rechte und Werte“ (§ 266 II, A.I.1. HGB) oder „Wertpapiere des Anlagevermögens“ (§ 266 II, A.III.5. HGB).

Bei bezahlten Optionsrechten aus *derivateähnlichen Verträgen* (Erfüllung in Natur) beurteilt sich die Greifbarkeit nicht wesentlich anders. Dies gilt wegen der im Bilanzrecht erforderlichen wirtschaftlichen, d.h. wertbezogenen Betrachtung<sup>143</sup> unabhängig davon, ob man das Optionsgeschäft zivilrechtlich über einen einheitlichen Vertrag oder über zwei getrennte Verträge konstruiert.<sup>144</sup> Nach der Trennungshypothese ist die Lage gleich wie bei der Option mit Barausgleich: Der Optionsinhaber hat seine Gegenleistung bereits erbracht und das Optionsrecht mit Erfüllung in Natur ist genauso werthaltig wie das entsprechende mit Barausgleich. Nach der Einheitshypothese hat der Optionskäufer seine Gegenleistung aus dem einheitlichen Liefervertrag nur teilweise erfüllt (Prämie). Die Lieferung bzw. die Bezahlung des Kaufpreises bei Fälligkeit steht noch aus. Deshalb wäre es falsch, die Liefer- und Kaufpreispflichten zu aktivieren. Aber darum geht es bei der Aktivierung des Optionswertes in Höhe der Anschaffungskosten auch gar nicht. Das Eingehen der Optionsverpflichtung hat wirtschaftlich betrachtet wegen der jederzeitigen Glattstellbarkeit einen Eigenwert. Mit ihr, nicht aber mit der Erfüllung der Liefer- bzw. Kaufpreispflicht steht die bezahlte Optionsprämie im Synallagma. Aus diesem Grund ist ihre Aktivierung gerechtfertigt.

### c. Festgeschäft

Im Gegensatz zu Optionen sind die (gegenseitigen) stochastisch bedingten Ansprüche aus laufenden *Festgeschäften* (Futures/Forwards, Swaps) mit Barausgleich im deutschen Recht der handelsrechtlichen Rechnungslegung nach herkömmlicher Auffassung als sog. „schwebende Geschäfte“ bilanzunwirksam.<sup>145</sup> Diese Vorgehensweise verkennt die objektive Werthaltigkeit der Ansprüche sowie den Funktionszusammenhang des Synallagma bei Derivaten; sie entspricht nicht der Ratio des Grundsatzes der Nichtaktivierung „schwebender Geschäfte“. Im Übrigen vermag er nicht zu erklären, warum werthaltige Positionen in laufenden Festgeschäften immer dann ergebniswirksam berücksichtigt werden, wenn es um die Bildung einer Bewertungseinheit geht. Das widerspricht der Prämisse von der angeblichen Unbeachtlichkeit solcher Verträge bereits auf der Ebene des Bilanzansatzes.<sup>146</sup>

---

der Übertragung des Wirtschaftsgutes besteht“.

143 BFH Beschl. 23.6.1997 (Fn. 134), unter B.I.2.

144 Hierzu oben I. Kapitel, A.III., S. 15 f.

145 S.o. B.I.1., S. 258 f.

146 Vgl. *Christiansen*, DStZ 1995, 385, 386: In eine Bewertungseinheit könnten „nur solche Positionen einbezogen werden, die bilanziell auch ausgewiesen werden“ dürften. Das bedeute, dass „nur sol-

Die sachgerechte Lösung besteht in der Bilanzierung der Festgeschäfte als bereits abgeschlossenen Austausch von Vermögensgegenständen.<sup>147</sup> Bereits im vertragsrechtlichen Teil der Untersuchung wurde festgestellt, dass bei (zivilrechtlich wirksamen) Derivaten das Synallagma gegenüber herkömmlichen zweiseitig verpflichtenden Umsatzgeschäften eine entscheidende Besonderheit aufweist: Nicht um der *Erfüllung* der Gegenverpflichtung willen, sondern um der bereits für sich werthaltigen stochastisch bedingten *Gegenverpflichtung* selbst willen verpflichten sich die Vertragsparteien stochastisch bedingt. Mit Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts erreicht der Vertrag seinen Zweck. Er ist deshalb, wie zu sehen war, grundsätzlich nicht dem Spieleinwand unterworfen und wirksam.<sup>148</sup> Deshalb sollte der Leistungsaustausch auch bilanzrechtlich als abgeschlossen behandelt werden. Dieser Gedanke bestätigt sich durch folgende Überlegung: Hintergrund der Nichtbilanzierung schwebender Geschäfte sind die aus der synallagmatischen Verknüpfung der Leistungspflichten mit der zukünftigen Erfüllung der Gegenleistung resultierenden Unsicherheiten im Hinblick auf den Bestand dieser Pflichten.<sup>149</sup> Nun ist es aber bei den wechselseitig (symmetrisch) bedingten, sich gegenseitig ausschließenden Leistungspflichten der Festgeschäfte undenkbar, dass es wegen Leistungsstörungen zu einer Vertragsbeendigung ipso iure oder durch Rücktritt kommt. Die Vorschriften der §§ 323 ff. BGB passen gar nicht auf diese Fälle. Denn entweder muss die eine oder die andere Seite bezahlen. Keine Seite kann ihre Zahlung zurückhalten bzw. -fordern, weil die Gegenseite noch nicht geleistet hat oder weil ihr die Leistung unmöglich geworden ist. Bei der Frage, ob ein gegenseitiger Vertrag erfüllt wurde oder noch „schwebend“ ist, ist, wie oben gezeigt, nicht auf die einzelne Verpflichtung abzustellen, sondern auf den synallagmatischen Zusammenhang zwischen den Verpflichtungen. Nur so wird man der funktionell-wirtschaftlichen Betrachtungsweise des Bilanzrechts gerecht.<sup>150</sup>

Die herkömmliche Auffassung gelangt beim Bilanzansatz zu einer *Ungleichbehandlung* stochastisch bedingter Ansprüche aus Optionen und Festgeschäften, die vor dem Hintergrund des bilanzrechtlichen Vollständigkeitsgebots nicht zu rechtfertigen ist. Optionsvertrag (Aktivierung des stochastisch bedingten Anspruchs) und Festgeschäft (schwebender Vertrag) decken sich halbseitig. Stochastisch bedingte Positionen aus Festgeschäften lassen sich gedanklich in eine Kombination aus stochastisch bedingten

---

che wertbildenden Faktoren berücksichtigungsfähig“ seien, „die grundsätzlich bilanzierungsfähig (also aktivierbar)“ seien. Diese Aussage bezieht sich unmittelbar nur auf (vom *Autor* so genannte) „finale“ Bewertungseinheiten, die den Vorteilsausgleich im Rahmen von Rückstellungen betreffen. Sie lässt sich aber ohne weiteres auf die Fallgruppe der sog. „sachlogischen“ Bewertungseinheiten übertragen, denen der *Autor* die Abbildung von Korrelationseffekten zuordnet (a.a.O., S. 387).

147 Zur Passivseite s.u. unter 2.b., S. 284 f.

148 S.o. 2. Kapitel, B.I.2.a.aa., S. 147 ff.

149 S.o. Abschn. a., S. 274.

150 Vgl. BFH 23.6.1997 (Fn. 134), unter B.I.2., zu „schwebenden Geschäften“ i.S. des § 152 VII AktG a.F. (jetzt: § 249 I 1 HGB): Wann eine vertragliche Verpflichtung in diesem Sinne erfüllt und der Schwebezustand beendet sei, bestimme sich „nicht entscheidend nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts, sondern nach dem wirtschaftlichen Gehalt“ der Leistung.

Ansprüchen und spiegelbildlichen Verbindlichkeiten zerlegen. Dies entspricht der finanzwirtschaftlichen Erkenntnis, dass Festgeschäfte Kombinationen aus Kauf- und Verkaufsoptionen mit denselben Vertragsspezifikationen gleichwertig sind.<sup>151</sup> Der Widersinn der bilanziellen Ungleichbehandlung von Option und Festgeschäft zeigt sich nicht zuletzt daran, dass zwischen beiden Vertragsstrukturen fließende Übergänge denkbar sind. Denn Festgeschäfte lassen sich durch das Wählen eines geeigneten, unter Umständen marktfernen Terminpreises so gestalten, dass das Erzielen eines Gewinns für eine Vertragsseite nach Belieben wahrscheinlicher wird als die eigene Inanspruchnahme. Der hierdurch bevorzugte Vertragspartner hat bei solchen „in-the-money“-Verträgen der Gegenseite regelmäßig bei Vertragsschluss einen Wertausgleich zu bezahlen, der sich als Risikoprämie deuten lässt und im Extremfall dem Betrag entspricht, der für eine Option mit denselben Kontraktsspezifikationen zu bezahlen wäre. Dass die Werthaltigkeit stochastisch bedingter Optionsansprüche im Gegensatz zu Festgeschäften nach herkömmlicher Meinung überhaupt anerkannt wird, verdanken sie nur dem Umstand, dass diesen Ansprüchen anders als bei Festgeschäften nicht ein ebenfalls stochastisch bedingter Anspruch, sondern eine Gegenleistung in Geld gegenübersteht, an deren Bilanzwirksamkeit keine Zweifel erlaubt sind. Deswegen sieht man sich (im Ergebnis zu Recht) gezwungen, die Werthaltigkeit des Optionsrechts anzuerkennen, um die bilanzmäßige Wertneutralität des Geschäfts sicherzustellen und nicht von vornherein einen Verlust bilanzieren zu müssen. Der bei Optionen mit Erfüllung in Natur noch alternativ denkbare Weg zur Bilanzneutralität über die Bilanzierung als schwebendes Geschäft entsprechend der Einheitstheorie und die Bildung eines aktivischen Rechnungsabgrenzungspostens für die Teilleistung (Optionsprämie) ist bei Optionen mit Barausgleich versperrt.

Festgeschäfte sollte man dementsprechend als entgeltlichen Erwerb eines Vermögensgegenstands (stochastisch bedingter Anspruch) behandeln, der im Umlaufvermögen als „Forderung aus Lieferungen und Leistungen“ (§ 266 II, B.II.1. HGB) und im Anlagevermögen als „ähnliche Rechte und Werte“ (§ 266 II, A.I.1. HGB) auszuweisen ist. Der Unterschied zu Optionen besteht allein darin, dass der erworbene Anspruch nicht mit einer Prämie in Geld „gekauft“, sondern gegen eine Leistungsverpflichtung „getauscht“ wird.<sup>152</sup> Der Wert der eigenen (stochastisch bedingten) Zahlungsverpflichtung stellt hierbei die zu bilanzierenden Anschaffungskosten dar (§ 255 I HGB).<sup>153</sup> Positive Wertänderungen („Gewinne“) der Forderung (implizite Long-Option) gegenüber dem Anschaffungswert (Wert der eigenen Leistungsverpflichtung) während der Laufzeit werden nach dem Realisationsprinzip (§ 252 I Nr. 4 HS 2 HGB) nur berücksichtigt,

- 
- 151 Ein Terminkauf beispielsweise lässt sich finanzwirtschaftlich zerlegen in einen Long Call und einen Short Put über denselben Basiswert und mit gleichem Ausübungspreis. Hierzu oben 1. Kapitel, C.I.2., S. 56 f.
- 152 „Tauschen“ und „kaufen“ sind hier im untechnischen Sinne zu verstehen. S.o. 1. Kapitel, A.III., S. 16, zur Frage der Anwendbarkeit der §§ 515, 433 ff. BGB.
- 153 Zur separaten Bilanzierung der Zahlungsverpflichtung auf der Passivseite siehe gleich unten bei 2.b., S. 284 f.

wenn sie durch einen sog. „Umsatzakt“ bestätigt werden,<sup>154</sup> also bei vorzeitiger Glattstellung des Festgeschäfts am Termin- oder Kassamarkt.<sup>155</sup> Negative Wertänderungen („Verluste“, § 252 I Nr. 4 HGB) bis zum Bilanzstichtag<sup>156</sup> können zu entsprechenden Abschreibungen der Forderung bis zur Nulllinie führen (§ 253 I 1 HGB).<sup>157</sup> Diese sind nach § 253 III 1, 2 HGB für alle Derivate des Umlaufvermögens sowie für die Derivate des Anlagevermögens bei „voraussichtlich dauernden“ Wertminderungen zwingend vorgeschrieben (§ 253 II 3 HS 2 HGB).

Für voraussichtlich vorübergehende Wertverluste aus Derivaten des Anlagevermögens besteht nach § 253 II 3 HS 1 HGB ein Abschreibungswahlrecht, nach § 279 I 2 HGB bei Kapitalgesellschaften allerdings nur für sog. „Finanzanlagen“ (gemildertes Niederstwertprinzip). Das betrifft entsprechend der Konkretisierung des Begriffs der Finanzanlage in § 266 II, A.III. HGB (Nr. 5: „Wertpapiere des Anlagevermögens“) verbriefte Forderungen aus Derivaten. In Betracht kommen hier in der Regel nur Optionscheine. In der Praxis dürften diese aber wegen ihrer kurzen Laufzeiten nicht dem Anlage-, sondern dem Umlaufvermögen zuzuordnen sein. Die Öffnungsklausel der §§ 279 II, 254 HGB i.V.m. § 5 I 2 EStG hat durch die Reform der steuerrechtlichen Teilwertabschreibung (§ 6 I Nr. 1, Nr. 2 EStG) im Rahmen des Steuerentlastungsgesetzes 1999/2000/2002<sup>158</sup> ihre Bedeutung für die §§ 253 II 3, 279 I 2 HGB verloren.<sup>159</sup> Denn steuerrechtlich darf nun auch im Anlagevermögen nur noch bei „voraussichtlich dauernder Wertminderung“ abgeschrieben werden. Der Begriff der „voraussichtlich dauernden Wertminderung“ wird im Gesetz nicht definiert. Nach dem Willen des Gesetzgebers ist er in § 253 II HGB und § 6 I Nr. 1 EStG identisch.<sup>160</sup> Marktwertentwicklungen

154 Allgemein zu diesem Erfordernis *Moxter*, DStR 1998, 509 (509).

155 S.u., Abschn. 2.b., S. 285, bei Fn. 183, zu den ebenfalls bilanzunwirksamen unrealisierten Wertverlusten der eigenen stochastisch bedingten Verbindlichkeit aus der impliziten Short-Option, welche die Wertgewinne aus der Long-Option parallel bis zur Nulllinie begleiten.

156 Nachfolgende Wertverluste im Zeitraum zwischen Bilanzstichtag und Bilanzaufstellung müssen wegen des Stichtagsprinzips unberücksichtigt bleiben. Sie fallen nicht unter das Gebot der „Wertaufhellung“ (BFH 4.4.1973 - I R 130/71, BStBl II 1973, 485), da Kursschwankungen ihre Ursache regelmäßig im neuen Wirtschaftsjahr haben (*H. Schneider*, ZBB 2000, 121, 128, zur Bewertung von Wertpapieren). Das BMF-Schreiben v. 29.2.2000 (IV C 2-S 2171b-14/00, DB 2000, 546) zur „Neuregelung der Teilwertabschreibung gemäß § 6 I Nr. 1 und 2 EStG durch das Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002“ widerspricht dieser Ansicht nicht (so aber *H. Schneider*, ZBB 2000, 121, 128 Fn. 27). Soweit dort Kursgewinne, die Wertpapiere des Umlaufvermögens im Zeitraum zwischen Bilanzstichtag und -erstellung erfahren, bei der Bemessung der Teilwertabschreibung berücksichtigt werden, geschieht dies nicht unter dem handelsrechtlichen Gesichtspunkt der Wertaufhellung, sondern im Rahmen des spezifisch steuerrechtlichen Kriteriums der „voraussichtlichen Dauer“ der Wertminderung.

157 S.u. Abschn. 2.b., S. 285, bei Fn. 180, zu den ebenfalls bilanzwirksamen Zuschreibungen der eigenen stochastisch bedingten Verbindlichkeit aus der impliziten Short-Option, welche die Wertverluste aus der Long-Option begleiten.

158 Siehe zu diesem Gesetz aus steuerrechtlicher Sicht unten 6. Kapitel, insb. C.I.1.a.bb. und D., S. 340 ff., 395 ff.

159 Siehe *Reichert*, SteuerStud 2000, 107, 108: § 279 I 2 HGB sei bisher wegen der Öffnungsklausel „völlig ins Leere“ gelaufen.

160 Dritter Bericht des Finanzausschusses zu dem Gesetzentwurf eines Steuerentlastungsgesetzes

gen aus Derivaten sind grundsätzlich ebenso wenig vorhersehbar wie die Schwankungen des Basiswertes.<sup>161</sup> Von einer „voraussichtlich dauernden Wertminderung“ wird man bei Derivaten deshalb nur in Ausnahmefällen ausgehen dürfen, wenn aufgrund besonderer Umstände absehbar ist, dass sich der gegenwärtige Wert des Instruments bis zum Ende der Vertragslaufzeit oder bis zur geplanten Glattstellung nicht mehr wesentlich verändern wird.<sup>162</sup> Normalerweise wird dies voraussetzen, dass das Vertragsende oder die Glattstellung unmittelbar bevorstehen. Dauerhaft kann die Wertminderung eines Derivats aber auch dann sein, wenn sie auf unumkehrbaren Ereignissen oder Entwicklungen beruht (z.B. Insolvenz des Emittenten des Basiswertes).<sup>163</sup>

Das Wahlrecht zur Beibehaltung vorgenommener Wertabschreibungen trotz nachfolgender Wertsteigerungen (§ 253 V HGB) ist nicht auf Kapitalgesellschaften anwendbar. Für diese besteht nach § 280 I HGB ein Wertaufholungsgebot. Die Öffnungsklausel des § 280 II HGB i.V.m. § 5 I 2 EStG ist mit dem ebenfalls durch das Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002 eingeführten steuerrechtliche Wertaufholungsgebot des § 6 I Nr. 1 S. 4 EStG gegenstandslos geworden. Diese Gesetzesänderung gewährleistet insofern den Gleichlauf der Wertabschreibungen mit den Drohverlustrückstellungen, die ebenfalls aufzulösen sind, wenn sich der (saldierte) Wert des schwebenden Geschäfts in nachfolgenden Bilanzierungszeiträumen wieder erholt.<sup>164</sup>

Finanzinstitute sind nach § 340a II 2 HGB vom Gebot des getrennten Ausweises von Anlage- und Umlaufvermögen befreit. Forderungen und Wertpapiere sind nach § 340e I HGB wie Vermögensgegenstände des Umlauf- bzw. Anlagevermögens zu bewerten, je nachdem, ob sie „dazu bestimmt sind, dauernd dem Geschäftsbetrieb zu dienen“ oder nicht. Von dem in § 340e I 3 HGB geregelten Ausschluss des Abschreibungswahlrechts des § 253 II 3 HGB werden sie nicht erfasst.<sup>165</sup>

---

1999/2000/2002, BT-Drucks. 14/443 v. 3.3.1999, S. 22: Der Begriff der dauernden Wertminderung sei „dem Handelsrecht entliehen“.

- 161 Vgl. BMF 25.2.2000 - IV C 2-S 2171b-14/00, DB 2000, 546, Rz. 11, zum Begriff der voraussichtlich dauernden Wertminderung nach § 6 I Nr. 1, Nr. 2 EStG: Kursschwankungen von börsennotierten Wirtschaftsgütern des Anlagevermögens stellten eine nur vorübergehende Wertminderung dar. Sie berechtigten demgemäss nicht zum Ansatz des niedrigeren Teilwerts.
- 162 Vgl. BFH 27.11.1974 - I R 123/73, BStBl II 1975, 294 (unter 2.), zur Abschreibung von Herstellungskosten für Umbauten und Installationen, die ein Mieter von Geschäftsräumen als selbständige Wirtschaftsgüter aktiviert hatte, nach § 154 II 1 HS 2 AktG a.F.: Bei der Bestimmung der Voraussehbarkeit eines dauernden Wertverlustes zum Bilanzstichtag müsse „die Eigenart des betreffenden Wirtschaftsgutes berücksichtigt werden“. Eine voraussichtlich dauernde Wertminderung, die eine Pflicht zur Abschreibung begründe, werde angenommen, „wenn der Stichtagswert den Wert, der sich aus planmäßigen Abschreibungen“ ergebe, „während eines erheblichen Teiles der Restnutzungsdauer nicht erreichen“ werde.
- 163 Ähnlich BMF 25.2.2000 (Fn. 161), Rz. 4: Wertminderungen „aus besonderem Anlass (z.B. Katastrophen oder technischer Fortschritt)“ seien „regelmäßig von Dauer“.
- 164 Das steuerrechtliche Wertaufholungsgebot aus handelsrechtlicher Sicht ebenfalls begrüßend *Herzig/Rieck*, WPg 1999, 306, 315.
- 165 *Krumnow/Spriffler*, § 340e HGB, Rz. 45: Da § 340e I 3 HGB die Anwendung des gemilderten Niederstwertprinzips nur für die in § 340e I 1 HGB bezeichneten Vermögensgegenstände ausschliesse, müssten die Wertpapiere und Forderungen nicht - wie die Beteiligungen und Anteile an verbundenen Unternehmen - ausgenommen werden.

Für *derivateähnliche* Festgeschäfte kann auf das bereits oben zu Optionen Gesagte verwiesen werden. Die untereinander synallagmatisch verknüpften (nach der Trennungstheorie erst zukünftigen) Liefer- und Zahlungspflichten aus dem Kassakaufvertrag bleiben bilanzunwirksam. Zu aktivieren ist aber der aktuelle, durch Glattstellung sofort realisierbare Wert des Terminengagements, wie er sich auch bei einem entsprechenden Differenzgeschäft darstellt.

## 2. Schuld

Bei der nunmehr zu behandelnden Frage, wann bei Positionen aus laufenden Derivaten oder derivateähnlichen Verträgen eine *Schuld* (Verbindlichkeit) zu bilanzieren ist, muss man wiederum zwischen Option (a.) und Festgeschäft (b.) unterscheiden.

### a. Option

Bei der Option beschränkt sich die Betrachtung wegen der asymmetrischen Risikostruktur auf die Bilanz des Stillhalters. Die herkömmliche Meinung bilanziert die Stillhalterverpflichtung als „sonstige Verbindlichkeit“ in Höhe der einkassierten Optionsprämie – egal, ob Barausgleich<sup>166</sup> oder Erfüllung in Natur vereinbart ist. Darin kommt wiederum die Anerkennung der gegenwärtigen, messbaren Werthaltigkeit der zukünftigen Optionsverpflichtung zum Ausdruck. Für die Passivierung der Stillhalterverpflichtung aus derivateähnlichen Optionen mit Erfüllung in Natur kann auf die Argumentation oben zur Aktivierung des Optionsrechts beim Optionskäufer verwiesen werden. Selbst nach der Einheitstheorie ist der Vertrag in Bezug auf den wirtschaftlichen Wert der Optionsverpflichtung (wohl aber in Bezug auf den zukünftigen Leistungsaustausch) keineswegs schwebend.

Für nachfolgende Marktwertgewinne des Optionsrechts befürwortet die herkömmliche Meinungen *Drohverlustrückstellungen*.<sup>167</sup> Diese Behandlung widerspricht dem Umstand, dass man auf der Seite des Inhabers nicht von einem schwebenden Geschäft, sondern vom einseitig erfüllten Kauf eines Vermögensgegenstands ausgeht. Die Behandlung von Optionen auf der Aktivseite als gegenwärtige Vermögensgegenstände und auf der Passivseite als *zukünftige, unsichere* Verbindlichkeiten ist inkonsistent. Das gilt für derivative Optionen genauso wie für derivateähnliche. Man kann nicht auf der einen Vertragsseite von der Trennungs- und auf der anderen von der Einheitstheorie ausgehen. Hinzu kommt ein weiterer Widerspruch bei der Bemessung: Eine Drohverlustrückstel-

166 Hier kommt die Anwendung der Trennungstheorie von vornherein nicht in Betracht (vgl. oben unter 1. b., S. 276 f.).

167 Siehe oben B.I.2., S. 261, bei Fn. 47.

lung aus schwebenden Geschäften muss den mit „einiger Wahrscheinlichkeit“<sup>168</sup> aufzuwendenden Mehrwert der eigenen Leistung gegenüber der zu empfangenden bzw. bereits empfangenen Gegenleistung antizipieren. Dabei müssen „mehr Gründe für als gegen“ den Eintritt des Verlusts sprechen.<sup>169</sup> Für die Option bedeutet dies, dass die Drohverlustrückstellung nach der (positiven) Differenz zwischen dem gegenwärtigen (abgezinsten) Wert der voraussichtlich bei Fälligkeit zu erbringenden Zahlung bzw., bei Erfüllung in Natur, des voraussichtlich bei Fälligkeit zu erbringenden Mehrwerts und der empfangenen Optionsprämie zu berechnen ist. Dieser Wert aber ist nicht notwendigerweise identisch mit dem gegenwärtigen Marktwert der Option, der sich zusammensetzt aus innerem Wert und Zeitwert. Es lässt sich nicht einmal sagen, dass der Marktwert zumindest die entsprechenden abgezinsten Erwartungen des Marktes reflektiert. Der Marktwert entspricht vielmehr dem gegenwärtigen Wert der *Unsicherheit* bezüglich der zukünftigen Zahlungsströme. Mit der Wahrscheinlichkeit dieser Zahlungsströme hat dies primär nichts zu tun. Das Besondere an stochastisch bedingten Ansprüchen aus Derivaten gegenüber anderen unsicheren Ansprüchen ist ja gerade, dass ihr Marktwert nicht über Wahrscheinlichkeitsschätzungen ermittelt zu werden braucht, sondern sich aus dem aktuellen Basiswert berechnen lässt.<sup>170</sup> Im Übrigen ist es sehr schwer, wenn nicht sogar unmöglich, der zukünftigen Kursentwicklung überhaupt irgendwelche konkrete Wahrscheinlichkeiten zuzuordnen.<sup>171</sup> Dies entspricht nicht dem „objektiv nachprüfbareren Rahmen“,<sup>172</sup> dem „objektiven Maßstab“,<sup>173</sup> den die Rechtsprechung für die Wahrscheinlichkeitsbeurteilung bei Rückstellungen verlangt. Es ist zwar nicht ausgeschlossen, dass die Option bei Fälligkeit zu einem Verlust in Höhe der gegenwärtigen negativen Marktwertdifferenz führt. Dafür gibt es aber keine höhere Wahrscheinlichkeit als für ein ganzes Spektrum anderer Szenarien. Wer diese bloße Möglichkeit für die Passivierung einer Drohverlustrückstellung in dieser Höhe ausreichen lässt, löst die Grenzen der Bilanzierung als Beschreibung des gegenwärtigen Unternehmensvermögens auf (statischer Ausgangspunkt der Bilanzierung).<sup>174</sup> Die Bilanzierung würde zu einer

168 BFH 17.7.1980 - IV R 10/76, BStBl II 1981, 669, unter 1.c., für die Verpflichtung zur Rückzahlung einer Entschädigung; *Euler*, StuW 1998, 15, 18 (m.w.N.): Eine Passivierung erfordere, dass sich die „Ausgabenüberschüsse“ zu Verpflichtungen gegenüber Dritten verdichtet hätten, die „mit einer objektivierten Mindestwahrscheinlichkeit erwartet“ würden; vgl. ferner Art. 20 I der Vierten Gesellschaftsrechtlichen EG-Bilanzrichtlinie 78/660/EWG: „Als Rückstellungen sind ihrer Eigenart nach genau umschriebene Verluste oder Verbindlichkeiten auszuweisen, die am Bilanzstichtag *wahrscheinlich* oder *sicher*, aber hinsichtlich ihrer Höhe oder dem Zeitpunkt ihres Eintritts unbestimmt sind.“

169 BFH 1.8.1984 - I R 88/80, BStBl II 1985, 44, unter II.1.a., zum vergleichbaren Begriff der „Wahrscheinlichkeit“ bei der Bildung von Rückstellungen für ungewisse Verbindlichkeiten. Kritisch *Daub*, S. 333, allgemein zu Rückstellungen: Die „Anforderungen an die Wahrscheinlichkeit“ seien „nicht sehr hoch“. Es sei „keineswegs eine überwiegende Wahrscheinlichkeit erforderlich“.

170 S.o. 1. Kapitel, C.IV.1., S. 61 f.

171 Vgl. *D. Schneider*, Informations- und Entscheidungstheorie, S. 130 (oben 2. Kapitel, B.I.2.a.aa., S. 150 Fn. 312).

172 BFH 17.1.1963 - IV 165/59 S, BStBl III 1963, 237.

173 BFH 18.10.1960 - I 198/60 U, BStBl III 1960, 495.

174 Vgl. BFH 20.3.1980 - IV R 89/79, BStBl II 1980, 297, unter 3., wo von der „auf dem Boden einer

Schätzung des zukünftigen Vermögens verkommen, wobei nicht einmal ein genauer Schätzungsstichtag bestimmt werden könnte.

Die dogmatisch richtige, den finanzwirtschaftlichen Eigenschaften derivativer Instrumente gerecht werdende Lösung zur notwendigen bilanziellen Abbildung von Wertsteigerungen des Optionsrechts auf Seiten des Stillhalters besteht darin, die Bewertung der Verbindlichkeit durch entsprechende Zuschreibungen<sup>175</sup> zur ohnehin bilanzierten<sup>176</sup> Optionsverpflichtung gemäß dem Grundsatz der Höchstbewertung<sup>177</sup> nach oben zu korrigieren.

### b. Festgeschäft

Festgeschäfte sind, wie oben zur Aktivseite der Bilanz ausgeführt,<sup>178</sup> bilanziell nicht als schwebende Geschäfte, sondern als bereits abgewickelter Austausch wechselseitiger, werthaltiger Ansprüche bzw. - bei umgekehrter Blickrichtung - Verbindlichkeiten zu behandeln.<sup>179</sup> Das ergibt sich aus der Überlegung, dass sich jedes Festgeschäft gedanklich zerlegen lässt in zwei spiegelbildliche Optionen. Für die Passivseite der Bilanz bedeutet dies, dass bei Vertragsschluss eine Verbindlichkeit anzusetzen ist (§ 266 III, C.4. HGB: „Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen“). Maßgeblicher „Rückzahlungsbetrag“ (§ 253 I 2 HGB) ist ihr aktueller Marktwert. Dieser ist identisch mit dem Marktwert einer entsprechenden asymmetrischen Option mit denselben Vertragsspezifikationen. Verfehlt wäre hingegen eine Verbindlichkeitsrückstellung für die stochastische Zahlungsverpflichtung. Dieses Vorgehen würde weder dem Austauschcharakter des Geschäfts gerecht noch dem Umstand, dass die Option wegen ihrer aktuellen Bewertbarkeit wirtschaftlich betrachtet nicht „zukünftig“ und nicht „ungewiss“ ist.

*Wertsteigerungen* der Verbindlichkeit (Verluste) während der Laufzeit sind wie bei der Stillhalterverpflichtung des Optionsverkäufers durch Zuschreibungen zu passi-

---

statischen Bilanzauffassung entwickelten“ Vorschrift des § 152 VII AktG [= § 249 I HGB] die Rede ist.

175 Die hier angesprochene „Zuschreibung“ von Verbindlichkeiten nach dem Höchstwertprinzip (Passivseite der Bilanz) darf nicht verwechselt werden mit der „Wertaufholung“ nicht mehr notwendiger Abschreibungen von Vermögensgegenständen (Aktivseite der Bilanz), die ebenfalls „Zuschreibung“ genannt wird (vgl. § 280 HGB).

176 S.o. B.I.2., S. 261, bei Fn. 45.

177 Vgl. BFH 12.3.1964 - IV 456/61 U, BStBl III 1964, 525, unter I.1.: Das für die Wirtschaftsgüter des Umlaufvermögens geltende Niederstwertprinzip verwandele sich bei Verbindlichkeiten in ein „Höchstwertprinzip“ (m.w.N.).

178 Oben unter I.c., S. 277 ff.

179 Anders der Ansatz nach IAS 39: Zwar sind Positionen in Derivaten grundsätzlich ab Vertragsschluss bilanzwirksam (IAS 39.28: „[...] an enterprise recognises all of its contractual rights or obligations under derivatives in its balance sheet as assets or liabilities“). Dies gilt bei Terminkäufen aber nur für den saldierten Gesamtwert des Vertrags, nicht für die einzelnen Leistungspflichten (§ 29(c): „[...] When an enterprise becomes a party to a forward contract [...] only any net fair value of the right and obligation is recognised as an asset or liability“).

vieren.<sup>180</sup> Die Bildung einer Drohverlustrückstellung, wie herkömmlicherweise vorge schlagen, ist demgegenüber nicht sachgerecht. Sie widerspricht der Erkenntnis, dass es sich bei Festgeschäften nicht um schwebende Geschäfte im bilanzrechtlichen Sinn handelt. Gleichzeitig ergibt sich dies aus der soeben gewonnenen Erkenntnis, dass die Verbindlichkeitsrückstellung für reproduzierbare stochastisch bedingte Verbindlichkeiten nicht der richtige Bilanzansatz ist. Denn Rückstellungen für drohende Verluste aus schwebenden Geschäften sind ein Unterfall der Rückstellung für Verbindlichkeiten.<sup>181</sup> Außerdem lässt sich die Bemessung der Drohverlustrückstellung nach dem negativen Marktwert des Geschäfts nicht mit der ausreichenden Wahrscheinlichkeit eines Verlusts in dieser Höhe begründen.<sup>182</sup> Wertverluste der Verbindlichkeit (Gewinne) während der Laufzeit bleiben gemäß dem Prinzip der Höchstbewertung bis zur Nulllinie bilanzunwirksam.<sup>183</sup>

## II. Gleichbehandlung

Die bilanzielle Gleichbehandlung *bereits realisierter* Gewinne und Verluste aus natürlichen und synthetischen Positionen ist automatisch sichergestellt. Denn sämtliche Zu- und Abgänge an Zahlungsmitteln sind in der gleichen Weise bilanzwirksam, unabhängig von Herkunft und Zusammensetzung der Zahlungsmittel. Wie bereits einführend zu diesem Kapitel angesprochen,<sup>184</sup> verlangt ferner das Bedürfnis des Bilanzrechts nach innerer Kohärenz bei der Verwirklichung seiner Ziele eine möglichst weitgehende bilanzrechtliche Gleichbehandlung bei der ergebniswirksamen Abbildung von Marktwertschwankungen *laufender* finanzwirtschaftlich gleichwertiger Positionen entsprechend dem Bausteineffekt von Derivaten.<sup>185</sup> Soweit die bilanzielle Gleichbehandlung nicht sichergestellt ist, gleicht sie sich zwar spätestens im Bilanzierungsjahr der Realisierung der stochastischen Position wieder aus. Was aber verbleibt, ist der Ausweis von Gewinnen oder Verlusten in unterschiedlichen Bilanzierungszeiträumen. Dieser Zusammenhang lässt sich zur bewussten Verschiebung von Gewinnen in spätere Bilanzierungszeiträume als Mittel der *Bilanz-* oder, über den Umweg des Maßgeblichkeitsprinzips, der *Steuerarbitrage* einsetzen. Dazu kauft und verkauft man z.B. gleichzeitig Markt-

180 Oben unter 2.a. (a.E.), S. 284; zu den parallelen Abschreibungen der eigenen stochastisch bedingten Forderung (implizite Long-Option) bis zur Nulllinie s.o. 1.c., S. 280, bei Fn. 157.

181 BFH 19.7.1983 - VIII R 160/79, BStBl II 1984, 56, 58, unter III.1.

182 S.o. bei 2.a., S. 283, bei Fn. 168 ff.

183 S.o. bei 1.c., S. 280, bei Fn. 154 f., zur Bilanzunwirksamkeit der parallel verlaufenden Marktwertgewinne der impliziten Long-Option.

184 Oben A., S. 255, bei Fn. 14.

185 Vgl. aus US-amerikanischer Sicht das FASB „Mission Statement“, letzter Absatz (<http://raw.rutgers.edu/raw/fasb/facts/index.html>, Abruf am 14.5.2000): Danach ist es Aufgabe des FASB, „neutrale Standards“ zu entwickeln, die für „ähnliche Geschäfte und Umstände“ eine „ähnliche“ Rechnungslegung und für unterschiedliche Geschäfte und Umstände eine unterschiedliche Rechnungslegung bewirken.

risikoinstrumente, wobei unter Nutzbarmachung des Bausteineffekts von Derivaten eine der beiden Transaktionen nicht in Natur erfolgt, sondern synthetisch durch eine Kombination anderer Finanzinstrumente.<sup>186</sup> Wird die synthetische Position im Ergebnis nicht so bilanziert wie die entsprechende natürliche, ergeben sich aus den Buchverlusten (Abschreibungen, Drohverlustrückstellungen) der Kauf- oder der Verkaufsposition Wirkungen für das Bilanzergebnis, obwohl die Gesamtheit der Transaktionen vermögensmäßig neutral ist. Speziell die fehlende bilanzielle Anerkennung von Kurssicherungseffekten könnte ferner zu dem unerwünschten Resultat führen, dass Unternehmen auf eine Absicherung der Kursrisiken ganz verzichten. Denn sichern sie nicht, haben sie zumindest die Chance auf zukünftige Gewinne. Sichern sie dagegen, müssen sie wegen des Imparitätsprinzips in jedem Fall Verluste ausweisen.<sup>187</sup>

Für die bilanzielle Abgrenzung zwischen Eigen- und Fremdkapital bilden Derivate dagegen keine Herausforderung - anders als Finanzinnovationen anderer Art.<sup>188</sup> Die finanzwirtschaftliche Gleichwertigkeit natürlicher Anteilspapiere (Aktien) und synthetischer unter Einsatz von Aktienderivaten erfordert nicht die bilanzrechtliche Anerkennung synthetisch emittierter Aktien als Eigenkapital, selbst wenn die Derivate nicht nur Kursänderungen, sondern auch Dividendenzahlungen duplizieren sollten. Denn Wesensmerkmal des bilanziellen Eigenkapitals ist die Haftung für die Gesellschaftsschulden, also die Verlustteilnahme und der Nachrang.<sup>189</sup>

### 1. Allgemeine imparitatische Marktbewertung

Wie oben<sup>190</sup> gesehen, führt die Anwendung herkömmlicher Bilanzgrundsätze auf einzelne Derivate zu einer imparitatischen Marktbewertung: Festgeschäfte bleiben solange

186 Die Kombination aus einem Zerobond und zwei Aktienoptionen etwa neutralisiert nach der Put-Call-Parität (s.o. 1. Kapitel, C.I.2., S. 57 f., bei Fn. 228 ff.) finanzwirtschaftlich den Besitz der Aktie während der Laufzeit der Terminposition.

187 Vgl. den Fall der *Franklin Savings Association* aus dem Jahre 1989, die zumindest auch deshalb zum Konkurs gezwungen und von der US-Bundesregierung übernommen wurde, weil sie Buchverluste aus Derivaten, die zum Hedging von offenen Positionen aus verbrieften Anteilen an Hypothekendarlehen („Mortgage-Backed Securities“) bestimmt waren, ausweisen und gleichzeitig andere Instrumente, deren Marktwert gestiegen war, nach dem Niederstwertprinzip behandeln musste (berichtet nach *Figlewski*, 2 J. Derivatives, Winter, 75, 77 [1994]).

188 Vgl. z.B. die Bilanzierungsprobleme bei Wandel- und Optionsanleihen (hierzu *Clemm/Erle*, in: Beck Bil-Komm., § 253 HGB, Rz. 92 f.) und Genussrechten (hierzu *Luttermann*, S. 187-189).

189 Vgl. *Luttermann*, S. 531: Im Rahmen der Rechnungslegung sei die sachgerechte Information über die Haftungsfunktion das bilanzrechtlich entscheidende Kriterium; vgl. *ders.*, S. 186 f., zum funktionalen, „auf der wirtschaftlichen Betrachtungsweise fußenden“ Eigenkapitalbegriff („materieller Kapitalbegriff“); vgl. für die Steuerbilanz § 8 III 2 KStG, den die h.M. so interpretiert, dass allgemein das kumulative Vorliegen des „Rechts auf Beteiligung am Gewinn und am Liquidationserlös der Kapitalgesellschaft“ die Abzugsfähigkeit von Ausschüttungen und damit die steuerrechtliche Qualifizierung als Fremdkapital ausschließt (BFH 19.1.1994 - I R 67/92, BStBl II 1996, 77, unter II.1.).

190 Abschn. B.I. und C.I., S. 258 ff., 273 ff.

bilanzunwirksam, wie sich der Marktwert des Gesamtvertrags seit Vertragsschluss nicht negativ entwickelt. Optionsrechte werden in diesem Fall nach dem Niederstwertprinzip fortlaufend zu Anschaffungskosten angesetzt. Negative Ausschläge des Marktwertes führen zu Drohverlustrückstellungen. Der hier entwickelte alternative Ansatz für Festgeschäfte<sup>191</sup> ändert im Ergebnis nichts an der Bilanzunwirksamkeit von Gewinnen. Das Imparitäts- und Realisationsprinzip gilt grundsätzlich für alle Bilanzpositionen - vorbehaltlich der Berücksichtigung von Korrelationseffekten (Bewertungseinheiten). Das beruht auf einer rechtspolitischen Entscheidung des Gesetzgebers, die sich bei Derivaten nicht anders darstellt als bei anderen Bilanzpositionen auch.

Die Verwirklichung der eingangs formulierten Idealvorstellung identischer Beiträge natürlicher und synthetischer Positionen zum Bilanzergebnis kann bereits dann scheitern, wenn die Bewertung der betreffenden Einzelposten auf der Aktiv- bzw. Passivseite keinen einheitlichen Maßstäben folgt. Daraus ergibt sich ein Konfliktpotential bei Zinsswaps. Nach den Grundsätzen der herrschenden Ansicht zur Bilanzierung von Derivaten müsste man bei negativen Marktwertveränderungen eigentlich Drohverlustrückstellungen ansetzen. Dem steht aber der Umstand entgegen, dass Zinsswaps mit einer Kombination aus zwei wechselseitigen Darlehen finanzwirtschaftlich gleichwertig sind, Darlehensforderungen und -verbindlichkeiten in der Bilanz aber üblicherweise nur zum Nenn- und nicht zum (theoretischen) Marktwert angesetzt werden,<sup>192</sup> sofern sie nicht verbrieft bzw. Bestandteil eines umfassend gemanagten Zinsrisikoportfolios sind.<sup>193</sup> Wertminderungen aus der synthetischen Position bleiben folglich bilanzunwirksam, zumindest soweit nicht die besonderen Voraussetzungen für das Bilden einer Bewertungseinheit aus den beiden Darlehen vorliegen. Man hat sich deshalb im Schrifttum dafür ausgesprochen, die Gleichbehandlung umgekehrt in der Weise herzustellen, dass man bei Zinsswaps ausnahmsweise auf Drohverlustrückstellungen verzichtet.<sup>194</sup> Damit will man Wertungswidersprüche vermeiden.<sup>195</sup> Dies ist eines der wenigen anerkannten

191 Oben C.I.1.c. und C.I.2.b., S. 277 ff., 284 f.

192 Vgl. BFH 24.1.1990 - I R 157/85 u.a., BStBl II 1990, 639, unter B.II.2.: In der Kreditwirtschaft hätten sich „besondere Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung herausgebildet“, nach denen „Wertberichtigungen auf Kreditforderungen eines Kreditinstituts wegen einer unter dem Marktzins liegenden Verzinsung allenfalls vorgenommen“ würden, „wenn ein Einzelverkauf der Forderung beabsichtigt“ sei. Im Bereich der Bankbilanzierung werde „nicht auf die Barwertermittlung der einzelnen Forderung abgestellt, sondern allenfalls eine Rückstellung für drohende Verluste aus schwebenden Geschäften gebildet, wenn eine negative Zinsmarge zu erwarten“ sei „oder wenn aus inkongruenten Fälligkeiten der Ausleihungen und der Refinanzierungen Verluste“ drohten; zur Kritik an dieser Bilanzierungspraxis *Krumnow/Spriffler*, § 340e HGB, Rz. 303; *dies.*, a.a.O., Rz. 304: Die Erfassung und Bewertung der derivativen Zinsinstrumente werde „durch die gegenwärtige Bewertungssystematik für zinstragende Aktiv- und Passivpositionen nicht gerade erleichtert“.

193 Vgl. Fachnachrichten des IDW, Nr. 12 v. 8.12.1986, S. 447 f. (zit. nach *BdB*, Die Bank 1988, 158, 160 f.): Als Grundlage für die Beurteilung der Zinsrisiken eines Kreditinstituts könne nur eine Zusammenfassung aller zinstragenden Geschäfte und aller einem Zinsrisiko unterliegenden Positionen in Betracht kommen.

194 *BdB*, Die Bank 1988, 158, 162; *Krumnow/Spriffler*, § 340e HGB, Rz. 347, m.w.N.

195 Vgl. *BdB*, Die Bank 1988, 158, 161: Eine gesonderte Bewertung der Zinsänderungsrisiken aus Swaps könne eine „präjudizierende Wirkung von erheblicher Tragweite“ haben (in Richtung auf

Beispiele der Gleichbehandlung durch *Zerlegung* eines Derivats in seine finanzwirtschaftlichen Bestandteile auf der Ebene der Bewertung.<sup>196</sup>

Für die Gleichbehandlung reicht es indes nicht immer aus, die natürliche Position einerseits und die einzelnen Bestandteile der synthetischen Position andererseits denselben Bilanzierungsregeln zu unterwerfen. Unter bestimmten Voraussetzungen führt der Grundsatz der imparitätischen Marktbewertung der Bilanzpositionen zwar automatisch zu gleichen Bilanzergebnissen für natürliche und synthetische Positionen, ohne dass es dazu der Bildung von Bewertungseinheiten bedürfte. Dies betrifft z.B. das Verhältnis von natürlichem Forward und synthetischem aus Darlehensaufnahme und Kassakauf. Die Darlehensverpflichtung auf der Passiv- und der Basiswert auf der Aktivseite der Bilanz neutralisieren sich im Ergebnis gegenseitig. Marktwertänderungen des Basiswertes im Vergleich zu den Anschaffungskosten werden nur bilanzwirksam, wenn sie negativ sind. Dasselbe gilt für den Forward, und zwar sowohl nach der herkömmlichen, von der Bilanzunwirksamkeit des Geschäfts ausgehenden Konzeption als auch nach der hier vertretenen Alternativkonzeption. Das Imparitätsprinzip erweist sich aber immer dann als Hindernis der automatischen Gleichbehandlung, wenn eine zusammengesetzte synthetische Position mehr als *einen* marktrisikotragenden (bilanzwirksamen oder -unwirksamen) Baustein enthält und diese Marktrisiken nicht vollständig positiv miteinander korrelieren. Hier bedingt die Imparität die eindeutige Überbewertung der Verlustrisiken im Vergleich zur finanzwirtschaftlich gleichwertigen natürlichen Position.<sup>197</sup> Man nehme nur das Beispiel einer synthetischen Long-Position in einem Zerobond über den Erwerb eines beliebigen Basiswertes (z.B. Aktie) und den gleichzeitigen Verkauf eines Forwards auf diesen Basiswert (z.B. Aktien-Forward).<sup>198</sup> Durch den Terminverkauf werden die Kursschwankungen aus dem Basiswert ab dem Sicherungszeitpunkt ausgeglichen. Da sich die basiswertspezifischen Marktrisiken (z.B. Aktienrisiken) aus Kassa- und Terminposition gegenseitig aufheben, ist die Gesamttransaktion wirtschaftlich gesehen wie bei einem natürlichen Zerobond in Bezug auf das spezifische Risiko des Basiswertes neutral (das synthetische Zinsrisiko bleibt außer Betracht); bilanzrechtlich sind aber bei jeder Marktpreisveränderung des Basiswertes je nach Richtung entweder bei der Kassa- oder bei der Terminposition Abschreibungen (im Umlaufvermögen) bzw. Drohverlustrückstellungen anzusetzen. Der synthetische Bond erzeugt also synthetische Verluste. Schuld an der Ungleichbehandlung gegenüber dem natürlichen Bond ist nicht die fehlende Anerkennung nichtrealisierter Gewinne für sich alleine, sondern die mangelnde Berücksichtigung der *Korrelationen* zwischen den Bausteinen. Das aber ist eine Folge des Grundsatzes der Einzelbewertung. Entscheidend ist dessen Zusammenreffen mit dem Realisations- und Imparitätsprinzip. Dem System der Einzelbilanzie-

„ertragswertorientierte“ Bewertung).

196 Näher hierzu noch unten bei 3., S. 296 f.

197 Vgl. demgegenüber für die *paritätische* Marktbewertung SFAS 133.247: „Accounting for the gains and losses on each [financial instrument] *in the same way* would leave no measurement anomalies to which apply hedge accounting“ [Hervorhebung durch den Verf.].

198 Bsp. nach *Mauritz*, S. 271.

rung liegt die Fiktion des gleichzeitigen Eintretens aller bilanzrelevanten Risiken und damit einer vollständigen positiven Korrelation der Bausteine zugrunde („Worst-Case“-Szenario). Selbst einfache Diversifizierungseffekte im Portfolio (Korrelation null) werden grundsätzlich ignoriert. Demgegenüber fließen bei natürlichen (einheitlichen) Positionen, welche diese Bausteine „synthetisch“ in sich tragen, die Korrelationen automatisch in die Ermittlung ihres einheitlichen Wertes ein. Aus dieser Konstellation ergeben sich eindeutige Fehlbewertungen der Verlustrisiken für das Gesamtvermögen.

Die bilanzielle Gleichbehandlung i.S. des Bausteineffekts lässt sich durch die bewertungsmäßige Berücksichtigung der Korrelationszusammenhänge zwischen den Bausteinen der synthetischen Position erreichen oder, genauer gesagt, durch Berücksichtigung der Abweichung dieser Korrelationen vom Wert  $\rho = +1$  über die formalen Grenzen des Imparitätsprinzips hinweg.<sup>199</sup> Für die Durchführung dieser Korrektur sind zwei unterschiedliche bilanzielle Techniken denkbar: Die Bildung von Bewertungseinheiten (unten 2.) sowie die *allgemeine* Marktbewertung (unten 4.). Sie setzen alternativ an einer der beiden dargestellten zusammenwirkenden Ursachen der Fehlbewertung an - dem Grundsatz der Einzelbewertung bzw. dem Imparitäts- und Realisationsprinzip. Beide Verfahren sollen im Folgenden auf ihre Effektivität bei der Herstellung der Gleichbehandlung überprüft werden. Daneben soll noch kurz auf die bereits angesprochene Zerlegung als weiteres Verfahren zur Beseitigung von solchen Ungleichbehandlungen eingegangen werden, die auf sonstige Inkonsistenzen des Bilanzrechts zurückzuführen sind (unten 3).

## 2. Bewertungseinheiten

Bei den Bewertungseinheiten kann man sich wiederum zwei Ansätze vorstellen: Die Integration der Bausteine auf der Ebene des Bilanzansatzes (a.) und die bloße ausgleichende Berücksichtigung der Korrelationszusammenhänge (Kompensation) auf der Ebene der Bewertung (b.).

### a. Integrierter Bilanzansatz

Die sog. „zusammenfassenden“ Bewertungseinheiten<sup>200</sup> fassen bereits auf der Ebene des

199 Siehe bereits *BIS*, September 1994 (Fisher-Report), S. 8: Die Offenlegung von Risiken aus Derivaten sei am aufschlussreichsten, wenn sie aus einer Portfolio-Perspektive erfolge. Finanzderivate dürften nicht isoliert von den übrigen Vermögensgegenständen und Verbindlichkeiten des Unternehmens betrachtet werden.

200 Zur Unterscheidung zwischen kompensatorischen und zusammenfassenden Bewertungseinheiten *Tönnies/Schiersmann*, DStR 1997, 714; vgl. auch die abweichende Terminologie bei *Ekkenga*, S. 211 Fn. 314: Er unterscheidet die bloße „Risikokompensation“ von der „Wertkompensation“, Letztere verstanden als „Zusammenfassung aktueller Aktiva und/oder Passiva zu einer Bewertungsein-

Bilanzansatzes mehrere bilanzwirksame oder -unwirksame Positionen zu einer einzigen zusammen. Das ist die radikalste Form der Bewertungseinheit. Sie geht über die Erfordernisse des Bilanzierungsideals der gleichmäßigen Ergebniswirksamkeit natürlicher und synthetischer Positionen hinaus. Von „synthetic instrument accounting“ spricht man speziell im Hinblick auf die bilanzielle Zusammenfassung verschiedener Bausteine zu einem synthetischen Finanzinstrument, wobei dieses dann in der gleichen Weise abgebildet wird wie das duplizierte natürliche Instrument.<sup>201</sup> Zumindest in der amerikanischen Unternehmenspraxis war dieser Ansatz, im Rahmen bestimmter, mehr oder wenig scharf definierter Anwendungskriterien,<sup>202</sup> bis zum Inkrafttreten von SFAS 133 am 15.6.1999 gebräuchlich.<sup>203</sup> Dort wird er allerdings ausdrücklich verworfen.<sup>204</sup> Nach deutschem Bilanzrecht wird die Bildung zusammenfassender Bewertungseinheiten im Allgemeinen abgelehnt. Die Zusammenfassung ungleichartiger Bilanzpositionen verstößt gegen den Grundsatz der Vollständigkeit bzw. gegen das Saldierungsverbot sowie

---

heit“ als Ausnahme vom Grundsatz der Einzelbewertung.

- 201 *T. Johnson/Wall*, S. 4-9; *Singleton*, in: Schwartz/Smith (Hrsg.), S. 579, 583-586; *Herz*, J. Corp. Acct'ing & Fin., Spring 1994, 323, 327-330; aus dem deutschen Schrifttum *Schmalenbach-Gesellschaft*, DB 1997, 637, 639 Fn. 8, wo in Bezug auf die (allerdings „nur am Rande“ erörterte) Bilanzierung synthetischer (risikoveränderter, nicht risikoloser) Instrumente ausdrücklich vom „synthetic instrument accounting“ die Rede ist.
- 202 *T. Johnson/Wall* (FASB Status Report No. 235, S. 4, 5) nennen als Merkmale, die „zumindest teilweise“ vorliegen mussten und nach denen sich die Unternehmenspraxis für die Anwendung des „synthetic instrument accounting“ orientiert habe, u.a. die Dokumentation der synthetischen Position von Beginn an, den geplanten Gleichlauf der Positionen, die Risikoverringerung und die Beachtung bestehender Bilanzierungsgrundsätze. Ferner durfte das synthetische Instrument nicht ausschließlich aus Derivaten bestehen; ähnlich *Singleton*, in: Schwartz/Smith (Hrsg.), S. 579, 584 f., der von (insgesamt 10 verschiedenen) „informellen Richtlinien“ berichtet, welche die Praxis entwickelt habe.
- 203 SFAS 133.349 (Appendix C, Background Information and Basis for Conclusions): „Synthetic instrument accounting“ habe sich in der Praxis entwickelt; *T. Johnson/Wall*, S. 4, 8: Das „synthetic instrument accounting“ oder „accounting by analogy“ sei eine in der Unternehmenspraxis entwickelte und „allgemein übliche“ Bilanzierungsmethode, die der besonderen, synthetischen Instrumenten zugrunde liegenden „Logik“ folge; ähnlich *Singleton*, in: Schwartz/Smith (Hrsg.), S. 579, 584. Vgl. aus der Praxis *Hartford Life Insurance Company*, Annual Report 1994, SEC-Form 10-K), Notes to Consolidated Financial Statements, unter F-8: „Synthetic instrument accounting“ bedeute in der Praxis, dass synthetische Vermögensgegenstände in gleicher Weise ausgewiesen würden wie die zu duplizierenden Finanzinstrumente.
- 204 SFAS 133.350: Das FASB habe sich entschieden, das „synthetic instrument accounting“ nicht zu gestatten, weil es unvereinbar sei (a) mit der grundsätzlichen Entscheidung, alle Derivate in der Rechnungslegung abzubilden, (b) mit der grundsätzlichen Entscheidung, alle Derivate zum „fair value“ zu bewerten, (c) mit dem Ziel des FASB, die Transparenz der Derivate und des Einsatzes von Derivaten zu erhöhen, sowie (d) mit dem Ziel, konsistente Bilanzierungsgrundsätze für alle Derivate und alle Hedging-Strategien zu schaffen. Ferner bewirke es eine nicht zu rechtfertigende Saldierung von Vermögensgegenständen und Verbindlichkeiten. Kritisch bereits *FASB*, Task Force Draft, Appendix B, Background Information and Basis for Conclusions, Nr. 13: Für den angemessenen Gebrauch der Bilanzierungsmethode des „synthetic instrument accounting“ gebe es überhaupt keine „allgemein anerkannten Grenzen“; *dass.* (a.a.O.), Nr. 17, wo die Rede ist von „nicht autorisierten“ Bilanzierungspraktiken außerhalb der US-GAAP in der Gestalt, wie sie das FASB entwickelt habe; zum früheren Diskussionsstand siehe *FASB Discussion Memorandum*, S. 137-139.

gegen den Grundsatz der Einzelbewertung (§§ 246 I 1, II, 252 I Nr. 3 HGB). Ausnahmen betreffen die zusammenfassende Bewertung gleichartiger Vermögensgegenstände (§§ 240 IV, 256 S. 2 HGB) und Schulden.<sup>205</sup> Für die bilanzrechtliche Erfassung des Bausteineffekts spielt diese Fallgruppe jedoch keine besondere Rolle.

Nicht bemerkt wird in der Regel der versteckte zusammenfassende Charakter (angeblich nur) kompensatorischer Bewertungseinheiten zwischen gewinnträchtigen bilanzwirksamen Marktrisikopositionen und verlustträchtigen (vermeintlich) bilanzunwirksamen Derivaten, sofern man zum Korrelationsausgleich auf die Technik der „Festbewertung“ zurückgreift. Bilanziert man etwa beim Hedging einer Fremdwährungsforderung durch ein Devisenterminfestgeschäft anstelle der Kombination aus Forderung zum Umrechnungskurs bei Anschaffung und (nach herkömmlicher Meinung<sup>206</sup>) Rückstellung für Verluste aus dem „schwebenden“ Termingeschäft allein eine Forderung zum Terminkurs, widerspricht dies dem Saldierungsverbot sowie dem Gebot der Vollständigkeit. Denn das insofern (selbst nach herkömmlicher Konzeption) eben doch bilanzwirksame Derivat mit negativem Marktwert fällt dann ersatzlos unter den Tisch. Für Drohverlustrückstellungen gilt das Saldierungsverbot und das Gebot der Vollständigkeit ebenso wie für sonstige Bilanzpositionen.<sup>207</sup> Dasselbe gilt außerhalb des Hedging z.B. bei der einheitlichen „Bewertung“ der Kombination aus FRN und Zinsswap als synthetisches festverzinsliches Papier. Abhilfe schafft auf dem Boden des herkömmlichen Ansatzes allein die (paritätische) „Marktbewertung“ innerhalb der Bewertungseinheit. Nach dem oben entwickelten alternativen Modell zur Bilanzierung von Festgeschäften<sup>208</sup> kann die Festbewertung nicht mit dem Saldierungsverbot bzw. dem Vollständigkeitsgebot in Konflikt geraten, weil das Derivat hier als solches und nicht nur im Hinblick auf negative Wertschwankungen bilanzwirksam sind. Die Wertkompensation bewirkt deshalb nicht das Verschwinden des Derivats aus der Bilanz.

### b. Kompensierende Bewertung

Bilanztechnisch ausreichend zur Sicherstellung gleicher Bilanzergebnisse für natürliche

205 Zur Zulässigkeit der Saldierung gleichartiger Passivpositionen in der Bilanz siehe BFH 15.10.1997 - I R 16/97, BStBl II 1998, 249, unter II.2. (zusammenfassende Rückstellung für Rückkaufverpflichtung bei schwebenden Fahrzeug-Leasinggeschäften); BFH 16.7.1981 - IV R 89/80, BStBl II 1981, 766, unter 1. (pauschale Wertberichtigung zu Kundenforderungen); zu den europarechtlichen Grundlagen nach der Vierten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie 78/660/EWG siehe EuGH 14.9.1999, RS C-275/97, „DE + ES Bauunternehmung GmbH gegen Finanzamt Bergheim“, EuGH 1999, I-5331, Tz. 33 f. (einheitliche Rückstellung für Gesamtheit potentieller Gewährleistungsrisiken).

206 Hierzu oben B.I.1., S. 258 f.

207 Siehe grundlegend BFH 15.10.1997 (Fn. 205), unter II.2.: Da die Rückstellung wegen drohender Verluste „Schuld i.S. des Bilanzrechts (vgl. § 246 I HGB)“ sei, sei das Prinzip der Einzelbewertung für diese auch anwendbar (m.w.N.).

208 Oben C.I.1.c. und C.I.2.b., S. 277 ff., 284 f.

und synthetische Positionen ist die Bildung kompensatorischer Bewertungseinheiten. Diese definieren den gegenständlichen Vermögensbereich, innerhalb dessen die Anwendung des Imparitäts-, des Niederstwert- bzw. Höchstwert- sowie des Realisationsprinzips teleologisch beschränkt werden kann. Der Verzicht auf Ab- bzw. Zuschreibungen und Drohverlustrückstellungen auf der einen und den bilanzwirksamen Ausweis unrealisierter Gewinne auf der anderen Seite rechtfertigt sich mit der Berücksichtigung bestehender Korrelationszusammenhänge bei der Bewertung von Bilanzpositionen. Diese Vorgehensweise garantiert zugleich die Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen. Sie darf allerdings nicht dadurch über ihr Ziel hinausschießen, dass sie ungewollt zufällige Wertkompensationen miterfasst. Das erfordert eine genaue Analyse der wertbestimmenden Risikofaktoren und gegebenenfalls die Bildung geeigneter bilanzieller Korrekturposten. Die ergebnisgleiche Bilanzierung braucht nur so weit zu gehen, wie auch die finanzwirtschaftliche Gleichwertigkeit reicht.

Dieser Umstand hat ferner einen *subjektiven* Aspekt. Die finanzwirtschaftliche Gleichwertigkeit zum Bilanzstichtag rechtfertigt wegen der Zukunftsbezogenheit des bilanziellen Vermögensbegriffs<sup>209</sup> für sich allein noch nicht die ergebnisgleiche Bilanzierung. Vielmehr muss sichergestellt sein, dass diese Gleichwertigkeit über den Bilanzstichtag hinaus fort dauert, bis die Bestandteile der synthetischen Position einheitlich realisiert werden. Soweit dies allerdings der Fall ist, besteht nicht nur das Recht, sondern auch die Pflicht, die zukünftigen Korrelationen insoweit zu berücksichtigen, als sie etwaigen Ab- bzw. Zuschreibungen und Drohverlustrückstellungen ihre teleologische Grundlage entziehen.<sup>210</sup> Da die zukünftige Zusammensetzung des Vermögens im Wesentlichen der Willkür des Bilanzierenden überlassen bleibt, muss das Bilanzrecht, soweit sich die Bilanzierung an der *zukünftigen* Gleichwertigkeit orientiert, Vorkehrungen treffen, die sicherstellen, dass die dieser Prognose zugrunde liegenden Annahmen über das zukünftige Verhalten (Tun bzw. Unterlassen) des Bilanzierenden nicht enttäuscht werden.<sup>211</sup> Dazu gehört der Umstand, dass der Bilanzierende die synthetische Position über den Bilanzstichtag hinaus als einheitliche Position bewahrt bzw. deren Bestandteile gleichzeitig realisiert. Von besonderer Bedeutung ist dieser Aspekt bei Bewertungseinheiten mit schuldrechtlichen Positionen unterschiedlicher Laufzeit oder zwischen einer zeitlich unbegrenzten dinglichen und einer laufzeitbegrenzten schuldrechtlichen Position. Die bestehenden Meinungsverschiedenheiten über die Bilanzierung eines synthetischen Floaters aus festverzinslichem Wertpapier und Zinsswap<sup>212</sup> dürften ihren wahren Grund in diesem Aspekt tragen. Wer der Ansicht ist, auf Abschreibungen des Wertpa-

209 S.o. A., S. 254.

210 Ebenso zugunsten einer Rechtspflicht anstatt eines bloßen Wahlrechts *Scharpf/Luz*, C.6.2., S. 204 f.: Für Drohverlustrückstellungen könne es schon deshalb kein Wahlrecht geben, da diese gemäß § 253 I HGB nach „vernünftiger kaufmännischer Beurteilung“ zu bemessen seien; *Benne*, DB 1991, 2601, 2610; siehe auch *IDW*, WPg 1993, 517 (517) zu Futures, FRA; *dass.*, WPg 1995, 421 (421), zu Optionen.

211 Siehe bereits oben, B.II.1., S. 263 ff.

212 Hierzu *Krumnow/Spriffler*, § 340e HGB, Rz. 348 f.

piers könne bei Zinssteigerungen verzichtet werden, geht davon aus, dass der Wert des festverzinslichen Wertpapiers spätestens mit Ende der Laufzeit des Swaps realisiert wird. Wird das Papier dagegen über die Laufzeit hinaus gehalten, „verpufft“ die vorübergehende Wirkung des Bausteineffekts ungenutzt, so dass eine Bewertungseinheit nicht gerechtfertigt erscheint. Besteht die finanzwirtschaftliche Gleichwertigkeit auf der Grundlage eines imperfekten oder dynamischen Bausteineffekts, muss zusätzlich garantiert sein, dass die kombinierte, synthetische Position regelmäßig angepasst wird, damit sich ihr Wert auch in Zukunft so verhält, wie dies bei der kompensatorischen Bewertung vorausgesetzt wird. Aus diesen Gründen ist es richtig, wenn man sich nicht damit begnügt, dass der Bilanzierende bei Erstellen der Bilanz nach Belieben irgendwelche passenden Positionen einander in Bewertungseinheiten zuordnet, sondern zusätzlich verlangt, dass der zukünftige vollständige (Sicherungszusammenhang, Portfolio-Hedging) oder teilweise (sonstige Fälle des Bausteineffekts) Wert- bzw. Risikoausgleich zwischen den Bestandteilen der Bewertungseinheit von vornherein Gegenstand der geplanten Geschäftsstrategie war<sup>213</sup> und dass dieser Plan überzeugend dokumentiert ist.<sup>214</sup>

Einen Schwachpunkt bei der Berücksichtigung von Wertkorrelationen durch kompensierende Bewertungseinheiten bilden zugegebenermaßen die Fälle, wo der Bilanzierende zwar eine Sicherungs- oder Financial-Engineering-Strategie unter Ausnutzung von Korrelationseffekten verfolgt, diese aber nicht offenlegt und sich seiner Pflicht zur Bildung einer entsprechenden Bewertungseinheit entzieht, um durch (ungerechtfertigte) Ab- und Zuschreibungen bzw. Drohverlustrückstellungen vorübergehend „künstliche“ Verluste zu erzeugen und die auf diese Weise erzielten Gewinne in spätere Bilanz- bzw. Besteuerungszeiträume zu verschieben.<sup>215</sup> Das betrifft vor allem Mikro-Bewertungseinheiten, weniger hingegen Portfolio-Bewertungseinheiten, denn ein aufwendiges Portfolio-Management dürfte sich dem Betriebsprüfer des Finanzamts gegenüber nur schwer verheimlichen lassen. Dieses *Beweisproblem* stellt jedenfalls die Richtigkeit des Instruments kompensatorischer Bewertungseinheiten unter gleichzeitigem Festhalten am Vorsichtsprinzip nicht in Frage.<sup>216</sup> Der Nachweis subjektiver Kriterien ist ein allgemeines Problem, mit dem nicht nur das Bilanzrecht, sondern die gesamte Rechtsordnung zu kämpfen hat. Die alternativ zu den Bewertungseinheiten als Lösung angebotene generelle Marktbewertung von Finanzinstrumenten kommt zwar in bestimmten Grenzen ohne subjektive Kriterien in der Person des Bilanzierenden aus - dies geht jedoch auf Kosten des Aussagegehalts des ausgewiesenen Bilanzergebnisses.<sup>217</sup>

213 Vgl. *Schmalenbach-Gesellschaft*, DB 1997, 637, 638, bezogen auf Wechselkurs und Zinsposition: Die Art der Abbildung der Risiken im Rechnungswesen solle von der Risikosteuerung und -kontrolle des jeweiligen Unternehmens abhängen.

214 S.o. B.II.1., S. 264, bei Fn. 60.

215 Vgl. *Spriffler*, FS Clemm (1996), S. 365, 380 f.: Durch Nichtdeklaration eines Mikro-Hedges könne die Pflicht zur Bildung von Bewertungseinheiten „zu einem faktischen Wahlrecht“ werden.

216 Kritisch aber *Spriffler*, FS Clemm (1996), S. 365, 383, der in diesem Zusammenhang „mehr Objektivierung“ einfordert und auf die Vorteile der generellen Marktbewertung verweist. Zu Letzterer s.u. unter 4., S. 297 ff.

217 Hierzu unten 4.b., S. 300 ff.

Der speziell gegenüber Mikro-Bewertungseinheiten erhobene Vorwurf, er führe wegen seiner selektiven Berücksichtigung von Korrelationszusammenhängen zu Verzerrungen der Vermögensabbildung,<sup>218</sup> ist unberechtigt. Dasselbe gilt für die Ansicht, die Zulässigkeit der Mikro-Betrachtung sei davon abhängig zu machen, dass sich zumindest das Gesamtrisiko durch das Sicherungsgeschäfts nicht erhöhen darf.<sup>219</sup> Gegenständlich beschränkte Bewertungseinheiten sind auch ohne Portfoliomanagement sachgerecht. Das ergibt sich aus dem Grundsatz der Einzelbewertung, dem die Vorstellung vom nicht risikogemanagten Portfolio zugrunde liegt und der gerade deshalb zur Vorsicht mahnt. Das Bilanzrecht verlangt für Ab- bzw. Zuschreibungen oder Drohverlustrückstellungen grundsätzlich ja gerade nicht, dass das Vermögen zuvor auf mögliche „zufällige“ Korrelationen durchgeprüft wird. Risiken aus Bilanzpositionen, denen vor Abschluss des Sicherungsgeschäfts gegenläufige Risiken aus anderen Bilanzpositionen gegenüberstanden und die nun zu offenen Positionen werden, sind nach allgemeinen Regeln neben der Bewertungseinheit bilanziell auszuweisen, so dass es insgesamt nicht zu einer Unterbewertung der (bilanzrelevanten) Risiken kommen kann. Die partielle bewertungsmäßige Berücksichtigung von Korrelationen kommt der Bilanzwahrheit näher als gar keine Berücksichtigung. Im Übrigen würde selbst die Gesamtbewertung aller, einem bestimmten Portfolio bzw. dem Gesamtvermögen inhärenten Risiken einer bestimmten Art für eine perfekte Risikoabbildung nicht ausreichen, solange nicht alle Risiken in gleicher Weise bilanzwirksam sind<sup>220</sup> und bestehende Korrelationen zwischen den einzelnen Risikoarten nicht berücksichtigt werden, ja mangels Messbarkeit gar nicht berücksichtigt werden können.

Die kompensatorische Bilanzierung der zukünftigen Wertschwankungen aus Geschäften, die noch gar nicht abgeschlossen sind, im Rahmen sog. *antizipatorischer Hedges* zukünftiger Transaktionen wird zu Recht abgelehnt.<sup>221</sup> Wirtschaftlich betrachtet führt das Sicherungsgeschäft zu einer „synthetischen“ zeitlichen Vorverlagerung des geplanten Geschäfts - allerdings nur hinsichtlich des Preisrisikos, nicht in Bezug auf Risiken anderer Art sowie auf die dinglichen Erfüllungsgeschäfte. Das ist kein echter

218 Ballwieser/Kuhner, S. 104; siehe auch oben B.II.1., Fn. 56.

219 Scharpf/Luz, C.6.4.3.2., S. 237; siehe auch oben B.II.1., Fn. 55. Dieser Standpunkt ist überdies inkonsequent, denn um beurteilen zu können, ob das Gesamtrisiko erhöht wird, bedarf es eines portfolio- oder vermögensweiten Risikomanagements. Aus der Bilanz allein lässt sich dies nicht ersehen. Wenn aber bereits ein Gesamtrisikomanagement existiert, besteht für Mikro-Bewertungseinheiten kein Raum mehr.

220 Siehe nur die noch sehr beschränkte Bilanzwirksamkeit von Kreditrisiken. Hierzu z.B. Ellrott/Scherer, in: Beck Bil.-Komm., § 253 HGB, Rz. 569: Einzelwertberichtigungen seien nur bei einem „über das allgemeine Kreditrisiko hinausgehendem“ Risiko erforderlich.

221 Hierzu oben B.II.1., S. 265, bei Fn. 69. Vgl. auch zur Bewertung der Drohverlustrückstellung aus der Untervermietung einer Arztpraxis angesichts der mit der Vermietung für den vermietenden Apotheker verbundenden Standortvorteile BFH 26.5.1993 - X R 72/90, BStBl II 1993, 855: Einer Kompensation stehe schon entgegen, dass die „erwarteten Vorteile ungewiss“ seien (unter B.II.2.a.). Ein weiteres Argument zieht das Gericht aus dem Umstand, dass die Vorteile dem Geschäftswert zuzurechnen und daher wegen § 5 II EStG bereits ihrer Natur nach (steuer-) bilanzwirksam sind (unter B.II.2.c.). Allgemein zum wirtschaftlichen Hintergrund antizipatorischer Hed-

Fall des Bausteineffekts, denn die „Kombination“ aus Derivat und zukünftiger Transaktion hat in ihrer Gesamtheit als „synthetische“ zukünftige (Festpreis-) Transaktion gegenwärtig noch gar keinen Wert.<sup>222</sup> Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten aus zukünftigen Transaktionen betreffen ausschließlich das zukünftige, nicht aber das gegenwärtige Gesellschaftsvermögen. Sie sind derzeit noch nicht „greifbar“.<sup>223</sup> Dasselbe gilt für die mit ihnen verbundenen „Risiken“ oder „Chancen“. Würde man die Verrechnung gegenwärtiger, isoliert betrachtet bilanzunwirksamer Gewinne aus Hedgegeschäften mit voraussichtlichen „Verlusten“ aus zukünftigen Transaktionen zulassen, müsste man konsequenterweise Verluste dieser Art *ohne* Hedgegeschäft ergebniswirksam bilanzieren - ohne Rücksicht darauf, ob sie sich im gegenwärtigen Vermögen bereits niedergeschlagen haben oder nicht (dynamische Bilanzauffassung). Denn nur bilanzwirksame Positionen dürfen in Bewertungseinheiten einbezogen werden.<sup>224</sup> Andernfalls würden die Grenzen der Bilanzierung als Beschreibung des gegenwärtigen Unternehmensvermögens aufgelöst. Die Bilanzierung würde zu einer reinen Schätzung des „zukünftigen“ Vermögens degenerieren, wobei zudem der zeitliche Horizont der Zukunftsbetrachtung völlig unbestimmt bliebe. Wie widersinnig die bilanzielle Anerkennung unternehmerischer Chancen und Risiken aus zukünftigen Transaktionen wäre, zeigt sich nicht zuletzt daran, dass die hiermit korrespondierenden Vor- bzw. Nachteile selbst dann nicht bilanzwirksam werden, wenn sie tatsächlich eintreten. Erwerbsgeschäfte sind wegen des Anschaffungskostenprinzips (§ 253 I HS 1 HGB) bei Abschluss immer zunächst ergebnisneutral, egal, wie teuer eingekauft wird. Und nur der Verzicht auf antizipatorische Bewertungseinheiten garantiert, was das Bilanzergebnis anbelangt, die Gleichbehandlung wirtschaftlich gleichwertiger Sachverhalte: Würde das Unternehmen den Preis statt mit einem Hedge-Geschäft dadurch fixieren, dass es die gewünschte Transaktion bereits früher als gewünscht abschließt und dabei den Erfüllungszeitpunkt hinausschiebt, wären negative Verschiebungen des vertraglichen Gleichgewichts, die sich aus Veränderungen des Marktpreis des Vertragsgegenstands ergeben, ebenfalls ergebniswirksam.<sup>225</sup> Die US-amerikanische Regelung zur bilanzneutralen Akkumulierung zukünftiger „Gewinne“ und „Verluste“ (sog. „cash flow hedge“) aus geplanten Geschäften („forecasted transactions“) mit gegenläufigen Wertschwankungen aus derivativen bzw. derivateähnlichen Hedge-Geschäften nach SFAS 133.28 ff. erkennt diese Zusammenhänge. Soweit sie zur Bilanzwirksamkeit zukünftiger „Verluste“ führt, korrigiert sie zwar lediglich die Folgen des Ausweises entsprechender Gewinne aus den korrespondierenden Sicherungsgeschäften als Folge der allgemeinen Marktbewertung von

---

ges oben I. Kapitel, C.III., S. 60.

222 S.o. I. Kapitel, C.III., S. 60; vgl. ferner *T. Johnson/Wall*, FASB Status Report No. 235, S. 4, 7, die insofern von einem „de facto“ Finanzinstrument ohne rechtliche Existenz sprechen.

223 S.o. unter C.I.1.a., S. 273 ff.

224 Siehe den Nachweis oben unter C.I.1.c., Fn. 146.

225 Ob dieses Umsatzgeschäft bilanzrechtlich als derivateähnliches Geschäft behandelt wird (s.o. I.1.c.; I.2.b., S. 281, 284 f.) oder als „normaler“ schwebender Vertrag, hängt von der Standardisierung der Vertragsbedingungen und den damit verbundenen Glättungsmöglichkeiten ab.

Derivaten,<sup>226</sup> so dass hier im Ergebnis kein Unterschied zum deutschen Recht besteht. Anders ist es jedoch im umgekehrten Falle, wenn gegenwärtige Buchverluste durch zukünftige Gewinne bilanzneutral abgegrenzt werden.<sup>227</sup>

Auf dem Boden der herkömmlichen bilanziellen Behandlung von Derivaten verstößt streng genommen bereits die Bildung nichtantizipativer, normaler Bewertungseinheiten zwischen (gegenwärtigen) Bilanzpositionen und Termingeschäften gegen die gerade dargelegte Erkenntnis, dass bilanzunwirksame „Positionen“ auch nicht über den Umweg von Bewertungseinheiten ergebniswirksam werden dürfen - jedenfalls soweit die derivativen Hedgegeschäfte nicht verlustträchtig sind und deshalb keine Drohverlustrückstellung anzusetzen ist. Diese Überlegung spricht nicht etwa gegen die Bildung kompensatorischer Bewertungseinheiten mit Derivaten. Sie belegt vielmehr die Richtigkeit des hier vertretenen Ansatzes von der Bilanzwirksamkeit laufender derivativer Festgeschäfte.<sup>228</sup>

### 3. Zerlegung

Nachdem nun die Integration als Rechtstechnik der bewussten Gleichbehandlung in Form der Bewertungseinheiten diskutiert wurde, ist der Vollständigkeit halber noch kurz auf die umgekehrte Technik der Zerlegung<sup>229</sup> einzugehen. Die bilanzielle Zerlegung von Instrumenten (z.B. Derivaten) kann sich wie die Integration nur auf der Ebene der Bewertung, nicht aber beim *Bilanzansatz* auswirken. Sie darf also nicht so weit gehen, dass sie das (nach unserer Auffassung immer bilanzwirksame) Derivat als Vertrag ignoriert und stattdessen synthetische Kassainstrumente ansetzt. Dies wäre mit dem Vollständigkeitsgebot und dem Gebot der Bilanzwahrheit nicht vereinbar. Zu Letzterem gehört auch das Verbot der Bilanzierung nichtexistenter Positionen. Die oben zur gleichzeitigen Bilanzierung von Festgeschäften als Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten entwickelte Argumentation<sup>230</sup> widerspricht dieser Erkenntnis nicht, weil sie kein Fall der bewussten Zerlegung von Derivaten als bilanztechnische Ansatzmethode ist. Denn nicht wegen ihrer finanzwirtschaftlichen Zerlegbarkeit in eine Kombination zweier gegenläufiger Optionen sollten Festgeschäfte gleichzeitig aktiviert und passiviert werden, sondern wegen ihres vertragsrechtlich begründeten Charakters als abgeschlossener Austausch zweier Verbindlichkeiten. Der Vergleich mit den Optionen dient hier-

226 S.u. unter 4.a., S. 298 ff.

227 Siehe die Selbstkritik des *FASB* in SFAS 133.247, SFAS 133.326 f.: Dort begründet man die Anerkennung der „cash flow hedges“ mit dem Hinweis auf eine entsprechende Unternehmenspraxis; man gibt aber zu, dass ein solches Hedge Accounting aus systematischer Sicht nicht zu rechtfertigen ist und sich eine „unnötige Ausdehnung“ dieser Technik auf „nichtderivative“ Finanzinstrumente verbietet.

228 S.o. I.1.c. und I.2.b., S. 277 ff., 284 f.

229 S.o. 1. Kapitel, E.I., S. 72.

230 Unter I.1.c. und I.2.b., S. 277 ff., 284 f.

bei lediglich der Ergebniskontrolle.

Die bilanzrechtliche Zerlegung im Rahmen der *Bewertung* ist anders als die Integration gerade kein Mittel zur Erfassung von Korrelationszusammenhängen. Im Gegenteil, sie reißt wegen des auf die finanzwirtschaftlichen Bestandteile einzeln anzuwendenden Imparitätsprinzips Korrelationen auseinander, die im Rahmen einer einheitlichen Bewertung der zerlegten Bilanzposition automatisch berücksichtigt würden. Das geschieht immer dann, wenn mindestens zwei der Bausteine aufgrund bestehender Korrelationszusammenhänge zumindest teilweise gegenläufige, bilanzwirksame Marktwertschwankungen aufweisen. Bei Festgeschäften besteht diese Gefahr nicht. Die Optionen, in die sie wie gesehen zum Zwecke der Bewertung ihrer Aktiv- und Passivkomponente gedanklich zerlegt werden, sind so gebaut, dass immer eine von ihnen in ihrem Wert (nämlich null) konstant bleibt, während die andere Wertschwankungen (im positiven Bereich) ausgesetzt ist. Weitere Einsatzmöglichkeiten des Zerlegungsansatzes trotz gegenläufiger Marktwertbewegungen bestehen in dem Bereich, wo der Marktwert weder paritätisch noch imparitätisch bilanzwirksam ist. Die Zerlegung kann hier im Einzelfall angebracht sein, um Inkonsistenzen des bilanzrechtlichen Bewertungssystems zu beseitigen. Ein Beispiel hierfür wurde bereits oben<sup>231</sup> in Gestalt der Zinsswaps vorgestellt, bei denen man ausnahmsweise auf Drohverlustrückstellungen verzichtet. Der Grund für die geringe Bedeutung des Zerlegungsansatzes bei der Bilanzierung von Derivaten und dessen großer Bedeutung bei der Ermittlung der Risikoanrechnungsbeträge für die Eigenkapitalunterlegung bei Finanzinstituten<sup>232</sup> liegt darin, dass die aufsichtsrechtliche Regelung auf die Ermittlung des saldierten Gesamtrisikos gerichtet ist und in diesem Rahmen weder Einzelbewertung noch Imparität kennt. Im rechtstatsächlichen Bereich allerdings spielt die Zerlegung von Derivaten auch bei der Bilanzierung eine große Rolle, nämlich bei der (imparitätischen bzw. auf den gegenständlichen Bereich einer Bewertungseinheit beschränkten paritätischen) Ermittlung des theoretischen Marktwerts einer Bilanzposition.

#### 4. Allgemeine paritätische Marktbewertung

Wie gesehen ermöglicht die Bildung von Bewertungseinheiten die ergebnisgleiche Bilanzierung finanzwirtschaftlich gleichwertiger Positionen, ohne das Imparitäts- und Realisationsprinzip aufzugeben. Dabei muss der Bilanzierende allerdings - bei der Fest- wie bei der Marktbewertung - die Korrelationszusammenhänge überwachen, gegebenenfalls seine kombinierte Position bzw. sein Portfolio anpassen und, sollte dies nicht gelingen, ihre Abbildung in der Bilanz mittels entsprechender Ausgleichsposten korrigieren. Deshalb wird zur Vereinfachung immer wieder *de lege ferenda* gefordert, das herkömmliche Bilanzierungssystem durch eine obligatorische allgemeine Marktbewertung aller Fi-

---

231 Unter 1., S. 287.

nanzinstrumente zu ersetzen.<sup>233</sup> Bestrebungen zur Entwicklung entsprechender Bilanzierungsgrundsätze gibt es auf nationaler<sup>234</sup> und internationaler Ebene.<sup>235</sup> In den USA ist die allgemeine Marktbewertung, allerdings beschränkt auf Derivate und derivateähnliche Verträge, für die kapitalmarktrechtliche Bilanzierung nach den Vorgaben der SEC bereits verbindlich.

### a. Gleichbehandlung

Die allgemeine paritätische Marktbewertung sämtlicher Finanzinstrumente, für die sich ein Marktwert ermitteln lässt,<sup>236</sup> garantiert die umfassende und *automatische* Gleichbehandlung solcher Finanzinstrumente und Kombinationen von Finanzinstrumenten, die zum Bewertungsstichtag gleichwertig sind. Ob die kombinierte Position über den Stichtag hinaus zusammengehalten und zu einem zukünftigen Zeitpunkt gemeinsam realisiert wird, ob man sie also als synthetische Position betrachten kann, spielt hierbei gar keine Rolle. Die Marktbewertung ist insoweit nicht zukunftsorientiert<sup>237</sup> und kommt ohne subjektive Elemente sowie ohne besondere Anforderungen an das Risikomanagement aus. Sie geht auf die Weise über die Bedürfnisse der bilanzrechtlichen Anerkennung des Bausteineffekts hinaus. Sie bleibt andererseits insoweit hinter ihnen zurück, als sie sich

232 Oben 4. Kapitel, B.I., Abschn. 2.a.aa., S. 237 ff.

233 Siehe z.B. *Herzig/Mauritz*, BB 1997, Beilage 5 zu Heft 15, S. 7, mit dem Vorschlag einer „zwingenden Marktbewertung“ aller originären und derivativen Finanzgeschäfte, „soweit die für ihre Bewertung benötigten Bewertungsparameter an hinreichend funktionsfähigen Märkten ablesbar“ seien. *Gebhardt*, BFuP 1996, 557, 583, setzt sich für eine „modifizierte Marktwertbilanzierung“ für alle Finanzinstrumente“ ein. Erfolgswirksam ausgewiesen werden sollen danach allerdings nur „problemlos realisierbare“ Wertänderungen. Nicht problemlos realisierbare („unrealisierbare“) Marktwertänderungen sollen demnach erfolgsneutral ausgewiesen werden („neue Eigenkapitalkategorie“).

234 Zu nennen sind insb. die Bemühungen der Arbeitsgruppe „Financial Instruments“ des DRSC e.V.. Diese sind zwar gemäß ihrem gesetzlichen Auftrag (§ 342 I Nr. 1 HGB) auf die Konzernbilanz beschränkt; sie könnten aber durchaus auch rechtspolitische Rückwirkungen auf das Recht der Einzelbilanz entwickeln.

235 Siehe insb. den Richtlinienvorschlag der EU-Kommission zur Änderung der Vierten und Siebenten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie v. 24.2.2000 (oben C., vor I., S. 271 Fn. 111) sowie die Arbeiten der JWG-SS (oben A., S. 256 Fn. 18). Siehe auch die provisorische, für Geschäftsjahre ab dem 1.1.2001 anwendbare Regelung nach IAS 39: Für sämtliche „Finanzinstrumente“ des Aktiv- und Passivvermögens ist eine Marktbewertung nach dem „fair value“ vorzunehmen. Alle Änderungen des Marktwertes müssen danach sofort in der herkömmlichen bzw. in einer separaten Gewinn- und Verlustrechnung verbucht werden. Der Begriff des Finanzinstruments wird in IAS 39.8 im Wesentlichen als Vertrag über die Lieferung von Geld, Anteilsrechten oder anderen Finanzinstrumenten definiert. Vgl. die Stellungnahmen des *IDW* (WPg 1998, 1078 ff.) zum vorausgegangenen IASC-Regelungsentwurf („Interim Exposure Draft“) E62; zur „alleinigen [kapitalmarktbezogenen] Zielsetzung eines IAS-Abschlusses, entscheidungsrelevante Informationen zu vermitteln“ siehe *Pape/Breker*, WPg 1999, 1, 9.

236 Besondere Bewertungsschwierigkeiten ergeben sich insb. bei gewöhnlichen Geldforderungen, für die keine empirischen Marktpreise vorliegen. Hierzu *Pape/Breker*, WPg 1999, 1, 6 f.

237 Zu gewissen pauschalisierenden Ausnahmen bei den bislang gebräuchlichen bzw. vorgeschlagenen

auf Finanzinstrumente beschränkt und daher sonstige Positionen des Aktiv- oder Passivvermögens nicht erfasst, die sich als Basiswerte von Derivaten eignen. Zu denken ist hier insbesondere an Waren. Werden Warenderivate zum Marktwert und Waren selbst zum Anschaffungswert bilanziert, kann ohne die Bildung von Bewertungseinheiten eine Ungleichbehandlung der Erträge aus natürlichen und synthetischen Warenbeständen entstehen.<sup>238</sup> Selbst die Regelung nach IAS 39.66 ff., die das Konzept der allgemeinen Marktbewertung für den Handelsbereich weitgehend realisiert hat,<sup>239</sup> kommt deshalb nicht ohne komplizierte Vorschriften zum „Hedge Accounting“ (IAS 39.121 ff.) aus.

Die US-amerikanische Lösung nach SFAS 133<sup>240</sup> ist demgegenüber zur bilanziellen Abbildung des Bausteineffekts zwischen Derivaten und ihren Basiswerten nur sehr beschränkt geeignet, weil danach ausschließlich Derivate, nicht aber sonstige Finanzinstrumente<sup>241</sup> allgemein zum Marktwert bilanziert werden (SFAS 133.3(b)).<sup>242</sup> Diese Konzeption erlaubt zwar eine Gleichbehandlung von Derivaten und gleichwertigen Kombinationen aus anderen Derivaten,<sup>243</sup> verursacht aber im Übrigen Inkonsistenzen.<sup>244</sup> Während z.B. Marktwertgewinne aus Derivaten in voller Höhe ausgewiesen werden, müssen gleichwertige darlehensfinanzierte Kassainvestitionen zu Anschaffungskosten bilanziert werden. Die Vorschrift wird deshalb durch Elemente einer bewussten Gleichbehandlung ergänzt, wonach Korrelationseffekte zwischen Derivaten und sonstigen Bilanzpositionen unter bestimmten Voraussetzungen ergebniswirksam abgebildet werden dürfen (SFAS 133.3(b), S. 2, SFAS 133.18 - SFAS 133.43). Allerdings beschränken sich diese Ausnahmen auf „effektive“ Sicherungszusammenhänge („hedges“<sup>245</sup>), so dass

---

Modellen s.u. bei b., S. 300 ff.

- 238 Dieses Problem wird angesprochen in *JWG-SS*, Discussion Paper v. 31.8.1999, Appendix B, S. 57 (Topic 15. Hedges), zur automatischen Abbildung von Sicherungszusammenhängen durch die Marktbewertung: „However, there remain situations where financial instruments are used to manage risks inherent in non-financial assets and liabilities not measured at fair value [...]“.
- 239 Zu den Einschränkungen s.u., Abschn. b., S. 302, bei Fn. 259.
- 240 Zur primär kapitalmarktrechtlichen Informationsfunktion der gesamten US-GAAP siehe *Schildbach*, BB 1999, 359, 360; *Wüstemann*, S. 69-80. Vgl. ferner *Wüstemann*, S. 48-68, zu ihrer nur indirekten und nicht zwingenden Bedeutung für die (einzelstaatliche) gesellschaftsrechtliche Ausschüttungsbegrenzung.
- 241 Siehe aber SFAS No. 115 („Accounting for Certain Investments in Debt and Equity Securities“) v. Mai 1993: Nach SFAS 115.12 ist die paritätische Marktbewertung speziell für Wertpapiere des Handelsbestands („trading securities“) sowie für sonstige Papiere, die nicht bis zur Fälligkeit gehalten werden („available-for-sale securities“) vorgesehen.
- 242 Vgl. bereits die Grundlegung der in SFAS 133 verfolgten Konzeption in der (sich als Übergangslösung bis zu einer internationalen Vereinheitlichung verstehenden) Recommendation 19 der *Global Derivatives Study Group*, Appendix I, S. 85.
- 243 Zu den finanzwirtschaftlichen Grundlagen s.o. 1. Kapitel, C.I.2., S. 56 ff.
- 244 Vgl. *Herzig/Mauritz*, BB 1997, Beilage 5 zu Heft 15, S. 6: Eine „konsistente Lösung des Problems der Berücksichtigung von Kompensationsgeschäften“ könne wegen „finanzwirtschaftlich nachweisbarer Duplikations- und Arbitragestrategien zwischen originären und derivativen Instrumenten und Märkten“ nicht durch einen auf derivative Finanzinstrumente beschränkten Ansatz erreicht werden.
- 245 SFAS 133.20 S. 2 spricht insofern von „fair value hedge accounting“. Die Beurteilung der „Effektivität“ des Sicherungszusammenhangs („hedge effectiveness“) beruht auf einer während der Laufzeit des Hedges anhand der tatsächlichen Marktbewegungen ständig zu verifizierenden Prognose,

sonstige, nicht risikobeseitigende, sondern -verändernde Strategien im Rahmen des Financial Engineering unberücksichtigt bleiben. Portfolioweite Bewertungseinheiten sind nicht vorgesehen, sofern sie sich nicht aus gleichartigen Positionen zusammensetzen.<sup>246</sup> Die Hedge-Accounting-Regeln nach SFAS 133 bleiben damit deutlich hinter den nach deutschem Bilanzrecht möglichen Bewertungseinheiten zurück. Dementsprechend versteht sich SFAS 133 nur als Übergangslösung auf dem Weg zu einer Marktbewertung sämtlicher Finanzinstrumente.<sup>247</sup>

Egal ob für alle Finanzinstrumente oder nur für Derivate: Für das deutsche,<sup>248</sup> aber auch für das derzeitige europäische Handelsbilanzrecht<sup>249</sup> würde die Einführung der allgemeinen Marktbewertung einen Abschied vom Vorsichtsprinzip und damit einen Paradigmenwechsel bedeuten. Ob sich ein solches Vorgehen lohnen würde, soll nachfolgend kurz angerissen werden.

### b. Vorsichtsprinzip

#### Das rechtspolitische Für und Wider einer Abkehr vom *Vorsichts-* oder *neutraler Realis-*

inwieweit Wertveränderungen der gehedgten Position durch Wertveränderungen des Derivates ausgeglichen werden. In der Praxis beliebter und nach FAS 133.75, 133.94 zulässiger Ausgangspunkt dieser Prognose ist die statistische, aufgrund historischer Daten ermittelte Wertkorrelation zwischen gehedgter Position und Derivat. Ein Korrelationskoeffizient von mindestens +0,8 wird dabei häufig für ausreichend gehalten (*Mangiero/Mangiero*, GARP Risk Review, May 2001, 22).

246 SFAS 133.21(a): Danach kann die gesicherte Bilanzposition („hedged item“) aus einem einzelnen Vermögensgegenstand bzw. Verbindlichkeit oder einem „portfolio of similar assets or similar liabilities“ bestehen.

247 Vgl. SFAS 133.247: Das langfristige Ziel des FASB zur Marktbewertung aller („derivative and nonderivative“) Finanzinstrumente werde das Bedürfnis nach „Hedge Accounting“ für Risiken, die vorhandenen Finanzinstrumenten innewohnen, beseitigen.

248 Zur Unzulässigkeit der allgemeinen Marktbewertung nach deutschem Bilanzrecht siehe z.B. *Pellet/Baumgärtel*, FS Clemm (1996), S. 287, 293; speziell für Finanzinstitute *Steiner/Tebroke/Wallmeier*, WPg 1995, 533, 540, m.w.N.

249 Europarechtlich ist das Vorsichts- und Imparitätsprinzip ausdrücklich in Art. 31 I der Vierten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie 78/660/EWG (Fn. 24) verankert. Dementsprechend sind nach Art. 32, 35 I, 39 I der Richtlinie die Gegenstände des Anlage- und des Umlaufvermögens grundsätzlich zu den Anschaffungs- oder Herstellungskosten zu bewerten. Ausnahmen zugunsten einer Marktbewertung bei „Finanzanlagen“ sind nach Art. 33 I lit. c möglich, aber an eine Pflicht zur Bildung einer Neubewertungsrücklage gebunden (Art. 33 II). Für Finanzinstitute erlaubt Art. 36 II der Richtlinie 86/635/EWG des Rates vom 8. Dezember 1986 „über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Banken und anderen Finanzinstituten“ (Bankbilanzrichtlinie) eine paritätische Marktbewertung nur für börsenfähige Wertpapiere. Unzutreffend *Sprißler*, FS Clemm (1996), 365, 384: Die EG-Bankbilanzrichtlinie erlaube die Marktbewertung für „Wertpapiere des Handelsbestandes und damit auch für daraus abgeleitete Derivate“ [Hervorhebung durch den Verf.]. Vgl. nunmehr allerdings den Vorschlag der EU-Kommission v. 24.2.2000 (KOM[2000] 80 endg.) für eine Richtlinie zur Änderung der Vierten sowie der Siebten (die Konzernbilanz betreffenden) Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie „im Hinblick auf die im Jahresabschluss bzw. im konsolidierten Abschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen zulässigen Wertansätze“ mit seiner umfassenden Zulassung der paritätischen Marktbewertung von (derivativen) Finanzinstrumenten (hierzu oben einleitend vor I., S. 271 f.)

sationsprinzip als bilanzrechtlicher Risikobewältigungsregel<sup>250</sup> für den gesamten Bereich der Finanzinstrumente kann hier nicht in allen Einzelheiten diskutiert werden. Auf der Basis des gegenwärtigen Diskussionstandes scheinen allerdings die entscheidenden bilanzrechtlichen Argumente gegen den ergebniswirksamen Ausweis vorübergehender Marktwertgewinne aus Finanzinstrumenten zu sprechen.<sup>251</sup> Die Handelsbilanz ist Grundlage der Ausschüttungsentscheidung und -begrenzung. Für Kapitalgesellschaften ist sie deshalb vom Grundsatz der gesellschaftsrechtlichen Kapitalerhaltung als Ausgleich für die Haftungsbeschränkung auf das Gesellschaftskapital geprägt.<sup>252</sup> Das kommt nicht nur in den Bewertungsvorschriften, sondern auch in den Regelungen zum Bilanzansatz zum Ausdruck (z.B. § 248 II HGB). Eine andere, hier nicht weiter zu vertiefende rechtspolitische Frage ist, ob sich die Gesellschaftsgläubiger nicht auch mit anderen Mitteln als dem Prinzip der nominellen und materiellen Kapitalerhaltung vor einer Entziehung ihrer Haftungssubstanz durch die Gesellschafter schützen ließen.<sup>253</sup> Solange man jedenfalls am gesellschaftsrechtlichen Verbot der Einlagenrückgewähr und an der ausschüttungsbegrenzenden Funktion der Handelsbilanz zum Schutz der gegenwärtigen und zukünftigen (vertraglichen und außervertraglichen) Gesellschaftsgläubiger festhält, ist das Vorsichtsprinzip zur flankierenden Unterstützung dieser Grundsätze unverzichtbar. Andere Funktionen der Handelsbilanz, insbesondere die Anlegerinformation, sind dem Gläubigerschutz unterzuordnen,<sup>254</sup> oder aber man verabschiedet sich vom Ideal der Einheitsbilanz. So weit muss es aber nicht kommen, denn das Interesse der Anleger (Gesellschafter, Inhaber von Schuldverschreibungen) an Informationen über

250 Vgl. *D. Schneider*, Betriebswirtschaftslehre, Bd. 2, S. 317: Die Sichtweise vom Realisationsprinzip als einer „Risikobewältigungsregel“, die der Risikoverteilung zwischen verschiedenen Interessengruppen diene, ersetze „den früher durchgängig benutzten Verweis auf einen vorrangigen Vorsichtsgrundsatz“. Das „Abrücken von einem vorwissenschaftlichen Gelaber über »Vorsicht« verdecke nicht mehr den Einwand, dass eine »vorsichtige« Minderung der Einkommensansprüche der Anteilseigner eine »unvorsichtige« Mehrung der Innenfinanzierung für die Unternehmensleitung darstellen könne.

251 Eine andere Frage ist, ob und inwieweit außerhalb rechtlicher Erwägungen ein wirtschaftlicher Druck besteht, der internationalen Tendenz nach Einführung der Marktbewertung nachzugeben. Vgl. EU-Kommission v. 24.2.2000 (Fn. 249), S. 4: „Jede weitere Konsolidierung und Integration der EU-Kapitalmärkte wird den Druck auf die auf diesen Märkten tätigen EU-Gesellschaften nur weiter verstärken, ihre Abschlüsse nach international anerkannten Rechnungslegungsnormen zu erstellen.“

252 Siehe zum System der Kapitalerhaltung nach dem deutschem Kapitalgesellschaftsrecht *Reiner*, Fremdsteuerung, S. 83-91.

253 Ablehnend *Kübler*, FS Großfeld (1999), 321, 330: Jedes Kapitalgesellschaftsrecht, das die Gesellschafter von der Haftung für die Schulden der Korporation freistelle, müsse eine Ausschüttungssperre anordnen und durchsetzen. Vgl. andererseits *D. Schneider*, Betriebswirtschaftslehre, Bd. 2, S. 316: Vor über einem Jahrhundert seien bereits Einnahmenüberschussrechnungen bei Ausklammerung des Anlagevermögens für den Gläubigerschutz als ausreichend angesehen worden (m.w.N.). Diese Behauptung sei (wirtschaftswissenschaftlich) nie stichhaltig widerlegt worden. Siehe neuerdings auch *Escher-Weingart*, S. 107 ff. (Abschn.: „Gläubigerschutz als Hinderungsgrund der Deregulierung“) sowie S. 138-172 (Abschn.: „Deliktsgläubiger als Problemgruppe“).

254 Siehe *Euler*, StuW 1998, 15, 19, m.w.N.: Als Primäraufgabe der Handelsbilanz könne „nur die Ermittlung einer maximal zulässigen »Abschlagszahlung« auf den Totalgewinn“ angesehen werden.

den Umfang stiller Reserven aus Finanzinstrumenten lässt sich auch durch Angaben in den nicht ergebniswirksamen Teilen der Rechnungslegung, insbesondere im Bilanzanhang befriedigen.<sup>255</sup> Im Übrigen hat eine undifferenzierte ergebniswirksame Bilanzierung nichtrealisierter Gewinne durch Marktbewertung selbst für Anleger nur einen beschränkten Informationsgehalt.<sup>256</sup> Die Marktbewertung ist nicht dazu geeignet, Aufschluss über den für Anleger wichtigen zukünftigen Unternehmenserfolg zu geben.<sup>257</sup>

Einschränkungen des Vorsichtsprinzips zugunsten der Aufdeckung stiller Reserven sind höchstens dort gerechtfertigt, wo sich die Vorsicht aus der Sicht der Gläubigerschutzes als entbehrlich erweist. Zu nennen sind hier z.B. Positionen mit sehr kurzem Anlagehorizont, bei denen eine ausreichende Chance besteht, dass sich der gegenwärtige Marktwert tatsächlich auch realisieren wird. Eine solche Situation ist bei Forderungen oder Verbindlichkeiten) mit nur noch geringer Restlaufzeit oder dann denkbar, wenn der Bilanzierende die alsbaldige Glattstellung seiner Position beabsichtigt und diese Absicht ausreichend dokumentiert.<sup>258</sup> Die gängigen Modelle zur allgemeinen Marktbewertung gehen dagegen den umgekehrten Weg, wenn sie ein „marking-to-market“ nur für solche Positionen ausschließen wollen, die bis zum Ende der Laufzeit gehalten werden.<sup>259</sup> Die Unterscheidung zwischen Anlage- und Umlaufvermögen (§ 253 HGB) bzw. Handels-

- 
- 255 Siehe allgemein *Budde/Steuber*, FS Claussen (1997) S. 583, 586 Fn. 7, m.w.N.: Die „Abkopplungstheorie“ unterscheidet zwischen Ausschüttungs- und Informationszweck und weist die Informationsaufgabe dem Anhang zu; zum sog. „Prinzip der Informationsergänzung“ siehe *Ekkenga*, S. 447 f.; zu bestehenden Regelungen bezüglich Angaben über Derivate im Bilanzanhang s.o. A., a.E., Fn. 20.
- 256 Vgl. *Ekkenga*, S. 71 ff., allgemein zum ökonomischen Theorienstreit um die Bedeutung der in der Rechnungslegung enthaltenen Informationen für die Anleger sowie für die Kursbildung; *ders.*, S. 75-80, zur Frage, welche Mindestinformationen ein Jahresabschluss dem Kapitalmarkt vermitteln sollte.
- 257 *Schildbach* WPg 1999, 177-182, 185; vgl. *ders.*, a.a.O., S. 181: Gewinne aus zufälligen Zeitwertverschiebungen schaden der „Fähigkeit des Erfolgs, Rückschlüsse auf die künftig aus dem Unternehmen zu erwartenden konsumbestimmten Zahlungen zu ermöglichen“.
- 258 Vgl. die Marktrisikomethode bei der aufsichtsrechtlichen Berechnung der Kreditäquivalenzbeträge für die Positionen in Derivaten mit positivem Marktwert (s.o. 4. Kapitel, B.II.1., S. 242 ff.): Sie geht ebenfalls von einem kurzen „Anlagehorizont“ aus, allerdings aus der Sicht der entgegengesetzten Interessenlage des Schutzes vor Kreditrisiken. Ihr liegt die Hypothese der sofortigen (oder risikoverschärfend - späteren) Realisierung dieser Positionen durch den Ausfall des Geschäftspartners zugrunde.
- 259 Vgl. IAS 39.69, der für die Aktivseite der Bilanz von der Marktbewertung drei Gruppen von Finanzinstrumenten ausschließt: Solche, die sich nicht zuverlässig bewerten lassen, solche, die nicht dem Handelsbestand angehören („not held for trading“) und sog. „held-to-maturity investments“; nach IAS 39.103 lit. a besteht bei Derivaten allerdings eine Vermutung dahingehend, dass sie dem Handelsbestand angehören; für die Passivseite der Bilanz bestimmt IAS 39.93, dass nur Derivate und (sonstige) „liabilities held for trading“ zum Marktwert bilanziert werden, Verbindlichkeiten anderer Art aber nach dem Höchstwertprinzip; vgl. auch SFAS 115 (oben a., Fn. 241), das für Wertpapiere eine generelle Marktbewertung vorsieht (SFAS 115.12) und hiervon ebenfalls sog. „held-to-maturity“-Papiere ausnimmt (SFAS 115.7); SFAS 133 enthält für die Marktbewertung von Derivaten demgegenüber keine entsprechende Ausnahme, wohl aber für die erfolgswirksame, kompensierende Vereinnahmung von Marktwertveränderungen bei „hedged items“ (Kassainstrumente, Nichtderivate), soweit diese auf Markt- und nicht auf Kreditrisiken zurückzuführen sind (SFAS 133.21(d)).

und Anlagebestand (vgl. §§ 340c I, 340 f. I HGB)<sup>260</sup> ist zu grob, um damit den Kreis der zulässigerweise zum Marktwert ansetzbaren Positionen abgrenzen zu können.<sup>261</sup> Die Differenzierung zwischen Anlage- und Umlaufvermögen bzw. Handels- und Anlagebuch taugt, will man den Boden des Vorsichtsprinzips nicht verlassen, nur für die Abgrenzung zwischen striktem und gemildertem Niederstwertprinzip (§ 253 II, III HGB), nicht aber für diejenige zwischen imparitätischer Marktbewertung und Niederstbewertung. Die entsprechende Systematik beim aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalbegriff, der ebenfalls dem präventiven Gläubigerschutz dient und der bei der Bemessung der sog. „Dritrangmittel“ eine paritätische Marktbewertung der Handelsbuchpositionen vorsieht,<sup>262</sup> ist nicht auf die Handelsbilanz übertragbar. Zum einen darf das Eigenkapital, soweit es durch den Nettogewinn des Handelsbuchs gebildet wird, nur zur Deckung der Marktrisiken des Handelsbuchs, nicht aber des Anlagebuchs verwendet werden. Zum anderen unterliegt die aufsichtsrechtliche Eigenkapitalbemessung im Gegensatz zur handelsbilanzrechtlichen Ermittlung des Geschäftserfolgs täglichen Korrekturen. Die von verschiedener Seite für die Rechnungslegung angedachte Verkürzung der Berichtszeiträume<sup>263</sup> könnte zwar den Informationsgehalt der Marktbewertung für die Kapitalmarktteilnehmer verbessern; im Hinblick auf das Bilanzziel der Ermittlung des ausschüttbaren Gewinns sind dieser Strategie aber schon aus organisatorischen Gründen und wegen der notwendigen Planungssicherheit der Geschäftsleitung Grenzen gesetzt.

260 Vgl. die parallele, (ebenfalls) auf Finanzinstitute zugeschnittene aufsichtsrechtliche Differenzierung zwischen Handels- und Anlagebuch im Rahmen der Marktrisikounterlegung, die eine Marktbewertung nur für das Handelsbuch vorsieht (oben 4. Kapitel, B.I.1.). Siehe auch *BAKred*, RS 17/99, unter IV., 1.2.: Es sei grundsätzlich „von einem Gleichlauf zwischen dem Handelsbestand i.S. des HGB und dem Handelsbuch i.S. des KWG auszugehen. Auch wenn die Absicht der *kurzfristigen* Weiterveräußerung „keine gesetzliche Voraussetzung für die Zuordnung zum Handelsbestand nach § 340c I HGB“ darstelle, sei „in der Praxis“ „die *beabsichtigte Zeitspanne des Haltens* auch bei der handelsrechtlichen Abgrenzung des Handelsbestandes ein wesentliches Kriterium“. [Hervorhebungen durch den Verf.]

261 Kritisch gegenüber einer pauschalen Differenzierung zwischen Handels- und Anlagebuch und ähnlichen „mixed measurement models“ die *JWS-SS*, S. 19 f., Rz. 2.28; vgl. andererseits die Stellungnahme der *Joint Working Group of Banking Associations on Financial Instruments* (JWG-BA) vom 4.10.1999, S. 1: Die Arbeitsgruppe der Bankenvereinigungen schlägt vor, bei Kreditinstituten nur das Bankbuch von der Marktbewertung auszunehmen („We are of the view, however, that banking book transactions are better represented on a historical cost basis“). Vgl. auch Art. 42a Nr. 3 lit. b(i) der Vierten Richtlinie in der von der EU-Kommission am 24.2.2000 vorgeschlagenen Fassung (KOM[2000] 80 endg.): „Nicht zum »fair value« bewertet werden dürfen [...] Verbindlichkeiten, sofern sie nicht [...] als Teil eines Handelsbestands gehalten werden“.

262 S.o. 4. Kapitel, C.I., S. 246 f.

263 Vgl. *Siegel*, 42 *Wayne Law Review* 1996, 1839, 1861 f.: „Weekly electronic dissemination of interim financial statements“; *AICPA* (1997), <http://www.aicpa.org/assurance/scas/majtheme/measure/newap.htm> (Abruf v. 1.9.2000), wo gar über den völligen Ersatz der periodischen Rechnungslegung durch die Einrichtung direkter (elektronischer) Informationskanäle zwischen den Unternehmen und externen Interessenten („decision makers“) nachgedacht wird; *R. Miller/Young*, 65 *Ford. L. Rev.* 1987, 1991 (1997), bei Fn. 11: „[limited] data access will replace reporting“; *Ordelleide*, FS Busse von Colbe (1999), S. 229, 240: Durch die Verkürzung der Berichtszeiträume vom Jahresabschluss zum Quartalsbericht, zum Monatsbericht oder zum „real-time reporting“ werde es möglich, die Ist-Berichterstattung enger an den Wandel anzupassen und damit den Verlust an Pro-

## Ergebnis zu 5.

Nach dem herkömmlichen Ansatz werden laufende marktwertschwankende Positionen in derivativen und derivateähnlichen Geschäften entweder als bilanzunwirksame schwebende Verträge (Terminfestgeschäfte, Swaps) oder als Vermögensgegenstände (Optionskäufer) und Verbindlichkeiten (Stillhalter) behandelt. Für seit Vertragsschluss erlittene Marktwertverluste werden Drohverlustrückstellungen angesetzt. Marktwertgewinne bleiben unberücksichtigt (imparitatische Marktbewertung).

Diese Art der Bilanzierung ist im Ergebnis zutreffend. Vom Bilanzansatz her verkennt sie aber die finanzwirtschaftlichen Eigenschaften derivativer Instrumente. Verluste aus Optionen sind nicht durch Drohverlustrückstellungen, sondern durch Zuschreibungen zur Optionsverpflichtung abzubilden. Festgeschäfte sind wie Kombinationen zweier wechselseitiger Optionen zu bilanzieren. Das bedeutet, dass diese Positionen bei Vertragsschluss gleichzeitig als Forderungen und als Verbindlichkeit in Höhe des (theoretischen) Marktwertes entsprechender Optionen anzusetzen sind. Diese Handhabung trägt nicht nur dem finanzwirtschaftlichen Arbitragezusammenhang zwischen Festgeschäften und Optionen Rechnung und vermeidet systematische Widersprüche. Sie hat gegenüber der bisherigen Konzeption auch den Vorteil, dass sie den allseitigen Forderungen nach einer verbesserten Publizität des Einsatzes von Derivaten im Jahresabschluss im Anlegerinteresse entgegenkommt, ohne herkömmliche, an der Vorsicht orientierte Bilanzierungsprinzipien aufzugeben.

Die ergebnisgleiche Abbildung natürlicher und synthetischer Positionen ist nach geltendem Bilanzrecht weitgehend sichergestellt. Bei kombinierten Positionen kann zwar das Imparitätsprinzip in Verbindung mit dem Einzelbewertungsprinzip dazu führen, dass bestehende (negative) Korrelationseffekte unberücksichtigt bleiben und das Bilanzergebnis verfälschen. Beim bewussten Ausnutzen des Bausteineffekts für Hedging- oder (sonstige) Financial-Engineering-Strategien besteht aber eine Pflicht zum Bilden von Bewertungseinheiten und zur kompensierenden Berücksichtigung zukünftiger Wertkorrelationen zwischen den Einzelpositionen (Gleichbehandlung durch Integration). Bilanztechnisch sind diese im Rahmen einer kontrollierten, an der Effektivität bestehender Korrelationen orientierten Fest- oder Marktbewertung zu verwirklichen. Beweisschwierigkeiten, die auftreten, wenn der Bilanzierungspflichtige seine Strategie den Bilanzadressaten gegenüber verheimlicht und zur Erzeugung künstlicher Verluste pflichtwidrig auf Bewertungseinheiten verzichtet, stellen diesen Ansatz nicht als solchen in Frage. Die rechtliche Zerlegung eines Finanzinstruments in seine finanzwirtschaftlichen Bestandteile zum Zwecke seiner Bewertung kommt nur in Ausnahmefällen in Betracht.

Die allgemeine paritätische Marktwertbilanzierung sämtlicher Finanzinstrumente garantiert in einem weiten Ausmaß die automatische Gleichbehandlung natürlicher und

synthetischer Positionen, ohne dass es der Bildung von Bewertungseinheiten bedarf. Sie bedeutet aber eine Abkehr vom Vorsichtsprinzip. Dieses ist untrennbar mit der Funktion der Handelsbilanz bei der Durchsetzung des gesellschaftsrechtlichen Kapitalschutzes verbunden. De lege ferenda lässt sich die Marktbewertung deshalb ohne Systembruch nur dann einführen, wenn man sie unter Aufgabe des Prinzips der Einheitsbilanz auf eine spezielle, von der Ermittlung des ausschüttbaren Gewinns abgekoppelte Kapitalmarktbilanz beschränkt oder wenn man sich vom gläubigerschützenden Grundsatz der Kapitalerhaltung verabschiedet.

# 6. Kapitel: Ertragsteuerrecht

## A. Hintergrund

Das letzte Kapitel dieser Abhandlung beschäftigt sich mit dem Ertragsteuerrecht.<sup>1</sup> Wie die aufsichtsrechtliche Eigenkapitalunterlegung und die Bilanzierung erscheint dieses Rechtsgebiet wegen seiner vermögensbezogenen Sichtweise auf den ersten Blick für die Anerkennung nicht nur der Werthaltigkeit derivativer Instrumente, sondern auch ihres Bausteineffekts besonders geeignet - stellt es doch im Grundsatz auf die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Steuerpflichtigen ab. Diese manifestiert sich in der Summe der Vermögenszugänge (Einnahmen) eines bestimmten Zeitabschnitts abzüglich einnahmebedingter Vermögensabgänge (Ab- bzw. Zuschreibungen, Betriebsausgaben, Werbungskosten) oder, anders ausgedrückt,<sup>2</sup> im Reinvermögenszugang zuzüglich des Wertes des persönlichen Verbrauchs, also der nichtabzugsfähigen Vermögensabgänge (Nettoprinzip). Gleichwertige Reinvermögenszugänge sollten, so könnte man denken, gleiche Steuerlasten nach sich ziehen.<sup>3</sup>

In seiner konkreten Ausgestaltung zeigt das Ertragsteuerrecht allerdings eine Reihe von Differenzierungen im Bereich des Vermögenszugangs, die teils aus praktischen, teils aus rechtspolitischen Gründen über den bloßen Gesichtspunkt der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit hinausgehen, deren Sinn aber durch den Einsatz derivativer Instrumente vor besondere Rechtfertigungsprobleme gestellt werden könnte. Nach der geltenden Systematik des Einkommensteuerrechts wird der Reinvermögenszuwachs nicht in seiner Gesamtheit gemessen und besteuert, sondern nur insoweit, wie er am Markt erwirtschaftet wurde. Das entspricht dem Markteinkommensprinzip, das die Rechtsdogmatik des § 2 I EStG bestimmt.<sup>4</sup> Die sieben Einkunftsarten dieser Norm konkretisieren

- 
- 1 Betrachtet werden nur die Einkommen- und Körperschaftsteuer, nicht aber die Gewerbeertragsteuer.
  - 2 Vgl. die im US-amerikanischen Einkommensteuerrecht rezipierte (*Graetz/Schenk*, S. 107) Einkommensdefinition bei *Simons*, S. 50: Einkommen sei die algebraische Summe aus dem Marktwert der ausgeübten Konsumrechte und der Veränderung des Wertes der Vermögensrechte im Besitz des Steuerpflichtigen während des Betrachtungszeitraums.
  - 3 *J. Lang*, in: *Tipke/Lang*, § 8, Rz. 32: Die „Reinvermögenszugangstheorie“ gelte wohl als der ideale Indikator steuerlicher Leistungsfähigkeit.
  - 4 *J. Lang*, in: *Tipke/Lang*, § 9, Rz. 52; BVerfG Beschl. 30.9.1998 - 2 BvR 1818/91, BVerfGE 99, 88, unter B.II.1.: Das geltende Einkommensteuerrecht besteuere „das Einkommen, das unter Nutzung der von der Rechtsgemeinschaft eröffneten *Märkte* und der staatlichen Rechtsordnung erzielt worden“ sei. Siehe auch BFH 25.10.1994 - VIII R 79/91, BStBl II 1995, 121, zur Frage der Steuerbarkeit von Schadensersatzrenten nach § 22 I Nr.1 EStG, unter II.1.c. (verneinend): Ein Transfer von *Markteinkommen* auf den Bezugsberechtigten finde gerade nicht statt; für den Bereich der Gewinneinkünfte BFH 22.12.1993 - I R 62/93, BStBl II 1994, 352, unter II.2.: Aus § 15 II EStG ergebe sich, „dass als Gewerbebetrieb eine von einem Steuerpflichtigen in der Form des Angebots gewerblicher Leistungen selbständig und nachhaltig entfaltete Tätigkeit zur Erzielung eines *Markteinkommens* zu verstehen“ sei. [Hervorhebungen jeweils durch den Verf.]

das steuerbare Markteinkommen enumerativ und abschließend<sup>5</sup> und setzen übereinstimmend in der Person des Steuerpflichtigen die Absicht der Einkünfteerzielung voraus (Abgrenzung zur Liebhaberei).<sup>6</sup>

Relativ homogen ist das Bild noch bei betrieblichem Einsatz von Derivaten im Rahmen der sog. *Gewinneinkünfte* (§ 2 I Nr. 1-3 EStG), die sich im Großen und Ganzen nach dem in der Handelsbilanz auszuweisenden Gewinn bzw. nach dem Überschuss der Betriebseinnahmen über die Betriebsausgaben bestimmen (§§ 4 I, 5 I; § 4 III EStG). Hier reicht es vorbehaltlich des Verlustausgleichsverbots nach § 15 IV EStG<sup>7</sup> für die steuerrechtliche Erfassung bereits geflossener Zahlungsströme bzw., bei bilanzierenden Betrieben, nichtrealisierter Wertverluste ohne Anschauen der Zahlungsquelle oder der Natur des (positiven oder negativen) Wirtschaftsguts aus, wenn der Vertrag (Primär- oder Sekundärgeschäft) im Rahmen des Geschäftsbetriebs abgeschlossen wird. Bei den nichtbetrieblichen, privaten Einkünften (sog. *Überschusseinkünfte*, § 2 I Nr. 4-7 EStG) kommt es dagegen darauf an, dass sich die Zahlungsströme bzw. die geldwerten Güter (§ 8 II EStG) bestimmten tatbestandlich näher umschriebenen Quellen zuordnen lassen. Die Besteuerungsfolgen können im Einzelfall je nach Einkommensquelle und je nachdem variieren, ob die Einnahmen bzw. Aufwendungen einer einheitlichen oder einer unterschiedlichen Quelle zuzuordnen sind (vgl. die Verlustausgleichsverbote nach §§ 2 III 3; 22 Nr. 3 S. 3; 23 III 6 EStG).

Unrealisierte Wertsteigerungen sind weder im privaten noch im geschäftlichen Bereich zu besteuern. Die Frage der ertragsteuerrechtlichen Anerkennung der *Werthaltigkeit* nicht realisierter laufender Positionen in derivativen oder derivateähnlichen Verträgen stellt sich allenfalls dann, wenn das Derivat als solches Gegenstand eines tatbestandlichen Vermögenszuflusses wird.<sup>8</sup> Bei privaten Wirtschaftsgütern unterscheidet man zwischen der steuerbaren „Einkommens“- und der grundsätzlich steuerlich unbeachtlichen „Vermögenssphäre“.<sup>9</sup> Selbst *realisierte* Gewinne oder, steuermindernd, Verluste aus Wertveränderungen werden nur unter besonderen Voraussetzungen steuerlich

5 BFH 25.6.1984 - GrS 4/82, BStBl II 1984, 751, unter C.IV.2.c.aa.(1): Bei der Ermittlung des Einkommens für die Einkommensteuer seien nur solche positiven oder negativen Einkünfte anzusetzen, die unter die Einkünfte des § 2 III Nr.1 bis 7 EStG a.F. fielen; ebenso BFH 29.6.1995 - VIII R 68/93, BStBl II 1995, 722, unter II.1.b.aa., zur Anerkennung von Veräußerungsverlusten nach § 17 EStG.

6 BFH 29.6.1995 (Fn. 5), unter II.1.b.aa., zu § 17 EStG: Fehle es bei den positiven oder negativen Einkünften nach § 2 I Nr.1 bis 7 EStG an der Absicht der Einkünfteerzielung, lägen keine steuerbaren Einkünfte vor („Grundaussage des § 2 I EStG über die Steuerbarkeit des Einkommens“); grundlegend BFH 25.6.1984 (Fn. 5), unter C.IV.2.c.aa.(1): Kennzeichnend für die Einkunftsarten des § 2 III Nr.1 bis 7 EStG a.F. [jetzt: § 2 II Nr. 1-7 EStG] sei, „dass die ihnen zugrunde liegenden Tätigkeiten oder Vermögensnutzungen auf eine größere Zahl von Jahren gesehen der Erzielung positiver Einkünfte oder Überschüsse dienen. Vgl. *Wendt*, FR 1999, 333, 352 Fn. 108, der ankündigt, die praktische Bedeutung der Abgrenzung zur Liebhaberei werde durch die Einbeziehung von Differenzgeschäften in § 23 EStG künftig zunehmen.

7 Hierzu noch unten D.III., S. 404 ff.

8 Für den nichtbetrieblichen Bereich s.u. C.I.3., S. 359 ff., zu Mitarbeiteroptionen (Stock Options).

9 Z.B. BFH 28.11.1990 - X R 197/87, BStBl II 1991, 300, 304, unter II.1., zu Wertpapieroptionen aus der Sicht des Stillhalters.

berücksichtigt. Für Derivate und derivateähnliche Geschäfte kommt hier, wie noch zu sehen sein wird,<sup>10</sup> dem § 23 EStG entscheidende Bedeutung zu. Spiegelbildlich zur Differenzierung zwischen steuerpflichtigen und steuerfreien Vermögenszugängen unterscheidet das Einkommensteuerrecht zwischen abzugsfähigen und nicht abzugsfähigen Aufwendungen. Die Zuordnung zu einer bestimmten Einkunftsart entscheidet darüber, ob und inwieweit Ausgaben als Werbungskosten bzw. Betriebsausgaben von tatbestandsmäßigen Einnahmen abgezogen werden dürfen (§§ 2 II, 9 I 2 EStG). Sie bestimmt sich bei den Vermögensabgängen im Gegensatz zu den -zugängen nicht nach der Art der zugrunde liegenden Transaktion, sondern nach der Einkunftsart, durch die sie veranlasst wurden (Kausalität).<sup>11</sup>

Durch den Einsatz von Derivaten werden Vermögenszu- und -abflüsse im Bereich der einzelnen Überschusseinkünfte zum Teil untereinander und gegenüber solchen aus dem nicht steuerrelevanten Bereich wirtschaftlich austauschbar. Eine bestimmte, vom Steuerpflichtigen gewählte Gestaltung könnte auf diese Weise gegenüber einer finanzwirtschaftlich gleichwertigen Position unterschiedliche Besteuerungsfolgen nach sich ziehen. Ob sich diese gegebenenfalls durch ein teleologisches Verständnis der Besteuerungstatbestände korrigieren lassen, hängt einerseits von den rechtsmethodologischen Grenzen der Steuerrechtsfortbildung, andererseits von der inneren Konsistenz der Tatbestandsstruktur der Einkunftsarten ab. Gegebenenfalls ergeben sich hieraus Möglichkeiten der Steuerarbitrage mit Derivaten.<sup>12</sup> Das korrigierende Eingreifen des Gesetzgebers zur Herstellung der Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen stellt sich dann auf den ersten Blick als selbstverständliche Folge des Grundsatzes der Besteuerung nach der Leistungsfähigkeit, vielleicht sogar als verfassungsrechtliche Notwendigkeit aus dem allgemeinen Gleichheitssatz dar. Eine Gleichstellung birgt aber die Gefahr in sich, die Systematik des geltenden Einkommensteuerrechts aufzulösen, sofern die Probleme bei der steuerrechtlichen Erfassung derivativer Instrumente nichts anderes sind als Ausdruck grundsätzlicher Spannungen innerhalb der Besteuerungssystematik.<sup>13</sup> Bevor man sich der Einzelanalyse der Rechtslage zur Besteuerung des priva-

10 S.u. unter C.I.1., S. 334 ff.

11 Zur kausalen Auslegung des Werbungskostenbegriffs nach § 9 I 1 EStG siehe BFH 1.10.1996 - VIII R 68/94, BStBl II 1997, 454, unter II.2.a.: Über eine rein finale Betrachtung hinaus seien „nach neuerer - ständiger - Rspr. des BFH als Werbungskosten alle Aufwendungen zu qualifizieren, die durch die Erzielung von steuerpflichtigen Einnahmen veranlasst“ seien.

12 Vgl. *Funk*, RIW 1998, 138, 140: Die steuerlich ungleiche Behandlung wirtschaftlich vergleichbarer Sachverhalte könne von Steuerpflichtigen zur Steuerarbitrage ausgenutzt werden und stelle eine „entscheidende Ursache“ für den Boom der „hybriden Finanzinstrumente“ dar.

13 Siehe die grundsätzliche Kritik am System der Einkünfteermittlung bei *J. Lang*, in: *Tipke/Lang*, § 9, Rz. 180: Wenn das (disponible) Einkommen ein geeigneter Indikator der steuerlichen Leistungsfähigkeit sei, müsse das Gesetz sicherstellen, dass bei allen Steuersubjekten das gesamte Einkommen erfasst und ermittelt werde. Die definitorische Ausklammerung eines Teils der Einkünfte aus dem Einkommensbegriff, Befreiungen, Freibeträge, Freigrenzen und unterschiedliche Vorschriften über die Einkünfteermittlung führten indessen dazu, dass das Einkommen nur partiell erfasst werde. Dadurch werde „die wirkliche Steuerbelastung verfälscht“; vgl. auch *D. Schneider*, DB 1999, 105, 106: Ein „ethisch akzeptables Maß“ zur Wahrung von Gleichmäßigkeit der Besteuerung ver-

ten und gewerblichen Einsatzes von Derivaten zuwenden kann (unten C. und D.), sind zunächst die verfassungsrechtlichen und methodologischen Vorbedingungen zur Lösung der Gleichbehandlungsproblematik im Steuerrecht zu klären (B.).

## B. Steuerrechtliche Vorbedingungen

Alle Steuern einschließlich der sog. Lenkungssteuern dienen letztlich der „Erzielung von Einnahmen“ (§ 3 I AO) zur Finanzierung des allgemeinen Staatshaushalts. Die Besonderheit dieses Ziels gegenüber gesetzgeberischen Gestaltungsmotiven anderer Art besteht darin, dass sich aus ihm keine brauchbaren materiellrechtlichen Wertungen für die sachliche Rechtfertigung tatbestandlicher Differenzierungen und für eine teleologische Rechtsanwendung ableiten lassen.<sup>14</sup> Daraus folgen könnten in Abweichung von den oben<sup>15</sup> entwickelten allgemeinen Grundlagen zum einen die besondere Sensibilität des Steuerrechts für den verfassungsrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz (I.) und zum anderen besondere methodologische Vorgaben für die Rechtsanwendung und -fortbildung in diesem Rechtsgebiet (II. bis V.).

### I. Verfassungsrechtlicher Gleichheitssatz

Bereits oben wurde festgestellt, dass sich aus dem allgemeinen Gleichheitssatz in der Regel keine Vorgaben für die rechtliche Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen ableiten lassen.<sup>16</sup> Allerdings blieb dabei noch offen, ob das Steuerrecht möglicherweise eine andere Bewertung erfordert. Tatsächlich entwickelt der allgemeine Gleichheitssatz (Art. 3 I GG) im Steuerrecht eine besondere Bedeutung. Zu Unrecht wird diese im Allgemeinen mit der angeblich besonderen Eingriffstiefe der Steuergesetze begründet.<sup>17</sup> Andere Gebiete des öffentlichen Rechts und selbst des Zivilrechts (z.B.

---

lange, in das Einkommen „den vollständigen Reinvermögenszugang, also auch Kapitalwerte“, einzubeziehen. *Weidmann*, S. 219, definiert den Reinvermögenszugang in einer gegebenen Periode als „Summe der Marktpreise der in der fraglichen Periode konsumierten Güter und der Änderung im Wert des Bestandes an Vermögensrechten zwischen Anfang und Schluss der betreffenden Periode“ („Einkommen im finanzwissenschaftlichen Sinne“).

14 Hierzu noch genauer unten in Zusammenhang mit der steuerrechtlichen Rechtsfortbildung bei III.2., S. 320 ff.

15 1. Kapitel, E.II., S. 73 ff.

16 1. Kapitel, E.II.1.b., S. 77.

17 So BVerfG 20.12.1966 - 1 BvR 320/57, BVerfGE 21, 12, unter B.II.1.: Diese Grundsätze [gemeint ist: zum Gebot sachgerechter Differenzierungen] würden „in besonderem Maße für Steuergesetze“ gelten. Da sie „einen *besonders* empfindlichen Eingriff in die Vermögens- und Rechtssphäre der Steuerpflichtigen“ enthielten, müssten „sie dem Gedanken einer möglichst gleichmäßigen Belastung aller Steuerpflichtigen besonders sorgfältig Rechnung tragen“ [Hervorhebung durch den *Verf.*]; sich dieser Einschätzung anschließend BFH 27.7.1967 - IV 300/64, BStBl III 1967, 690, unter VI.1.

außervertragliche Haftung; familienrechtliche Pflichten) können die Rechtsunterworfenen ohne weiteres noch stärker in ihren Freiheiten und vermögenswerten Interessen beschränken als die Besteuerung. Maßgeblich sind vielmehr zwei Umstände, ein praktischer und ein inhaltlicher. *Praktisch* gefördert wird der Einfluss des Art. 3 I GG im Steuerrecht durch die Diskrepanz zwischen der tatbestandlichen Komplexität (Differenzierungsgrad) der Steuerrechtsnormen auf der einen und der Gleichförmigkeit ihrer Rechtsfolgen (Geldleistungspflicht) auf der anderen Seite. Dadurch werden die Belastungen der einzelnen Bürger durch das Steuerrecht über die ganze Spannbreite seines Anwendungsbereichs hinweg miteinander vergleichbar. Vor dem Hintergrund des Art. 3 I GG ergibt sich daraus ein besonderer Rechtfertigungsdruck für steuertatbestandliche Differenzierungen. Der *inhaltliche* Grund für die besondere Rolle des Gleichheitssatzes im Steuerrecht liegt, wie bereits angedeutet, in der Tatsache, dass sich aus dem Steuerzweck der Einnahmenerzielung für sich keinerlei sachliche Differenzierungskriterien ableiten lassen, da er unmittelbar nur auf Interessen des Staates und nicht auf die seiner Bürger ausgerichtet ist.<sup>18</sup> Dies kommt gerade bei der überwiegenden Mehrzahl solcher Steuern zum Tragen, bei denen das fiskalische Interesse als rechtspolitisches Endziel der Regelung im Vordergrund steht. Da Steuern der Finanzierung des *allgemeinen* Staatshaushalts dienen, lassen sich aus der späteren Verwendung des erzielten Steueraufkommens keine Argumente für Differenzierungen auf der Tatbestandsseite ableiten. So gesehen wäre die einzige gleichheitsgemäße Steuer die Kopfsteuer, die alle Bürger absolut gleich belastet. Allerdings steht der Gleichheitssatz nicht isoliert, sondern befindet sich in einer Wechselwirkung mit anderen Verfassungsgrundsätzen. Auf seiner Verbindung mit dem Sozialstaatsprinzip (Art. 20 I, 28 I GG) beruht der Grundsatz der Steuergerechtigkeit, die Steuerlasten auf die Steuerpflichtigen im Verhältnis ihrer wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit zu verteilen (*Leistungsfähigkeitsprinzip*).<sup>19</sup> Der Gesetzgeber selbst gibt hierbei in Ausfüllung des Sozialstaatsgedankens vor, welche Sachverhalte als gleich und welche als ungleich i.S. des Art. 3 I GG zu betrachten sind. Insbesondere „die auf die Berücksichtigung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit angelegte Einkommenssteuer“ muss sich deshalb, so das BVerfG, „tunlichst an der individuellen *Leistungsfähigkeit* orientieren“.<sup>20</sup>

18 Dennoch liegt die fiskalische Einnahmenerzielung des Staates „problemlos im öffentlichen Interesse“ (*Uerpmann*, S. 128 f.).

19 Siehe z.B. - wenn auch ohne ausdrücklichen Bezug zum Sozialstaatsprinzip - BVerfG 11.10.1977 - 1 BvR 343/73 u.a., BVerfGE 47, 1, 29, unter C.VI.: Steuergesetzgebung und Steuerrechtsanwendung müssten „dem aus Art. 3 I GG folgenden Gebot der Steuergerechtigkeit entsprechen“. Diese fordere, „dass die Steuerlasten auf die Steuerpflichtigen im Verhältnis der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit verteilt werden“; BVerfG 22.6.1995 - 2 BvL 37/91, BVerfGE 93, 121, unter C.II.3.b.: „Vom Gleichheitssatz gebotene Lastenverteilung nach Maßgabe finanzieller Leistungsfähigkeit“. Für das Schrifttum siehe *Tipke*, Bd. I, S. 490: Das Leistungsfähigkeitsprinzip werde durch das Sozialstaatsprinzip „mitfundiert“; vgl. auch *J. Lang*, in: *Tipke/Lang*, der das Leistungsfähigkeitsprinzip in der Überschrift zu § 4, C.1.2. als „allgemein anerkanntes Fundamentalprinzip gerechter Besteuerung“ bezeichnet.

20 BVerfG 11.10.1977 (Fn. 19).

Die Frage der einkommensteuerrechtlichen Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen betrifft den Kernbereich des Gebots einer Besteuerung nach der Leistungsfähigkeit. Denn die finanzielle Leistungsfähigkeit des Steuerpflichtigen ist in direkter Weise abhängig von dessen Reinvermögenszuwachs in einem vorgegebenen Zeitraum. Generell lassen sich tatbestandliche Differenzierungen im Einkommensteuerrecht vor Art. 3 I GG umso leichter rechtfertigen, je stärker sie auf einen wirtschaftlichen Einkommensbegriff abstellen und umso schwieriger, je mehr es auf andere Kriterien ankommt.<sup>21</sup> Inwieweit sich aus dieser Erkenntnis allerdings Vorgaben für die Besteuerung von Derivaten ableiten lassen, hängt davon ab, *wie stark* der verfassungsrechtliche Zwang des Leistungsfähigkeitsprinzips für den Gesetzgeber tatsächlich ist. Der „Grundsatz der möglichst gleichmäßigen Belastung aller Steuerpflichtigen entsprechend ihrer Leistungsfähigkeit“ genießt nach Ansicht des BFH „keinen Vorrang vor anderen Rechtsprinzipien“.<sup>22</sup> Nach Auffassung des BVerfG hat der Gesetzgeber „bei der Wahl des Steuergegenstands, also der Steuerquelle“, einen „weiten Gestaltungsspielraum“.<sup>23</sup> Dieser endet dort, wo „ein einleuchtender Grund für die Gleichbehandlung oder Ungleichbehandlung fehlt“.<sup>24</sup> Zur „reinen Verwirklichung des Prinzips der Besteuerung nach der Leistungsfähigkeit“ ist der Gesetzgeber bei der Einkommensteuer verfassungsrechtlich nicht verpflichtet.<sup>25</sup> Wie oben dargestellt, hat das BVerfG dem Gesetzgeber, und zwar gerade auch dem Steuergesetzgeber, „bei geringfügigen oder nur in besonderen Fällen auftretenden Ungleichheiten“ aus praktischen Erfordernissen der Rechtsdurchsetzung die Möglichkeit von *Typisierungen* zugestanden, solange deren Vorteile noch „im rechten Verhältnis“ zu den Ungleichheiten stehen.<sup>26</sup> Dabei ist auch die nach §§ 163, 227 AO bestehende Möglichkeit des Steuererlasses zur Milderung unbilliger Härten im Einzelfall zu berücksichtigen.<sup>27</sup> Nach Regelung des (typisierenden) Ausgangstatbestandes ist „die einmal getroffene Belastungsentscheidung folgerichtig i.S.

- 
- 21 Vgl. *Herzog*, StbJb 1985/86, S. 27, 44 (Abschn.: „Wirtschaftliche Betrachtungsweise und Grundgesetz“): Die Gleichheitsprobleme, die das BVerfG in solchen Gebieten des Steuerrechts habe, in denen die „wirtschaftliche Betrachtungsweise nur eine geringe Rolle“ spiele“, seien „ungleich größer“ als die in Gebieten, „in denen im Allgemeinen mit der wirtschaftlichen Betrachtungsweise gearbeitet“ werde (unter Hinweis auf BVerfG 10.2.1976 - 1 BvL 8/73, BVerfGE 41, 269, 279 ff., unter C.II.2., zum Auseinanderfallen von Einheits- und tatsächlichen Werten nach dem BewG 1965).
- 22 BFH 14.5.1974 - VIII R 95/72, BStBl II 1974, 572, unter B.II.2.b.
- 23 BVerfG 8.1.1999 - 1 BvL 14/98, BStBl II 1999, 152, unter B.II., vor 1., unter Berufung auf die st. Rspr. des BVerfG.
- 24 BVerfG 9.7.1969 - 2 BvL 20/65, BVerfGE 26, 302, zur Verfassungsmäßigkeit des § 23 EStG a.F., unter C.II.3.a.
- 25 BVerfG 23.11.1976 - 1 BvR 150/75, BVerfGE 43, 108, 120, zur steuerlichen Berücksichtigung von Unterhaltsleistungen, unter C.I.2.
- 26 Siehe die Nachweise oben 1. Kapitel, E.II.1.a., Fn. 300-303; ferner BVerfG 20.12.1966 (Fn. 17), unter B.II.1.; vgl. auch BFH 27.7.1967 - IV 300/64, BStBl III 1967, 690, unter VI.2.: Auf dem Gebiet des Steuerrechts habe der Gesetzgeber „weitgehend zu typisieren“ (m.w.N. aus der Rspr. des BVerfG zum Sozialrecht).
- 27 BVerfG 5.4.1978 - 1 BvR 117/73, BVerfGE 48, 102, unter C.II.1.. Zum Billigkeitserlass s.u. unter V., S. 331 ff.

der Belastungsgleichheit umzusetzen“.<sup>28</sup> Nicht das abstrakte Leistungsfähigkeitsprinzip, sondern das vom Gesetzgeber auf dieser Grundlage gebildete Besteuerungssystem ist dann Grundlage für die Gleichheitsbetrachtung.<sup>29</sup> In diesem Rahmen bedarf nur die Durchbrechung des vom Gesetzgeber selbst gewählten Systems einer besonderen Begründung.<sup>30</sup> Inkonsistenzen innerhalb der vom Steuergesetzgeber gewählten Differenzierungen sind zulässig.<sup>31</sup>

Der Gesetzgeber hat sich in Ausfüllung seines soeben skizzierten Gestaltungsspielraums für die Beschränkung der Besteuerung von Vermögenszugängen auf bestimmte Einkunftsarten - Besteuerung des Markteinkommens - und damit verbunden die Beschränkung der Anerkennung steuermindernder Vermögensabgänge auf Erwerbsaufwendungen sowie existenzsichernde Aufwendungen (Nettoprinzip<sup>32</sup>) entschieden. Diese Differenzierungen hat das BVerfG trotz der mit ihr offensichtlich verbundenen ungleichen Besteuerung wirtschaftlich gleichwertiger Nettovermögenszugänge als solche bislang nicht beanstandet.<sup>33</sup> Die Quelle des Vermögenszuwachses ist somit ein sachlich gerechtfertigtes Differenzierungskriterium. Das schließt es grundsätzlich aus, die ungleiche Besteuerung wirtschaftlich gleichwertiger Vermögenszugänge (Zahlungsströme) allein deshalb zu beanstanden, weil sie unterschiedlichen Einkunftsarten zugeordnet werden und weil sich die Grundannahmen, die der tatbestandlichen Rasterung zugrunde liegen, *im Einzelfall* als unzutreffend erweisen.

Ferner ist der Gleichheitssatz, wie bereits oben festgestellt, „umso mehr für gesetzgeberische Gestaltungen offen, als allgemeine, für rechtliche Gestaltungen zugängliche Lebensverhältnisse geregelt werden“.<sup>34</sup> Daraus erwächst eine Eigenverantwortlich-

28 BVerfG 10.11.1999 - 2 BvR 2861/93, BStBl II 2000, 160, unter B.I.2., im Zusammenhang mit der Auslegung des § 4 Nr. 14 S. 3 UStG durch den BFH; BVerfG Beschl. 30.9.1998 (Fn. 4), unter B.I.2., zu § 22 Nr. 3 S. 3 EStG; BVerfG 22.6.1995 (Fn. 19), zum Einheitswert nach dem BewG, unter C.II.1.d.

29 Vgl. BVerfG 14.4.1959 - 1 BvL 23/57 u.a., BVerfGE 9, 237, unter C.I.1.b., zur getrennten Veranlagung von Ehegatten nach § 26a EStG: Da die Verwirklichung des Gleichheitssatzes auf dem Gebiet der Einkommensbesteuerung in Frage stehe, müsse „bei der Auswahl des sachgerechten Vergleichstatbestandes vom System des Einkommensteuerrechts ausgegangen werden“; ferner BVerfG 10.4.1997 - 2 BvL 77/92, BVerfGE 96, 1, unter B.I., vor 1: Der Einkommensteuergesetzgeber habe „die Steuerschuldner *in* den verschiedenen Einkunftsarten gleich zu behandeln.“ [Hervorhebung durch den *Verf.*]

30 So *Herzog*, StbJb 1985/86, S. 27, 45, unter Berufung auf die Verfassungsrechtsprechung.

31 Vgl. *Herzog*, StbJb 1985/86, S. 27, 40: Das innere System des Steuerrechts müsse vom BVerfG zwar zur Kenntnis genommen werden und möge bei der Anwendung des Art. 3 I GG „da und dort“ ins Gewicht fallen, habe aber „als Ganzes“ keinen verfassungsrechtlichen Rang.

32 Z.B. BVerfG 7.12.1999 - 2 BvR 301/98, BStBl II 2000, 162, unter B.II.1.c.

33 Beanstandet wurde in Teilbereichen allerdings bereits die *unterschiedliche* steuerrechtliche Behandlung der verschiedenen Einkunftsarten untereinander. Siehe zur Verfassungswidrigkeit des völligen Ausschlusses der Verlustverrechnung bei laufenden Einkünften aus der Vermietung beweglicher Gegenstände durch § 22 Nr. 3 Satz 3 EStG a.F. BVerfG Beschl. 30.9.1998 (Fn. 4), unter B.I.2.: „Soweit das Einkommensteuerrecht mehrere Einkunftsarten unterscheidet *und daran auch unterschiedliche Rechtsfolgen knüpft*, müssen diese ihre Rechtfertigung in besonderen sachlichen Gründen finden“ [Hervorhebung durch den *Verf.*].

34 Siehe die Nachweise oben I. Kapitel, E.II.1.a. Fn. 304. Vgl. zum Zusammenhang zwischen Frei-

keit des Einzelnen für die rechtlichen Folgen seines privatautonomen Handelns. Das gilt gerade auch für das Steuerrecht. In der Entscheidung des BVerfG vom 30.9.1998 zur Verfassungswidrigkeit des Ausschlusses der Verlustverrechnung nach § 22 Nr. 3 S. 3 EStG a.F.<sup>35</sup> kam dieser Gesichtspunkt nicht zum Tragen, weil sich Einkünfte aus gelegentlichen Vermittlungen und aus der Vermietung beweglicher Gegenstände nicht ohne weiteres durch alternative Gestaltungen reproduzieren lassen. Für den Bausteineffekt ist der Gedanke der Eigenverantwortlichkeit aber entscheidend. Das gilt für das Steuerrecht ebenso wie auch sonst.<sup>36</sup> Der Steuerpflichtige hat es bei seiner Kapitalanlageentscheidung in der Regel selbst in der Hand, diejenige von mehreren finanzwirtschaftlich gleichwertigen Gestaltungen zu wählen, die für ihn zur geringsten Steuerbelastung führt. Die Ausübung seiner Privatautonomie wird durch die steuerlichen Vorgaben zwar faktisch in bestimmte Richtungen gelenkt, aber hierdurch in der Regel noch nicht über Gebühr beeinträchtigt. Im Ergebnis ist somit festzuhalten, dass der verfassungsrechtliche Gleichheitssatz für die rechtliche Anerkennung des Bausteineffekts im Steuerrecht eine ebenso geringe Rolle spielt wie in den sonstigen Rechtsgebieten. Im Folgenden sollen die methodologischen Möglichkeiten zur Verwirklichung des Ideals von der gleichen Besteuerung finanzwirtschaftlich gleichwertiger Sachverhalte herausgearbeitet werden.

## II. Wirtschaftliche Betrachtungsweise

Das steuerrechtliche Gebot der „wirtschaftlichen Betrachtungsweise“, früher sogar ausdrücklich gesetzlich geregelt,<sup>37</sup> dient „der gleichmäßigen Erfassung gleicher wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit und damit dem Gleichheitssatz“.<sup>38</sup> Hintergrund der „wirtschaftlichen Betrachtungsweise“ ist der Umstand, dass der Steuergesetzgeber die Leistungsfähigkeit des Steuerpflichtigen nicht selbst zum Tatbestandsmerkmal erkoren hat und wegen des rechtsstaatlichen Bestimmtheitsgebots in Verbindung mit der Wesentlichkeitstheorie auch gar nicht durfte. Wie bereits angesprochen, hat er deshalb typisierende Tatbestände geschaffen, die nach der Quelle des Vermögenszuwachses differenzieren. Diesen liegen Vorgänge des Wirtschaftslebens zugrunde, in denen sich die Leistungsfähigkeit manifestiert.<sup>39</sup> Da sich wirtschaftliche Transaktionen zivilrechtlicher

---

heit und Gleichheit speziell im Kontext des Steuerrechts *Kirchhof*, in: Fischer (Hrsg.), S. 9, 19: Das Freiheitsrecht rechtfertigt die (steuerrechtlichen) Unterschiede, die sich aus der individuellen Inanspruchnahme der Freiheit ergeben.

35 BVerfG 8.1.1999 (Fn. 23).

36 S.o. 1. Kapitel, E.II.1.b., S. 77.

37 Vgl. die (mit Inkrafttreten der AO 1977 zum 1.1.1977 durch Art. 96 Nr. 5 des Gesetzes 610-1-4 v. 14.12.1976, BGBl I 3341) ersatzlos gestrichene Vorschrift des § 1 II StAnpG 1934 mit dem ausdrücklichen Gebot, die „wirtschaftliche Bedeutung“ des Steuergesetzes bei seiner Interpretation zu „berücksichtigen“.

38 *Tipke*, Bd. 3, S. 1309; zuvor bereits *Herzog*, StbJb 1985/1986, S. 44 f.

39 Vgl. *Papier*, AÖR 98 (1973), 528, 561, zur wirtschaftlichen Betrachtungsweise nach § 1 II StAnpG: Die im Allgemeinen primäre Zielrichtung eines Steuergesetzes, dem Staat Geldmittel zur

Formen bedienen, knüpfen die Steuertatbestände an zivilrechtliche Begriffe an.<sup>40</sup> Regelmäßig orientieren sie sich hierbei an denjenigen zivilrechtlichen Gestaltungen, die für die betreffenden wirtschaftlichen Vorgänge oder Zustände von den Steuerpflichtigen typischerweise gewählt werden.<sup>41</sup>

Das „wirtschaftliche“ Verständnis der dem Zivilrecht entlehnten steuerrechtlichen Tatbestandsmerkmale bildet dann gleichsam ein „Ventil“ zum Ausgleich des entstehenden Spannungsverhältnisses zwischen den formalistischen zivilrechtlichen Kategorien und dem Gesetzeszweck der Besteuerung nach der „wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit“.<sup>42</sup> Die wirtschaftliche Betrachtungsweise ist „kein Gegensatz oder aliud zu einer rechtlichen Betrachtungsweise“, sondern „spezifisch steuerrechtliche, steuerteologische Betrachtungsweise“.<sup>43</sup> Sie ist im Steuerrecht wie auch sonst<sup>44</sup> nicht mehr und nicht weniger als ein Anwendungsfall der teleologischen Auslegung.<sup>45</sup> Als solche ist sie me-

---

Erledigung seiner Aufgaben zu verschaffen, mache es erforderlich, die Leistungspflichten an Vorgänge, Zustände und Veranstaltungen des Wirtschaftslebens zu knüpfen, in denen sich eine entsprechende Leistungsfähigkeit des Pflichtigen manifestiere.

40 Vgl. *Papier*, AöR 98 (1973), 528, 561: Die Tatsache, dass die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit bezeugenden ökonomischen Lagen und Vorgänge meistens in bestimmten Rechtsformen und Rechtsgestaltungen auftreten, veranlasse den Steuergesetzgeber häufig, die Voraussetzungen der Steuerpflicht unter Verwendung von (Privat-) Rechtsbegriffen zu normieren; *Herzog*, StbJb 1985/86, S. 27, 45: Die rechtliche Betrachtungsweise [im Gegensatz zur wirtschaftlichen] sei nichts anderes als der Ausfluss einer Typisierung, die das Bestreben des Gesetzgebers nach Erfassung wirtschaftlicher Zusammenhänge grundsätzlich nicht in Frage stelle.

41 Vgl. auch § 42 AO; hierzu unten IV.2., S. 329. Kritisch de lege ferenda *Kirchhof*, NJW 1987, 3217, 3221: Der „tatbestandliche Zugriff“ des Steuergesetzes „auf individuelle finanzielle Leistungsfähigkeit (Zahlungsfähigkeit)“ begründe eine „tatbestandliche Perspektive“, die allein für das Steuerrecht gelte. Deshalb müsse das Steuergesetz seine „eigene Terminologie bilden“ (m.w.N.) und könne sich grundsätzlich nicht an die in anderen Teilrechtsordnungen geprägte Begrifflichkeit anlehnen. Die steuerrechtliche Verwendung von Begriffen, die mit außersteuerrechtlichen Rechtsfolgen verknüpft würden, führe nur zur Verwirrung, weil der [gemeint ist: unberechtigte] Eindruck entstehen könne, mit der Erfüllung des jeweiligen öffentlichrechtlichen oder privatrechtlichen Tatbestandes seien auch die Voraussetzungen für die steuerliche Belastung oder Entlastung erfüllt.

42 Zur verfassungsrechtlichen Zulässigkeit der „wirtschaftlichen Betrachtungsweise“ siehe BVerfG 26.3.1969 - 1 BvR 512/66, BVerfGE 25, 309, 313, unter IV.B.3.a.: Es sei von der Verfassung her „nicht geboten, dass die Finanzgerichte unter dem Gesichtspunkt der Einheit der Rechtsordnung und der Vorhersehbarkeit der Steuerbelastung die zur Anwendung kommenden steuerrechtlichen Begriffe und Institute stets und ausschließlich entsprechend ihrem bürgerlich-rechtlichen Gehalt“ auslegten.

43 *J. Lang*, in: *Tipke/Lang*, § 5, Rz. 83. Vgl. auch BVerfG 27.12.1991 - 2 BvR 72/90, BStBl II 1992, 212, 213 f., unter 1.a.cc.: Die sog. „wirtschaftliche Betrachtungsweise“ enthalte nichts anderes als eine missverständliche Umschreibung der steuerrechtlichen Beurteilung eines autonom gestalteten Sachverhalts. Sie rechtfertige nicht „eine außerrechtliche wirtschaftliche Beurteilung rechtlicher Sachverhaltsgestaltungen im Steuerrecht“, sondern fordere „die an den spezifischen Regelungszielen einer steuerrechtlichen Regelung und deren eigengesetzlicher Terminologie auszurichtende steuerrechtliche Beurteilung, ob der bewirkte wirtschaftliche Erfolg einen Steuertatbestand“ erfülle.

44 S.o. 1. Kapitel, E.II.3., S. 81 ff.

45 Vgl. BVerfG 27.12.1991 (Fn. 43), unter 1.a.cc.: Das Steuerrecht präge wie jedes andere Rechtsgebiet seine eigenen Tatbestände. Auch wenn ein Steuergesetz Begriffe enthalte, die einem anderen Rechtsgebiet entnommen seien, sei durch Auslegung zu ermitteln, ob das Steuerrecht „insoweit den Wertungen des jeweiligen Rechtsgebietes, z.B. des Zivilrechts, des Gewerberechts oder des Sozial-

thodologisch an die Grenzen des möglichen Wortsinns gebunden.<sup>46</sup>

Die §§ 39 II, 40, 41 I und 42 AO sind Ausdruck des Gedankens der „wirtschaftlichen“ Auslegung. Auf § 42 AO wird unten (IV.) noch näher eingegangen. Nach § 39 II AO ist das steuerrechtliche („wirtschaftliche“) Eigentum an einem Wirtschaftsgut demjenigen zuzurechnen, der „die tatsächliche Herrschaft über ein Wirtschaftsgut in der Weise“ ausübt, „dass er den Eigentümer im Regelfall für die gewöhnliche Nutzungsdauer von der Einwirkung auf das Wirtschaftsgut wirtschaftlich ausschließen kann“. Soweit das Einkommensteuerrecht, wie bei den Einnahmen aus Kapitalvermögen nach § 20 EStG,<sup>47</sup> an die finanziellen Früchte eines dem Steuerpflichtigen gehörenden (§ 39 I AO) Basiswertes (z.B. Aktie oder Schuldverschreibung) anknüpft, könnte man daran denken, diejenige Person als „wirtschaftlichen“ Eigentümer des Basiswertes zu betrachten und der Besteuerung zu unterwerfen, welche wirtschaftlich, sei es auch über den Umweg eines derivativen Vertrags, Empfängerin dieser (synthetisierten) Zahlungsströme ist. Das betrifft z.B. den Fall eines Asset-Swap zwischen dem Besitzer einer Aktie und demjenigen eines Bonds, durch den beide vereinbaren, die laufenden Erträge ihrer Anlagen miteinander zu tauschen. Damit aber würde man den Begriff des „wirtschaftlichen“ Eigentums überspannen. Ähnlich wie im Insolvenzrecht<sup>47a</sup> bedarf es im Steuerrecht für die Annahme wirtschaftlichen Eigentums mehr als der bloßen Simulation der Nutzungen des sachenrechtlichen Eigentums mit schuldrechtlichen Mitteln. Wenn das Steuerrecht wie in § 20 IIa EStG i.V.m. § 39 I AO auf das Eigentum an einem Wirtschaftsgut (z.B. Kapitalvermögen) abstellt, geschieht dies nicht allein zur besseren Charakterisierung des wirtschaftlichen, reproduzierbaren Inhalts der Nutzungen als Bemessungsgrundlage. Weiterer Besteuerungsgrund ist vielmehr die besondere, in der „tatsächlichen Sachherrschaft“<sup>48</sup> verkörperte Nähe zur sachenrechtlichen („kapitalistischen“) Inhaberschaft an dem nutzungsfähigen Gut.<sup>49</sup> Das rechtliche Eigentum steht

---

rechts“ folge „oder mit Hilfe der entlehnten Begriffe eigenständige steuerrechtliche Tatbestände“ bilde; aus dem Schrifttum *J. Lang*, in: *Tipke/Lang*, § 5, Rz. 65: „Nach heute h.M. im Steuerrecht und auch in anderen wirtschaftsrelevanten Rechtsgebieten“ sei die „sog. wirtschaftlicher Betrachtungsweise“ eine „Methode teleologischer Gesetzesauslegung“; *Lehner*, FS *Tipke* (1996), S. 237 ff.: Der Begriff der „wirtschaftlichen Betrachtungsweise“ betreffe im Steuerrecht allein die Auslegung zivilrechtlicher Begriffe in Steuertatbeständen; *ders.*, a.a.O., S. 239: „Normdirigierende Wirkung des Leistungsfähigkeitsprinzips von der Fassung des Gesetzes auch auf die Auslegung des Gesetzes“.

46 Zur Zulässigkeit einer Überschreitung des möglichen Wortsinns im Wege der Rechtsfortbildung s.u. III., S. 317 ff.

47 Hierzu noch unten C.I.2. und C.II.4., S. 350 ff., 385 ff.

47a S.o. 3. Kapitel, B.II., S. 223, bei Fn. 143a.

48 *Schmieszek*, in: *Beermann*, § 39 AO, Rz. 9 (Stand: März 1998).

49 Vgl. BFH 15.12.1999 - I R 29/97, DStZ 2000, 379, unter B.II.1.b.aa., zum Dividendenstripping mit Veräußerung von alten Aktien und Rückveräußerung junger Aktien: Bei Aktien erlange der Erwerber „wirtschaftliches Eigentum im Allgemeinen ab dem Zeitpunkt, von dem ab er nach dem Willen der Vertragspartner über die Wertpapiere verfügen“ könne. Das sei „in der Regel der Fall, sobald Besitz, Gefahr, Nutzungen und Lasten, insbesondere die mit Wertpapieren gemeinhin verbundenen Kursrisiken und -chancen, auf den Erwerber übergegangen“ seien; ferner a.a.O., unter bb.: Weitere Voraussetzung sei, „dass der Besitz (oder die vergleichbare letztlich unentziehbare

zum wirtschaftlichen in einem Abhängigkeitsverhältnis, das bewirkt, dass hinsichtlich der Nutzungen immer nur Letzteres besteuert werden kann.<sup>50</sup> Das ergibt sich bereits aus dem Titel des § 39 AO („Zurechnung“), ferner aus dem Umstand, dass der wirtschaftliche Eigentümer nach § 39 II Nr. 1 AO dazu in der Lage sein muss, den rechtlichen Eigentümer „für die gewöhnliche Nutzungsdauer von der Einwirkung auf das Wirtschaftsgut“ „wirtschaftlich auszuschließen“. Synthetische Aktien oder Bonds lassen sich demgegenüber völlig unabhängig davon erzeugen, ob der synthetische Veräußerer die entsprechenden echten Aktien überhaupt besitzt oder zu erwerben beabsichtigt. Eine andere, von der Anwendbarkeit des § 39 II AO zu unterscheidende Frage im Fall der Besteuerung von Kapitalerträgen ist, ob sich die Zahlungen aus Derivaten direkt oder analog unter § 20 EStG subsumieren lassen, weil sie mit einer eigenen Kapitalüberlassung (z.B. Optionsprämie) verbunden sind. Darüber wird noch weiter unten zu sprechen sein.<sup>51</sup>

Ebenfalls keine Bedeutung für die steuerrechtliche Anerkennung des Bausteineffekts entfaltet § 41 I AO. Das „wirtschaftliche Ergebnis“, das nach dieser Vorschrift grundsätzlich (vgl. § 41 I 2 AO) maßgeblich für die Besteuerung ist, ist danach keineswegs vollständig losgelöst von der zivilrechtlichen Gestaltung zu betrachten. Das „Rechtsgeschäft“ mag zwar rechtlich unwirksam sein, es muss aber zumindest de facto existent sein. § 41 I AO ist also kein Freibrief dafür, Steuergesetze über die tatbestandlich beschriebenen Rechtsgeschäfte hinaus auf beliebige andere (finanz-) wirtschaftlich gleichwertige (wirksame oder unwirksame) zivilrechtliche Gestaltungen anzuwenden.

Die Regelung des § 41 II AO bestätigt lediglich, dass Konstruktionen ohne wirtschaftliche *und* rechtliche Wirkung steuerlich unbeachtlich sind. Relevant ist sie für die steuerrechtliche Einordnung verdeckter Differenzgeschäfte als Termingeschäfte mit Differenzausgleich i.S. des § 23 I Nr. 4 EStG<sup>52</sup> sowie sonstiger Scheinkonstruktionen, mit denen der Fiskus über den wahren vertragsrechtlichen Hintergrund des Geschäfts irreführt werden soll.<sup>53</sup> Im Rahmen des (echten) Financial Engineering spielt die Vorschrift dagegen in der Regel keine praktische Rolle. Dort sind die einzelnen Bausteine nämlich wegen § 41 II AO gerade gewollt, um in den Genuss der unterschiedlichen Steuerrechts-

Position) in Erwartung des Eigentumserwerbs eingeräumt“ werde.

50 Vgl. BFH 15.12.1999 (Fn. 49), unter B.II.1.b.bb.: Zu einer „Verlagerung von rechtlichem zu wirtschaftlichem Eigentum“ könne es „immer nur im Hinblick auf ein und dasselbe Wirtschaftsgut kommen“.

51 Unter C.I.2., S. 350 ff.

52 Vgl. BFH 8.12.1981 - VIII R 125/79, BStBl II 1982, 618, 619, unter 1.b.aa., noch zur alten, Differenzgeschäfte nicht besteuern den Rechtslage nach § 23 I EStG a.F.: Nach § 41 II AO entspreche die steuerrechtliche Beurteilung der bürgerlich-rechtlichen Beurteilung des verdeckten Differenzgeschäfts mit der Rechtsfolge aus § 117 I und II BGB.

53 BFH 4.7.1991 - IV R 29/88, BStBl II 1992, 76, unter 4., zu einem Darlehen in der Gestalt zweier zeitgleich vereinbarter, gegenläufiger, von den Parteien so bezeichneter Devisentermingeschäfte: Da es zur Auszahlung der Kursgewinne und -verluste aus diesen Geschäften nicht gekommen sei, sollte „in Wahrheit nur der Nettobetrag ausgezahlt und zurückgezahlt werden“. Hierin habe, so das Gericht, „in rechtlicher und wirtschaftlicher Sicht die Gewährung eines Darlehens in Höhe des streitigen Betrags“ [Hervorhebung durch den Verfasser] gelegen. Vgl. aber *Kopp*, S. 163-164, der den Fall wohl zu Unrecht der wirtschaftlichen Auslegung (des Darlehensbegriffs) zuordnet.

folgen zu gelangen.<sup>54</sup> Damit sind sie keine Scheinschäfte i.S. des § 41 II AO. Die Bestimmung als solche rechtfertigt es nicht, zivilrechtlich *wirksamen* Vereinbarungen mangels finanzwirtschaftlicher Bedeutung die steuerrechtliche Anerkennung zu versagen, etwa wenn sie sich in ihrer Gesamtheit in Bezug auf ihre Zahlungsströme neutralisieren. Hierzu wäre eine steuerrechtlich-teleologische, von § 117 BGB abweichende Auslegung des Begriffs des „Scheingeschäfts“ notwendig, die in § 41 II AO nicht hineingelesen werden kann<sup>55</sup> und die im Übrigen zu Überschneidungen mit § 42 AO führen würde.<sup>56</sup>

### III. Rechtsfortbildung

Der mögliche Wortsinn bildet die Schranke des teleologischen, wirtschaftlichen Verständnisses zivilrechtlich geprägter Tatbestandsmerkmale.<sup>57</sup> Wo diese Schranke überschritten wird, lässt sich eine Norm rechtsmethodologisch nur unter den Voraussetzungen der Analogie oder der teleologischen Reduktion auf privatautonome Gestaltungen anwenden, die den tatbestandlich umschriebenen zivilrechtlichen Geschäftstypen finanzwirtschaftlich gleichwertig sind. Bei der *integrierenden* Gleichbehandlung wird ein Tatbestand, der nach seinem Wortlaut nur einheitliche, natürliche Instrumente erfasst (z.B. § 20 EStG), analog auf ein zusammengesetztes, synthetisches Instrument (z.B. synthetisches Darlehen aus Aktie und Aktienfuture) angewendet. Bei der *zerlegenden* Gleichbehandlung wird umgekehrt ein natürliches Instrument (z.B. Future) im Wege der Reduktion mit Rücksicht auf die in ihm enthaltenen synthetischen Bausteine gerade nicht unter den Tatbestand subsumiert, dessen Wortlaut es eigentlich entspricht. Stattdessen wird der natürliche Baustein dann gegebenenfalls analog auf einen Tatbestand angewendet, der nach seinem Wortlaut nur für die synthetischen Bausteine diese Instruments (z.B. Darlehen) bestimmt ist. Die Frage, ob die steuerrechtliche Analogie zum Nachteil des Steuerpflichtigen zulässig ist, ist in der Vergangenheit ausgiebig diskutiert worden, aber nach wie vor umstritten. Die verfassungsrechtliche Zulässigkeit der teleologischen Reduktion steuerbegünstigender Vorschriften wird demgegenüber, sofern sie

54 S.o. 1. Kapitel, E.II.2., S. 77 ff.

55 *Schmieszek*, in: Beermann, § 41 AO, Rz. 30 (Stand: März 1998): Inhaltlich decke sich § 41 II AO mit § 117 BGB.

56 Hierzu unten IV., S. 323 ff.

57 BFH 10.2.1972 - I R 205/66, BStBl II 1972, 455, unter 2.a., zum Tatbestandsmerkmal der Betriebsaufgabe nach § 16 III EStG: Die Auslegung findet „ihre Grenze am möglichen Wortsinn einer Vorschrift“, „lediglich innerhalb der Grenzen“, die der mögliche Wortsinn der Auslegung ziehe, könne es „auf den Zweck ankommen, den die Vorschrift des § 16 III EStG“ verfolge; siehe auch BFH 14.12.1999 - IX R 7/95, BStBl II 2000, 265, unter II.2.b., zu § 15a EStG: Die Auslegung finde dort ihre Grenze, wo sie in Widerspruch zu dem klar erkennbaren Willen des Gesetzgebers treten würde; für den Sonderfall der verfassungskonformen Auslegung BVerfG 14.5.1986 - 2 BvL 19/84, BVerfGE 72, 278, 295, unter C.5., zu § 56 BBiG (m.w.N.): Das Gebot solcher Auslegung legitimiere nicht dazu, „Wortlaut und Sinn des Gesetzes beiseite zu schieben oder zu verändern“.

überhaupt angesprochen wird, nur vereinzelt in Zweifel gezogen.

### 1. Meinungsstand

Die Rechtsprechung des BFH bekennt sich bislang noch überwiegend zu einem Verbot der *Analogie*, soweit sie steuerbegründend oder -verschärfend wirkt.<sup>58</sup> Die Anwendung steuerbelastender Vorschriften findet danach ihre Grenze am möglichen Wortsinn.<sup>59</sup> Verschiedene Senate des BFH haben die Frage offen gelassen,<sup>60</sup> lediglich der vierte Senat des BFH hat sich bislang ausdrücklich gegen ein Analogieverbot ausgesprochen.<sup>61</sup> Die Meinungen im Schrifttum sind ebenso geteilt.<sup>62</sup> Die Gegner der Analogie argumentieren überwiegend mit verfassungsrechtlichen Gründen. Genannt werden „die rechtsstaatlichen Prinzipien der Rechtssicherheit und des Vertrauensschutzes und die daraus folgende Garantiefunktion des gesetzlichen Eingriffstatbestandes“<sup>63</sup> sowie der Gesetzes-

58 Z.B. der achte Senat: BFH 8.12.1981 (Fn. 52), unter 1.a., zur Frage der analogen Anwendung des § 23 I Nr. 1, Nr. 2 a.F. EStG auf Differenzgeschäfte: Im Einkommensteuerrecht sei es unzulässig, „einen den Steuerpflichtigen belastenden Besteuerungstatbestand im Wege der Gesetzes- oder der Rechtsanalogie zu schaffen“; BFH 26.1.1977 - VIII R 109/75, BStBl II 1977, 283, unter C.I.5.a., zu §§ 16, 17 EStG; BFH 9.7.1997 - VIII B 40/97, BFH/NV 1998, 23, unter II.2.b. (obiter). Vgl. als mögliches Vorzeichen einer Trendwende nunmehr BFH 20.4.1999 - VIII R 44/96, BStBl II 1999, 698, zu § 17 EStG, wo sich derselbe Senat implizit über das Analogieverbot hinwegsetzt. Denn obwohl er unter II.2.a. ausdrücklich bekundet, „ein Teil des Schrifttums“ lehne „die Vorstellung, eine Ausschüttung aus dem EK 04 könne zu negativen Anschaffungskosten führen, als steuerveranschärfende Analogie ab“, spricht er sich unter II.2.b. für eben diese Möglichkeit *negativer* Anschaffungskosten i.S. des § 17 EStG mit einem knappen Hinweis auf eine „weite Auslegung“ des Anschaffungskostenbegriffs sowie auf den Normzweck aus, ohne sich mit dem Analogieverbot auseinanderzusetzen.

59 BFH 10.2.1972 (Fn. 57), unter 2.a.

60 BFH 13.1.1984 - VI R 194/80, BStBl II 1984, 315, 316 f.; BFH 25.8.1987 - IX R 65/86, BStBl II 1988, 248, unter 1.c., zur analogen Anwendung des § 23 I EStG auf (zu Unrecht als verdeckte Differenzgeschäfte qualifizierte) Devisentermingeschäfte.

61 BFH 20.10.1983 - IV R 175/79, BStBl II 1984, 221, 224, unter 5.a.: Mit der Lückenausfüllung durch Analogie werde „dem Gesetzgeber nicht der Vorrang streitig gemacht“. Ein Analogieverbot bestehe „im Steuerrecht ebensowenig wie im übrigen Verwaltungsrecht“. Vgl. zuvor bereits zur Zulässigkeit der sog. „zweischneidigen Analogie“ (so die Begrifflichkeit bei *J. Lang*, in: *Tipke/Lang*, § 4, Rz. 187) BFH 28.5.1968 - IV R 202/67, BStBl II 1968, 650, zur Zulässigkeit der gesetzlich nicht geregelten, von der Rspr. und Verwaltungspraxis entwickelten und für den klagenden Steuerpflichtigen im Einzelfall nachteiligen Grundsätze über Gewinnzuschläge und -abschläge beim Übergang von der Überschussrechnung nach § 4 III EStG zur Gewinnermittlung durch Bestandsvergleich nach § 4 I oder § 5 EStG. Dort wird die angebliche Unzulässigkeit der Rechtsfortbildung zum Nachteil des Steuerpflichtigen zwar noch nicht in Frage gestellt, der Anwendungsbereich dieses Grundsatzes wird aber eingeschränkt: Die Gerichte seien, so liest man dort, „zur Füllung offener Regelungslücken“ berufen, „soweit dadurch nicht der gesetzliche Steuertatbestand in unzulässiger Weise ausgeweitet“ werde. Dies sei bei der Praxis der Gewinnzu- und -abschläge nicht der Fall, da sich diese Grundsätze im Einzelfall „zugunsten wie zuungunsten der Steuerpflichtigen auswirken“ könnten. Sie bildeten „ein System von Einzelregeln, dessen Teile nicht getrennt voneinander betrachtet werden“ dürften.

62 Siehe den umfassenden Überblick bei *Tipke*, Bd. 1, S. 202-231.

63 So *Papier*, AöR 98 (1973), 528, 562, zum öffentlichen Eingriffsrecht und speziell zum Steuerrecht;

und Parlamentsvorbehalt. Andere halten das Steuerrecht wegen der „radikalen Positivität“ und der „Willkürlichkeit“ der Tatbestände bereits rechtstechnisch für nicht analogiefähig.<sup>64</sup> Da im Steuerrecht Tatbestand und Rechtsfolge „nur äußerlich, nicht aber innerlich verknüpft“ seien, so wird argumentiert, könne mit Hilfe der Analogie „keine dem nicht geregelten Fall der ratio legis »gerechte« Rechtsfolge gefunden bzw. auf ihn bezogen werden“.<sup>65</sup> Das Steuerrecht in seiner Kasuistik unterscheide sich von anderen Rechtsgebieten dadurch, dass es, soweit es um Steueranknüpfung gehe, die für den Analogieschluss notwendigen „Sachgesetzlichkeiten“ nicht sicher erkennen lasse.<sup>66</sup> Schließlich gibt es aber auch eine Reihe von Autoren, die sich für die generelle Zulässigkeit der Analogie im Steuerrecht aussprechen.<sup>67</sup>

Die *teleologische Reduktion* zu Lasten des Steuerpflichtigen wird wesentlich seltener problematisiert als die Analogie und scheint durchaus für möglich gehalten zu werden. Die steuerliche Rechtsprechung hat sie jedenfalls, soweit überschaubar, bislang nicht für unzulässig erklärt.<sup>68</sup> Im Falle der „zweischneidigen“ Steuernorm<sup>69</sup> des § 233a IIa AO, der den Beginn der Verzinsung von Steuernachforderungen und Steuererstattungen bei der Berücksichtigung „rückwirkender Ereignisse“ festlegt, hat der BFH sie jüngst ausdrücklich befürwortet.<sup>70</sup>

---

siehe z.B. auch *Kamm*, S. 98: Die „Garantiefunktion des Wortlautes“ steuerrechtlicher Eingriffsnormen stehe unter der Bedingung „eines durch den Gesetzeswortsinn und laienhafter Rechts- und Wirtschaftsauffassung vom konkreten Sachverhalt gerechtfertigten Vertrauens des Steuerpflichtigen auf eine ihm günstige Entscheidung“.

64 *Flume*, StbJb 1964/65, 55, 68 ff.; *ders.*, StbJb 1985/86, 277, 279 ff., 290-299; ihm folgend *Danzer*, S. 76; ähnlich *Kruse*, S. 61.

65 *Danzer*, S. 77; zuvor bereits *Flume*, StbJb 1967/68, 63, 64-68.

66 *Kruse*, S. 61.

67 Z.B. *J. Lang*, in: *Tipke/Lang*, § 4, Rz. 188: Die Behauptung vom Analogieverbot entspreche der „positivistischen Tradition“, die in allen anderen Rechtsgebieten (Staats-, Verwaltungs-, Arbeits- und Sozialrecht) aufgegeben worden sei; *ders.*, § 4, Rz. 192: Der Widerstreit zwischen formaler und materialer Gerechtigkeit sei „zumal wegen des - in diesem Zusammenhang - geringen Gewichts des Rechtssicherheitsarguments“ zugunsten der materialen Rechtsstaatlichkeit und damit zugunsten der Analogie zu entscheiden; kritisch auch *Tipke*, Bd. 1, S. 223-231; *Herzog*, StbJb 1985/86, S. 27, 43: Es sei „mehr als zweifelhaft“, dass es ein Analogieverbot mit Bezug auf das Steuerrecht in unserer Verfassungsordnung gebe.

68 Vgl. etwa für den das Analogieverbot befürwortenden achten Senat BFH 19.4.1994 - VIII R 2/93, BStBl II 1995, 705, unter I.2.b.: Die teleologische Reduktion der §§ 16, 34 EStG im Anwendungsbereich der Körperschaftsteueranrechnung nach § 36 II Nr. 3 EStG wird hier nicht etwa aus methodologischen, sondern aus teleologischen Gründen abgelehnt. Für die Instanzgerichte siehe FG Düsseldorf 14.12.1983 - III 680/78 GE, EFG 1984, 463, zur Zulässigkeit der teleologischen Reduktion einer landesrechtlichen Befreiungsnorm; FG Hannover 3.9.1992 - V 569/87, EFG 1993, 268, wo die Zulässigkeit einer „über den möglichen Wortsinn hinausreichenden einengenden Anwendung einer begünstigenden Rechtsnorm“ über § 42 AO hinaus offen gelassen wird.

69 S.o. Fn. 61 zur Analogie bei „zweischneidigen“ Steuernormen.

70 BFH 18.5.1999 - I R 60/98, BStBl II 1999, 634: Nach dieser Entscheidung ist § 233 IIa AO nicht auf die erstmalige Beschlussfassung über die Gewinnausschüttung für ein abgelaufenes Wirtschaftsjahr anwendbar, so dass sich der Zinslauf bei Steuernachforderungen und Steuererstattungen entsprechend § 27 KStG nach dem Jahr richtet, in dem der ausgeschüttete Gewinn entstanden ist, und nicht erst nach dem Jahr des „rückwirkenden Ereignisses“ (Ausschüttungsbeschluss). Der Gesetzeswortlaut, so heißt es, sei teleologisch einzuschränken“ (a.a.O., unter II.2.b.bb.). Im konkre-

## 2. Stellungnahme

Vom Verbot der Analogie (bzw. der teleologischen Reduktion) kann man im Steuerrecht ebenso wie in anderen Rechtsgebieten - zumindest mit Ausnahme des Strafrechts<sup>71</sup> - nur insoweit sprechen, wie es im Einzelfall an einer offenen (bzw. verdeckten) planwidrigen Regelungslücke fehlt und somit die methodologischen Voraussetzungen der Rechtsfortbildung nicht erfüllt sind.<sup>72</sup> In Bezug auf die Zulässigkeit der Rechtsfortbildung *praeter legem* zeichnet sich das Steuerrecht weder durch verfassungsrechtliche noch durch rechtsmethodologische Besonderheiten aus.

Die Bedeutung des in der Steuerdefinition des § 3 I AO enthaltenen Merkmals der *Gesetz- und Tatbestandsmäßigkeit* der Besteuerung, nach dem Exekutive und Judikative keine Steuern erfinden dürfen,<sup>73</sup> geht über die allgemeinen *verfassungsrechtlichen* Grundsätze des Gesetzesvorrangs und des Gesetzes- bzw. des Parlamentsvorbehalts (Wesentlichkeitstheorie)<sup>74</sup> nicht hinaus. Diese Grundsätze schließen die Rechtsfortbildung in den Grenzen der allgemeinen Methodenlehre keineswegs aus.<sup>75</sup> Es ist nicht einzusehen, warum dem Gesichtspunkt des Vertrauensschutzes der Rechtsunterworfenen und der *Rechtssicherheit* (Vorhersehbarkeit) im Steuerrecht größere Bedeutung zukommen soll als in anderen Rechtsbereichen wie etwa im Zivilrecht. Die betroffenen Inte-

ten Fall ging es zwar um einen Steuererstattungsanspruch, so dass sich die Vorverlegung des Beginns der Verzinsung zugunsten des Steuerpflichtigen auswirkte. Die teleologischen und systematischen Argumente des Gerichts lassen sich ohne weiteres auf den Fall übertragen, dass sich gemäß § 27 KStG eine Erhöhung der KStG und damit eine Steuernachforderung i.S. des § 233a AO ergibt. Gegen eine teleologische Reduktion des § 233a IIa, VII AO *Ruban*, in Hübschmann/Hepp/Spitaler, § 233a AO, Rz. 54 (Stand: März 1999); *Hundt-Eßwein*, in: Beermann, § 233a AO, Rz. 28.4 (Stand: Mai 2000).

71 Die „durchaus herrschende Ansicht“ im Strafrecht interpretiert Art. 103 II GG i.S. eines Analogieverbots (*Engisch*, S. 195). Diese Norm ist nicht „analog“ auf das Steuerrecht anwendbar. Vgl. BVerfG 24.7.1957 - 1 BvL 23/52, BVerfGE 7, 89, 95, unter B.II., zur parallelen Frage der steuerrechtlichen Anwendbarkeit des in Art. 103 II GG ebenfalls enthaltenen Rückwirkungsverbots: „Keinesfalls“ gehe es an, Art. 103 II GG, der sich ausdrücklich nur auf Strafgesetze beziehe, „analog auf eine für den einzelnen Steuerzahler verhältnismäßig belanglose steuerrechtliche Bestimmung wie § 27 II des Hundesteuergesetzes anzuwenden.“ Vgl. auch *Herzog*, StbJb 1985/86, S. 27, 43: Zwar hätte es angesichts der historischen Nähe des Steuerrechts zum Strafrecht durchaus eine „gewisse innere Logik“, das Analogieverbot des Art. 103 II GG vom Strafrecht auf das Steuerrecht zu erstrecken. Umgekehrt folge aber aus der Tatsache, dass angesichts dieser dem Parlamentarischen Rat bekannten geschichtlichen Entwicklung nur für das Strafrecht ein Analogieverbot ausgesprochen werde, „um so sicherer“, dass dasselbe für das Steuerrecht (und das Enteignungsrecht) eben nicht gewollt gewesen sei. Ein Analogieverbot aufgrund Analogie sei zudem logisch ein „Monstrum“.

72 Vgl. *Larenz*, S. 392: Mitunter könne sich aus dem Gesetz ein „Analogieverbot“ ergeben, dann nämlich, wenn die gesetzliche Regelung erschöpfend sein wolle, also ein *argumentum e contrario* berechtigt sei.

73 Vgl. *J. Lang*, in: *Tipke/Lang*, § 4 Rz. 157.

74 Grundlegend *Papier*, S. 161 ff.

75 Siehe die Nachweise oben I. Kapitel, E.II.3., S. 83; speziell zum Parlamentsvorbehalt siehe *Kamm*, S. 98: Mit der demokratischen Komponente des Grundsatzes der Tatbestandsmäßigkeit der Besteuerung seien die methodologischen Verfahren der teleologischen Reduktion, der teleologischen Extension und der Induktion (verstanden i.S. von Gesamtanalogie) vereinbar.

ressen können in anderen Rechtsgebieten unter Umständen noch weit größer sein als im Steuerrecht.<sup>76</sup> Außerdem wird der beste Vertrauensschutz nicht etwa durch den Wortlaut eines immer komplizierteren Geflechts von Besteuerungs- und Ausnahmetatbeständen erreicht, sondern nur durch nachvollziehbare und konsequent verfolgte Gesetzeszwecke. Die Wortsinnschranke gewährleistet wegen der Unsicherheiten der Wortlautauslegung außerhalb des Begriffskerns gerade keine Rechtssicherheit.<sup>77</sup> Die Grenzen zwischen noch möglicher Wortlautauslegung und Rechtsfortbildung sind häufig fließend,<sup>78</sup> das durch den Wortlaut zu schützende Vertrauen lässt sich dann gar nicht klar abgrenzen. In der steuerrechtlichen Rechtsprechung gibt es zahlreiche Beispiele, wo der Gesetzeswortlaut unter Berufung auf die „wirtschaftliche Betrachtungsweise“ bis auf das Äußerste strapaziert wird.<sup>79</sup> Nicht die dem Gesetzeszweck verpflichtete Analogie oder Reduktion, sondern die durch das angebliche Verbot der Rechtsfortbildung geschaffene Grauzone zwischen zulässiger und unzulässiger Rechtsanwendung schafft Rechtsunsicherheit.<sup>80</sup>

Die hier vertretene Ansicht von der verfassungsrechtlichen Zulässigkeit der steuerbezüglichen oder -verschärfenden Rechtsfortbildung im Steuerrecht entspricht im Übrigen der vom BVerfG vorgegebenen Linie. In der Entscheidung vom 12.3.1985 über die BFH-Rechtsprechung zur Betriebsaufspaltung heißt es, der finanzgerichtlichen Rechtsprechung sei es „nicht von vornherein verwehrt, im Wege der Rechtsfortbildung veränderten wirtschaftlichen Situationen Rechnung zu tragen“. Die „Grenzen zulässiger richterlicher Rechtsfortbildung“ würden erst dann überschritten, wenn die gesetzliche Regelung „nach Wortlaut, Systematik und Sinn abschließend gestaltet wäre“.<sup>81</sup>

Was die *methodologischen* Vorbehalte gegenüber der Rechtsfortbildung im Steu-

76 Siehe bereits oben I., S.309.

77 Vgl. *Locher*, S. 135: Rechtssicherheit bei der Rechtsanwendung gewährleiste die abstrakte Wortlautschranke nicht.

78 Vgl. *Kriele*, S. 223, der von einer „breiten Zone“ spricht, in der „sowohl Wortlautauslegung als auch Lückenausfüllung möglich“ sind und „zur Wahl“ stehen.

79 Siehe etwa die Besteuerung „verdeckter Gewinnausschüttungen“ auf Seiten des Gesellschafters auf der Basis des früheren § 20 I Nr. 1 EStG a.F. (vor Einfügung des Satzes 2) BFH 24.1.1989 - VIII R 74/84, BStBl II 1989, 419, unter 2.; BFH 19.3.1991 - VIII R 2/85, BFH/NV 1992, 19; ferner die Qualifizierung von Besitzgesellschaften im Rahmen der Betriebsaufspaltung als Gewerbebetrieb i.S. des Einkommensteuer- oder Gewerbesteuerrechts, z.B. BFH 8.11.1971 - GrS 2/71, BStBl II 1972, 63, unter V., zu § 2 I 1 GewStG. Vgl. auch die weite Auslegung des Begriffs der Zinsen (§ 20 I Nr. 7 EStG a.F.) vor Inkrafttreten des StMBG 1994; hierzu Schmidt-*Heinicke*, § 20 EStG, Rz. 170: Da im Schrifttum und wohl auch in der Rspr. umstritten gewesen sei, ob die Finanzverwaltung bereits bisher zutreffend unabhängig von der Bezeichnung und zivilrechtlichen Gestaltung alle bei „wirtschaftlicher Betrachtung“ für die Kapitalüberlassung zur Nutzung gezahlten Vorteile den steuerbaren Kapitaleinnahmen zurechnete, habe sich der Gesetzgeber im StMBG 1994 zu einer längst geplanten „Klarstellung“ [Anführungszeichen im Original] in § 20 I Nr. 7 und II 1 Nr. 2-4 EStG veranlasst gesehen.

80 Ähnlich *J. Lang*, in: *Tipke/Lang* § 4, Rz. 192: Die Anwendungsgrenze des möglichen Wortsinns schaffe nur bedingt Rechtssicherheit, da es innerhalb der Wortsinngrenze i.d.R. mehrere Sinn- und Auslegungsvarianten gebe.

81 BVerfG 12.3.1985 - 1 BvR 571/81 u.a., BVerfGE 69, 188, 203, unter C.I.2., zu BFH 8.11.1971 (Fn. 79). Vgl. *Herzog*, StbJb 1985/86, S. 27, 43: Es sei „mehr als zweifelhaft“, dass es ein Analogieverbot mit Bezug auf das Steuerrecht in unserer Verfassungsordnung gebe.

errecht angeht, können steuerbegründende oder -verschärfende Tatbestände genauso von (über den Wortlaut hinausgehenden bzw. hinter ihm zurückbleibenden) „Sachgesetzlichkeiten“ (Gesetzeszwecken) geprägt sein wie sonstige (Steuer)-Tatbestände auch. Das betrifft Lenkungssteuern („Zwecksteuern“) wie reine Fiskalsteuern. Richtig ist zwar, dass Steuernormen ausschließlich oder zumindest auch auf das Ziel der Finanzierung des allgemeinen Staatshaushalts gerichtet sind. Ferner lässt sich nicht bestreiten, dass dieses Ziel bereits allein durch den Eintritt der Steuerrechtsfolge erreicht wird, so dass sich aus dem Zweck der Einnahmeerzielung besondere Erkenntnisse für die Auslegung des Steuertatbestands nicht ableiten lassen.<sup>82</sup> Das bedeutet aber noch nicht, dass Steuernormen einem teleologischen Zugang gänzlich verschlossen wären.<sup>83</sup> Der Begriff des Gesetzeszwecks ist nämlich vielschichtig. Die Einnahmeerzielung kennzeichnet lediglich das rechtspolitische Endziel des Gesetzgebers. Normzweck i.S. der Methodenlehre sind demgegenüber die einzelnen Erwägungsgründe und Wertentscheidungen, die den Gesetzgeber bei der konkreten Ausgestaltung von Tatbestand und Rechtsfolgen und der hiermit verbundenen Interessenabwägung geleitet haben. Jede vom Gleichheitsideal der Kopfsteuer abweichende steuergesetzliche Differenzierung muss, soll sie vor der Messlatte des allgemeinen Gleichheitssatzes Bestand haben, von sachlichen oder praktischen Erwägungen geleitet sein<sup>84</sup> und verfügt deshalb über einen besonderen „Gesetzeszweck“.<sup>85</sup> Teleologische Steuerrechtsanwendung bedeutet, dass sich der Rechtsanwender diese der Norm zugrunde liegenden Annahmen und Wertentscheidungen des Gesetzgebers zu eigen macht und für den konkreten Fall „zu Ende denkt“. Je genauer sich diese Erwägungsgründe aufdecken lassen und je konkreter diese Gründe sind, desto einfacher ist es, eine Norm „teleologisch“ auszulegen, zu ergänzen oder zu beschränken. Bei der Frage der Existenz eines analogiefähigen Normzwecks im Steuerrechts darf der Blick also nicht einseitig auf den Sinnzusammenhang zwischen Tatbestand und Rechtsfolge verengt werden.<sup>86</sup> Dementsprechend, aber im Widerspruch zu ihrer eigenen Prämisse erheben die Vertreter der Ansicht von der Unmöglichkeit der Analogie auch gar keine Einwände gegen die teleologische *Auslegung* im Steuerrecht.<sup>87</sup> Schließlich spricht

82 Vgl. *Vogel*, DStZA 1977, 5, 9: Eine Auslegung nach dem Ertragszweck führe „zu einer nahezu unbegrenzten Ausdehnung aller Steuerpflichten“; siehe auch bereits oben B., vor I., S. 309.

83 *J. Lang*, in: *Tipke/Lang*, § 4, Rz. 189: Es sei „evident“, dass es auch im Steuerrecht analogiefähige Prinzipien gebe.

84 Oben I., S. 309 ff., sowie 1. Kapitel, E.II.1.a., S. 74 ff.

85 Den Zusammenhang zwischen Analogiefähigkeit und Gleichheitssatz ansprechend *Tipke*, Bd. 1, S. 223: Wäre das Steuerrecht nicht analogiefähig, so würde man konsequenterweise zum Ergebnis kommen müssen, dass es sich auch dem Gleichheitssatz nicht unterwerfen lasse.

86 So aber *Flume*, StbJb 1967/68, 64: Die steuerrechtliche Tatbestandsbeschreibung sei „nicht Ausdruck einer sachgerechten Problemlösung“. Die steuerrechtlichen Tatbestände suchten die Gerechtigkeit [gemeint ist: im Gegensatz zu anderen Rechtsgebieten] nicht in der „richtigen“ Beziehung zwischen Tatbestand und Rechtsfolge zu verwirklichen, sondern im Verhältnis aller Rechtsfolgen und Rechtsfolgebetroffenen zueinander und gemeinsam zum Staat als Steuergläubiger. Zustimmend *Danzer*, S. 60.

87 Siehe *Danzer*, S. 64: Die „wirtschaftliche Betrachtungsweise“ sei „eine Möglichkeit, den Zweck einer bestimmten Regelung [des Steuerrechts] zu konkretisieren“. Dazu oben II., S. 313 ff.

die rechtsvergleichende Erfahrung, dass in ausländischen Steuerrechtsordnungen die belastende Analogie durchaus praktiziert wird, gegen die Auffassung von der sachlogisch bedingten Analogieunfähigkeit des Steuerrechts.<sup>88</sup> Wenn das Steuerrecht tatsächlich teleologische Besonderheiten aufweist, sind diese nicht sachlogisch bedingt, sondern Ausdruck des Erfahrungssatzes, dass die steuertatbestandlichen Differenzierungen häufig weniger auf Systematik ausgerichtet und mehr den Zufälligkeiten der politischer Interessenkämpfe ausgesetzt sind als in anderen Rechtsbereichen.<sup>89</sup> Dabei besteht ein enger Zusammenhang mit Typisierung bei der steuertatbestandlichen Konkretisierung der Leistungsfähigkeit der Steuerpflichtigen:<sup>90</sup> Immer dort, wo der Gesetzgeber zulässigerweise im Interesse der praktischen Gleichheit typisiert, trägt der Steuertatbestand Elemente der Willkür in sich und fehlt es folglich an Sachgesetzlichkeiten für die teleologische Rechtsfortbildung. Nur deshalb, mangels ungewollter Regelungslücken, sind Steuernormen häufig nicht analogiefähig. Das gilt unabhängig davon, ob die Steuernorm belastend oder begünstigend ist.

Für den vorliegenden Kontext ergibt sich somit die folgende Erkenntnis: Im Grundsatz bestehen weder verfassungsrechtliche noch methodologische Einwendungen dagegen, die Rechtsfortbildung als Mittel der bewussten Gleichbehandlung von Einkünften aus natürlichen und synthetischen Finanzinstrumenten heranzuziehen. In dem Maße, wie etwaige Ungleichbehandlungen auf der typisierenden Differenzierung des Einkommensteuerrechts nach unterschiedlichen Einkunftsarten als solcher beruhen, dürfte es allerdings schwer sein, hinter dem Gesetzeswortlaut die für die Analogie bzw. die teleologische Reduktion notwendigen Sachgesetzlichkeiten auszumachen.

#### IV. Steuerumgehung

Das Rechtsinstitut der Steuerumgehung in Form des Missbrauchs rechtlicher Gestaltungsmöglichkeiten (§ 42 AO)<sup>91</sup> scheint sich wegen seines Zusammenhangs mit der wirtschaftlichen Betrachtungsweise<sup>92</sup> und wegen seines Abstellens auf subjektive Kriterien in der Person des Steuerpflichtigen auf den ersten Blick besonders zu eignen als

88 Siehe den Überblick bei *Tipke*, Bd. 1, S. 219 ff.: Die belastende Analogie wird z.B. in der österreichischen (a.a.O., S. 219) und in der französischen (a.a.O., S. 221) Rspr. als zulässig (und damit als möglich) erachtet. In den USA wird gar nicht erst zwischen Analogie und Auslegung unterschieden; der „economic substance test“ zur Bekämpfung der Steuerumgehung wird als Auslegungstechnik verstanden (*Bankman*, NYU-Colloquium on Tax Policy, unter III.A.).

89 *Walz*, S. 231, zu den methodologischen Grenzen teleologischer Ansätze im Steuerrecht: Die wesentlich engere Orientierung der Rspr. am Wortsinn des Einzeltatbestands, als das in anderen Teilrechtsordnungen, „ja selbst im Strafrecht“ üblich sei, beruhe auf der „Systemlosigkeit des Steuerrechts“.

90 Hierzu oben I., S. 309 ff.

91 *Tipke*, Bd. 3, S. 1329: § 42 AO erfasse nicht die Umgehung von Steuergesetzen schlechthin, sondern nur einen Sonderfall der Steuerumgehung.

92 Vgl. *Tipke*, Bd. 3, der die Steuerumgehung (S. 1323-1352) systematisch bei der „wirtschaftlichen Betrachtungsweise“ einordnet. Zur wirtschaftlichen Betrachtungsweise s.o. II., S. 313 ff.

Mittel gegen die Steuerarbitrage mit Derivaten, also gegen privatrechtliche Gestaltungen, welche die unterschiedliche Besteuerung natürlicher und synthetischer Positionen zum Erzielen von Steuervorteilen ausnutzen. Bereits oben<sup>93</sup> wurde zwar festgestellt, dass der Gesetzesumgehung grundsätzlich keine eigenständige Bedeutung neben den anerkannten Methoden der Rechtsanwendung und -fortbildung (Auslegung, Analogie und teleologische Reduktion) zukommt. Es blieb aber noch offen, ob möglicherweise für die Steuerumgehung angesichts deren ausdrücklicher Regelung etwas Besonderes gilt. Dieser Frage ist nun nachzugehen.

### 1. Meinungsstand

Das Bedürfnis für die besondere gesetzliche Regelung der Steuerumgehung durch § 42 AO wird in dem Umstand gesehen, dass „nach gegenwärtig herrschender Meinung“ die Auslegung am möglichen Wortsinn endet und ein Verbot steuerbelastender Analogie besteht.<sup>94</sup> Dementsprechend begreift man § 42 AO als gesetzliche Durchbrechung des Analogieverbots.<sup>95</sup> Diejenigen, welche die belastende Analogie im Steuerrecht für möglich und zulässig erachten, werten § 42 AO als „Unterfall der Analogie“.<sup>96</sup>

Eine Steuerumgehung i.S. des § 42 AO liegt nach ständiger Rechtsprechung des BFH vor, „wenn eine rechtliche Gestaltung gewählt wird, die zur Erreichung des angestrebten wirtschaftlichen Ziels unangemessen ist, der Steuerminderung dienen soll“ (subjektives Element der Umgehungsabsicht) „und durch wirtschaftliche oder sonst beachtliche außersteuerliche Gründe nicht zu rechtfertigen ist“ (objektives Element der Unangemessenheit).<sup>97</sup> Eine Rechtsgestaltung gilt als unangemessen, „wenn verständige Parteien in Anbetracht des wirtschaftlichen Sachverhalts und der wirtschaftlichen Zielsetzung nicht in der gewählten Weise verfahren wären“,<sup>98</sup> weil sie sie als „unpassend“ erachten.<sup>99</sup> Die Unangemessenheit einer Rechtsgestaltung, so der BFH, trete deutlich hervor, wenn die Gestaltung „überhaupt keinem wirtschaftlichen Zweck“ diene, „also ein vernünftiger wirtschaftlicher Grund nicht zu entdecken“ sei.<sup>100</sup> Jede Gestaltung gilt

93 1. Kapitel, E.II.4., S. 84 ff.

94 *Tipke*, Bd. 3, S. 1328 f.; *ders./Lang*, § 5 Rz. 96. Zur Analogie s.o. III., S. 317 ff.

95 Vgl. BFH 13.2.1980 - II R 18/75, BStBl II 1980, 364, unter II.1.a.: § 6 StAnpG (jetzt § 42 AO) bewirke, „dass in den von ihm erfassten Ausnahmefällen eine steuerbegründende Analogie zulässig“ sei.

96 *J. Lang*, in: *Tipke/Lang*, § 5, Rz. 98.

97 BFH 19.8.1999 - I R 77/96, BFHE 189, 342, unter II.1.a., zum inkongruenten Schütt-aus-Holz-zurück-Verfahren; BFH 29.10.1997 - I R 35/96, BStBl II 1998, 235, unter II.4. (m.w.N.), zur Antragsberechtigung nach § 50d EStG. Aus dem Schrifttum speziell zum subjektiven Element siehe z.B. *J. Lang*, in: *Tipke/Lang*, § 5, Rz. 108: Das Missbrauchen sei eine „finale Handlung“. Der Steuerpflichtige müsse mit Umgehungsabsicht gehandelt haben. Er müsse sich bewusst sein, dass er „den Normsinn, nicht aber den Wortsinn“ erfülle.

98 BFH 17.1.1991 - IV R 132/85, BStBl II 1991, 607, unter 3., m.w.N.

99 BFH 19.8.1999 (Fn. 97).

100 BFH 17.1.1991 (Fn. 98), m.w.N. Vgl. auch *J. Lang*, in: *Tipke/Lang*, § 5, Rz. 107: Rechtliche

demnach als unangemessen, die der Steuerpflichtige allein wegen der erhofften steuerrechtlichen Vorteile wählt.<sup>101</sup> Der Unterschied zwischen der als solchen nicht rechtswidrigen Steuerumgehung und der strafbaren Steuerhinterziehung (§ 370 AO) bzw. der ordnungswidrigen leichtfertigen Steuerverkürzung (§ 378 AO) besteht darin, dass der Steuerpflichtige für die Finanzverwaltung bei der Umgehung nur die steuerrechtliche *Subsumtion*, bei den §§ 370, 378 AO aber die Kenntnisnahme des zu besteuerten *Sachverhalts* erschwert.<sup>102</sup>

Rechtsfolge der Qualifizierung einer Gestaltung als Steuerumgehung ist nach § 42 S. 2 AO die Fiktion einer „den wirtschaftlichen Vorgängen angemessenen rechtlichen Gestaltung“ für die Bestimmung des Steueranspruchs. Die steuerrechtliche Anpassung der rechtlichen Behandlung synthetischer Positionen an diejenige natürlicher Positionen (bewusste Gleichbehandlung) lässt sich demnach über § 42 AO erreichen, wenn man den Willen zur Steuerarbitrage („Umgehungsabsicht“) feststellt sowie die natürliche Position als „angemessen“ und die synthetische als „unangemessen“ qualifiziert.

## 2. Stellungnahme

Es gibt keinen Grund, die Gesetzesumgehung rechtssystematisch im Steuerrecht anders zu behandeln als in der übrigen Rechtsordnung. Die „Steuerumgehung“ ist ein Fall der Bestimmung des Anwendungsbereichs der umgangenen bzw. erschlichenen Norm und hat als solche keine eigenständige Bedeutung. Sie geht vielmehr auf in der teleologischen Auslegung, in der Analogie oder - beim „Erschleichen“ steuerbegünstigender Normen<sup>103</sup> - in der teleologischen Reduktion. In Rechtsprechung und Schrifttum wird

---

Gestaltungen, die lediglich aus steuerrechtlichen Gründen gewählt würden, bewirkten nicht selten keinen „wirtschaftlichen Vorgang“ [Anführungszeichen im Original]. Sie seien „daher“ von vornherein unangemessen.

101 Siehe auch BFH 27.7.1999 - VIII R 36/98, BStBl II 1999, 769, unter 3.c.: Ein Wertpapiergeschäft sei unangemessen, wenn für den Steuerpflichtigen bereits im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses feststehe, dass sich das Geschäft „ausschließlich im Falle seiner steuerlichen Anerkennung vorteilhaft für ihn auswirken“ würde. Zust. zur st. Rspr. des BFH *J. Lang*, in: Tipke/Lang, § 5 Rz. 105, der erläuternd hinzufügt, unangemessen seien auf jeden Fall „abwegige Kniffe und Schliche“. Unangemessene Rechtsgestaltungen benutzen „nicht selten Umwege“, seien „oft umständlich, kompliziert, schwerfällig, unökonomisch, gekünstelt, unnatürlich, undurchsichtig, widersinnig, wenig effektiv oder gar überflüssig“. Bestätigend jetzt BFH 19.8.1999 (Fn. 97): Da es im Bestreben der Rechtsordnung liege, „für alle wirtschaftlichen Vorgänge möglichst einfache Rechtsgestaltungen zur Verfügung zu stellen“, sei „in der Regel der einfachste rechtliche Weg der angemessene“.

102 Vgl. *Kirchhof*, in: Isensee/Kirchhof (Hrsg.), Bd. IV, § 88, Rz. 80: Das Bemühen der Steuerpflichtigen, steuerbelastende Tatbestände zu meiden, sei legitim, solange deren „Belastungsgrund“ („legale Steuervermeidung“) und nicht nur deren „Erkennbarkeit“ („rechtswidrige Steuerumgehung“) vermieden werde.

103 BFH 27.7.1999 (Fn. 101), unter 3.a.: Ein Missbrauch i.S. des § 42 AO könne auch vorliegen, wenn eine unangemessene Gestaltung für die Verwirklichung des Tatbestandes einer begünstigenden Gesetzesvorschrift gewählt werde; ebenso FG Hannover 3.9.1992 (Fn. 68), zum umsatzsteuerrechtlichen Vorsteuerabzug des Grundstückskäufers bei für den insolventen Verkäufer wirtschaftlich sinnvoller Rechnungsartteilung.

zwar der methodologische Zusammenhang der Steuerumgehung mit der Analogie<sup>104</sup> und auch, hier allerdings nur vereinzelt, mit der teleologischen Reduktion<sup>105</sup> durchaus anerkannt; die notwendigen Konsequenzen für die Auslegung des Merkmals der Unangemessenheit sowie für die Umgehungsabsicht werden hieraus freilich in der Regel nicht gezogen. Der tiefere Grund hierfür liegt in der verfehlten<sup>106</sup> Ansicht vom Bestehen eines verfassungsrechtlichen Verbots der steuerbelastenden Analogie. Danach ist § 42 AO nur deshalb nicht verfassungswidrig, weil diese Norm „neben der Ermächtigung zur Lückenfüllung“ zusätzliche, „über die bloße Bindung an den immanenten Sinn und Zweck hinausgehende Begrenzungen in Gestalt der vom Bürger in gewissem Grade durchaus voraussehbaren und kalkulierbaren Inadäquanz der gewählten Rechtsform in Bezug auf das selbst gesteckte wirtschaftliche Ziel“ enthält.<sup>107</sup> Betrachtet man die steuerbelastende Analogie dagegen wie hier vertreten für zulässig, entfällt die Notwendigkeit einer Sonderbehandlung der Gesetzesumgehung im Steuerrecht. Daraus ergeben sich Folgerungen für die Auslegung des § 42 AO.

Der Begriff der *Angemessenheit* enthält eine Wertung. Deren Kriterien sind dem Gesetz, nämlich dem Zweck der „umgangenen“ Norm, und nicht dem rechtsfreien Raum zu entnehmen. Genau das aber bewirkt die Formel der Rechtsprechung dadurch, dass sie die Unangemessenheit der Gestaltung auf das Verhältnis dieser Gestaltung zur wirtschaftlichen Zielsetzung des Steuerpflichtigen bezieht. Maßstab der Betrachtung ist in der Regel, mangels sonstiger außersteuerlicher Kriterien, die „wirtschaftliche“ Oppor-

104 Vgl. BFH 28.6.1989 - II B 89/88, BFH/NV 1990, 323, 325, unter 1., wo von der „nach § 42 AO 1977 gebotenen Tatbestandsanalogie“ die Rede ist. Siehe auch oben 1., S. 324, bei Fn. 96.

105 Siehe FG Hannover 3.9.1992 (Fn. 68): Es könne „dahingestellt bleiben, ob § 42 AO vom rechtssystematischen Ansatz her lediglich als Bekräftigung der ohnehin zulässigen teleologischen Reduktion anzusehen“ sei, „oder ob § 42 AO dem Rechtsanwender erst die Befugnis zu einer über den möglichen Wortsinn hinausreichenden einengenden Anwendung einer begünstigenden Rechtsnorm“ erteile [Hervorhebung durch den *Verf.*]. Diese Entscheidung wurde aufgehoben durch BFH 23.9.1983 (V R 3/93, BFH/NV 1994, 745), allerdings ohne Bezugnahme auf die soeben zitierten Ausführungen.

106 S.o. III.2., S. 320 ff.

107 *Papier*, S. 188 f.; ähnlich BFH 13.2.1980 (Fn. 95), wo das Gericht den Zusammenhang mit der Analogie zwar sieht, aber davon ausgeht, § 42 AO setze über die wertungsmäßige Vergleichbarkeit des Sachverhalts hinaus *zusätzliche* Anforderungen. Die Begriffe „Missbrauch“ und „Umgehung des Steuergesetzes“ dienen „der Einengung der zulässigen steuerbegründenden Analogie“. Aus ihrem Sinnzusammenhang ergebe sich, „dass ungewöhnliche Wege zur Erzielung eines Erfolgs unter der *weiteren* Voraussetzung, dass dieser Erfolg den Wertungen eines bestimmten Steuertatbestandes“ entspreche, so behandelt werden dürften, „als wäre der Steuertatbestand verwirklicht worden“ [Hervorhebung durch den *Verf.*]. Deutlich wird die Trennung von Normanwendung und Steuerumgehung z.B. auch in BFH 6.2.1991 - I R 101/88, BStBl II 1991, 851, unter II.1.: Kreditverbindlichkeiten gegenüber verschiedenen bei der Kreditgewährung nicht zusammenwirkenden Banken seien, so heißt es dort, auch dann nicht als einheitliche Schuld i.S. von § 8 Nr.1 GewStG zu beurteilen, wenn ein Bankkredit mit Mitteln eines bei einer anderen Bank aufgenommenen Kredits getilgt werde „und der Wechsel des Kreditgebers ein Missbrauch rechtlicher Gestaltungsmöglichkeiten“ sei, weil er nur dazu dienen solle, „der durch die Qualifizierung der Verbindlichkeiten als Dauerschulden eintretenden Steuerbelastung zu entgehen“. „In derartigen Fällen“ sei bei der Festsetzung des Gewerbesteuermessbetrags jedoch nach § 42 AO von den Besteuerungsgrundlagen auszugehen, die sich ergeben hätten, wenn der Kreditgeber nicht gewechselt hätte.

tunität bzw. Normalität des zu beurteilenden Verhaltens. Damit werden Steuerverwaltung und Gerichte weder ihren Fähigkeiten noch ihrer Aufgabe gerecht. Bei dieser Beurteilung bleiben zudem die in der Unternehmenspraxis gerade entscheidenden steuerrechtlichen Erwägungen bewusst außer Betracht. Die „wirtschaftliche“ Angemessenheit ist somit gar keine betriebswirtschaftliche, sondern eine normativ-fiktive. Die rechtlichen Resultate werden dadurch willkürlich.<sup>108</sup>

Mitverantwortlich für die Fehlinterpretation des § 42 AO ist der missverständliche Wortlaut der Vorschrift. Der Begriff des „Missbrauchs“ von Gestaltungsmöglichkeiten sowie derjenige der „Angemessenheit“ der vom Steuerpflichtigen gewählten rechtlichen Gestaltung verleiten dazu, in der Steuerumgehung einen zumindest objektiven, nach dem persönlichen Vorverständnis des Rechtsanwenders auszufüllenden Unwertgehalt zu sehen,<sup>109</sup> den sie gar nicht besitzt. Es geht nicht darum, den Steuerpflichtigen dafür zu sanktionieren, dass er bewusst eine steuergünstige Gestaltung gewählt hat. Die Steuerpflichtigen sind, das erkennt die Rechtsprechung auch an, „grundsätzlich frei, ihre rechtlichen Verhältnisse so zu gestalten, dass sich eine geringere Steuerbelastung ergibt“.<sup>110</sup> Die gewählte Gestaltung ist insoweit also der Besteuerung zugrunde zu legen.<sup>111</sup> Dem-

- 
- 108 Vgl. Klein, S. 82 (m.w.N.): Die Ermittlung des Werturteils der Unangemessenheit allein aus der Relation zwischen Gestaltung und angestrebtem Ziel führe zu einer „normfernen Beliebigkeit“ der Missbrauchsdefinition; Paus, DSz 2000, 261, 263: Der Gesichtspunkt der unangemessenen Gestaltung verliere jede Bedeutung, wenn man jede Gestaltung für unangemessen halte, die der Steuerpflichtige allein wegen der erhofften steuerlichen Vorteile wähle.
- 109 Siehe z.B. BFH 23.10.1991 - I R 40/89, BStBl II 1992, 1026, unter II.1.b.dd., zur Zwischenschaltung niedrig besteuertester ausländischer Basisgesellschaften, wo in Bezug auf § 42 AO von einem „Missbrauchsverdikt“ und „Manipulation“ die Rede ist; ebenso wieder jüngst BFH 19.1.2000 - I R 94/97, DSz 2000, 511, unter II.1.a., zur Zwischenschaltung von Basisgesellschaften in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft im niedrig besteuerten Ausland: Das Steuerrecht respektiere grundsätzlich die gewählte zivilrechtliche Gestaltung. Dies gelte jedoch „nicht für solche Gestaltungen, die nur der *Manipulation*“ dienen. Scheinbar widersprüchlich hierzu BFH 13.2.1980 (Fn. 95): Die Begriffe „Missbrauch“ und „Umgehung des Steuergesetzes“ seien „*nicht moralische Wertungen* eines bestimmten Verhaltens“, sondern dienen „der Einengung der zulässigen steuerbe gründenden Analogie“. [Hervorhebungen durch den Verf.]
- 110 BFH 23.10.1996 - I R 55/95, BStBl II 1998, 90, unter II.2., m.w.N.; siehe auch BFH Beschl. 29.11.1982 - GrS 1/81, BStBl II 1983, 272, 277, zu Wertpapierpensionsgeschäften, unter C.III.: Das Gestaltungsmotiv der Ersparnis von Steuern mache die Gestaltung nicht unangemessen und rechtsmissbräuchlich; vgl. ferner die Begründung zum Entwurf einer RAO, Bericht des 11. Ausschusses, Nationalversammlung, 1919, DS Nr. 1460, S. 4: Dem Steuerpflichtigen könne es grundsätzlich nicht verwehrt werden, sein Rechtsverhältnisse beliebig zu gestalten, selbst wenn dies entscheidend aus Steuerersparnisgründen geschehe (zit. nach Fischer, DB 1996, 644, 647). Zur gleichheitsrechtlichen Unbedenklichkeit der Anerkennung der Steuergestaltung BVerfG 14.4.1959 - 1 BvL 23/57 u.a., BVerfGE 9, 237, 249 ff., unter C.I.2., zu steuergestaltenden Arbeitsverträgen unter Ehegatten: Wollten Ehegatten ernsthaft auch [gemeint ist: neben dem steuerlichen Motiv] zivilrechtlich gebunden sein, so sei „schwer einzusehen, warum solchen Verträgen die steuerliche Wirkung [§ 26a EStG a.F.] versagt sein sollte“.
- 111 BFH 23.10.1996 (Fn. 110). Etwas anderes gelte nur, wenn die Voraussetzungen des § 42 AO erfüllt wären. Rechtsvergleichend erwähnenswert ist die Entscheidung des Supreme Court of Canada 14.6.1999, *Shell Canada Limited v. Her Majesty The Queen*, [1999] 3 S.C.R. 622, Rz. 45 ([http://www.lexum.umontreal.ca/csc-scc/en/pub/1999/vol3/html/1999scr3\\_0622.html](http://www.lexum.umontreal.ca/csc-scc/en/pub/1999/vol3/html/1999scr3_0622.html), Abruf v. 1.9.2000), zur steuerlichen Behandlung einer Verschuldungsmaßnahme in einer hochverzinslichen Währung, die mittels eines Kassatausches und eines Devisentermingeschäfts in ein synthetisches

entsprechend ist die wirtschaftliche Entscheidungsneutralität des Steuerrechts auch nicht etwa bindender Rechtsgrundsatz, sondern allenfalls rechts- oder wirtschaftspolitische Wunschvorstellung.<sup>112</sup> Bei der Beurteilung der Steuerarbitrage mit Derivaten läuft ein „wirtschaftliches“ Verständnis der „Unangemessenheit“ schon deshalb leer, weil natürliche und synthetische Positionen anerkanntermaßen (finanz-) wirtschaftlich gleichwertig sind.<sup>113</sup> Gestaltungen, die nach dem BFH „überhaupt keinem wirtschaftlichen Zweck“ dienen,<sup>114</sup> und denen man schon unabhängig von der konkreten Steuernorm die steuerrechtliche Anerkennung versagen muss, gibt es bei genauer Betrachtung nicht, sofern sie nur wirklich gewollt und keine Scheingeschäfte sind. Jede Transaktion und jede Kombination von Transaktionen erfüllt zumindest objektiv gesehen eine wirtschaftliche Funktion, mag diese auch für den Steuerpflichtigen subjektiv nicht von Bedeutung sein. Selbst der Extremfall des Kaufs und sofortigen Wiederverkaufs derselben Sache oder des gleichzeitigen Kaufs und Verkaufs gleichartiger Gegenstände ist in seiner Gesamtheit wirtschaftlich nicht vollständig neutral - sei es wegen des kurzen Zeitraums, innerhalb dessen sich die erworbene Sache im Eigentum des Steuerpflichtigen befand, sei es wegen der mit den Transaktionen entstehenden schuldrechtlichen Ansprüche. Erst recht gilt dies, wenn dabei einer der Erwerbs- oder Veräußerungsakte synthetisch unter Einsatz von Derivaten dupliziert wird. Die finanzwirtschaftliche Ausgeglichenheit einer solchen Position darf nicht verwechselt werden mit ihrer wirtschaftlichen Bedeutungslosigkeit.

Im Übrigen versagt die herrschende Auslegung der „Unangemessenheit“ bei solchen zwei- oder mehrseitigen steuergestaltenden Konstruktionen, bei denen die Steuerpflichtigen nur indirekt über die Preisgestaltung an den erzielten Steuervorteilen der Gegenseite teilhaben.<sup>115</sup> Deutlich wird das Versagen des Angemessenheitskriteriums

---

Darlehen in einer niedriger verzinslichen Währung umgewandelt wurde: „Unless the [Income Tax] Act provides otherwise, a taxpayer is entitled to be taxed based on what it actually did, not based on what it could have done, and certainly not based on what a less sophisticated taxpayer might have done.“

112 Vgl. *J. Lang*, Entwurf, Rz. 358: Das von *Rainer Elschen* (1991) und *Franz Wagner* (1992) formulierte Ideal einer entscheidungsneutralen Besteuerung sei „sicher mit den historischen Vorstellungen der Steuergleichheit, Steuergerechtigkeit und des Leistungsfähigkeitsprinzips nicht zu vereinbaren“. Es entspreche aber „ziemlich exakt dem modernen rechtlichen Verständnis einer gleichmäßigen Besteuerung nach der Leistungsfähigkeit, das u.a. in der Forderung nach Rechtsformneutralität der Besteuerung seinen Niederschlag finde; *D. Schneider*, DB 1999, 105: Die „Norm [gemeint ist: „steuerpolitische Norm“, vgl. a.a.O., S. 110] Entscheidungsneutralität der Einkommensteuer“ beziehe sich auf die fiskalische, nicht wirtschaftslenkende Besteuerung. Sie besage, „dass über den Liquiditätsentzug hinaus die Handlungen vernünftig Wirtschaftender bei ihrem Einkommenserwerb *möglichst* nicht durch einkommensabhängige Steuerzahlungen verändert werden, sondern so erfolgen sollen, wie sie in einer sonst gleichen, aber einkommensteuerlosen Welt getroffen würden“.

113 Treffend Supreme Court of Canada 15.10.1999 (Fn. 111), Rz. 46: „Inquiring into the »economic realities« of a particular situation [...] wrongly invites a rule that where there are two ways to structure a transaction with the same economic effect, the court must have regard only to the one without tax advantages“.

114 S.o. unter 1., S. 324.

115 Vgl. *D. Schneider*, StuW 1985, 345, 353: Steuervermeidung werde in einer „ökonomisch falschen Problemsicht“ dort vermutet, wo aufgrund von Steuerplanung Entscheidungsänderungen befürwor-

unter diesen Voraussetzungen am Beispiel des sog. Dividendenstripping, das den Gesetzgeber in Gestalt des im Zuge der Körperschaftsteuerreform 2001 nun wieder aufgehobenen § 50c EStG a.F. zur Schaffung einer speziellen Missbrauchsnorm veranlasst hatte. Sie dehnte die Rechtsfolgen des Missbrauchs auf den anrechnungsberechtigten Steuerpflichtigen aus, obwohl an sich nicht dieser, sondern der Nichtanrechnungsberechtigte infolge der „Umweggestaltung“ gesetzlich nicht vorgesehene Steuervorteile zog.<sup>116</sup> Es sei ausgeschlossen, so führt der BGH aus, „das mit § 50c EStG gewollte Gesetzesziel gleichermaßen mit Hilfe des § 42 AO zu erreichen“.<sup>117</sup>

Nach der hier vertretenen Konzeption ist demgegenüber eine rechtliche Gestaltung allein deshalb „den wirtschaftlichen Vorgängen angemessen“ i.S. des § 42 AO, weil sie dem *zivilrechtlichen* Normalfall entspricht, von dem der Steuergesetzgeber bei der Regelung eines *wirtschaftlichen* Sachverhalts (aus Gründen der Vereinfachung) ausgegangen ist.<sup>118</sup> Regelmäßig nämlich umschreiben Steuertatbestände die als steuerwürdig angesehenen wirtschaftlichen Sachverhalte vereinfachend „in ihrer *typischen* zivilrechtlichen Gestaltung“.<sup>119</sup> Dies führt dazu, dass der vom Normzweck erfasste „wirtschaftliche Tatbestand“ über den „zivilrechtlich formulierten“ Tatbestand „hinausschießt“.<sup>120</sup> Die Bedeutung des § 42 AO besteht so gesehen darin, dass jemand, der den „wirtschaftlichen Effekt“, den das Gesetz erfassen will, mit einer anderen, „vom Wortsinn des Gesetzes nicht mehr erreichten“ und *insofern* unangemessenen (atypischen) zivilrechtlichen Gestaltung herbeiführt, steuerrechtlich so behandelt wird, „als habe er die angemessene, vom Gesetz erfasste Gestaltung gewählt“.<sup>121</sup> Während „angemessen“ aus dieser Sicht also nichts anderes als „vom Wortlaut und Normzweck gedeckt“ bedeutet, ist

---

tet werden. Steuerplanung des einzelnen Unternehmers stelle aber lediglich die in einer Wettbewerbswirtschaft vernünftige Anpassung an bereits bekannte Steuerwirkungen dar. Steuerplanung könne institutionsbildende Steuerausweichhandlungen (am Bsp. des Finanzierungs-Leasing) nicht aufdecken, weil deren wirtschaftliche Ursache über die Preisgestaltung hinweg nur im gemeinsamen Vorteil der Vertragsschließenden bestehe. Methodisch grundlegend für die ökonomische Analyse des Steuerrechts sei die „Suche nach dem gemeinsamen Steuervorteil“ der Vertragsparteien.

116 BFH 15.12.1999 - I R 29/97, DStZ 2000, 379, unter II.3.b.aa.

117 BFH 15.12.1999 (Fn. 116); gegen eine Anwendung der Grundsätze dieser Entscheidung über den entschiedenen Einzelfall hinaus BMF 6.10.2000 - IV C 6-S 2189-11/00.

118 Besser als in § 42 AO kam dieser Zusammenhang in § 5 II Nr. 1 RAO 1919 zum Ausdruck: Danach war Missbrauch u.a. in Fällen gegeben, „wo das Gesetz wirtschaftliche Vorgänge [...] in der ihnen *entsprechenden* rechtlichen Gestaltung der Steuer unterwirft“, „ihnen nicht entsprechende [...] Rechtsformen gewählt [...] werden“ und „derselbe Erfolg erzielt wird, der erzielt wäre, wenn eine dem wirtschaftlichen Vorgang *entsprechende* rechtliche Gestaltung gewählt wäre [...]“ [zit. nach Klein, S. 123, Hervorhebungen durch den Verf.]. Das Wort „entsprechend“ vermeidet im Gegensatz zu „angemessen“ jeden moralisierenden Unterton.

119 J. Lang, in: Tipke/Lang, § 5, Rz. 97 [Hervorhebung durch den Verf.]; vgl. auch BFH 6.3.1990 - II R 88/87, BStBl II 1990, 446, 447, unter 2., wo in Zusammenhang mit § 42 AO von der „in einem Steuergesetz bezeichneten typischen zivilrechtlichen Form“ die Rede ist, der die tatsächlich getroffenen Vereinbarung „formal“ nicht entspricht.

120 J. Lang, in: Tipke/Lang, § 5, Rz. 99.

121 J. Lang, in: Tipke/Lang, § 5, Rz. 98; ähnlich BFH 13.2.1980 (Fn. 95), m.w.N.: Nach § 42 AO dürften „ungewöhnliche Wege zur Erzielung eines Erfolgs unter der weiteren Voraussetzung, dass dieser Erfolg den Wertungen eines bestimmten Steuertatbestandes entspricht“, so behandelt wer-

„unangemessen“ diejenige Gestaltung, die zwar nicht mehr vom Wortlaut, aber noch vom Normzweck her abgedeckt wird.<sup>122</sup> Das ist exakt dieselbe Ausgangssituation, nach der sich auch die Zulässigkeit einer Analogie oder einer teleologischen Reduktion richtet. Jeweils geht es um Lückenfüllung nach dem Maßstab des Normzwecks.<sup>123</sup> Ob man § 42 AO als echte, rechtsfortbildende Analogie bzw. teleologische Reduktion i.S. der Methodenlehre oder als gesetzlich angeordnete „Sachverhaltsfiktion“ begreift,<sup>124</sup> ist bloß eine Frage der Begrifflichkeit und ohne praktische Bedeutung. Begreift man die Analogie als Methode der Rechtsfortbildung *praeter legem*, ist eine Analogie, die durch das Gesetz angeordnet wird (§ 42 AO), bereits begrifflich nicht denkbar. Die Anhänger des steuerrechtlichen Analogieverbots, zu denen auch der historische Gesetzgeber der AO gezählt hat, müssen § 42 AO bereits deshalb als Sachverhaltsfiktion deuten, um sich zu ihrer eigenen Prämisse nicht in Widerspruch zu setzen.

Das zusätzliche Erfordernis der Absicht des Steuerpflichtigen zur Umgehung oder Erschleichung einer Steuernorm („*Umgehungsabsicht*“) beschränkt die Anwendbarkeit des § 42 AO auf Fälle der bewussten (Versuche von) Steuerarbitrage. Für die Vertreter der Auffassung, die Angemessenheit der Gestaltung sei am eigenen wirtschaftlichen Ziel des Steuerpflichtigen zu messen, ist es dogmatisch notwendiges Korrektiv des Eingriffs in die unternehmerische Selbstbestimmung. Nach dem hier vertretenen Ansatz aber ist sie überflüssig.

Bereits begrifflich verlangt der „Missbrauch“ (§ 42 AO) nicht notwendigerweise nach einer entsprechenden Absicht.<sup>125</sup> Für die Fälle des institutionellen Rechtsmiss-

den, „als wäre der Steuertatbestand verwirklicht worden“.

- 122 Ansätze zur zumindest ergänzenden Berücksichtigung des Zwecks der umgangenen (bzw. erschlichenen) Norm im Rahmen des § 42 AO lassen sich in der Rspr. des BFH durchaus finden: Vgl. BFH 19.8.1999 (Fn. 97): Ein „Gestaltungsmisbrauch“ liege „stets nur dann vor, wenn die gewählte Gestaltung nach den *Wertungen des Gesetzgebers*, die den jeweils maßgeblichen steuerrechtlichen Vorschriften zugrunde liegen, der Steuerumgehung dienen soll, ansonsten aber nicht“ [Hervorhebung durch den *Verf.*]; BFH 16.1.1992 - V R 1/91, BStBl II 1992, 541, 543, unter II.3.c., vor aa., zum umsatzsteuerrechtlichen Vorsteuerabzug: § 42 AO setze „eine am *Gesetzeszweck* vorbezielende rechtliche Gestaltung“ voraus [Hervorhebung durch den *Verf.*]; ähnlich BFH 6.3.1990 (Fn. 119). Vgl. auch BFH 23.10.1991 (Fn. 109): Hier wird die Frage der Umgehung nicht am Zweck der (möglicherweise) umgangenen Norm, sondern am Zweck sonstiger Normen geprüft, mit denen die umgangene Norm in systematischem Zusammenhang steht.
- 123 Vorbildlich für die teleologische Reduktion FG Hannover 3.9.1992 (Fn. 68): Der Anwendungsbereich des § 42 AO reiche *nicht* über die Grenzen der teleologischen Reduktion hinaus. Diese Grenzen würden durch den Gesetzeszweck gezogen. Eine Umgehung können daher nur vorliegen, wenn eine steuergesetzliche Regelung entgegen ihrem Wortsinn vom Gesetzeszweck her einer Einschränkung bedürfe.
- 124 So für die Umgehung steuerbelastender Normen *Klein*, S. 37-39; ebenso BFH 13.2.1980 (Fn. 95): Während die Analogie darin bestehe, „dass die für einen bestimmten Sachverhalt gegebene Regelung auf einen anderen, ihm wertungsmäßig gleich zu erachtenden übertragen“ werde, ordne § 6 StAnpG [jetzt: § 42 AO] an, „dass die missbräuchliche, oder anders ausgedrückt, unangemessene Gestaltung gedanklich durch die angemessene ersetzt“ werde. „Mit dieser technischen Lösung des Konflikts zwischen dem Wortlaut einer Rechtsnorm und der ihr zugrunde liegenden Wertung“ werde „aber dasselbe Ergebnis erzielt wie mit der analogen Anwendung des Steuertatbestandes“.
- 125 Wie hier *Fischer*, DB 1996, 644, 645: Umgehungsabsicht sei nicht erforderlich, es gehe um die Geltung des objektiven Rechts, nicht um Sanktionen böswilligen Verhaltens; *Danzer*, S. 101-103.

brauchs außerhalb des Steuerrechts ist dies anerkannt.<sup>126</sup> Praktisch entfaltet das subjektive Element in der Rechtsprechung des BFH bezeichnenderweise keine Bedeutung, da sein Vorliegen im Wege einer Vermutung aus dem Fehlen wirtschaftlicher oder sonst beachtlicher Gründe abgeleitet wird.<sup>127</sup> Diese Vermutung, so heißt es, gehe auf die Überlegung zurück, dass die gewählte Gestaltung „auf irgendwelchen Absichten“ beruhen müsse.<sup>128</sup> Im Übrigen ist das Kriterium der Umgehungsabsicht selbst innerhalb des BFH umstritten. Im Gegensatz etwa zum ersten, vierten und achten steht ihm der fünfte Senat distanziert gegenüber.<sup>129</sup>

Zusammenfassend lässt sich festhalten: Mit der Erkenntnis von der verfassungsrechtlichen Zulässigkeit und methodologischen Durchführbarkeit der belastenden Analogie bzw. Reduktion im Steuerrecht verliert § 42 AO seine Daseinsberechtigung. Diese Vorschrift hat insofern nur deklaratorischen Charakter. Für die steuerrechtliche Bewältigung des finanzwirtschaftlichen Bausteineffekts hat die Steuerumgehung gegenüber den allgemeinen Methoden der Rechtsfortbildung keine eigenständige Funktion.

### V. Steuererlass aus Billigkeitsgründen

Für den vorliegenden Kontext könnte sich die Frage eines Steuererlasses aus Billigkeitsgründen im Festsetzungs- oder Erhebungsverfahren (§ 163 bzw. § 227 AO) immer dann stellen, wenn eine synthetische Positionen zu einer höheren Steuerlast führt als eine wirtschaftlich gleichwertige natürliche. Der Billigkeitserlass ist grundsätzlich eine Ermessensentscheidung der Finanzverwaltung, die innerhalb der Grenzen der pflichtgemäßen Ermessensausübung nicht justiziabel ist.<sup>130</sup> Die tatbestandlichen Vorausset-

---

A.A. BFH 5.3.1986 - I R 201/82, BStBl II 1986, 496, unter 3., zur Zwischenschaltung einer ausländischen Basisgesellschaft: Die Steuerumgehungsabsicht sei ein sich aus „der Erwähnung des Missbrauchs in § 6 I StAnpG“ [= § 42 AO] ergebendes subjektives Tatbestandsmerkmal.

126 S.o. 1. Kapitel, E.II.4., S. 85.

127 Vgl. BFH 7.7.1998 - VIII R 10/96, BFHE 186, 534, unter II.1.c., zum Verkauf aller Anteile an einer GmbH zwecks Vermeidung einer Besteuerung des Liquidationserlöses nach § 20 I Nr.2 EStG: Bei einer den wirtschaftlichen Verhältnissen unangemessenen Gestaltung spreche „eine tatsächliche Vermutung“ für die Missbrauchsabsicht des Steuerpflichtigen, wenn für diese Gestaltung wirtschaftliche oder sonst beachtliche Gründe fehlten.

128 BGH 5.3.1986 (Fn. 125).

129 BFH 10.9.1992 - V R 104/91, BStBl II 1993, 253, unter II.4.: Es bedürfe keiner Entscheidung der Frage, ob § 42 AO das Vorliegen einer Missbrauchsabsicht voraussetze. Der Senat habe hierzu die Auffassung vertreten, „dass die Anwendung des § 42 AO nicht durch subjektive Umstände wie Gutgläubigkeit, Rechtsunkenntnis, Unerfahrenheit oder Ungeschicklichkeit vermieden werden“ könne, wenn die objektiven Umstände eine unangemessene Gestaltung ergeben (m.w.N.). Damit habe „der Senat im Ergebnis verneint, dass die Missbrauchsabsicht Tatbestandsmerkmal des § 42 AO“ sei; offen gelassen in BFH 17.6.1998 - X R 68/95, BFHE 186, 288, unter II.3.e.

130 Vgl. Gemeinsamer Senat der obersten Gerichtshöfe des Bundes, Beschl. 19.10.1971 - GmS-OGB 3/70, BFHE 105, 101, zu § 131 I 1 AO a.F. (jetzt: § 163 AO), unter 6.: Zwischen dem Begriff „unbillig“ und der Folge „können“ bestehe eine „unlösliche Verbindung“. Der Begriff „unbillig“ rage deshalb „in den Ermessensbereich hinein“.

zungen der §§ 163, 227 AO sind identisch.<sup>131</sup> Das gemeinsame Kriterium der „Unbilligkeit“ der Erhebung bzw. Einziehung „nach Lage des einzelnen Falles“ ist gleichlaufend auszulegen. Relevant werden könnte die *sachliche* Unbilligkeit in Gestalt der Zweckverfehlung sowie der Grundrechtsverletzung.<sup>132</sup>

Bei der *Zweckverfehlung* besteht zwar nach dem gesetzlichen Tatbestand ein Anspruch aus dem Steuerschuldverhältnis, seine Geltendmachung ist „aber mit dem Zweck des Gesetzes nicht oder nicht mehr zu rechtfertigen“ und läuft „dessen Wertungen zuwider“.<sup>133</sup> Das maßgebliche Gesetz braucht dazu nicht unbedingt dasjenige zu sein, das Grundlage der Besteuerung ist. Eine niedrigere Steuerfestsetzung bzw. -erhebung ist nur insoweit zulässig, „als angenommen werden kann, der Gesetzgeber würde die im Billigkeitswege zu entscheidende Frage - hätte er sie geregelt - i.S. der vorgesehenen Billigkeitsmaßnahme entscheiden“.<sup>134</sup> Entscheidend ist der „erklärte oder mutmaßliche Willen des Gesetzgebers“.<sup>135</sup>

Ein Billigkeitserlass in der Fallgruppe der *Grundrechtsverletzung* kann zur Wahrung der Grundrechte „bei *generalisierenden* und *typisierenden* Steuertatbeständen geboten sein, „wenn die Regelungen nur deshalb einer verfassungsrechtlichen Prüfung standhalten, weil im Einzelfall oder in Gruppen von Einzelfällen die Möglichkeit besteht, auftretenden Härten durch Billigkeitsmaßnahmen Rechnung zu tragen“.<sup>136</sup> In diesen Fällen reduziert sich das Ermessen der Finanzbehörde nach §§ 163, 227 AO auf null.<sup>137</sup> Anders ist es, wenn die Einziehung der Steuer „zwar dem zum Ausdruck gebrachten Willen des Gesetzgebers“ entspricht, dieser aber einer an den Grundrechten ausgerichteten verfassungsrechtlichen Überprüfung nicht standhält. Dann ist das Gesetz als solches verfassungswidrig. Das kann aber „nur in den dafür vorgesehenen Verfahren geltend gemacht werden und rechtfertigt keinen Billigkeitserlass“.<sup>138</sup> Bei fehlender rechtlicher Anerkennung des Bausteineffekts kommt als verletztes Grundrecht in erster Linie der allgemeine Gleichheitssatz in Betracht. Das wird, wenn überhaupt, wegen der

131 Seer, in: Tipke/Lang, § 22, Rz. 295.

132 Zu den Fallgruppen der sachlichen Unbilligkeit Seer (Fn. 131), Rz. 334-337.

133 BFH 15.10.1998 - IV R 69/97, BStBl II 1999, 41, unter 2.a., zu § 227 AO; ähnlich BFH 23.3.1998 - II R 26/96, BFH/NV 1998, 1098, unter II.1, m.w.N., zu § 163 AO: Die Einziehung der Steuer müsse dort „zwar dem Gesetz entsprechen, aber infolge eines Gesetzesüberhangs den Wertungen des Gesetzgebers derart zuwiderlaufen, dass sie unbillig erscheint“.

134 BFH 23.3.1998 (Fn. 133), unter II.1, m.w.N.

135 BFH 27.3.1958 - Vz 181/57 U, BStBl III 1958, 248.

136 BFH 23.3.1998 (Fn. 133), unter II.1. [Hervorhebungen durch den *Verf.*]; vgl. auch BVerfG 5.4.1978 - 1 BvR 117/73, BVerfGE 48, 102, unter C.II.1., C.II.3., vor a.: „Das aus dem Rechtsstaatsprinzip folgende Übermaßverbot“ zwingt dazu, „Befreiung von einer schematisierenden Belastung zu erteilen, wenn die Folgen extrem über das normale Maß hinauschießen, das der Schematisierung zugrunde liegt“.

137 Vgl. BVerfG 10.11.1998 - 2 BvR 1220/93, BStBl II 1999, 193, unter B.II.: Das BVerfG habe „eine Verfassungspflicht zum Billigkeitserlass festgestellt, wenn die Anwendung eines nicht zu beanstandenden Gesetzes in Einzelfällen zu einem »ungewollten Überhang« führen würde“.

138 BFH 23.3.1998 (Fn. 133), unter II.1., m.w.N.. Vgl. auch Seer, in: Tipke/Lang, § 22, Rz. 336: §§ 163, 227 AO dürften nicht als „Reparaturwerkzeuge“ für ein verfassungswidriges Gesetz missbraucht werden [Anführungszeichen im Original!]

Zulässigkeit tatbestandlicher Typisierungen nur solche Ungleichheiten betreffen, die im Vergleich zu den Typisierungsvorteilen als unverhältnismäßig beurteilt werden müssen.<sup>139</sup>

Egal, ob Zweckverfehlung oder Grundrechtsverletzung: Die sachliche Unbilligkeit muss sich jedenfalls immer auf atypische Einzelfälle beschränken.<sup>140</sup> Die „generelle Geltungsanordnung des Gesetzes“ darf durch einen Billigkeitserlass „nicht unterlaufen“,<sup>141</sup> die vorgesehene Besteuerung nicht „allgemein außer Kraft“ gesetzt werden.<sup>142</sup> Schon deshalb eignet sich der Steuererlass aus sachlichen Gründen nicht zur Gesetzeskorrektur im Falle einer ungleichen Besteuerung der Einkünfte aus natürlichen und synthetischen Positionen. Sollte diese nämlich nicht bereits durch teleologische Auslegung oder Rechtsfortbildung behebbar sein, ist dies ein Zeichen struktureller Inkonsistenzen zwischen den einzelnen Einkunftsarten. Eine vom Gesetz abweichende Steuerfestsetzung oder -erhebung wäre dann nicht mehr eine dem mutmaßlichen Willen des Gesetzgebers entsprechende Ausnahme in einem atypischen Härtefall, sondern ein substantieller Eingriff in die bestehende Gesetzessystematik. Diese Bewertung ist unabhängig davon, wie häufig das Problem in der Besteuerungspraxis tatsächlich auftritt.

Nachdem nun die verfassungsrechtlichen und methodologischen Vorbedingungen des Steuerrechts für die Anerkennung des Bausteineffekts geklärt sind, wendet sich die Untersuchung nun den konkreten Einzelatbeständen des Einkommensteuerrechts zu. Zunächst wird es um den privaten (C.) und anschließend um den gewerblichen Einsatz von Derivaten gehen (D.). Wegen der Vielfalt der Instrumente und ihrer Kombinationsmöglichkeiten können wie bereits in den vorausgehenden Kapiteln nur exemplarische Fallkonstellationen untersucht werden.<sup>143</sup> Dies wird jedenfalls ausreichen, um die

139 S.o. I., S. 311, bei Fn. 26.

140 Seer (Fn. 331), Rz. 335: Sachliche Unbilligkeit könne vorliegen, wenn „in einem *atypischen* Einzelfall die rechtliche Aussage des Gesetzes über den mit diesem verfolgten Zweck“ hinausreiche [Hervorhebung durch den Verf.].

141 BFH 15.10.1998 (Fn. 133), unter 2.a.. Zuvor bereits BVerfG 5.4.1978 (Fn. 136), unter C.II.3., vor a.: Billigkeitsmaßnahmen dürfen „nicht die einem gesetzlichen Steuertatbestand innewohnende Wertung des Gesetzgebers generell durchbrechen oder korrigieren, sondern nur einem ungewollten Überhang des gesetzlichen Steuertatbestandes abhelfen“.

142 BFH 23.3.1998 (Fn. 133), unter II.1., m.w.N.; siehe auch BVerfG 5.4.1978 (Fn. 136), unter C.II.3., vor a.: Wenn Billigkeitsmaßnahmen „ein derartiges Ausmaß erreichen müssten, dass sie die allgemeine Geltung des Gesetzes aufheben, wäre das Gesetz als solches verfassungswidrig.“ Diese Grenze überschreitet - zugunsten der Steuerpflichtigen - z.B. das BMF-Schreiben vom 19.12.1989 (IV A 3 S 7106-55/89) zur „umsatzsteuerrechtlichen Behandlung verschiedener Finanzmarktinnovationen und der uneigentlichen Wertpapierleihe“. Es bestimmt unter Gliederungspunkt 1.b., dass mit einem Transaktionsentgelt zu vergütende Leistungen der DTB „aus sachlichen Billigkeitsgründen“ über den Gesetzeswortlaut hinaus („Umsätze im Geschäft mit Geldforderungen und die Vermittlung dieser Umsätze, ausgenommen die Einziehung von Forderungen“) bis zur Vollendung einer dem Gesetzgeber nahegelegten Gesetzesänderung „zunächst im Verwaltungswege als nach § 4 Nr. 8 lit. c UStG von der Umsatzsteuer befreit behandelt“ werden sollen. Vgl. nunmehr mit gleicher Begründung die entsprechende Verfügung der OFD Hannover v. 25.2.1999 (S 7100-435-StO 352) zur „umsatzsteuerlichen Behandlung von Warentermingeschäften für den Agrarhandel in Hannover“ (unter 1.3.) in Bezug auf die Tätigkeit der WTB-Clearing-Bank (WTC).

143 Fast resignierend *Plambeck/Rosenbloom/Ring*, in: IFA (Hrsg.), S. 735, 740: Obwohl es ein „ver-

Grundprobleme sichtbar zu machen und zu Lösungsmöglichkeiten Stellung zu beziehen.

## C. Private Einkünfte

Bei den Überschusseinkünften führen entsprechend dem Zu- und Abflussprinzip (§§ 8 I, 11 I 1, II 1 EStG) nur solche Vermögenszuwächse zu steuerpflichtigen Einkünften, die sich bereits in Geld oder Geldeswert realisiert haben. Positionen in Finanzinstrumenten werden deshalb erst dann einkommensteuerlich relevant, wenn sie zu positiven oder negativen Zahlungsströmen führen oder wenn sie selbst Gegenstand eines Erwerbsaktes sind, vorausgesetzt, sie werden steuerlich als Güter mit Geldeswert i.S. des § 8 I EStG anerkannt.<sup>144</sup> Um vergleichen zu können, wie natürliche Positionen einerseits und synthetische Positionen andererseits besteuert werden (II.), ist zuvor zu untersuchen, wie einzelne Derivate einkommensteuerrechtlich zu qualifizieren sind (I.).

### I. Einzelne Derivate

Die Darstellung beginnt mit den privaten Veräußerungsgeschäften nach § 22 Nr. 2 i.V.m. 23 EStG. Zwar ist der Tatbestand nach § 23 II 1 EStG gegenüber den anderen Einkunftsarten subsidiär. Er ist aber der einzige, der Zahlungsströme zwar nicht aus „Derivaten“, aber immerhin aus „Termingeschäften“<sup>145</sup> ausdrücklich nennt.

#### 1. Einkünfte aus privaten Veräußerungsgeschäften

Die Einkunftsart der „privaten Veräußerungsgeschäfte“ (§§ 22 Nr. 2, 23 EStG) als Unterfall der „sonstigen Einkünfte“ i.S. des § 2 I Nr. 7 EStG ist neu. Entstanden ist sie im Zuge der Steuerreform 1999<sup>146</sup> durch Ausweitung der unter § 23 EStG a.F. geregelten „Spekulationsgeschäfte“<sup>147</sup> auf „Termingeschäfte“ (§ 23 I 1 Nr. 4 EStG). Gleichzeitig ist die Spekulationsfrist für Wirtschaftsgüter außerhalb des Immobilienbereichs von sechs Monaten auf ein Jahr verlängert worden (§ 23 I 1 Nr. 2 EStG). Neben den „Spekulationsgeschäften“ bisherigen Typs unterliegen nunmehr der Einkommensteuer Einkünf-

---

wandtes und faszinierendes Thema“ sei, untersuche der Bericht nicht in systematischer Weise „die Verwendung von Derivaten zur Nachbildung konventioneller Transaktionen“. Der Grund liege in der unbegrenzten Variationsbreite solcher Gestaltungsmöglichkeiten.

144 Hierzu unten C.I.3., S. 359 ff.

145 Zum Zusammenhang der „Termingeschäfte“ nach § 23 I 1 Nr. 4 EStG mit dem Begriff des Derivats und des derivateähnlichen Geschäfts s.u. 1.a.bb., S. 340 ff.

146 Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002 v. 4.3.1999, BGBl I, 402.

147 Wie sich aus der Übergangsvorschrift des § 52 XXXIX 2 EStG ergibt, bleibt die bisherige Regelung bis einschließlich zum Veranlagungszeitraum (VZ) 1998 anwendbar.

te aus „Termingeschäften, durch die der Steuerpflichtige einen Differenzausgleich oder einen durch den Wert einer veränderlichen Bezugsgröße bestimmten Geldbetrag oder Vorteil erlangt, sofern der Zeitraum zwischen Erwerb und Beendigung des Rechts auf einen Differenzausgleich, Geldbetrag oder Vorteil nicht mehr als ein Jahr beträgt.“ Das bereits bisher bestehende Verbot des horizontalen Ausgleichs von Verlusten im Bereich des § 23 EStG mit „sonstigen Einkünften“ (§ 22 EStG) anderer Art sowie mit Überschüssen aus anderen Einkunftsarten wurde beibehalten (§ 23 III 8 HS 1 EStG). Das absolute Verbot des Verlustvor- und -rücktrags (interperiodischer Verlustabzug, § 23 III 4 HS 2 EStG a.F.) wurde unter dem Eindruck des (nicht unmittelbar einschlägigen) Beschlusses des BVerfG vom 30.9.1998 zur Verfassungswidrigkeit des § 22 Nr. 3 S. 3 EStG a.F.<sup>148</sup> eingeschränkt,<sup>149</sup> so dass Verluste nun auf Überschüsse aus privaten Veräußerungsgeschäften in unmittelbar angrenzenden Veranlagungszeiträumen angerechnet werden dürfen (§ 23 III 8 HS 2, 9 EStG).<sup>150</sup> Die nachfolgende Betrachtung beginnt mit der Besteuerung von Zahlungsströmen aus der Erfüllung von Derivaten bei Fälligkeit (a.). Anschließend werden die Zahlungsströme aus der vorzeitigen Glattstellung dieser Geschäfte behandelt (b.).

#### a. Zahlungsströme bei Fälligkeit

Die Bedeutung und Reichweite der tatbestandlichen Ausweitung des § 23 EStG lässt sich am besten vor dem Hintergrund der bisherigen Rechtslage zur Besteuerung von Termingeschäften erschließen. Diese soll zunächst erörtert werden.

148 BVerfG Beschl. 30.9.1998 - 2 BvR 1818/91, BVerfGE 99, 88: Danach verstößt der völlige Ausschluss der Verlustverrechnung bei laufenden Einkünften aus der Vermietung beweglicher Gegenstände nach § 22 Nr 3 S. 3 EStG gegen das Gleichbehandlungsgebot des Art 3 I GG.

149 Siehe die Begründung des Gesetzentwurfs der Fraktionen SPD und Bündnis 90/Die Grünen, Entwurf eines Steuerentlastungsgesetzes 1999/2000/2002 v. 9.11.1998, BT-Drucks. 14/23, S. 180: Die Ergänzung des § 23 III EStG „trage“ der Vorgabe des BVerfG in seinem Beschl. v. 30.9.1998 (Fn. 148) „Rechnung“; Schmidt-Heinicke, § 23 EStG, Rz. 60, der die Möglichkeit einer Verfassungswidrigkeit der Altregelung anspricht. Vgl. demgegenüber die Verfügung der OFD Düsseldorf v. 6.7.1999, S 2256 A - St 121: Die Bindungswirkung des BVerfG-Beschlusses beschränke sich ausdrücklich auf laufende Einkünfte i.S. des § 22 Nr. 3 EStG aus der Vermietung beweglicher Gegenstände und gelte nicht „für das *ähnlich* geregelte Verlustausgleichsverbot in der bis einschließlich VZ 1998 geltenden Fassung des § 23 III 4 EStG“.

150 Siehe auch unten D.III., S. 404 ff., zur Beschränkung des Verlustausgleichs bei Termingeschäften im betrieblichen Bereich (§ 15 IV 3 EStG), die sich als „Folgeänderung“ versteht (Dritter Bericht des Finanzausschusses zu dem Gesetzentwurf eines Steuerentlastungsgesetzes 1999/2000/2002, BT-Drucks. 14/443 v. 3.3.1999, S. 27).

## aa. Bisherige Rechtslage

Der bisherige Tatbestand der „Spekulationsgeschäfte“ beschränkte sich auf die Besteuerung realisierter Wertdifferenzen aus dem zeitversetzten Kassaerwerb und der Kassaveräußerung von Wirtschaftsgütern.<sup>151</sup> Gewinne aus Primärgeschäften am Terminmarkt wurden nach der Rechtsprechung über § 23 EStG a.F. bei Barausgleich überhaupt nicht<sup>152</sup> und bei Erfüllung in Natur auch nicht als solche, sondern nur dann besteuert, wenn der Lieferung bzw. Abnahme innerhalb der Spekulationsfrist ein gegenläufiges Erwerbs- bzw. Veräußerungsgeschäft vorausgegangen war oder wenn der in ihr enthaltene Vorteil durch nachfolgende Veräußerung bzw. nachfolgenden Rückerwerb am Kassamarkt (Glattstellung) innerhalb der Spekulationsfrist in Geld umgewandelt wurde.<sup>153</sup>

Hierbei übersah man, dass der Tatbestand des § 23 I 1 EStG a.F. in Gestalt der Nr. 1 lit. b (Terminkauf) bzw. der Nr. 2 (Terminverkauf) zwar nach seinem Wortlaut auf das Glattstellungsgeschäft passte, nicht aber seinem Sinn nach. Denn die besteuerte Spekulation findet bei Termingeschäften mit Erfüllung in Natur (im Wesentlichen) gar nicht zwischen dem Zeitpunkt der Erfüllung und der Glattstellung, also *zwischen* den tatbestandsmäßigen Transaktionen, sondern schon davor, nämlich während der Laufzeit des Termingeschäfts statt. Mit § 23 EStG a.F. wollte der Gesetzgeber keineswegs jede Art von durch Veräußerungsgeschäfte realisierten Überschüssen aus den Schwankungen der Preise von Wirtschaftsgütern innerhalb eines vorgegebenen Zeitraums (Spekulationsfrist) erfassen. Vielmehr lag § 23 I EStG a.F. und liegt § 23 I 1 Nr. 2, Nr. 3 EStG n.F. auch heute noch in beiden Tatbestandsvarianten (Ankauf/Verkauf und Ver-

151 Die Änderung des Paragraphentitels in § 23 EStG („Private Veräußerungsgeschäfte“) reflektiert nicht die Ausweitung des Tatbestands. Sie ist insofern irreführend, als gerade die frühere Regelung ausschließlich „Veräußerungsgeschäfte“ regelte und die Neufassung nunmehr mit der Einbeziehung von Risikogeschäften mit Barausgleich darüber hinaus geht. Zweck der Umbenennung war es, zum Ausdruck zu bringen, dass die Besteuerung nicht vom Vorliegen einer besonderen „Spekulationsabsicht“ abhängt (Bericht des Finanzausschusses zum Gesetzentwurf eines Steuerentlastungsgesetzes 1999/2000/2002, BT-Drucks. 14/443 v. 3.3.1999, S. 28).

152 Siehe z.B. BFH 8.12.1981 - VIII R 125/79, BStBl II 1982, 618, unter 1.a., zu privaten, als (echte) verdeckte Differenzgeschäfte qualifizierten Devisentermingeschäften: Wenn bei einem Differenzgeschäft „keine schuldrechtlichen Vereinbarungen über die Anschaffung oder den Erwerb und über die Veräußerung von Wirtschaftsgütern, mithin über die Lieferung von Gegenständen getroffen“ würden, dann sei dies kein Spekulationsgeschäft i.S. von § 23 I EStG, weil es an einem Veräußerungsgeschäft über einen Gegenstand fehle; BFH 25.8.1987 - IX R 65/86, BStBl II 1988, 248, unter 1.c., ebenfalls zu Devisentermingeschäften; für die Finanzverwaltung siehe z.B. OFD Hannover 26.8.1998 - S 2256-18-StO 223, DB 1998, 1939, zu „gedeckten Optionsscheinen“ (Covered Warrants), die ein Wahlrecht zwischen Lieferung des Basiswerts oder Barausgleich gewähren: Werde die Option dahingehend ausgeübt, dass ein Barausgleich verlangt werde, bleibe das Optionsgeschäft „steuerlich ohne Auswirkungen“, weil bei Zahlung des Barausgleichs das Optionsrecht erlösche. Aus dem Schrifttum zust. z.B. Crezelius, in: Kirchhof/Söhn, § 23 EStG, Rz. B 6 (Stand: Januar 1995).

153 Vgl. FG Düsseldorf 21.10.1969 - II 199/66 E, EFG 1970, 122, 123: Aus der Lieferung von Wertpapieren in der Folge der Ausübung einer Option ergäben sich noch keine einkommensteuerrechtlichen Folgen. Diese träten erst ein, wenn der Erwerber die Wertpapiere innerhalb der Spekulationsfrist des § 23 EStG veräußere.

kauf/Rückkauf) der Gedanke zugrunde, dass es gerade die beiden tatbestandsmäßigen, zeitverschobenen Transaktionen sind, welche die Preisrisikoposition zunächst öffnen und dann wieder schließen. Die Veräußerungsgeschäfte müssen demnach zugleich Mittel für die Erzeugung der Zahlungsströme und Mittel der Spekulation sein. Nur deshalb knüpft die Spekulationsfrist an den Zeitraum zwischen diesen beiden Transaktionen an und nicht abstrakt an die Dauer der Risikotragung. Dementsprechend legt man auch die Begriffe „Anschaffung“ und Veräußerung“ i.S. des schuldrechtlichen Verpflichtungsgeschäfts aus.<sup>154</sup>

Wie verfehlt die Besteuerung von Termingeschäften mit Erfüllung in Natur nach § 23 EStG a.F. war, zeigt sich daran, dass sich das Glattstellungsgeschäft am Kassamarkt jedenfalls gedanklich so gestalten ließ, dass es zeitlich exakt mit der Erfüllung des Termingeschäfts zusammenfiel. Denkbar ist das wegen der Zweivertragstheorie des BFH<sup>155</sup> zumindest für Optionen.<sup>156</sup> Dieser Fall war dann nicht einmal mehr unter den *Wortlaut* des § 23 EStG a.F. (Veräußerungsgeschäft i.e.S.) subsumierbar. Die Besteuerung von Glattstellungsgeschäften, die kurz vor oder kurz nach der Erfüllung des Termingeschäfts abgeschlossen werden, erschien dann willkürlich. Darüber hinaus führte die bisherige Auslegung des § 23 EStG a.F. dazu, dass Gewinne aus einer Option selbst dann besteuert werden konnten, wenn die Laufzeit die Spekulationsfrist überschritt, solange nur die Glattstellungstransaktion innerhalb der Frist abgeschlossen wurde. Bei Futures und Forwards mit einer kürzeren Laufzeit als die Spekulationsfrist ließ sich die Steuerpflicht durch eine entsprechende Verzögerung der Glattstellung bis zum Ablauf der Frist, gerechnet ab Vertragsschluss, vermeiden. Dadurch entstanden mit dem Ideal der Besteuerung nach der Leistungsfähigkeit nicht zu vereinbarende Ungleichbehandlungen zwischen Investitionen am Kassa- und am Terminmarkt. Einbußen aus dem Wertverlust von Optionsrechten ließen sich, soweit sie der bei den Überschusseinkünften steuerlich unbeachtlichen „Vermögenssphäre“ zugeordnet wurden,<sup>157</sup> ganz einfach dadurch in (allerdings nur innerhalb der Einkunftsart ausgleichs- und interperiodisch gar nicht abzugsfähige) „Verluste aus Spekulationsgeschäften“ (§ 23 III 4 EStG a.F.) umwandeln, dass

154 Schmidt-Heinicke, § 23 EStG, Rz. 17; Crezelius, in: Kirchhof/Söhn, § 23 EStG, Rz. B 61 (Stand: Januar 1995).

155 S.o. I. Kapitel, A.III., S. 15 f.

156 Bei Terminkäufen bzw. -verkäufen stellt sich das Problem nicht, weil man für die „Anschaffung“ bzw. „Veräußerung“ auf den schuldrechtlichen Vertragsschluss abhebt und somit die Laufzeit des Geschäfts in die Spekulationsfrist einbezieht.

157 Die Abzugsfähigkeit der Optionsprämie bei Verfall der Option als Verlust aus Spekulationsgeschäften hing davon ab, ob etwaige Gewinne aus dem Ausübungsgeschäft nach § 23 I EStG tatbestandsmäßig gewesen wären. Das wäre z.B. nicht der Fall, wenn der Käufer einer Verkaufsoption vor Fälligkeit der Option bereits im Besitz des Basiswertes gewesen und die Spekulationsfrist bis zur Fälligkeit der Option abgelaufen wäre. Vgl. auf der anderen Seite FG Köln 7.4.1987 - 5 K 55/86, EFG 1987, 508, unter I.: Danach führte der Verfall einer Verkaufsoption immer dann zu einem Verlust aus Spekulationsgeschäften i.S. von § 23 IV 1 EStG a.F., wenn der Optionsinhaber „bei Abschluss des Optionsgeschäftes“ (konsequenter wäre wohl: vor Fälligkeit) noch nicht im Besitz entsprechender Wertpapiere gewesen war. Denn bei Ausübung der Option hätte ihr Inhaber zwingend innerhalb der Spekulationsfrist die zu verkaufenden Papiere erwerben müssen.

man die Optionen eine logische Sekunde vor Verfall am Sekundärmarkt veräußerte bzw. durch ein Gegengeschäft glattstellte.<sup>158</sup> Für die Gesetzesreform ausschlaggebend war schließlich die ungleiche Besteuerung von Einkünften aus Primärgeschäften in Derivaten einerseits und derivateähnlichen Geschäften andererseits.<sup>159</sup> Diese wog umso schwerer, als man den Auffangtatbestand des § 22 Nr. 3 EStG a.F. auf Zahlungsströme aus Festgeschäften mit Barausgleich nicht für anwendbar hielt.<sup>160</sup>

Lediglich Zahlungsströme aus dem Eingehen von Stillhalterpositionen in derivativen oder derivateähnlichen Optionen (Optionsprämien) qualifizierte man als „Einkünfte aus Leistungen“ i.S. des § 22 Nr. 3 EStG a.F.<sup>161</sup> Den Tatbestand des § 23 I EStG a.F. hielt man hier zu Recht für unanwendbar.<sup>162</sup> Bei Erfüllung in Natur wurden Options- und Ausführungsgeschäft steuerrechtlich getrennt beurteilt.<sup>163</sup> Das hatte zur Folge, dass spätere Verluste des Stillhalters aus dem Ausführungsgeschäft nicht als Werbungskosten von der nach § 22 Nr. 3 EStG a.F. zu besteuern den Prämie abgezogen werden konnten.<sup>164</sup> Im Rahmen des Liefergeschäfts erlittene Verluste aber wurden der unbeachtli-

158 Hierzu unten unter b., S. 345 ff.

159 Vgl. den (1999 nochmals als RegE eingebrachten) Entwurf eines Steuerentlastungsgesetzes 1999/2000/2002 der Fraktionen SPD und Bündnis 90/Die Grünen v. 9.11.1998, BT-Drucks. 14/23 v. 9.11.1998, S. 179: Geschäfte, die lediglich auf die Differenz zwischen den Börsen- oder Marktpreisen eines Basiswerts zu bestimmten Stichtagen gerichtet seien, unterlägen nach der Rspr. nicht der Spekulationsbesteuerung. Diese Behandlung erscheine „nicht sachgerecht, da es sich bei diesen Geschäften um eine typische Spekulation“ handle, „die vom Normbereich und Gesetzeszweck des § 23 EStG abgedeckt“ werde.

160 Vgl. BFH 25.8.1987 (Fn. 152), unter 2.: Einen gegenseitigen Leistungsaustausch könnte man bei Devisentermingeschäften mit Differenzausgleich zwar darin erblicken, dass jeder „der Vertragspartner dem anderen eine Chance“ einräume, „im Falle einer günstigen Kursentwicklung einen Gewinn in Höhe der Kursdifferenz zu erzielen“. Dafür werde jedoch kein Entgelt gezahlt; zuvor bereits BFH 8.12.1981 (Fn. 152), unter 2., ebenfalls zu Devisentermingeschäften mit Differenzausgleich. Mit dieser Argumentation wurde das Gericht allerdings dem Umstand nicht gerecht, dass der gegenseitigen stochastisch bedingten Verpflichtung bei derivativen Festgeschäften der Leistungscharakter, verstanden i.S. eines synallagmatischen Austausches (BFH 23.6.1964 - GrS 1/64 S, BStBl III 1964, 500, unter II.; BFH 28.11.1984 - I R 290/81, BStBl II 1985, 264, unter II., vor 1.: „do ut des“), nicht abgesprochen werden kann. Siehe hierzu oben 2. Kapitel, B.I.2.a.aa., S. 147 ff.

161 BFH 28.11.1990 - X R 197/87, BStBl II 1991, 300, unter I.2., zu einer Wertpapierverkaufsoption mit Erfüllung in Natur; BFH 28.11.1984 (Fn. 160), unter II.2., zu einer Wertpapierkaufoption mit Erfüllung in Natur; FG Köln 7.4.1987 (Fn. 157); für die Finanzverwaltung siehe BMF-Schreiben v. 10.11.1994 - IV B 3-S 2256-34/94, Rz. 13 (zum Sonderfall des „Verkaufs“ einer Glattstellungsoption mit Closing-Vermerk nach Rz. 8 des Schreibens s.u. unter b.bb., S. 350); zuvor bereits Erlass des Finanzministeriums Baden-Württemberg v. 24.3.1972 - S 2256 A-2/70 („Steuerliche Erfassung von Optionsgebühren nach § 22 Ziff. 3 EStG“). Für die parallele Einstufung der Stillhalterleistung als „sonstige Leistung“ i.S. des § 1 I Nr.1 UStG siehe BFH 28.11.1985 - V R 169/82, BStBl II 1986, 160, unter II., zu Optionen mit Barausgleich (auf Warenterminkontrakte).

162 Siehe BFH 28.11.1990 (Fn. 161), unter I.3.: Wertpapieroptionsgeschäfte seien für den Stillhalter „weder Veräußerungsvorgänge noch veräußerungsähnliche Vorgänge“, gleichviel, ob der Vertragspartner die Option ausübe oder nicht. Das Optionsrecht sei nicht bereits beim Optionsgeber ein selbst geschaffenes selbständiges Wirtschaftsgut, das mit dem Verkauf der Option „veräußert“ [Anführungszeichen im Original] werde.

163 Zur Zweivertragstheorie des BFH siehe bereits oben 1. Kapitel, A.III., S. 15 f.

164 Siehe BFH 28.11.1990 (Fn. 161), unter II.1.: „Vermögensverluste, die dem Stillhalter aus einem sich anschließenden Wertpapiergeschäft oder aus einem gegenläufigen Geschäft“ entstünden, seien

chen „Vermögenssphäre“ zugerechnet.<sup>165</sup>

Die Verweigerung des Werbungskostenabzugs der Stillhalteraufwendungen nach bisherigem Recht war neben dem Verbot des kreuzweisen Ausgleichs positiver und negativer Einkünfte aus sonstigen Leistungen einerseits und Spekulationsgeschäften andererseits (§§ 22 Nr. 3 S. 3; 22 Nr. 2, 23 III 4 EStG a.F.) eine zusätzliche Ursache für mit dem Leistungsfähigkeitsgrundsatz nicht zu vereinbarende Inkonsistenzen bei der Besteuerung von Derivaten.<sup>166</sup> So konnte etwa der gleichzeitige Kauf und Verkauf einer Option desselben Typs trotz der finanzwirtschaftlichen Neutralität der Gesamtposition zu einer steuerlichen Belastung führen, und zwar nicht nur im Zeitpunkt des Vertragschlusses, sondern auch über die gesamte Laufzeit betrachtet. Während die empfangene Optionsprämie aus der Short-Position in jedem Falle nach § 22 Nr. 3 EStG a.F. zu besteuern war, konnte die bezahlte Prämie in gleicher Höhe, wenn überhaupt,<sup>167</sup> nur innerhalb der Einkunftsart „Spekulationsgeschäfte“ geltend gemacht werden.<sup>168</sup> Wegen des Verbots des externen Verlustausgleichs nach § 23 III 4 EStG a.F. setzte das, vorbehaltlich ausgleichbarer Gewinne aus anderweitigen Spekulationsgeschäften, voraus, dass aus der gekauften Option steuerpflichtige Spekulationsgewinne erzielt wurden. Die dann aber entstehenden entsprechenden Verluste aus der Short-Position waren weder von der erhaltenen Optionsprämie noch, wegen § 22 Nr. 3 S. 3 EStG a.F., von den Gewinnen

---

„nicht als Werbungskosten abziehbar; ebenso FG Köln 7.4.1987 (Fn. 157): Das Ausführungsgeschäft werde nicht durch das Optionsgeschäft veranlasst, sondern beruhe „auf einer eigenständigen, vom Optionsgeschäft nicht vorherbestimmten Willensentscheidung des Optionskäufers“; FG Karlsruhe 9.2.1984 - X 186/80, EFG 1984, 502; siehe auch bereits den Erlass des Finanzministeriums Baden-Württemberg v. 24.3.1972 (Fn. 161). Aus dem Schrifttum zust. z.B. v. *Bornhaupt*, in: *Kirchhof/Söhn*, § 9 EStG, Rz. B 861 (Stand: Dezember 1998); *Hamacher*, Die Bank 1989, 507, 509. A.A. *Keuk*, DB 1972, 1130, 1133: Die Übernahme eines finanziellen Wagnisses, wie es bei Bürgschaften oder Optionen der Fall sei, sei keine Leistung i.S. des § 22 Nr. 3 EStG. Es handle sich um einen Vorgang „ausschließlich auf dem Gebiet des Kapitalvermögens“, der zu den anderen Einkunftsarten und damit zum Einkommen i.S. des EStG in keine Beziehung gebracht werden könne; nicht im Grundsatz ablehnend, sondern nur speziell für DTB-Optionen mit dem (nicht ganz überzeugenden) Hinweis auf die Möglichkeit der jederzeitigen, nicht nur finanzwirtschaftlichen, sondern auch vertragsrechtlichen Beendigung der Position durch Abschluss einer Closing-Transaktion *Hamacher*, WM 1991, 1661, 1663: „Von vornherein gar keine *Bindung* gegen Entgelt“ [Hervorhebung im Original].

165 BFH 28.11.1990 (Fn. 161), unter II.1., zur Kaufoption: Die vom Stillhalter der Kaufoption in Kauf genommene Werteinbuße liege „auf der Vermögensebene“. Dementsprechend würden auch Wertsteigerungen der Basisaktien, derentwegen der Optionsnehmer die Kaufoption verfallen lasse, beim Stillhalter nicht als Einkünfte erfasst. Die Wertschwankungen der Basisaktien seien „allenfalls als Spekulationsgewinne oder -verluste steuerrechtlich erheblich“.

166 Vgl. *Keuk*, DB 1972, 1130, 1133: Wollte man die Optionsgebühr tatsächlich für steuerpflichtig erklären, „wäre es unabweisbar, steuerlich auch die Realisierung der Gefahr, für deren Übernahme der Steuerpflichtige das Entgelt erhält, zu berücksichtigen“. Es sei schlechterdings „undiskutabel“, das Entgelt für die Übernahme eines finanziellen Wagnisses zu besteuern, zugleich aber den etwaigen Verlust zu ignorieren; ebenso *Ebenroth/Einsele*, ZIP 1988, 205, 218; *dies.*, a.a.O., S. 219, mit der Gesamteinschätzung, die einkommensteuerrechtliche Behandlung von „Börsentermingeschäften“ weise „keine innere Schlüssigkeit und Logik auf“.

167 S.o. Fn. 157 allgemein zur Abzugsfähigkeit der bezahlten Optionsprämie bei Verfall der Option.

168 Siehe zur Berücksichtigung bezahlter Optionsprämien als Anschaffungskosten (Kaufoptionen) bzw. Werbungskosten (Verkaufsoptionen) BMF 10.11.1994 (Fn. 161), Rz. 6 und 10.

aus der Long-Position abzugsfähig.

*bb. Einkünfte aus „Termingeschäften“*

Der neue Besteuerungstatbestand des § 23 I 1 Nr. 4 EStG zielt auf Vermögenszuflüsse (Einkünfte) aus der „Beendigung“ wertschwankender Leistungsansprüche aus „Termingeschäften“. Das Merkmal der „Beendigung“ erfasst u.a. das Erlöschen der vertraglichen Ansprüche durch Erfüllung (§ 362 I BGB).<sup>169</sup> Der Begriff des Termingeschäfts wird im EStG zwar noch an zwei anderen Stellen verwendet,<sup>170</sup> aber nirgendwo definiert. Eindeutig erfasst sind durch den Bezug auf das Kriterium des „Differenzausgleichs“ echte Differenzgeschäfte i.S. des § 764 BGB, egal, ob sie verbindlich oder unverbindlich sind.<sup>171</sup> Das betrifft zunächst alle Derivate über liquide Wertpapiere, Waren, Edelmetalle sowie Devisen.<sup>172</sup> Darüber hinaus einbezogen sein dürften unter dem Gesichtspunkt des Differenzausgleichs bzw., bei nicht unmittelbar handelbarem Basiswert, des „durch den Wert einer veränderlichen Bezugsgröße bestimmten Geldbetrags“ alle Derivate über Rechnungseinheiten, Geldmarktinstrumente, Zinssätze oder andere Erträge. Dafür spricht der sich in den Gesetzesmaterialien findende Verweis auf die Derivatebegriffe des § 2 II WpHG sowie des § 1 IX 4 KWG und die beispielhafte Nennung von „Waren- und Devisentermingeschäften mit Differenzausgleich einschließlich Swaps<sup>173</sup>, Index-Optionsgeschäften oder Futures“.<sup>174</sup> Zudem erwähnen die Materialien als Basiswerte beispielhaft „Wertpapiere, Indices, Futures, Zinssätze“.<sup>175</sup> Sonstige Basiswerte („Bezugsgrößen“) dürften zumindest dann tatbestandsmäßig sein, wenn sie (direkt oder indirekt) handelbar und deshalb ihrer Natur nach geeignete Gegenstände steuerpflichtiger Veräußerungsgeschäfte (§ 23 I 1 Nr. 2, 3 EStG) sind. Das ergibt sich

169 Zur „Beendigung“ durch Glattstellung s.u. unter b.bb., S. 347 ff.

170 §§ 15 IV 3 (s.u. D.III.), § 52 XXXIX 2 EStG.

171 Im RegE hieß es statt „Termingeschäfte“ ausdrücklich „Differenzgeschäfte i.S. des § 764 BGB“ (BT-Drucks. 14/265, S. 13). Der Begriff wurde im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens geändert mit dem Hinweis darauf, § 764 BGB regle nur die rechtlich unverbindlichen Termingeschäfte. Gemeint seien aber „die verbindlichen Termingeschäfte, die wiederum in § 764 BGB nicht geregelt sind“ (Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 14/443 v. 3.3.1999, S. 27, zum entsprechenden Begriff in § 15 IV 3 EStG). Daraus wird man indes nicht schließen dürfen, dass Zahlungen aus zivilrechtlich unwirksamen Termingeschäften steuerfrei sein sollen (vgl. § 41 I 1 AO).

172 S.o. 2. Kapitel, A.I.2.b., S. 112 ff.

173 Swaps lassen sich als Bündel von Zinssatztermingeschäften begreifen (s.o. 1. Kapitel, A.VI.2.a., S. 33). Für die Frist des § 23 I Nr. 4 EStG sollte man hier nach den einzelnen Zinsterminen differenzieren.

174 Siehe den Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 14/443, S. 28 f.: Der bereits zivilrechtlich problematische Begriff des Differenzgeschäftes solle „durch den in § 2 WpHG und § 1 KWG definierten Begriff des Termingeschäfts“ ersetzt werden. Da der Begriff des *Termingeschäfts* in den genannten Normen gar nicht definiert wird, können nur die betreffenden *Derivate*definitionen gemeint sein. Zu deren Verhältnis zum Begriff des „Derivats“ i.S. dieser Abhandlung s.o. 1. Kapitel, A.V.2.a., S. 26.

175 Dritter Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 14/443, S. 29.

aus der gesetzessystematischen Überlegung, dass es unter anderem Ziel der Neuregelung war, die Besteuerung von Kassa- und Termininvestitionen zu harmonisieren. Damit jedenfalls werden Gewinne und Verluste aus Derivaten durch § 23 I 1 Nr. 4 EStG vollständig erfasst.

Unter den Wortlaut der Vorschrift lassen sich aber selbst nichthandelbare Basiswerte subsumieren, wie sie nichtderivativen Termingeschäften wie z.B. den sog. Versicherungsderivaten<sup>176</sup> zugrunde liegen. Die teleologische Betrachtung führt zu keinem anderen Ergebnis. Ein sachlicher Grund, weshalb sich die Norm auf die während der Laufzeit jederzeit am Kassamarkt glattstellbaren Termingeschäfte beschränken sollte, ist nicht ersichtlich. Die Glattstellbarkeit bzw. Werthaltigkeit des Termingeschäfts bleibt generell ohne Bedeutung, so dass es bei nichtderivativen Termingeschäften mit Barausgleich nicht darauf ankommt, ob ein Sekundärmarkt existiert.<sup>177</sup> Der Begriff des „Termingeschäfts“ nach § 23 I 1 Nr. 4 EStG geht außerdem insoweit über den Derivatebegriff hinaus, als er gemäß § 23 I 1 Nr. 4 S. 2 EStG „Zertifikate, die Aktien vertreten“ einbezieht. Indexzertifikate sind keine Derivate, weil es ihnen am ausschließlich aleatorischen Charakter fehlt. Wegen des ihnen de facto eigenen Darlehenselements<sup>178</sup> müssten sie systematisch betrachtet aus der Sicht des Käufers eigentlich bei § 20 I Nr. 7 EStG eingeordnet werden.<sup>179</sup> Die Fallgruppe der verbrieften Optionsrechte (Optionsscheine) wird in § 23 I 1 Nr. 4 S. 2 EStG deshalb ausdrücklich genannt, weil der Gesetzgeber klarstellen will, dass die Rechtsprechung des BGH zur Qualifizierung des Erwerbs abgetrennter Optionsscheine als Kassageschäft in Abgrenzung zu Börsentermingeschäften<sup>180</sup> auf den Begriff des Termingeschäfts nach § 23 EStG nicht übertragbar ist. Die genannten Einschränkungen in Bezug auf den möglichen Basiswert gelten auch für diese Instrumente.

Derivateähnliche Geschäfte, also Termingeschäfte über liquide Basiswerte mit Erfüllung in Natur, sind nach der hier vertretenen Auffassung ebenfalls tatbestandsmäßig, denn der Steuerpflichtige erlangt durch sie einen „durch den Wert einer veränderlichen Bezugsgröße bestimmten [...] Vorteil“. Als „Vorteile“ gelten geldwerte Güter i.S. des § 8 I EStG.<sup>181</sup> Wie auch sonst im Bereich der Überschusseinkünfte<sup>182</sup> fließen geldwerte

176 S.o. 1. Kapitel, A.V.2.b., S. 27.

177 Siehe im Kontrast hierzu die Anforderungen an nichtderivative, ausschließlich aleatorische Termingeschäfte im Hinblick auf die vertragsrechtliche Wirksamkeit (2. Kapitel, B.I.4., S. 166, bei Fn. 386-388) und die insolvenzrechtliche Privilegierung nach § 104 II InsO (3. Kapitel, B.I., Abschn. 1.c.aa.β., S. 214 f., bei Fn. 106-110).

178 S.o. 1. Kapitel, A.VI.2.b., S. 36.

179 A.A. BMF, Schreiben v. 21.7.1998 - IV B 4-S 2252-116/98 („Besteuerung von Kapitalerträgen; Anlageinstrumente mit Optionsgeschäftselementen - Index- Partizipationsscheine“): Sei bei einer Kapitalanlage die gesamte Rückzahlung ausschließlich von der ungewissen Entwicklung eines Indexes abhängig, erziele der Anleger auch bei positiver Entwicklung des Indexes keinen steuerpflichtigen Kapitalertrag i.S. des § 20 I Nr.7 EStG. Außer Acht gelassen wird hier die faktische Unmöglichkeit eines Totalverlusts. Zum Verständnis des § 20 I Nr. 7 EStG s.u. unter 2., S. 350 ff.

180 S.o. 2. Kapitel, A.I.1.b., S. 96.

181 Vgl. BFH 23.10.1985 - I R 248/81, BStBl II 1986, 178, unter 1., zum Begriff des „Vorteils“ nach § 20 II Nr. 1 EStG: Was unter besonderen Entgelten und Vorteilen zu verstehen sei, lasse sich der

Güter bei Austauschverträgen grundsätzlich nicht bereits in Gestalt der schuldrechtlichen Ansprüche, sondern erst durch Empfang der Erfüllungsleistung zu. Für die Besteuerung nach § 23 I 1 Nr. 4 EStG bedeutet dies, dass der steuerpflichtige Terminkäufer die Lieferung aus dem Termingeschäft und der steuerpflichtige Terminverkäufer den Kaufpreis erhalten haben muss. Der Begriff des „Vorteils“ in Abgrenzung von „Geldbetrag“ zeigt andererseits, dass die Realisierung des Geldwertes der empfangenen Lieferung am Kassamarkt nicht notwendig ist. Aus dem Anwendungsbereich der Norm heraus fallen allerdings Termingeschäfte mit Erfüllung in Natur über nicht liquide Basiswerte, deren Vorteile nicht ohne weiteres in Form eines Zahlungsstroms glattstellbar sind. Nicht besteuert sind z.B. die infolge gestiegener Rohölpreise erzielten „Gewinne“, die ein Hausbesitzer dadurch erzielt, dass er sein Heizöl beim örtlichen Händler zu einem festen Preis kauft und Lieferung in acht Wochen vereinbart.<sup>183</sup> Solche „Gewinne“ sind nämlich nichts anderes als ersparte Aufwendungen, die grundsätzlich steuerunwirksam bleiben.<sup>184</sup> Dies zeigt der Vergleich mit der wirtschaftlich gleichwertigen Kassastrategie, das Heizöl bereits jetzt liefern zu lassen und acht Wochen lang zu lagern. Steuerpflichtige Gewinne aus privaten Veräußerungsgeschäften (§ 23 I 1 Nr. 2 EStG) fallen hier nicht an.

Nach anderer Ansicht soll sich § 23 I 1 Nr. 4 EStG auf Termingeschäfte mit Barausgleich beschränken.<sup>185</sup> Die Besteuerung von Geschäften mit Naturalerfüllung soll sich in Anlehnung an die bisherige Rechtsprechung nach dem Tatbestand des § 23 I 1 Nr. 2, 3 EStG (entspricht § 23 I 1 Nr. 1 lit. b, Nr. 2 EStG a.F.) richten, d.h. davon abhängig sein, dass die erworbenen Basiswerte innerhalb der Jahresfrist veräußert werden bzw. dass die verkauften Basiswerte vor Jahresfrist erworben oder, bei Leerverkauf, innerhalb eines Jahres wiederbeschafft werden. Am wenigsten zu überzeugen vermag das hierzu vorgetragene Argument, die Gesetzesmaterialien selbst gingen davon aus, dass nur „bestimmte Termingeschäfte“, also nicht alle gemeint seien.<sup>186</sup> Denn auch nach

---

Begriffsbestimmung der Einnahmen in § 8 I EStG entnehmen.

182 S.u. unter 3.a., S. 359 ff., in Zusammenhang mit den Einkünften aus nichtselbständiger Arbeit.

183 Die Glattstellung der Abnahmepflicht ist hier deshalb nicht ohne weiteres möglich. Wegen der zu geringen Menge kann das Öl nicht einfach zum Termin an der nächsten Warenkassabörse weiterverkauft werden. Außerdem würden hier die Transportkosten unverhältnismäßig zu Buche schlagen.

184 Schmidt-Heinicke, § 8 EStG, Rz. 25, für die Überschusseinkünfte (am Beispiel eigener Arbeitsleistung); ders., § 4, Rz. 431, für die Gewinneinkünfte.

185 Schlüter, DStR 2000, 226, 228; van Bebber, DStR 1999, 1756, 1758; Wendt, FR 1999, 333, 351 f.: Das Termingeschäft unterscheidet sich vom Geschäft nach § 23 I 1 Nr. 2 EStG dadurch, dass nach dem Vertragsinhalt kein Wirtschaftsgut erworben oder veräußert werden sollte; vgl. aber ders., a.a.O., in gleichem Zusammenhang: Eine „Abgrenzung zwischen beiden Formen von Geschäften“ [gemeint ist: Barausgleich und Lieferung] brauche künftig angesichts der identischen „Behaltensfrist“ von einem Jahr nicht mehr vorgenommen zu werden; ders., in: Herrmann/Heuer/Raupach, Steuerreform-Kommentierung, § 15 EStG, Anm. R 14 (Stand: Mai 1999): Im Rahmen des § 23 I Nr. 4 EStG könne (im Gegensatz zu § 15 IV 3 EStG) zweifelhaft sein, ob auch Anschaffungs- und Veräußerungsgeschäfte zu den Termingeschäften gehörten, da sie bereits unter § 23 I Nr. 2 EStG fielen.

186 Dritter Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 14/443, S. 28, zu § 23 EStG, Einleitung.

der hier vertretenen Auffassung sind ja keineswegs sämtliche Termingeschäfte mit Erfüllung in Natur tatbestandsmäßig, sondern nur solche mit ausreichend liquidem Basiswert. Das weitere, überwiegend vorgetragene Argument stützt sich ebenfalls auf die Gesetzesmaterialien.<sup>187</sup> In der Begründung des ursprünglichen Gesetzentwurfs wird als einziger Grund für die Neuregelung der Wille bekundet, die nach bisheriger Rechtsprechung mangels Lieferung nicht der „Spekulationsbesteuerung“ unterliegenden Geschäfte zu erfassen, „die lediglich auf die *Differenz* zwischen den Börsen- oder Marktpreisen eines Basiswerts zu bestimmten Stichtagen gerichtet sind“. Die bisherige Behandlung, so heißt es dort, erscheine „nicht sachgerecht“, da es sich bei diesen Geschäften „um eine typische Spekulation“ handle, „die vom Normbereich und Gesetzeszweck des § 23 EStG abgedeckt“ werde.<sup>188</sup>

Demnach war der Wille des historischen Gesetzgebers zur Lückenfüllung im Bereich der Differenzgeschäfte *Anlass* der Neuregelung. Daraus kann aber bei objektiver Auslegung nicht geschlossen werden, dass der Gesetzgeber ohne Not alte Wertungswidersprüche aufrechterhalten bzw. neue schaffen wollte. Wie bereits oben<sup>189</sup> dargelegt, passt § 23 I 1 Nr. 2, 3 EStG mit seinem auf Wertänderungen zwischen Anschaffung und Erwerb (bzw. umgekehrt) abgestellten Tatbestand nicht auf Termingeschäfte, denn deren Wertänderungen ergeben sich während der Lauf- bzw. Haltezeit unabhängig vom Zeitpunkt der Glattstellung. Das berücksichtigt § 23 I 1 Nr. 4 EStG, wo für die Bemessung der Jahresfrist auf den Zeitraum zwischen Erwerb und Beendigung des Rechts abgestellt wird. Die Beschränkung dieser Norm auf Geschäfte mit Barausgleich könnte somit, je nach Zeitpunkt der Glattstellung der Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung, zu einer vom Gesetzgeber nicht gewollten ungleichen Besteuerung gleichwertiger Zahlungsströme aus Derivaten und derivateähnlichen Geschäften führen. Bei Long-Optionen besteht eine zusätzliche Quelle für Ungleichbehandlungen in Bezug auf die Steuerwirksamkeit verfallener Optionsprämien. Denn nach § 23 I 1 Nr. 4, III 5 EStG sind bezahlte Optionsprämien in *jedem* Falle Werbungskosten<sup>190</sup> und nicht mehr nur dann, wie nach der bisherigen Rechtsprechung zu § 23 I 1 Nr. 2, 3 EStG,<sup>191</sup> wenn der Inhaber bereits vor Fälligkeit im Besitz des Basiswerts war (Verkaufsoption) bzw. wenn er die alsbaldige Wiederveräußerung beabsichtigte (Kaufoption).<sup>192</sup>

187 Schlüter, DStR 2000, 226, 228; van Bebber, DStR 1999, 1756, 1758.

188 Gesetzentwurf der Fraktionen SPD und Bündnis 90/Die Grünen, BT-Drucks. 14/23, S. 180.

189 Unter aa., S. 336 ff.

190 Vgl. *Wendt*, FR 1999, 333, 352: Entgegen der bisherigen Betrachtung würden auch bei Verfall der Option „Einkünfte i.S. des § 23 EStG“ erzielt. *Risthaus* (in: Herrmann/Heuer/Raupach, Steuerreform-Kommentierung, § 23 EStG, Anm. R 24, Stand: September 2000) hält es für „fraglich“, ob die durch Zahlung der Optionsprämie eingetretene Vermögensminderung „begrifflich den Werbungskosten zugeordnet werden kann“ und empfiehlt eine entsprechende Klarstellung durch die Finanzverwaltung.

191 Hierzu oben unter aa., S. 337 (bei Fn. 157) sowie S. 339 (bei Fn. 168).

192 Für die Anerkennung von Aufwendungen als Werbungskosten ist es nicht notwendig, dass diese für sich die Tatbestandsvoraussetzungen der Einkunftsart erfüllen, der sie zugeordnet werden. Es kann deshalb für die Abzugsfähigkeit bezahlter Optionsprämien nicht darauf ankommen, ob sich der Verfall der Option als tatbestandsmäßige „Beendigung“ interpretieren lässt. So aber *Delp*, INF

Zwei weitere Argumente für die Einbeziehung von Termingeschäften mit Erfüllung in Natur lassen sich den Gesetzesmaterialien entnehmen. Zum einen enthält der dritte Bericht des Finanzausschusses in Zusammenhang mit dem Tatbestandsmerkmal des „sonstigen Vorteils“ ausdrücklich das Beispiel der „Lieferung von Wertpapieren“. <sup>193</sup> Zum anderen ist der dort enthaltene Verweis auf den Derivatebegriff des WpHG und KWG zu nennen. <sup>194</sup> Schließlich spricht auch der systematische Zusammenhang des § 23 I 1 Nr. 4 EStG mit dem ebenfalls neu geschaffenen Verlustausgleichsverbot, das § 15 IV 3 EStG im Bereich gewerblicher Einkünfte für Termingeschäfte anordnet, <sup>195</sup> für die hier vertretene Auslegung. Beiden Regelungen nämlich dürfte ein einheitlicher Begriff des „Termingeschäfts“ zugrunde liegen. <sup>196</sup> Der historische Gesetzgeber betrachtet § 15 IV 3 EStG als „Folgeänderung zur Besteuerung der Termingeschäfte als steuerpflichtige Tatbestände i.S. des § 23 EStG“. <sup>197</sup> Für die Zwecke des § 15 IV 3 EStG muss man aber davon ausgehen, dass Termingeschäfte mit Erfüllung in Natur eingeschlossen werden, weil die steuerpolitische Missbilligung spekulativer Termingeschäfte, die hinter dieser Vorschrift steckt, nichts damit zu tun haben kann, ob Barausgleich oder Erfüllung in Natur vereinbart wurde. Das gilt spätestens dann, wenn sich die Verluste aus derivate-ähnlichen Erwerbsgeschäften bereits durch Glattstellung realisiert haben.

Einnahmen aus dem „Verkauf“ einer Option (Optionsprämie), egal ob mit Barausgleich oder Erfüllung in Natur, lassen sich ebenfalls unter § 23 I 1 Nr. 4 EStG subsumieren. Die Rechtsprechung zur Anwendung des § 22 Nr. 3 EStG a.F. in diesen Fällen <sup>198</sup> ist wegen der Subsidiarität dieser Norm („soweit sie weder zu anderen Einkunftsarten [...] noch zu den Einkünften i.S. der Nummern 1, 1a, 2 oder 4 gehören“) nunmehr hinfällig geworden. <sup>199</sup> Diese Auslegung lässt sich ohne weiteres mit dem Wortlaut des § 22 I 1 Nr. 4 EStG vereinbaren. Der veränderliche „Vorteil“ aus dem „Termingeschäft“ <sup>200</sup> ist nicht isoliert auf die Leistung einer der Vertragsparteien, <sup>201</sup> sondern auf das gesamte Termingeschäft zu beziehen. <sup>202</sup> Nichts anderes ergibt sich aus der Vorschrift des § 23 III 5 EStG, die begrifflich zwischen dem wertveränderlichen „Vorteil“ und den abziehbaren „Werbungskosten“ unterscheidet, sofern man die Werbungskosten bei Short-

1999, 584, 586; *Harenberg*, NWB Aktuelles 1999, 1411, 1413.

193 BT-Drucks. 14/443, S. 29.

194 S.o. Fn. 174.

195 Hierzu unten D.III., S. 404 ff.

196 Zurückhaltend *Wendt*, in: Herrmann/Heuer/Raupach, Steuerreform-Kommentierung, § 15, Anm. R 14 (Stand: Mai 1999): Der Begriff des Termingeschäfts nach § 15 IV 3 EStG sei „ähnlich“ zu verstehen wie in § 23 I 1 Nr. 4 EStG.

197 Dritter Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 14/443, S. 27.

198 S.o. aa., S. 338 f., bei Fn. 161 ff.

199 Ebenso *Wendt*, FR 1999, 333, 352; a.A. *Schlüter*, DStR 2000, 226, 228: Unverändert sei hinsichtlich der Stillhalterprämien die Vorschrift des § 22 Nr. 3 EStG einschlägig.

200 Wörtlich: „Termingeschäfte, durch die [...]“ [Hervorhebung durch den *Verf.*].

201 So aber *Schlüter*, DStR 2000, 226, 228: „Beginn und Ende eines Rechts auf einen Vorteil“ existierten insofern nicht, als die Höhe der Prämie während der Dauer der Optionsvereinbarung unverändert bleibe.

202 Vgl. § 104 III InsO, wo für die Forderung wegen Nichterfüllung ebenfalls auf den Marktwert des

Optionen nicht auf die Stillhalteraufwendungen, sondern auf sonstige Begleitaufwendungen, insbesondere Transaktionskosten bezieht. Im Übrigen ergibt sich der „Vorteil“ auch bei Festgeschäften und Long-Optionen mit Erfüllung in Natur, die bereits aus anderen Gründen den „Termingeschäften“ zuzurechnen sind, erst aus der Saldierung der beiderseits erbrachten Leistungen.

### b. Vorzeitige Glattstellung

Stochastische Zahlungsströme lassen sich bei Derivaten und derivateähnlichen Geschäften nicht nur durch die vertragsmäßige Durchführung des Vertrags bei Fälligkeit realisieren, sondern auch im Wege der vorzeitigen Glattstellung der Position durch den Abschluss eines spiegelbildlichen Gegengeschäfts am Termin- oder Kassamarkt oder durch die Veräußerung der Position am Sekundärmarkt, soweit ein solcher existiert. Sollten Gewinne oder Verluste aus der Glattstellung in geringerem Umfang besteuert werden als Zahlungen bei Fälligkeit, könnten Steuerpflichtige steuerliche Vorteile dadurch erwirken, dass sie ihre Terminpositionen eine logische Sekunde vor Fälligkeit glattstellen. Oder sie könnten, um die Steuerfreiheit längerfristiger Strategien auszunutzen, Termingeschäfte mit Laufzeit über einem Jahr vereinbaren, diese aber bereits vor Ablauf der Frist glattstellen (Laufzeitarbitrage).

#### aa. Sekundärmarkt

Die Glattstellung von Termingeschäften am Sekundärmarkt besteht in der Übertragung der stochastisch wertschwankenden Ansprüche (asymmetrische Risikostruktur) bzw., bei Einwilligung des Vertragspartners, des gesamten Vertrags (symmetrische Risikostruktur) auf einen Dritten.

Unter den Tatbestand des § 23 I 1 Nr. 4 EStG lassen sich positive oder negative Einkünfte aus der Glattstellung durch Veräußerung nicht subsumieren. Denn nicht aus dem Termingeschäft<sup>203</sup> fließen dann die Zahlungsströme, sondern aus dem Vertrag über die Veräußerung des Termingeschäfts. Einschlägig ist deshalb der Tatbestand des § 23 I 1 Nr. 2 EStG.<sup>204</sup> Die veräußerten stochastisch wertschwankenden Ansprüche sind Wirtschaftsgüter i.S. dieser Vorschrift. Für Ansprüche aus asymmetrischen Geschäften (Op-

---

*gesamen* Vertrags abgestellt wird.

203 Vgl. § 22 Nr. 3 EStG: „Einkünfte aus privaten Veräußerungsgeschäften i.S. des § 23 [EStG]“ [Hervorhebung durch den Verf.].

204 § 23 I 1 Nr. 3 EStG passt nicht auf die Glattstellung *positiver* Positionen am Sekundärmarkt, weil eine Glattstellung voraussetzt, dass der Steuerpflichtige bereits Inhaber des Terminanspruchs ist, die „Anschaffung“ zeitlich also vor der Veräußerung liegt. Zu *negativen* Positionen siehe weiter unten im Text, bei Fn. 209.

tionsrechte) ist dies anerkannt.<sup>205</sup> Aber auch für die laufenden, nur durch Vertragsübernahme übertragbaren Positionen aus (symmetrischen) Festgeschäften mit positivem Marktwert kann nichts anderes gelten. Denn auch wenn sie sich nicht getrennt abtreten lassen, lassen sich die im Festgeschäft enthaltenen gegenseitigen Leistungsversprechen zumindest wirtschaftlich als getrennte Güter betrachten. Dies liegt im Einklang mit der oben vorgeschlagenen bilanz(steuere)rechtlichen Aufspaltung von Festgeschäften und der Feststellung des BFH, dass die bilanzsteuerrechtliche Beurteilung „auch für den Wirtschaftsgutbegriff des § 23 I Nr.1 b EStG [a.F. = § 23 I 1 Nr. 2 EStG] maßgeblich“ ist<sup>206</sup> und dieser „sämtliche vermögenswerten Vorteile“ erfasst, „die selbständig bewertbar und längerfristig nutzbar sind“.<sup>207</sup>

Weist das Festgeschäft im Veräußerungszeitpunkt einen *positiven* Marktwert auf, bedeutet dies, dass der Marktwert der impliziten Long-Option seit dem Vertragsschluss gestiegen ist. Der (negative) Wert der impliziten Short-Option ist dann entsprechend gesunken, wobei die Nulllinie erst gegen Ende der Laufzeit erreicht wird. Das liegt an dem jeder Option immanenten Zeitwert als Verkörperung der Hoffnung des Inhabers auf eine für ihn günstige Kursbewegung. Die nach § 23 III 1 EStG vom „Veräußerungspreis“ abzuziehenden „Anschaffungskosten“ des veräußerten, werthaltigen Anspruchs aus dem Festgeschäft richten sich nach dem Wert der impliziten Option, die der Steuerpflichtige dem Vertragspartner im Austausch zur selbst erhaltenen impliziten Option gewährt hat. Maßgeblicher Bewertungszeitpunkt für die „Anschaffungskosten“ ist die Veräußerung, nicht aber der Vertragsschluss. Andernfalls würde der Normzweck der Ermittlung des Veräußerungsgewinns verfehlt. Darin liegt, sollte der Verkaufszeitpunkt nahe bei der Fälligkeit des Geschäfts liegen und der Zeitwert der impliziten Short-Option null betragen, kein Widerspruch zum Umstand, dass „Anschaffung“ i.S. des § 23 I 1 Nr. 2 EStG *entgeltlicher* Erwerb eines Wirtschaftsguts von einem Dritten sein muss.<sup>208</sup> Denn die Funktion des Kriteriums der Entgeltlichkeit ist die Abgrenzung zur

205 Siehe etwa noch zur inhaltsgleichen Vorschrift des § 23 I 1 Nr. 1 lit. b EStG a.F. BFH 24.7.1996 - X R 139/93, BFH/NV 1997, 105, unter 2.a., zu Aktienoptionen: Entgeltlich erworbene Optionsrechte seien selbständige Wirtschaftsgüter; ihre Veräußerung innerhalb der Spekulationsfrist unterliege nach §§ 22 Nr.2, 23 I Nr.1 lit. b EStG a.F. der Besteuerung; BFH Beschl. 31.7.1995 - X B 167/94, BFH/NV 1/1996, 34, unter 1., zu Optionsscheinen; FG Münster 14.3.1995 - 16 K 1161/93 E, EFG 1995, 885, 886, zu Aktienindex-Optionen amerikanischen Typs. Für die Finanzverwaltung siehe OFD Hannover, Verfügung v. 26.8.1998, S 2256-18-StO 223, DB 1998, 1939. Für das Schrifttum Schmidt-Heinicke, § 23 EStG, Rz. 11. Eine andere, von der Rspr. zu Recht verneinte Frage ist, ob man bereits die vertragliche *Begründung* eines Optionsrechts (Primärgeschäft) als „Veräußerung“ eines bereits beim Stillhalter vor Vertragsschluss existierenden Wirtschaftsguts betrachten kann. S.o. a.a., S. 336 ff.

206 BFH Beschl. 31.7.1995 (Fn. 205), unter 1.. Siehe oben 5. Kapitel, C.I.1.a., S. 273 ff., dazu, dass das bilanzrechtliche Wirtschaftsgut keine (isolierte) Veräußerbarkeit voraussetzt. Zur Maßgeblichkeit s.u. unter 3.a., Fn. 269, sowie unter D.I., S. 397 ff.

207 BFH 24.7.1996 (Fn. 205), unter 2.a.; ebenso BFH 14.11.1978 - VIII R 72/76, BStBl II 1979, 298; zust. aus dem Schrifttum z.B. Jacobs-Soyka, in: Littmann/Bitz/Hellwig, § 23 EStG, Rz. 26 (Stand: April 2000).

208 Schmidt-Heinicke, § 23 EStG, Rz. 12; Jacobs-Soyka (Fn. 207), Rz. 42; indirekt bestätigt durch § 23 I 3 EStG, wonach bei *unentgeltlichem* Erwerb dem Einzelrechtsnachfolger die Anschaffung

Schenkungssteuer und die Sicherstellung des Austauschcharakters der Transaktion i.S. des Markteinkommensprinzips. Deshalb muss *insofern* für die Beurteilung der Werthaltigkeit der Gegenleistung auf den Zeitpunkt des Vertragsschlusses abgehoben werden.

Für die Übertragung von Festgeschäften mit *negativem* Marktwert gilt Entsprechendes, wenn man in Anlehnung an die Rechtsprechung des BFH zu den Gewinneinkünften Verbindlichkeiten als anschaff- und veräußerbare Wirtschaftsgüter i.S. des § 23 I 1 Nr. 2 EStG betrachtet.<sup>209</sup> Lehnt man diese Auffassung ab, kommt man dennoch über § 23 I 1 Nr. 3 EStG zu demselben Ergebnis. In diesem Fall ist die Begründung der (impliziten) Optionsverbindlichkeit als Verkauf und die spätere Schuldübernahme als Rückkauf zu qualifizieren. Insgesamt garantiert die hier vertretene Subsumtion von Sekundärgeschäften in Derivaten mit symmetrischer Risikostruktur unter § 23 I 1 Nr. 2, 3 EStG den steuerrechtlichen Gleichlauf mit der vorzeitigen Übertragung einer finanzwirtschaftlich gleichwertigen Kombination von Short- und Long-Option.

#### *bb. Gegengeschäft*

Die *einfache* Glattstellung einer laufenden Terminposition am Termin- oder Kassamarkt durch Abschluss eines Gegengeschäfts fixiert betragsmäßig den bis zum Glattstellungszeitpunkt angesammelten Gewinn bzw. Verlust. Für den Sonderfall, dass der Verkauf von Optionen zur Glattstellung genügt, bewirkt sie darüber hinaus die vorzeitige Realisierung dieses Gewinns oder Verlusts. Zivilrechtlich aber bleiben die zukünftigen, stochastisch wertschwankenden Ansprüche bzw. Verbindlichkeiten aus dem Grund- und Glattstellungsgeschäft trotz ihrer gegenseitigen wirtschaftlichen Neutralisierung grundsätzlich bis zur Fälligkeit bestehen. Anders ist es bei der *beendenden* Glattstellung. Hier werden die zukünftigen Ansprüche sofort miteinander verrechnet, der angesammelte Gewinn oder Verlust wird ausgeglichen und die Positionen werden vertragstechnisch gelöscht.<sup>210</sup> Das setzt eine spezielle Verrechnungsabrede voraus, die in der Regel nur bei identischen Vertragspartnern zustande kommen wird.

---

durch den Rechtsvorgänger zuzurechnen ist.

209 BFH 15.4.1958 - I 27/57 U, BStBl III 1958, 260, zum Begriff Wirtschaftsgut i.S. der §§ 6 und 7 EStG: Der Begriff Wirtschaftsgut i.S. des § 6 EStG umfasse „nicht nur Sachen und Rechte in bürgerlich-rechtlichem Sinne, sondern alle Güter positiver und negativer Art (Vermögenswerte und Schulden), die dem Betrieb“ dienen „und nach der Verkehrsauffassung selbständig bewertungsfähig“ seien. Zust. für den Bereich des § 23 EStG *Jacobs-Soyka*, in: Littmann/Bitz/Hellwig, § 23, Rz. 26 (Stand: April 2000); Blümich-Glenk, § 23 EStG, Rz. 32 (Stand: Februar 2000). A.A. OFD Düsseldorf, Verfügung v. 13.9.1989, S 2256 A-St 11 H 1, DB 1989, 2200 („Anwendung des § 23 EStG auf Verbindlichkeiten“); *Jansen*, in: Herrmann/Heuer/Raupach Herrmann, § 23 EStG, Rz. 142 (Stand: November 1993).

210 *Crezelius*, in: Kirchhof/Söhn, § 23 EStG, Rz. B 108 (Stand: Januar 1995): „Schuldaufhebungs- und Verrechnungsabrede“. Leider versäumt es der *Autor*, darauf hinzuweisen, dass diese Aussage nicht für sämtliche Arten von Gegengeschäften, sondern nur für spezielle, z.B. an der Eurex praktizierte gilt (s.o. 1. Kapitel, A.III., S. 17). Dadurch kommt es zu Missverständnissen bei anderen steuerrechtlichen Autoren (siehe die Nachweise in Fn. 211), die sich auf diese Aussage beziehen.

Für die *einfache* Glattstellung stellt sich die Frage, ob man sie als „Beendigung des Rechts auf einen Differenzausgleich, Geldbetrag oder Vorteil“ i.S. des § 23 I 1 Nr. 4 EStG betrachten kann. Das ist zu verneinen, weil die vertraglichen Ansprüche durch die Glattstellung in ihrem rechtlichen Bestand nicht berührt werden. Unter dem Strich richtet sich die Bemessungsgrundlage dennoch allein nach den *bis zur Glattstellung* erzielten (Marktwert-) Gewinnen. *Nachfolgende* Wertschwankungen bis zur Fälligkeit, welche für die Höhe und Richtung der tatsächlich fließenden, nach § 23 I 1 Nr. 4 EStG zu steuernden Leistungsströme bestimmend sind, werden steuerrechtlich egalisiert. Das Glattstellungsgeschäft unterliegt nämlich seinerseits ebenfalls der Besteuerung nach § 23 I EStG, egal ob es am Termin- oder am Kassamarkt abgeschlossen wird. Gegenläufige Erträge aus Grund- und Glattstellungsgeschäft dürfen nach § 23 III 8 HS 1 EStG miteinander verrechnet werden. Anders sieht es aus, wenn das glattzustellende Termingeschäft nicht nur insgesamt die Jahresfrist des § 23 I 1 Nr. 4 EStG überschreitet, sondern selbst nach dem gewünschten Glattstellungszeitpunkt noch länger als ein Jahr läuft. Dann nämlich befinden sich sämtliche Transaktionen einschließlich derjenigen zur Glattstellung im steuerunwirksamen Bereich. Privatanleger, die von vornherein eine kurzfristige Anlagestrategie planen, können diesen Effekt zur Laufzeitarbitrage einsetzen. Da sich der Terminpreis im Zeitraum zwischen Vertragsschluss und gewünschtem Glattstellungszeitpunkt verändert, ist die kombinierte Strategie allerdings nicht hundertprozentig gleichwertig mit dem Abschluss eines Termingeschäfts von kürzerer Laufzeit. Schon aus diesem Grunde entfällt die Frage, ob sich die Kombination aus Grund- und Glattstellungsgeschäft im Wege der bewussten, integrierenden Gleichbehandlung als „synthetisches“, innerhalb eines Jahres beendetes Termingeschäft i.S. des § 23 I 1 Nr. 4 EStG betrachten lässt.

Im Gegensatz zur einfachen erfüllt die *beendende* Glattstellung das Erfordernis der „Beendigung des Rechts“ nach § 23 I 1 Nr. 4 EStG. Das Glattstellungsgeschäft ist hier in Wirklichkeit kein eigenständiges Termingeschäft, sondern Änderungsvertrag zum ursprünglichen Termingeschäft. *Insofern*, nicht aber unter dem Gesichtspunkt des „verdeckten Differenzgeschäfts“, kann man von einem „einheitlichen Geschäft“ sprechen.<sup>211</sup>

Die Grundsätze des BMF-Schreibens vom 10.11.1994<sup>212</sup> zur Anwendung des § 23 I 1 Nr. 1 lit. b EStG a.F. (§ 23 I 1 Nr. 2 EStG) speziell bei der Glattstellung von *Long-Optionen* sind demnach obsolet geworden.<sup>213</sup> Danach wurde ein Vertragsschluss über

211 So aber, ohne zwischen einfacher und beendender Glattstellung zu differenzieren, *Schlüter*, DStR 2000, 226, 229; vgl. ebenfalls ohne Differenzierung *Crezelius*, in: Kirchhof/Söhn, § 23 EStG, Rz. B 108 (Stand: Januar 1995): Eröffnungs- und Glattstellungsgeschäft seien zivilrechtlich als einheitliches Geschäft zu betrachten; *Wendt*, FR 1999, 333, 352.

212 BMF 10.11.1994 - IV B 3-S 2256-34/94, BGBl I 1994, 816 (hierzu bereits oben a.aa., Fn. 161).

213 A.A., speziell zu Optionsgeschäften und auf der Basis seiner Auffassung von der Unanwendbarkeit des § 23 I 1 Nr. 4 EStG auf Short-Optionen, *Schlüter*, DStR 2000, 226, 230: Für solche „Kopplungsgeschäfte“ auf abstrakte wie auch effektiv lieferbare Basisobjekte „dürften“ die Grundsätze des BMF-Schreibens v. 10.11.1994 weitergelten, wonach je nach Opening-Transaktion die Regelungen der §§ 22 Nr. 3 EStG und § 23 I 1 Nr. 2 EStG „vorrangig vor der des § 23 I 1 Nr. 4 EStG

den (Primär- oder Sekundär-) Erwerb eines Optionsrechts an der DTB als „Anschaffung“ eines Wirtschaftsguts und dessen (beendende) Glattstellung als Veräußerung dieses Wirtschaftsguts i.S. des § 23 I 1 Nr. 1 lit. b EStG a.F. qualifiziert.<sup>214</sup> Die Differenz zwischen der gezahlten und der aus dem glattstellenden Abschluss des Stillhaltergeschäfts erzielten Optionsprämie wurde demnach „unter den weiteren Voraussetzungen des § 23 EStG als Spekulationsgewinn oder -verlust“ angesehen.<sup>215</sup> Zu einer Bestätigung der Rechtsauffassung der Finanzverwaltung durch die Rechtsprechung ist es (bislang) nicht gekommen.<sup>216</sup> Die Grenzen des möglichen Wortsinns einer (im rechtlichen Sinne zu verstehenden) „Veräußerung“,<sup>217</sup> zumindest des Normzwecks des § 23 I 1 Nr. 1 lit. b EStG a.F. dürften aber überschritten worden sein, weil das Glattstellungsgeschäft das zuvor angeschaffte Wirtschaftsgut „Long-Option“ nicht veräußert, sondern vernichtet - sei es auch gegen Bezahlung eines Ausgleichs.<sup>218</sup> Ein echtes, neues Optionsrecht wird bei der beendenden im Gegensatz zur einfachen Glattstellung für den Vertragspartner gerade nicht geschaffen; das Problem liegt also nicht erst bei der fehlenden Identität zwischen angeschafftem und veräußertem Wirtschaftsgut.<sup>219</sup> Vom „Wertdurchgang eines bestimmten Wirtschaftsguts“, den die Rechtsprechung für § 23 EStG a.F. im Allgemeinen verlangt,<sup>220</sup> kann keine Rede sein.<sup>221</sup>

Das, was das BMF im oben genannten Schreiben zur Glattstellung von *Short-*

---

angewendet“ würden. Der Anleger erziele bei der Glattstellung Differenzen zwischen gezahlten und vereinnahmten Optionsprämien, nicht jedoch „aus einem versprochenen Barausgleich am Ende der Optionslaufzeit“. Mit dieser Einschätzung setzt sich der *Autor* in Widerspruch zu seiner Qualifizierung des Koppelungsgeschäfts als „verdecktes Differenzgeschäft“ (a.a.O., S. 229). Sinngemäß ebenso für die fortwährende Anwendbarkeit des BMF-Schreibens in Bezug auf die Glattstellung von Long-Optionen *Risthaus*, in: Herrmann/Heuer/Raupach, Steuerreform-Kommentierung, § 23 EStG, Anm. R 24 (Stand: September 2000).

214 BMF 10.11.1994 (Fn. 212), Rz. 8 (Call) und Rz. 12 (Put).

215 BMF 10.11.1994 (Fn. 212), Rz. 8.

216 Bei der von *Schlüter* (DStR 2000, 226, 229 Fn. 40) zitierten Entscheidung FG Karlsruhe 11.2.1993 - 8 K 113/91, EFG 1993, 582, ging es nicht um die Glattstellung durch ein Gegengeschäft, sondern um die Veräußerung der Optionen am Sekundärmarkt.

217 Daran ändert es nichts, dass in der vom BMF übernommenen Finanzsprache vom „Verkauf“ einer Option mit Closing-Vermerk die Rede ist.

218 So auch *Crezelius*, in: Kirchhof/Söhn (Hrsg.), § 23 EStG, Rz. 108 (Stand: Januar 1995): Gegen die Auffassung des BMF spreche, dass „zivilrechtliches Eröffnungs- und Gegengeschäft ein einheitliches Rechtsgeschäft“ bildeten, „so dass es sich um eine Schuldauhebungs- und Verrechnungsabrede des einheitlichen Optionsvertrags und nicht um einen davon zu trennenden eigenständigen Rückveräußerungsvertrag“ handele.

219 So aber *Schlüter*, DStR 2000, 226, 229: Es sei eine „Fiktion“ gewesen, das Eingehen einer Stillhalterposition über eine gänzlich neue Option als wirtschaftliches Äquivalent des Verkaufs der ursprünglichen Option zu sehen. Im Grunde sei § 23 EStG „infolge der fehlenden Nämlichkeit zwischen angeschafftem und veräußertem Wirtschaftsgut nicht anwendbar“ gewesen.

220 BFH 29.3.1989 - X R 4/84, BStBl II 1989, 652, unter a.

221 Aus dem gleichen Grund dürfte die Rspr. zur „Veräußerung“ durch Einziehung von zuvor erworbenen Forderungen verfehlt sein. Siehe z.B. BFH 17.7.1959 - VI 67/58 U, BStBl III 1959, 346, zur Entsperrung bzw. Einziehung unter dem Kurswert erworbener Spermarkguthaben; ebenso BFH 13.12.1961 - VI 133/60 U, BStBl III 1962, 127, a.E.; RFH 14.3.1934 - VI A 1125/33, RStBl 1934, 711, zur Einziehung fälliger Hypotheken, die unter ihrem Nennwert erworben wurden.

Optionen formuliert hat,<sup>222</sup> ist durch die Neuregelung des § 23 I 1 Nr. 4 EStG ebenfalls hinfällig geworden.<sup>223</sup> Die „Optionsprämie“, die der Stillhalter danach für die beendende Glattstellung seiner Position bezahlt, konnte als „Werbungskosten“ bei seinen Einkünften aus § 22 Nr. 3 EStG a.F. abgezogen werden, da es sich nach Ansicht der Finanzverwaltung „wirtschaftlich betrachtet um Aufwendungen zur Befreiung von der zuvor eingegangenen Stillhalterbindung und damit um Aufwendungen zur Sicherung der vereinnahmten Optionsgeschäfte“ i.S. des § 9 I 1 EStG handelte.<sup>224</sup> Vor dem Hintergrund der oben dargestellten Behandlung von Long-Optionen wäre es zwar konsequent gewesen, die Stillhalterposition als „Verkauf“ eines Wirtschaftsguts, die Glattstellung als Rückkauf („Anschaffung“) zu qualifizieren und den Gesamttatbestand somit nach § 23 I 1 Nr. 2 EStG a.F. (= § 23 I 1 Nr. 3 EStG) zu besteuern. Damit aber hätte sich die Finanzverwaltung zu ihrer eigenen Einstufung des Eingehens der Stillhalterverpflichtung als steuerwirksame „Leistung“ i.S. des § 22 Nr. 3 EStG a.F. in Widerspruch gesetzt.<sup>225</sup>

Zusammenfassend lässt sich feststellen: Die gegenwärtigen Regelungen zur Besteuerung der Zahlungsströme aus der vertragsgemäßen Erfüllung von Termingeschäften einerseits und aus ihrer vorzeitigen Glattstellung andererseits sind miteinander vereinbar. Die aufgezeigten Möglichkeiten der Laufzeitarbitrage sind eine Folge der Jahresfrist. Sie bestehen nicht nur bei Kombinationen aus Termin- und Kassageschäften, sondern auch bei reinen Termin- oder Kassastrategien.

## 2. Einkünfte aus Kapitalvermögen

Der Besteuerungstatbestand der Einkünfte aus Kapitalvermögen (§§ 2 I Nr. 5, 20 EStG) ist gegenüber den Einkünften aus privaten Veräußerungsgeschäften zwar vorrangig (§ 23 II 1 EStG). Für Zahlungsströme aus einzelnen Derivaten oder derivateähnlichen Geschäften ist er aber grundsätzlich nicht einschlägig, und zwar auch nicht in Gestalt der Generalklausel des § 20 I Nr. 7, II 1 Nr. 1 EStG („Erträge aus sonstigen Kapitalforderungen jeder Art“).<sup>226</sup> Es fehlt nämlich regelmäßig am Erfordernis einer Kapitalüberlassung gegen Entgelt.

Die in § 20 I Nr. 7 EStG normierte „Überlassung von Kapitalvermögen gegen Entgelt zur Nutzung“<sup>227</sup> lässt sich als zeitversetzter, finaler (i.d.R. synallagmatischer)

222 BMF 10.11.1994 (Fn. 212), Rz. 15 (Call) und Rz. 16 (Put).

223 A.A. (sinngemäß) *Risthaus*, in: Herrmann/Heuer/Raupach, Steuerreform-Kommentierung, § 23 EStG, Anm. R 24 (Stand: September 2000).

224 BMF 10.11.1994 (Fn. 212), Rz. 15.

225 S.o. unter a.a., S. 338, bei Fn. 161.

226 Zu Kombinationen von Derivaten untereinander oder mit Geschäften anderer Art s.u. II.3. und 4., S. 379 ff., 385 ff.

227 BMF-Schreiben v. 30.4.1993 - IV B 4-S 2252-480/93, BStBl I 1993, 343, vor 1.; zuvor bereits die st. Rspr., z.B. BFH 13.10.1987 - VIII R 156/84, BStBl II 1988, 252, unter III.2.: Einkünfte aus

Austausch von Leistungen beschreiben, wobei die von der einen Seite zu erbringende Vorleistung eine Geldzahlung ist.<sup>228</sup> Inhalt des Geschäfts muss zumindest auch die Übertragung („Verkauf“) des Zeitwerts des Geldes gegen Bezahlung sein. Die eine Seite zahlt bei Vertragsschluss einen Geldbetrag und die andere Seite erbringt zu einem späteren Zeitpunkt oder mehreren späteren Zeitpunkten Gegenleistungen in Geld oder, gemäß § 20 II 1 Nr. 1 i.V.m. § 8 I EStG, in Geldwert. Gegenstand der Besteuerung ist der Saldo aus Leistung und Gegenleistung. Für die Ermittlung der Einnahmen aus Kapitalvermögen wird der Wert der Gegenleistung mit dem eigenen Leistungsaufwand der vorleistenden Seite („Kapitalgeber“) verglichen, wobei der Verlust des Zeitwerts des Geldes nicht berücksichtigt wird. Die Zahlung des Kapitalgebers („Kapitalüberlassung“) wird vielmehr unter Berufung auf das dem Privatrecht entlehnte, sog. „Nominalwertprinzip“ („Grundsatz Mark = Mark“) lediglich zum Nennbetrag angesetzt.<sup>229</sup> Selbst die Effekte der Geldentwertung bleiben außer Betracht.<sup>230</sup> Aus einkommensteuerlicher Sicht ist es irrelevant, ob der durch die Kapitalüberlassung erzielte Mehrbetrag Nutzungsentgelt oder Ausgleich für inflationsbedingte Substanzverluste ist.<sup>231</sup> Eine Ausnahme vom Grundsatz der fehlenden Berücksichtigung des Zeitwerts beim Kapitalgeber gilt für den Fall, dass dieser zur Refinanzierung seinerseits einen Kredit aufgenommen hat und sich der Zeitwert des von ihm weitergeleiteten Geldes in abziehbaren Schuldzinsen niederschlägt (§ 9 I 3 Nr. 1 EStG).

Die vom Kapitalgeber zeitversetzt empfangenen Gegenleistungen sind also, abzüglich der Werbungskosten, insoweit zu versteuern, als ihr Gesamtwert den Nennwert der eigenen Zahlung übersteigt.<sup>232</sup> Ob die Zahlungen der Gegenseite als Kapital oder Zinsen deklariert werden, ist gleichgültig. Die Begriffe „Kapital“ und „Zinsen“ sind austauschbar.<sup>233</sup> Dies bestätigt sich in der steuerrechtlichen Behandlung von Zero-bonds<sup>234</sup> sowie von langfristigen Forderungen, denen ein Zinsanteil zugeschrieben

---

Kapitalvermögen beziehe, wer Kapitalvermögen gegen Entgelt zur Nutzung überlasse.

- 228 Vgl. BFH 26.6.1996 - VIII R 67/95, BB 1996, 2392, unter I.a.: Kapitalforderungen seien „alle auf einen Geldbetrag gerichteten Forderungen des Privatvermögens“, „gleichviel auf welchem Rechtsgrund“ sie beruhten (m.w.N.).
- 229 BFH 27.7.1967 - IV 300/64, BStBl III 1967, 690, unter IV.2.a.; BFH 14.5.1974 - VIII R 95/72, BStBl II 1974, 572, unter B.I.1.b.
- 230 BFH 27.7.1967 (Fn. 229), unter IV.3. (Berufung auf den „klaren, unzweideutigen und vom Gesetzgeber auch so gewollten Wortlaut“ des § 20 EStG) sowie unter V. (Ablehnen einer „gesetzändernden richterlichen Rechtsfortbildung“ wegen Fehlen eines „Rechtsnotstands“); BFH 14.5.1974 (Fn. 229), unter B.I.2.c.; BFH 16.1.1979 - VIII R 38/76, BStBl II 1979, 334. Kritisch zur fehlenden Berücksichtigung von Inflationsverlusten bei der Zinsbesteuerung aus inflationstheoretischer Sicht *Reiner*, DStZ 1999, 810, 824 f.
- 231 Vgl. *Läufer*, DStZ 1999, 764, 773, zum sog. „Fisher-Effekt“, gemäß dem sich die nominalen Zinssätze aus der realen Verzinsung und der erwarteten Inflationsrate zusammensetzen; *Pausenberger/Glaum*, in: Gebhardt/Gerke/Steiner, Kapitel 32.4, S. 775.
- 232 Mögliche Probleme der periodengerechten Abgrenzung des Nutzungsentgelts bleiben außer Betracht.
- 233 Anders BGH 13.10.1987 (Fn. 227), unter III.3.: „Zinsen“ setzten „das Bestehen einer auf die Hauptleistung gerichteten Kapitalschuld voraus, neben der sie eine Nebenleistung“ bildeten.
- 234 Hierzu BFH 8.10.1991 - VIII R 48/88, BStBl II 1992, 17, unter I.: Zu den Einnahmen aus Kapi-

wird.<sup>235</sup> Entscheidend ist die Gesamtsumme der Gegenleistung im Verhältnis zum Nennwert des überlassenen Kapitals.<sup>236</sup> Finanzwirtschaftlich ist der „Zins“ - das „Entgelt für die Überlassung von Kapital“<sup>237</sup> - nicht mehr als eine Rechengröße, die den Ertrag der Hingabe von Kapital miteinander vergleichbar macht. Der Zinssatz gibt an, um welchen Faktor der Ertrag den Nennbetrag des eingesetzten Kapitals übersteigt bzw. dahinter zurückbleibt.<sup>238</sup>

Der Gesetzgeber hat sich im Zuge der Steuerreform von 1994<sup>239</sup> dafür entschieden, zur Erfassung innovativer Finanzinstrumente auch solche Verträge in den Anwendungsbereich der Einkünfte aus Kapitalvermögen aufzunehmen, bei denen der Wert der (einheitlichen oder auf mehrere Teilakte verteilten) Gegenleistung stochastisch bedingt ist, und zwar gleichgültig, ob es um die Leistung am Ende der Laufzeit oder die regelmäßigen „Zins“-Zahlungen geht.<sup>240</sup> § 20 I Nr. 7, II 1 Nr. 4 lit. c EStG bezieht ausdrücklich Geldanlagen mit „ungewissen“ Einlösungserträgen in den Anwendungsbereich der Einkünfte aus Kapitalvermögen mit ein.

*Strukturierte Anleihen*, also Anleihen mit eingebauten derivativen oder derivate-

talvermögen i.S. des § 20 I Nr. 8 EStG 1982 (= § 20 I Nr. 7 EStG 1997) gehöre „auch das Nutzungsentgelt aus Zerobonds“; FG München 28.2.1997 - 8 K 4461/96, EFG 1997, 871, unter 2.: Bei abgezinsten Papieren mit Rückzahlungsverpflichtung zum Nennwert, wie Null-Kupon-Anleihen, bestehe der Ertrag in dem bei Laufzeitende fälligen Abzinsungsbetrag“. Für die Finanzverwaltung BMF-Schreiben v. 14.1.1983 (IV B 4-S 2252-2/83), unter I.

- 235 BFH 21.10.1980 - VIII R 190/78, BStBl II 1981, 160, 161: Der Verkäufer eines zum Privatvermögen gehörenden Wirtschaftsguts beziehe, wenn die Kaufpreisforderung „längerfristig gestundet“ werde, neben der auf den Kaufpreis zu verrechnenden Tilgungsleistung auch einen Zinsanteil, und zwar auch ohne ausdrückliche Vereinbarung einer Verzinsung. Dies gelte, wie sich aus §§ 1 I, 12 III 1 BewG ergebe, „bei allen Forderungen, deren Laufzeit mehr als ein Jahr“ betrage „und die zu einem bestimmten Zeitpunkt fällig“ würden. Siehe auch BFH 25.6.1974 - VIII R 163/71, BStBl II 1975, 431, 432, unter I.1., wo präzisiert wird, dieser Zinsanteil sei „als Nebenleistung [...] Entgelt für die darlehensweise Überlassung des nicht sogleich zur Erfüllung der Kaufpreisschuld hingegenen Geldkapitals“ und „in jeder einzelnen Rate mitenthalten“ (m.w.N.).
- 236 Vgl. *Jonas*, BB 1993, 2421, 2423: Nach dem heutigen Verständnis der Finanzierungstheorie werde „jeder Vermögensstamm durch seine Auszahlungen in späteren, möglichen Zuständen definiert“ und sei „beliebig duplizierbar“; zust. *Pross*, S. 137: Nach „moderner Finanztheorie“ gebe es zwischen „Baum und Früchten“ (Kapitalstamm und Zins) keinen wesensmäßigen Unterschied. Der „Baum“ sei vielmehr nicht mehr als der Barwert der zukünftigen Zahlungen (m.w.N.).
- 237 BFH 25.11.1992 - X R 91/89, BStBl II 1996, 666, unter 6., vor a.
- 238 Vgl. *Seckelmann*, S. 41: Wie andere geldwerte Leistungen begründe die Übertragung von Geld eine Gegenforderung in Geld. Die Gegenforderung „nehme“ (im Vergleich zum hingegebenen Geld) mit der Zeit zu „nach Regeln, die aus dem Begriff »Zins« folgten.
- 239 Gesetz zur Bekämpfung des Missbrauchs und zur Bereinigung des Steuerrechts (Missbrauchsbekämpfungs- und Steuerbereinigungsgesetz - StMBG), BGBl I 1993, 2310.
- 240 Vgl. OFD Kiel 21.3.2001 - S 2252 A-St 231: Der Gesetzgeber habe mit der Neufassung des § 20 II EStG durch das StMBG 1994 „auch die im Kurs der Wertpapiere und damit im Veräußerungspreis enthaltenen Erträge erfassen“ wollen. Das gelte aber auch für die Fälle der Einlösung durch den Ersterwerber („Durchhaltefälle“). Die sich im Bericht des Finanzausschusses zum StMBG 1994 (BT-Drucks. 12/6078 v. 8.11.1993, S. 122) und daran anschließend im Schrifttum (z.B. *Dahm/Hamacher*, WM 1994, Sonderbeilage Nr. 3, S. 4) findende Differenzierung, dass *entweder* nur die Zinszahlungen *oder* nur die „Rückzahlung des überlassenen Kapitalvermögens“ in Bezug auf ihre Existenz und Höhe unsicher sein dürfen, findet weder im Gesetzeswortlaut noch in der Gesetzssystematik einen Halt.

ähnlichen Elementen,<sup>241</sup> sind demnach, soweit sie als zivilrechtliche Einheit mit einheitlichem Synallagma begeben werden und die Gegenleistung des Emittenten nicht ausschließlich aleatorisch ist, nach § 20 I Nr. 7 EStG (Ersterwerber) bzw. § 20 II 1 Nr. 4 lit. c EStG (weitere Erwerber) versteuern.<sup>242</sup> Diese Aussage bezieht sich nicht nur auf die regelmäßigen Zinszahlungen - in fester oder variabler Höhe - (vgl. § 20 II 1 Nr. 4 S. 3 EStG), sondern ebenso auf den positiven oder negativen Ertrag aus der Realisierung des derivativen bzw. derivateähnlichen Teils der Anleihe (Marktwertveränderungen) anlässlich der Rückzahlung des Kapitalvermögens bei Fälligkeit („Einlösung“ der Anleihe).<sup>242a</sup> Dabei kann es, wie sich nicht zuletzt aus § 20 II 1 Nr. 1 EStG ergibt, keine Rolle spielen, in welcher Form - als Geldbetrag oder in Wertpapieren - die Gegenleistung bewirkt wird.<sup>243</sup> Bleibt der Gesamtwert der Gegenleistung wegen ungünstiger Marktentwicklungen hinter dem Nennwert der eigenen Vorleistung zurück, sind die erlittenen Verluste konsequenterweise als Werbungskosten abzugsfähig, und zwar unabhängig davon, ob das stochastisch bedingte Element der Anleihe vertragstechnisch bei den regelmäßigen „Zins“-Zahlungen oder im Bereich der Gegenleistungspflicht bei Endfälligkeit („Rückzahlung des Kapitals“) angesiedelt ist.<sup>244</sup>

Die Besteuerungsmodelle, die im Schrifttum zur Optionsanleihe entworfen wurden und die auf die Werthaltigkeit des Optionsrechts im Augenblick des Vertragsschlusses abstellen, führen nicht weiter. Der Vorschlag, den Wert der impliziten Option bereits bei Vertragsschluss als zu Beginn der Kapitalüberlassung zugeflossenen Kapitalertrag zu besteuern,<sup>245</sup> vergrößert nicht nur die Ungleichheiten der Besteuerung verglichen mit

241 S.o. 1. Kapitel, A.VI.2.b., S. 34 f., dazu, dass strukturierte Anleihen keine Derivate sind.

242 „Index-Anleihen“ werden in den Gesetzesmaterialien (Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 12/6078, S. 122) sogar wörtlich erwähnt; zu Hochzins- und Umtauschanleihen siehe BMF-Schreiben v. 2.3.2001 - IV C 1-S 2252-56/01, DStR 2001, 576; aus dem Schrifttum z.B. *Scheuerle*, DB 1994, 445, 446. Zur Gegenauffassung des BFH siehe gleich weiter unten im Text S. 355, bei Fn. 247.

242a Siehe für die Finanzverwaltung z.B. OFD Kiel 21.3.2001 (Fn. 240): Unter dem Ertrag, dessen Höhe i.S. des § 20 I Nr. 7 und § 20 II 1 Nr. 4 lit. c EStG „ungewiss“ sei, werde die „in der Höhe ungewisse wirtschaftliche Rendite“ verstanden. Hierunter falle „auch der Zuwachs oder Verlust auf der Vermögensebene“.

243 Vgl. BMF 2.3.2001 - IV C 1-S 2252-56/01, FR 2001, 379: Bei Hochzinsanleihen sei als Kapitalertrag der „Unterschiedsbetrag zwischen dem Entgelt für den Erwerb und den Einnahmen aus der Veräußerung, Abtretung oder Einlösung (sog. Marktrendite) der Besteuerung zugrunde zu legen (§ 20 II 1 Nr. 4 S. 2 EStG)“; anders noch BMF 7.10.1999 - IV C 1 - S 2252 - 589/99, DB 1999 S. 2342: Verluste aus der Rückzahlung der Anleihe in Form von Aktien, deren Wert unter dem Nennwert der Anleihe liege, seien „der steuerlich unbeachtlichen Vermögensebene zuzuordnen“.

244 Wie hier OFD Kiel 21.3.2001 (Fn. 240): Die Berücksichtigung eines negativen Unterschiedsbetrags zwischen dem Entgelt für den Erwerb und den Einnahmen aus der Einlösung („Verlustberücksichtigung“) in „Durchhalterfällen“ sei nicht nur bei den Hochzinsanleihen möglich, „sondern bei jeder Kapitalanlageform, bei der der Kapitalstamm in die Renditeberechnung mit einbezogen“ werde; *Scheuerle*, DB 1994, 445, 446, zur Behandlung von Hochzinsanleihen nach § 20 I Nr. 7 EStG: Die Rückzahlung des überlassenen Kapitalvermögens unter dem Nennbetrag führe zu entsprechenden negativen Einnahmen, die steuermindernd geltend gemacht werden könnten.

245 *Dötsch*, in: Kirchhof/Söhn, § 20 EStG, Rz. I 123 (Stand: September 1995); *Stuhrmann*, in: Blümich, § 20 EStG, Rz. 318 (Stand: Februar 2001); kritisch *Schlüter*, S. 192: Eine Qualifizierung des Optionsrechts als Kapitalertrag komme nicht in Betracht, da es „entgeltlich als selbständiges Wirt-

dem getrennten Erwerb von Anleihe und Option. Er ist auch in sich widersprüchlich, denn es fehlt am Erfordernis der Zeitversetztheit der Gegenleistung. Eine Gegenleistung in Geld, die man gleichzeitig mit der eigenen Geldleistung erhält, kann unter Umständen den Betrag der Kapitalüberlassung vermindern. Sie kann aber nie „Entgelt“ für die Kapitalüberlassung sein.

Stimmiger ist es da schon, dem erhaltenen Optionsrecht gedanklich einen Teil des Kaufpreises der Optionsanleihe zuzuordnen und insoweit von einem von der „eigentlichen“ Anleihe abtrennbaren Synallagma auszugehen. Der Kauf der Optionsanleihe wird bei dieser Sichtweise gemäß der sog. „Zwei-Wirtschaftsgüter-Theorie“ in den „Verkauf“ des Zeitwerts des Geldes (Kauf der Anleihe) und den Kassatausch von Vermögensgegenständen (Kauf des Optionsrechts) aufgespalten.<sup>246</sup> Ausübungs- oder Veräußerungsgewinne aus dem Optionsrecht sind dann wie beim getrennten Kauf von Anleihe und Option nach § 23 I 1 Nr. 4 bzw. Nr. 2 EStG zu besteuern. Indessen dürfte die Notwendigkeit einer Bestimmung der impliziten Optionsprämie die Finanzverwaltung zumindest noch in ihrer derzeitigen Ausstattung vor kaum zu überwindende Bewertungsschwierigkeiten stellen. Vor allem aber spricht der einleitend zu diesem Abschnitt bereits erwähnte systematische Grund der wirtschaftlichen und begrifflichen Austauschbarkeit von Zinszahlung und Kapitalrückzahlung entscheidend gegen diese Auslegung und für die alleinige Anwendung des § 20 EStG. Eine steuerrechtliche Aufspaltung strukturierter Anleihen in Anleihe und Derivat bzw. derivateähnliches Geschäft kommt somit nur dann in Betracht, wenn es sich auch zivilrechtlich um zwei *getrennte*, rein äußerlich - z.B. in einer einheitlichen Urkunde - miteinander verbundene Austauschverhältnisse handelt. Davon wird man bei Optionsanleihen in aller Regel nicht ausgehen können, selbst wenn bei Long-Optionen der Optionspreis offen als Aufgeld auf den Nennwert der Anleihe ausgewiesen wird. In dieser Auslegung liegt kein Widerspruch zu § 20 I Nr. 7 S. 2 EStG, wonach die „Bezeichnung und die zivilrechtliche Ausgestaltung der Kapitalanlage“ ohne Belang sind. Denn die Besteuerung der Einkünfte aus der Überlassung von Kapitalvermögen soll damit nicht etwa vollständig von der zivilrechtlichen Grundlage abgekoppelt werden. Das ist schon deshalb unmöglich, weil sich, wie oben gezeigt, die Kapitalüberlassung gegen Entgelt über das finale Verhältnis von Leistung und Gegenleistung definiert und sich dieses nur mit den Mitteln des Zivilrechts in wirtschaftlich effizienter Weise gestalten lässt. Unbeachtlich ist nur die rechtstechnische Gestaltung dieses (einheitlichen) Austauschverhältnisses im Detail, also z.B. die Frage, ob dieses durch einen einzigen, synallagmatischen und deshalb kausalen Vertrag oder aber durch zwei formal selbständige, untereinander durch Bedingungen (§ 158 BGB) verknüpfte abstrakte Verträge realisiert wird.

schaftsgut erworben“ werde; *Knobbe-Keuk*, ZGR 1987, 313, 322 f.

246 *Dahm/Hamacher*, WM 1994, Sonderbeilage Nr. 3, S. 7, unter Berufung auf den Entwurf eines BMF-Schreibens v. 31.10.1990 (IV B 4 - S 2252 - 156/90) an den BdB, das wegen Meinungsverschiedenheiten innerhalb der Finanzverwaltung zur Bilanzierung beim Emittenten nicht veröffentlicht worden sei (*dies.*, a.a.O., Fn. 25).

Allerdings hat sich der BFH im Zusammenhang mit der Besteuerung von Sekundärwerbern erst jüngst dahingehend geäußert, Wertpapiere, deren Erträge der Höhe nach ungewiss seien und die folglich keine von vornherein bezifferbare „Emissionsrendite“ hätten, fielen nicht unter den Tatbestand des § 20 II 1 Nr. 4 EStG.<sup>247</sup> Letzterer betreffe auch im Hinblick auf die nach S. 2 HS 2 angeordnete Ertragsberechnung nach der sog. „Marktrendite“ nur Wertpapiere, die tatsächlich eine „objektiv“ nachweisbare Emissionsrendite hätten, welche der Steuerpflichtige aber nicht nachweise (§ 20 II 1 Nr. 4 S. 2 HS 1). Argumentativ fährt der BFH neben seinem Hinweis auf den - keineswegs eindeutigen - Gesetzeswortlaut schweres Geschütz auf: Die Besteuerung nach der Marktrendite erfasse als Kapitalertrag „Wertänderungen jedweder Art“ (z.B. reine Wechselkursgewinne), die nicht den Charakter eines Nutzungsentgelts hätten und ausschließlich die Vermögensebene beträfen; darauf werde bei den übrigen Kapitalanlagen verzichtet. Das stelle einen Systembruch dar und sei wegen Art. 3 I GG „aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht unbedenklich“.<sup>248</sup>

Was ist davon zu halten? Das Verständnis der Marktrenditebesteuerung nach § 20 II 1 Nr. 4 S. 2 als Notbehelf aus Beweisgründen überzeugt schon deshalb nicht, weil nicht klar ist, wie bei Papieren mit im Voraus festbestimmten und regelmäßig schriftlich dokumentierten Zahlungsströmen die Berechnung der Emissionsrendite zum Beweisproblem werden kann. Dem Einwand des Systembruchs und des möglichen Gleichheitsverstoßes lässt sich bereits entgegen, dass die vom BFH praktizierte Lösung ihrerseits zu Inkonsistenzen führen kann, nämlich im Verhältnis der Besteuerung strukturierter Anleihen zu derjenigen „synthetischer“ strukturierter Anleihen, bestehend aus der Kombination aus einer isolierten Anleihe und einer passenden, nach § 23 I 1 Nr. 4 EStG zu besteuern Option.

Darüber hinaus besteht ein entscheidender Unterschied der strukturierten Anleihen im Vergleich zu sonstigen Kapitalanlagen: Bestimmte Marktrisiken, von denen der wirtschaftliche Ertrag abhängig ist, sind dort *Teil* des vertraglichen Gleichgewichts, sind also Vertragsgegenstand.<sup>249</sup> Unter diesem Gesichtspunkt ist es durchaus gerechtfertigt, zwar bei einer Indexanleihe die Kursgewinne aus dem Erhalt des indexabhängigen Rückzahlungsbetrags zu besteuern, nicht aber bei einem ausländischen Zerobond die Währungsgewinne aus dem Rücktausch des Rückzahlungsbetrags oder bei einer vorzeitigen Weiterveräußerung die Kursgewinne aufgrund eines Rückgangs des allgemeinen Zinsniveaus (vgl. § 20 II 1 Nr. 4 S. 1 EStG). Dass die Marktrendite-Methode bei der hier nicht weiter interessierenden *vorzeitigen* Veräußerung strukturierter Anleihen sämtliche Marktwertschwankungen besteuert, selbst wenn sie auf vertragsexternen Risiken beruhen („windfall profits“, z.B. Kursgewinne einer Indexanleihe bei Rückgang des Zinsniveaus) spricht nicht gegen diesen Ansatz als solchen; es erhebt nur die hier nicht weiter zu verfolgende Frage, ob man die entsprechenden Gewinne oder Verluste aus dem Be-

247 BFH 24.10.2000 - VIII R 28/99, BStBl II 2001, 97, unter 2.b. und 3., zu FRN.

248 BFH 24.10.2000 (Fn. 247), unter 3.a., b.

249 Zum Risiko als (ausschließlicher) Vertragsgegenstand vgl. oben I. Kapitel, A.VI.1., S. 28.

trag nach § 20 II 1 Nr. 4 S. 2 EStG im Wege einer teleologischen Reduktion herausrechnen sollte. Die Finanzverwaltung hat auf die Entscheidung des BFH im Übrigen mit einem Nichtanwendungsschreiben reagiert und de lege ferenda eine klarstellende Änderung des § 20 II 1 Nr. 4 S. 2 EStG angekündigt.<sup>249a</sup>

Die Werthaltigkeit der (zeitversetzten) Gegenleistung darf bei den Kapitalanlagen nach § 20 EStG allerdings nicht in ihrer gesamten Höhe von einem ungewissen Ereignis abhängen;<sup>250</sup> sonst verliert das Geschäft seinen Darlehens- und Umsatzcharakter. Der Vertrag hat dann entweder keinen synallagmatischen, sondern Spielcharakter,<sup>251</sup> oder die stochastische Verpflichtung selbst wird zur Leistung im Rahmen des Austausches<sup>252</sup> und es fehlt deshalb am Kriterium der Zeitverschiebung. Verträge dieser Art sind Termingeschäfte und fallen in den Anwendungsbereich des § 23 I 1 Nr. 4 EStG. Durch die Neuregelung des § 23 EStG hat sich zwar die Besteuerung von Termingeschäften, nicht aber das Verhältnis dieser Norm zu § 20 EStG geändert.

*Festgeschäfte* zu Marktkonditionen sind nach den vorstehenden Grundsätzen schon deshalb keine Kapitalüberlassung gegen Entgelt i.S. des § 20 I Nr. 7 EStG, weil es entsprechend ihrer symmetrischen Risikostruktur im Augenblick des Vertragsschlusses nicht zu einseitigen Vorleistungen in Geld kommt. Bei Forwards und Futures mit marktgerechtem Terminpreis fließt bei Vertragsschluss überhaupt kein Geld, bei Swaps nur dann, wenn der Austausch der Nominalbeträge vereinbart wurde (derivateähnliche Geschäfte<sup>253</sup>). Die damit verbundene Kapitalüberlassung erfolgt aber nicht wegen eines Nutzungsentgelts, sondern im Gegenzug für die Kapitalüberlassung der Gegenseite. Diese Tatsache gestehen selbst diejenigen zu, die Swaps zivilrechtlich als gegenseitige Darlehen interpretieren.<sup>254</sup> Die im weiteren Verlauf eines Swap ausgetauschten periodischen Zahlungsströme („Zinsen“) stehen ihrerseits zueinander in einem getrennten Synallagma und sind deshalb kein „Entgelt“ für eine Kapitalüberlassung i.S. des § 20 I Nr. 7 EStG.<sup>255</sup> Im Übrigen hat der Gesetzgeber selbst, wie oben dargestellt,<sup>256</sup> Swaps als

249a BMF 7.2.2001 - IV C 1-S 2252-26/01, BStBl I 2001, 149.

250 Vgl. den Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 12/6078, S. 122: „Nicht zu Kapitalertrag“ führten „Wertpapiere und Kapitalforderungen mit rein spekulativem Charakter“, bei denen „sowohl die Rückzahlung des Kapitalvermögens als auch der Ertrag“ unsicher seien; aus dem Schrifttum Schmidt-Heinicke, § 20 EStG, Rz. 160: Nach „wohl h.M.“ erfasse § 20 I Nr. 7 nicht „reine Spekulationsanlagen“, bei denen weder die Kapitalrückzahlung noch eine Rendite zugesagt sei.

251 Hierzu oben 2. Kapitel, B.I.1.b.bb., S. 142 ff.

252 Hierzu oben 2. Kapitel, B.I.2.a.aa., S. 147 ff.

253 S.o. 1. Kapitel, A.VI.2.a., S. 32 ff.

254 Borchers, S. 55, zum Währungsswap. Zum Streit um die zivilrechtliche Einordnung von Swaps s.o. 1. Kapitel, A.VI.2.a., S. 33 f.

255 Wie hier Portner, Nationalbericht Deutschland, IFA (Hrsg.), S. 229, 240: Erträge aus Swaps stellen keinen Kapitalertrag dar. Hier fehle es an dem Merkmal der befristeten Überlassung von Kapital zur Nutzung. A.A. Borchers, S. 163 f.: Devisenswaps seien als wechselseitiges Doppeldarlehen zu deuten, bei dem die vereinbarten Kapitalaustauschvorgänge synallagmatisch verknüpft seien. Daraus resultierten zwei verzinsliche Kapitalforderungen i.S. der §§ 20 I Nr. 7, 43 I Nr. 8 EStG. Der Wert der eigenen Kapitalüberlassung könne dabei von den eigenen Zinseinkünften als Werbungskosten abgezogen werden, so dass nur der positive Zinssaldo Berechnungsgrundlage sei; ders., S. 166 f. für Währungsswaps.

Termingeschäfte i.S. des § 23 EStG qualifiziert. Auch er muss deshalb davon ausgehen sein, dass diese Geschäfte nicht unter den § 20 EStG fallen.<sup>257</sup>

Bei Derivaten und derivateähnlichen Geschäften mit asymmetrischer Risikostruktur (*Optionen*) bezahlt zwar der „Käufer“ bei Vertragsschluss in Gestalt der Prämie einen Geldbetrag an die andere Seite. Damit soll aber nicht die Übertragung des erst später zu entgeltenden Zeitwerts des Geldes vorbereitet werden. Vielmehr ist die Prämie selbst die Gegenleistung für den bereits entstandenen, stochastisch wertschwankenden Optionsanspruch.<sup>258</sup> Der Optionsberechtigte „verkauft“ also nicht etwa den Zeitwert des Geldes an den Stillhalter, sondern umgekehrt „verkauft“ der Stillhalter das Optionsrecht an den Optionsberechtigten. Für nicht reproduzierbare (nichtderivative) Optionen, für die auch kein liquider Sekundärmarkt existiert, gelangt ein zweiter Gesichtspunkt zum Tragen. Die Optionsverpflichtung ist in diesen Fällen nicht werthaltig und deshalb für sich keine taugliche Gegenleistung der Optionsprämie. Insofern kann man tatsächlich von einer Vorleistung des Optionskäufers ausgehen. In welcher Höhe es aber zu einer *zeitversetzten* Vergütung dieser Leistung kommt, ist vollständig ungewiss. Die Subsumtion der Option unter § 20 EStG scheidet dann an der ausschließlich aleatorischen Natur des Geschäfts.<sup>259</sup>

Maßstab der *Unterscheidung* zwischen entgeltlicher Kapitalüberlassung und Termingeschäft ist eine realistische Einschätzung der Chancen und Risiken anhand der Lebenserfahrung, nicht ein theoretisches Worst-Case-Szenario. Von einer Kapitalüberlassung gegen Entgelt (§ 20 I Nr. 7, II 1 Nr. 4 lit. c EStG) nach Art einer strukturierten Anleihe und nicht von einer Option (Termingeschäft i.S. des § 23 I 1 Nr. 4 EStG) kann also unter Umständen selbst dann auszugehen sein, wenn die Leistungen der Gegenseite in voller Höhe stochastisch bedingt sind. Das kann etwa solche Indexanleihen betreffen, bei denen sowohl die Höhe der Zinszahlungen als auch die Höhe der „Rückzahlung“ des Nennbetrags an die Entwicklung des Aktienindex einer führenden Industrienation gekoppelt ist.<sup>259a</sup> Denn in der Praxis ist es so gut wie ausgeschlossen, dass der Index auf

256 S.o. unter 1.a.bb., S. 340, bei Fn. 173.

257 Die Frage, ob Swapgeschäfte im Anwendungsbereich des § 20 EStG liegen, ist durchaus von praktischem Interesse. Zwar werden diese Geschäfte regelmäßig von Gewerbetreibenden abgeschlossen und sind dementsprechend materiellrechtlich nach den Kriterien der Einkünfte aus Gewerbebetrieb zu beurteilen (§ 20 III EStG). Im Rahmen der Kapitalertragsteuer („Quellensteuer“) müssen inländische Finanzinstitute einen Steuerabzug aber selbst dann vornehmen, wenn die Kapitalerträge beim Gläubiger zu den Einkünften aus Gewerbebetrieb gehören (§ 43 I 1 Nr. 7 lit. b, IV EStG).

258 Ähnlich *Dahm/Hamacher*, WM 1994, Sonderbeilage Nr. 3, S. 14, zu Index-Optionen: Die Prämie sei Entgelt für Risikoabnahme. Die *Autoren* bemühen zur Begründung dieser Aussage allerdings die vom BFH zu § 22 Nr. 3 EStG entwickelte und insoweit durch § 23 I 1 Nr. 4 EStG überholte Zweivertragstheorie (s.o. 1. Kapitel, A.III., S. 15 f.), auf die es nach der hier vertretenen Auffassung gar nicht ankommt. Im Übrigen scheidet die Trennungstheorie von vornherein bei Optionen mit Barausgleich, zu denen auch die von den *Autoren* behandelten Index-Optionen zählen.

259 Allzu sehr begrifflich argumentierend und ohne Unterscheidung zwischen werthaltigen und nicht synallagmatischen Optionen *Dahm/Hamacher*, WM 1994, Sonderbeilage Nr. 3, S. 14: Es werde weder die „Rückzahlung des Kapitals (der Prämie), noch die Zahlung eines Zinses gewährt“.

259a Soweit die Gesetzesmaterialien die „Index-Anleihen“ in Zusammenhang mit § 20 I Nr. 7 EStG ausdrücklich erwähnen (s.o. Fn. 242), beziehen sie sich nur auf die Produktvariante mit indexab-

null absinkt. Gleiches ließe sich auch für Indezertifikate, bei denen üblicherweise keine Zinszahlungen geleistet werden, feststellen; der Reformgesetzgeber von 1999 hat diese Instrumente nunmehr jedoch unter Durchbrechen seiner bisherigen Systematik ausdrücklich den „Termingeschäften“ zugeordnet (§ 23 I 1 Nr. 4 S. 2 EStG).<sup>260</sup> Ein anderes Beispiel bilden äußerlich in die Gestalt von Optionen gekleidete Verträge mit marktfernem Terminkurs („deep-in-the-money“-Optionen), die mit ausreichender Sicherheit zur Ausübung gelangen. Bei Festgeschäften ist die Lage entsprechend, sofern bei Vertragsabschluss für die Abweichung vom marktgerechten Terminkurs ein Ausgleich (Kapitalüberlassung) zu bezahlen ist. Solche Transaktionen sind entgegen ihrem äußeren Anschein nicht ausschließlich stochastischer Natur, sondern enthalten zivilrechtlich eine verdeckte Darlehenskomponente. Das steuerrechtliche Problem liegt, wenn man sich vor einer gedanklichen Aufspaltung des Geschäfts in einen Darlehens- und einen Termingeschäftsanteil scheut,<sup>261</sup> in der Bestimmung des Grades der Wahrscheinlichkeit, ab der man von einer „sicheren“ (zeitversetzten) Gegenleistung ausgehen kann. Auf die Einzelheiten soll hier nicht weiter eingegangen werden.

Wichtig ist nur die folgende Beobachtung: Der *hybride* Charakter strukturierter Anleihen offenbart die mangelnde Kompatibilität zwischen § 20 I Nr. 7 EStG und § 23 I 1 Nr. 4 EStG. Soweit nämlich der stochastisch bedingte Teil der Anleihe reproduzierbar und bewertbar ist, können sich ungleiche Besteuerungsfolgen im Vergleich zu einer finanzwirtschaftlich gleichwertigen Kombination aus sicherer Anlage (§ 20 EStG) und entsprechender Kassa- oder Terminanlage (§ 23 EStG) ergeben. Schuld daran ist die Jahresfrist des § 23 I 1 Nr. 4 EStG und die Begrenzung des Verlustausgleichs nach § 23 III 8, 9 EStG. Weitere Inkonsistenzen ergeben sich, wenn die Anleihe eine abtrennbare Option enthält und Letztere vorzeitig und getrennt von der Anleihe veräußert wird. Der Veräußerungsgewinn ist dann zwar dem steuerpflichtigen Kapitalertrag aus der Anleihe zuzurechnen. Eine Möglichkeit der Steuerarbitrage besteht aber insofern, als der Steuerpflichtige die Option sofort nach Erwerb der Anleihe weiterveräußern und anschließend dieselbe oder eine gleichwertige Option zurückerwerben kann. Damit kappt er den steuerrechtlichen Zusammenhang der Option mit der Anleihe. Hat die Option eine ausreichend lange Laufzeit, fallen die nachfolgenden Ausübungsgewinne nicht unter die Besteuerung nach § 23 I 1 Nr. 4 EStG und bleiben somit steuerfrei.

---

hängigem Zins und sicherer Kapitalrückzahlung.

- 260 Die Finanzverwaltung (z.B. OFD Kiel 21.3.2001 - S 2252 A-St 111) ordnet Indezertifikate allerdings dann dem Tatbestand des § 20 I Nr. 7 EStG zu, wenn die Zertifikatsbedingungen vorsehen, dass „die (teilweise) Rückzahlung des eingesetzten Geldbetrags garantiert ist und ein zum Rückzahlungsbetrag zusätzlich zu zahlender Mehrbetrag von einer am Fälligkeitstag zu ermittelnden positiven Differenz des Index zu einem Basiswert abhängig gemacht wird“.
- 261 Die US-Steuerverwaltung (IRS) beispielsweise qualifiziert Swaps (sog. „notional principal contracts“) mit marktabweichender Zinsverpflichtung und nichtperiodischer Ausgleichszahlung („swaps with significant nonperiodic payments“) in eine Kombination aus marktgerechtem Swap und Darlehen um (Treas. Reg. § 1.446-3(g)(4) und (g)(6) („Example 3“).

### 3. Einkünfte aus nichtselbständiger Arbeit

In Zusammenhang mit den „Einkünften aus nichtselbständiger Arbeit“ (§§ 2 I Nr. 4, 19 EStG) geht es um Derivate, die der Arbeitnehmer von seinem Arbeitgeber im Rahmen des Beschäftigungsverhältnisses für seine Tätigkeit erhält. Dabei stellt sich die Frage, ob solche Derivate bereits für sich als steuerpflichtige „andere Bezüge und Vorteile, die für eine Beschäftigung im öffentlichen oder privaten Dienst gewährt werden“ i.S. des § 19 I Nr. 1 EStG zu qualifizieren sind (Gesichtspunkt der *Werthaltigkeit*). Verneinendenfalls wären die möglicherweise nachfolgenden, aus den Derivaten entstehenden Gewinne als Arbeitslohn zu versteuern. In der Praxis wird die Bestimmung des maßgeblichen Besteuerungszeitpunkts bei den inzwischen immer beliebteren Mitarbeiteraktienoptionen (sog. „Executive Stock Options“ oder kürzer „Stock Options“) relevant, die allerdings nur zum Teil als Derivate eingestuft werden können.<sup>262</sup>

#### a. Begriff des Arbeitslohns

Steuerpflichtige „andere Bezüge und Vorteile“ i.S. § 19 I Nr. 1 EStG als Teil der Einkünfte aus nichtselbständiger Arbeit („Arbeitslohn“<sup>263</sup>) sind „Einnahmen, die dem Arbeitnehmer aus dem Dienstverhältnis zufließen“ (§ 2 I 1 LStDV). Im Folgenden soll davon ausgegangen werden, dass der begünstigte Empfänger einer Stock Option in einem Dienstverhältnis zur Gesellschaft steht, aus steuerrechtlicher Sicht also als Arbeitnehmer (§ 1 LStDV) zu qualifizieren ist.<sup>264</sup> Die dem Arbeitnehmer zugeflossenen Bezüge oder Vorteile müssen, um als steuerpflichtige „Einnahmen“ erfasst werden zu können, Güter sein, „die in Geld oder Geldeswert bestehen“ (§ 8 I EStG).<sup>265</sup> Die in § 8 II 1 EStG enthaltene Aufzählung der Einnahmen, die nicht in Geld bestehen („Wohnung, Kost, Waren, Dienstleistungen und sonstige Sachbezüge“), ist nicht abschließend.<sup>266</sup> Der BFH hat anerkannt, dass neben Sachen und Dienstleistungen auch Rechte geldwerte

262 Nicht gefolgt werden kann der Auffassung, die Bestimmung des Besteuerungszeitpunkts sei für die Steuerlast ohne Bedeutung (so scheinbar *Knoll*, DSz 1999, 242, 243). Es ist zwar zutreffend, dass ein korrekt ermittelter Optionswert als diskontierter Erwartungswert des zukünftigen Ausübungsgewinns interpretierbar ist. Steuerlich maßgebend ist aber nicht die ex-ante-Einschätzung zu Beginn der Laufzeit der Option, sondern die ex-post-Betrachtung nach Zufluss des Zahlungsstroms bzw. geldwerten Vorteils. Der tatsächlich bei Fälligkeit der Option realisierte Wertgewinn aber entspricht in den seltensten Fällen dem aufgezinnten theoretischen oder empirischen Optionswert während der Laufzeit.

263 BFH 17.9.1982 - VI R 75/79, BStBl II 1983, 39, zu vom Arbeitgeber veranlassten unentgeltlichen Vorsorgeuntersuchungen, unter 2.: „Einnahmen aus nichtselbständiger Arbeit (= Arbeitslohn, vgl. § 19 III EStG i.d.F. seit 1975)“.

264 Vgl. BFH 7.4.1972 - VI R 58/69, BStBl II 1972, 643, unter 1.: Eine Beschäftigung im öffentlichen oder privaten Dienst i.S. des § 19 I Nr. 1 EStG setze ein „Dienstverhältnis“ oder, gleichbedeutend, ein „Arbeitsverhältnis“ voraus.

265 BFH 17.9.1982 (Fn. 263), unter 2.

266 Noch offen gelassen in BFH 17.9.1982 (Fn. 263), unter 3.

Vorteile darstellen können.<sup>267</sup> Der Begriff des „geldwerten Gutes“ nach § 8 I EStG ist identisch mit dem (steuer-) bilanzrechtlichen Begriff des „Wirtschaftsguts“.<sup>268</sup> Bei den Überschusseinkünften geht es nämlich im Rahmen der tatbestandlich umschriebenen Einnahmenquellen wie bei den Gewinneinkünften um die Ermittlung von Vermögenszuwächsen als Ausdruck der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit. Für eine unterschiedliche Auslegung des steuerrechtlichen Vermögensbegriffs im privaten und betrieblichen Bereich gibt es insofern vor dem Hintergrund des Art. 3 I GG keine sachliche Rechtfertigung.<sup>269</sup> Das „Wirtschaftsgut“ muss deshalb für das aus einer der in § 2 I Nr. 4-7 EStG genannten Quellen zugeflossene, steuerpflichtige Privatvermögen ebenso die kleinste (positive) Einheit sein, wie dies beim Steuerbilanzvermögen der Fall ist.<sup>270</sup>

Jedes dem Arbeitnehmer vom Arbeitgeber für die Beschäftigung gewährte Wirtschaftsgut im bilanzsteuerrechtlichen Sinne ist somit grundsätzlich gleichzeitig Arbeitslohn i.S. des § 19 I EStG. In der Rechtsprechung zu § 19 I EStG ist dementsprechend das Kriterium des „Wirtschaftsguts“ durchaus präsent - wenn auch eher nebenbei und ohne ausdrücklichen Zusammenhang zum Bilanzsteuerrecht.<sup>271</sup> Soweit der BFH in an-

- 
- 267 BFH 7.4.1989 - VI R 73/86, BStBl II 1989, 927, unter 1., zu unverbrieften, einen Anspruch auf Gewinn und Liquidationserlös beeinhaltenden Genussrechten, die eine AG ihren Arbeitnehmern zu einem unter dem gemeinen Wert liegenden Preis überlässt. Auf § 8 II 1 EStG geht das Gericht dabei nicht ein.
- 268 So wohl auch *Haas/Pötschan*, DB 1998, 2138, 2139: Der Zufluss erfolge „bereits bei Einräumung der Option“, wenn es sich „um ein verkehrsfähiges Wirtschaftsgut“ handle. Allerdings fügen die *Autoren* - insofern den Begriff des Wirtschaftsguts zu Unrecht beschränkend - hinzu, die Optionen müssten deshalb „frei handelbar“ sein.
- 269 Eine andere, hier nicht weiter zu verfolgende Frage ist, inwieweit es angesichts der unterschiedlichen Zwecke der Handelsbilanz einerseits und der Steuerbilanz andererseits *rechtspolitisch* sinnvoll ist, die Begriffe „Wirtschaftsgut“ und „Vermögensgegenstand“ entsprechend dem Maßgeblichkeitsprinzip (hierzu unten D.I., S. 397 ff.) mit dem gleichen Inhalt zu belegen (s.o. 5. Kapitel, B.I.2., Fn. 40).
- 270 Vgl. BFH 24.7.1996 - X R 139/93, BFH/NV 1997, 105, zum einheitlichen Wirtschaftsgutbegriff für sämtliche Einkunftsarten, unter 2.a.: Der Begriff Wirtschaftsgut i.S. des § 23 I Nr.1 lit. b EStG umfasse „sämtliche vermögenswerten Vorteile, die selbständig bewertbar und längerfristig nutzbar“ seien. Nicht gefolgt werden kann allerdings der weiteren Aussage des Gerichts (a.a.O.), dieser Begriff entspreche „grundsätzlich demjenigen der übrigen Einkunftsarten“ (ebenso BFH 14.11.1978 - VIII R 72/76, BStBl II 1979, 298, sowie jüngst wieder BFH 2.5.2000 - IX R 74/96, BStBl II 2000, 469, unter II.2.a.). Diese Rspr. übersieht, dass der Wirtschaftsgutbegriff des § 23 EStG enger sein muss als der bilanzsteuerrechtliche. Denn er setzt notwendigerweise die Veräußerungsfähigkeit des Gegenstands voraus und erfüllt nicht lediglich die Funktion der Einnahmenkonkretisierung. Zu Recht vorsichtig deshalb *Crezelius*, in: Kirchhof/Söhn, § 23 EStG, Rz. A 3 (Stand: Januar 1995): Der in § 23 verwendete Begriff des Wirtschaftsguts stimme mit der bilanzsteuerlichen Umschreibung im Rahmen der Gewinnermittlung nach §§ 4 ff. EStG überein. In Zweifelsfällen dürfe aber nicht die innere Teleologie des § 23 EStG außer Acht gelassen werden. Vgl. auch BFH 14.11.1978 (a.a.O.), zu § 23 EStG: Die Bilanzierbarkeit sei „kein Merkmal dafür, dass ein Vermögensgegenstand ein Wirtschaftsgut i.S. des Einkommensteuerrechts“ sei.
- 271 Siehe BFH 14.5.1982 - VI R 124/77, BStBl II 1982, 469, zu Gutschriften beim Arbeitgeber zugunsten des Arbeitnehmers aufgrund eines Gewinnbeteiligungs- und Vermögensbildungsmodells, unter III.2.b.: In st. Rspr. nehme der BFH einen Zufluss i.S. des § 11 I 1 EStG „erst bei Erlangung der wirtschaftlichen Verfügungsmacht über ein *Wirtschaftsgut* an“ [Hervorhebung durch den *Verf.*]; bestätigt in BFH 16.11.1984 - VI R 39/80, BStBl II 1985, 136, zur verbilligten Überlassung von Belegschaftsaktien.

deren Entscheidungen im Gegenteil ausdrücklich bekundet hat, die Eigenschaft der Zuwendung als Wirtschaftsgut spiele keine Rolle für ihre Qualifizierung als Einnahme,<sup>272</sup> beruht dies auf einem Missverständnis über die Bedeutung des Kriteriums des „Zuflusses“ (§§ 8 I, 11 I 1 EStG). Diese ist eine zweifache: *Zum einen* bringt das Abstellen auf den Zufluss speziell für die Überschusseinkünfte zum Ausdruck, dass nachfolgende Abflüsse des zugeflossenen (Wirtschafts-) Gutes im gleichen Besteuerungsjahr grundsätzlich außer Betracht bleiben, sofern sie nicht einen eigenständigen Abzugstatbestand (AfA, Werbungskosten) erfüllen. *Zum anderen* stellt es allgemein klar, dass der Geldwert des betreffenden Gutes nicht abstrakt-generalisierend, sondern im Hinblick auf die konkrete Verwertbarkeit dieses Wertes für den einzelnen Steuerpflichtigen zu beurteilen ist. Dementsprechend stellt die Rechtsprechung für den Zufluss des Arbeitslohns darauf ab, ob der Empfänger „die *wirtschaftliche Verfügungsmacht* über die in Geld oder Geldeswert bestehenden Güter“ erlangt hat.<sup>273</sup> Im steuerbilanzrechtlichen Verständnis des Wirtschaftsguts ist dieser subjektive Einschlag des Vermögensbegriffs bereits enthalten. Danach darf nur das aktiviert werden, was einen im Rechtsverkehr realisierbaren Wert hat („Verkehrsfähigkeit“ des Wirtschaftsguts). Das Wirtschaftsgut muss sich nach der Rechtsprechung „*wirtschaftlich übertragen*“ lassen.<sup>274</sup> Beide Kriterien sind identisch: Die „wirtschaftliche Verfügungsmacht“ i.S. des „Zuflusses“ darf nicht als *zivilrechtliche* Veräußerbarkeit missverstanden werden, welche in ihren Anforderungen über die „Verkehrsfähigkeit“ i.S. des Wirtschaftsgutbegriffs hinausgeht. Daraus folgt, dass die „wirtschaftliche Verfügungsmacht“ nicht mehr gesondert unter dem Gesichtspunkt des Zuflusses zu prüfen ist, sobald feststeht, dass der Steuerpflichtige Inhaber des Wirtschaftsguts geworden ist.

Die in der Rechtsprechung praktizierte, über den Umweg des „Zuflusses“ erreichte Trennung des Merkmals der Verfügungsmacht vom Begriff des Wirtschaftsguts ist demgegenüber künstlich. Diese Sichtweise zeugt von einer unbemerkten Verschiebung

272 Vgl. BFH 10.3.1972 - VI R 278/68, BStBl II 1972, 596, zur Gewährung nicht veräußerbarer Optionen auf den Erwerb von Aktien der börsennotierten Muttergesellschaft: Im Rahmen der Einnahmen-Überschuss-Ermittlung (§ 2 II Nr. 2 EStG) sei „kein Raum für die Frage, ob ein Optionsrecht ein Wirtschaftsgut sein“ könne, wie es bei einer Gewinnermittlung durch Vermögensvergleich nach § 2 II Nr. 1 EStG i.V.m. §§ 4 I, 5 EStG anzusetzen wäre. Inkonsequent ist das Gericht, wenn es zwei Absätze später zur Begründung seiner Ansicht, die Option sei angesichts der bestehenden Ausübungsbeschränkungen nur eine „Chance“ und kein geldwerter Vorteil, ausführt, der Steuerpflichtige könne „über dieses Recht also nicht wie über ein ihm sonst gehöriges *Wirtschaftsgut* verfügen“ [Hervorhebung durch den *Verf.*]. Vgl. ebenso zur Besteuerung von Mitarbeiter-Aktienoptionen BFH Beschl. 23.7.1999 - VI B 116/99, BStBl II 1999, 684, unter 2.c.aa. (summarische Prüfung im Rahmen eines Antrags auf Aussetzung der Vollziehung nach § 69 III 1, II 2 FGO): Die Einräumung einer Option durch den Arbeitgeber bewirke noch nicht deshalb einen Lohnzufluss, weil ein Optionsrecht ein bewertbarer Vermögensgegenstand sei. Denn es komme „weder darauf an, ob ein Anspruch des Arbeitnehmers gegen den Arbeitgeber ein *Wirtschaftsgut*“ darstelle, „noch darauf, wie schwer er zu bewerten“ sei [Hervorhebung durch den *Verf.*].

273 Z.B. BFH 16.4.1999 - VI R 60/96, BFHE 188, 334, zu Arbeitgeberbeiträgen zur Gruppenunfallversicherung der Arbeitnehmer [Hervorhebung durch den *Verf.*]; siehe ferner die Zitate oben bei Fn. 271.

274 S.o. 5. Kapitel, C.I.1.a., S. 274.

des Bezugspunktes der Betrachtung: Soweit der Zufluss verneint wird, bezieht sich diese Aussage in Wirklichkeit gar nicht mehr auf die Option als solche, sondern auf die im Betrachtungszeitpunkt noch unsicheren und daher noch nicht zugeflossenen Vorteile aus der Ausübung der Option. Der BFH vertauscht also die Frage des relevanten Wirtschaftsguts mit derjenigen nach dem Zufluss.<sup>275</sup> Eine Parallele findet das hier angesprochene Missverständnis im Übrigen in der Diskussion um die Frage, ob der Zufluss ein Begriffsmerkmal der Betriebseinnahmen darstellt.<sup>276</sup> Auch dort geht es in Wirklichkeit darum, unter welchen Voraussetzungen bereits schuldrechtliche Verpflichtungen für sich als (zuflussfähige) Wirtschaftsgüter betrachtet werden können.<sup>277</sup>

Das hier vertretene Verständnis des Einnahmegriffs lässt sich ohne weiteres mit der nicht zu bestreitenden Beobachtung vereinbaren, dass das Vorliegen steuerbarer Einnahmen in bestimmten Fällen verneint wird, obwohl der Steuerpflichtige unstreitig ein Wirtschaftsgut im bilanzrechtlichen Sinn erhalten hat. So erwirbt im Bereich der Einkünfte aus nichtselbständiger Arbeit der Arbeitnehmer ein Wirtschaftsgut bereits mit Entstehen des schuldrechtlichen Lohnanspruchs. Vom *steuerpflichtigen* Zufluss des Wirtschaftsguts „Arbeitslohn“ (§ 38 II 2 EStG) geht man trotzdem grundsätzlich erst mit der Erfüllung dieses Anspruchs aus (vgl. § 38a I 2, 3 EStG). Die Besteuerung setzt aber nicht etwa deshalb an dem späteren Zeitpunkt an, weil das Wirtschaftsgut „Lohnanspruch“ nur durch die Erfüllung dieses Anspruchs „zufließen“ würde.<sup>278</sup> Im Gegenteil erlischt der Anspruch mit der Vereinnahmung der Leistung sogar nach § 362 BGB durch Erfüllung. Besteuerungsgrund ist vielmehr der Zufluss eines *anderen* Wirtschaftsgutes in Gestalt des Gegenstands des Leistungsanspruchs - in der Regel Geld. Der Erwerb des Wirtschaftsgutes „Lohnanspruch“ ist demnach nicht etwa mangels Zuflusses, sondern mangels Tatbestandsmäßigkeit steuerfrei.

Wie bereits oben festgestellt, zeichnen sich die Überschusseinkünfte des § 2 I 1 Nr. 4-7 EStG gegenüber den Gewinneinkünften (Ausnahme: § 2 I 1 Nr. 2 i.V.m. § 4 III EStG) dadurch aus, dass die durch den Steuerpflichtigen erworbenen („zugeflossenen“)

275 Vgl. demgegenüber den umgekehrten Vorwurf von *Schubert*, FR 1999, 639 (639): Aus der Sicht der Rspr. betrachtet er die hier vertretene Auffassung als unzulässige Vermengung der Frage nach der Wirtschaftsguteigenschaft und dem Zufluss von Aktienoptionen; diesem zust. *Kroschel*, BB 2000, 176, 179, bei Fn. 42.

276 Angesprochen bei *Schmidt-Heinicke*, § 4 EStG, Rz. 421.

277 Vgl. *Schmidt-Heinicke*, § 4 EStG, Rz. 371: Forderungen und Schulden hätten in der Überschussrechnung nach § 4 III EStG „(zunächst) keinen Einfluss auf den Gewinn“; *ders.*, Rz. 400: Gewinn werde erst durch Zahlungseingang berührt.

278 So aber anscheinend BFH Beschl. 23.7.1999 (Fn. 272), unter 2.a.: Die Lohnsteuer entstehe in dem Zeitpunkt, in dem der Arbeitslohn dem Arbeitnehmer zufließe (§ 38 II 2 EStG). Dementsprechend knüpfe der Lohnsteuerabzug nicht an das Innehaben von Ansprüchen des Arbeitnehmers gegen den Arbeitgeber, sondern an den Zufluss an, der regelmäßig mit der Erfüllung des Anspruchs zusammenfalle; speziell zu Aktienoptionen heißt es weiter (unter 2.c.aa.), die Einräumung einer Option durch den Arbeitgeber bewirke „noch nicht deshalb einen Lohnzufluss, weil ein Optionsrecht ein bewertbarer Vermögensgegenstand“ sei. Denn es komme „weder darauf an, ob ein Anspruch des Arbeitnehmers gegen den Arbeitgeber ein Wirtschaftsgut“ darstelle, „noch darauf, wie schwer er zu bewerten“ sei. Vielmehr sei „bei Ansprüchen aus einem Optionsrecht wie bei anderen noch nicht erfüllten Ansprüchen aus dem Dienstverhältnis einheitlich auf den Zufluss abzustellen“.

Wirtschaftsgüter (geldwerten Güter) nicht per se, sondern nur unter bestimmten Voraussetzungen in die Bemessungsgrundlage eingehen. Der Einnahmenbegriff nach § 8 I EStG ist deshalb nicht identisch mit dem Zufluss beliebiger Wirtschaftsgüter, sondern steht zusätzlich unter dem Vorbehalt der besonderen Tatbestandsvoraussetzungen der einzelnen Einkunftsarten (§ 8 I EStG: „im Rahmen einer der Einkunftsarten des § 2 I 1 Nr. 4-7“). Für Einnahmen nach 19 I Nr. 1 EStG bedeutet dies, dass nur der Zufluss solcher Wirtschaftsgüter steuerpflichtig ist, die nicht ausdrücklich oder implizit durch den Tatbestand von der Besteuerung ausgenommen sind. Die Auslegung dieser Norm, nicht zuletzt vor dem Hintergrund des systematischen Zusammenhangs mit § 38 II 2 EStG, ergibt dabei, dass der Erwerb des schuldrechtlichen Lohnanspruchs in Geld für sich noch kein „Gehalt“ und keinen „Lohn“ darstellt.<sup>279</sup> In gleicher Weise werden im Bereich der steuerpflichtigen (sonstigen) geldwerten Vorteile (§§ 19 I, 8 I EStG) schuldrechtliche Ansprüche auf Sachleistungen grundsätzlich ebenfalls nicht erfasst, solange sie noch nicht erfüllt worden sind. Der Umstand, dass solche Ansprüche gegebenenfalls, nämlich wenn der zugrunde liegende Vertrag nicht mehr schwebt,<sup>280</sup> bilanzierungspflichtige Wirtschaftsgüter sind, vermag daran nichts zu ändern.<sup>281</sup>

Anders ist es aber, wenn der gewährte Anspruch über die Aussicht auf die zukünftige Leistung hinausgehend für den Steuerpflichtigen einen *besonderen* gegenwärtigen *Eigenwert* verkörpert. Diese Voraussetzung ist z.B. bei einem Gesellschaftsanteil erfüllt, der die Mitgliedschaft an der Gesellschaft verkörpert und mehr ist als ein bloßer (bedingter) Geldanspruch auf Gewinnbeteiligung.<sup>282</sup> Ebenfalls eine steuerpflichtige Sachleistung ist nach der Rechtsprechung der vom Arbeitgeber finanzierte schuldrechtliche Versicherungsschutz des Arbeitnehmers.<sup>283</sup> Besteuerungsgrund ist hierbei der Zufluss

279 Vgl. die parallele Bewertung bei den anderen Überschusseinkünften, z.B. die Behandlung des Zinsanspruchs nach § 20 I EStG, des Mietzinsanspruchs nach § 21 EStG; vgl. ebenso die Behandlung der Geldforderung nach § 4 III EStG als Ausnahmetatbestand im Bereich der sog. „Gewinneinkünfte“ (dazu Schmidt-Heinicke, § 4 EStG, Rz. 400).

280 Vgl. für die h.M. oben 5. Kapitel, B.I.1., S. 258 f., (Festgeschäft) bzw. 5. Kapitel, B.I.2., S. 260 f., (Option).

281 Siehe (allerdings aus dem Blickwinkel des „Zuflusses“) BFH 27.5.1993 - VI R 19/92, BStBl II 1994, 246, unter II.1.a.: Sage der Arbeitgeber seinem Arbeitnehmer aufgrund des Dienstverhältnisses eine Leistung zu, so begründe der Anspruch auf diese Leistung „(noch) keinen gegenwärtigen Zufluss von Arbeitslohn“; speziell zu Mitarbeiteraktienoptionen BFH Beschl. 23.7.1999 (Fn. 272), Leitsatz 1: Es sei nicht ernstlich zweifelhaft, „dass ein Zufluss von Arbeitslohn nicht bereits durch die Einräumung eines Anspruchs gegen den Arbeitgeber, sondern grundsätzlich erst durch dessen Erfüllung begründet“ werde.

282 Vgl. BFH 16.11.1984 (Fn. 271): Die verbilligte Überlassung von nichtnotierten Belegschaftsaktien (mit zweijähriger Veräußerungssperre) sei ein (geldwerter, vgl. § 8 EStG) Vorteil i.S. des § 19 I Nr. 1 EStG; siehe zu derselben Streitsache auch BFH 7.4.1989 - VI R 47/88, BStBl II 1989, 608.

283 Vgl. § 3 Nr. 62 EStG, der Ausgaben des Arbeitgebers für die Zukunftssicherung, die auf Grund gesetzlicher Verpflichtung geleistet werden, als (wenn auch steuerfreie) „Einnahmen“ wertet. Vgl. ferner § 2 II Nr. 3 LStDV: Danach gehören zum Arbeitslohn auch „Ausgaben, die ein Arbeitgeber leistet, um einen Arbeitnehmer oder diesem nahestehende Personen für den Fall der Krankheit, des Unfalls, der Invalidität, des Alters oder des Todes abzusichern (Zukunftssicherung), auch wenn auf die Leistungen aus der Zukunftssicherung kein Rechtsanspruch besteht“. Zum Eigenwert des Versicherungsschutzes aus zivilrechtlicher Sicht s.o. 2. Kapitel, B.I.2.a.dd., S. 155 f.

des *Versicherungsanspruchs*<sup>284</sup> und nicht der vom Arbeitgeber gar nicht an den Arbeitnehmer, sondern an den Versicherer bezahlten *Versicherungsprämien*.<sup>285</sup> Dass hier die besondere Werthaltigkeit des begründeten Versicherungsanspruchs entscheidend ist und der Abfluss arbeitsvertragsbedingter Aufwendungen beim Arbeitgeber für sich noch nicht automatisch einen Zufluss von Arbeitslohn beim Arbeitnehmer begründet, zeigt sich an folgendem Vergleich: Der BFH würde es für den Zufluss von Arbeitslohn mit Sicherheit nicht ausreichen lassen, wenn es nicht um Versicherungsschutz gehen würde, sondern um die simple Auslagerung der Lohnabwicklung auf ein Drittunternehmen als Dienstleistungserbringer. Eine weitere Ausnahme betrifft den Fall, dass der im Anspruch verkörperte, gegenwärtige Wert über die allgemeine Abtretbarkeit von Forderungen hinausgehend besonders leicht in Geld realisierbar ist (*Liquidität der Forderung*) und deshalb wie Geld behandelt werden kann. Diese Voraussetzung ist insbesondere nur bei verbrieften und börsennotierten Forderungen erfüllt. Es sind aber auch andere Konstellationen denkbar.<sup>286</sup>

Die 1984 neu geschaffene Vorschrift des § 19a EStG zur steuerlichen Förderung der Überlassung von unternehmensbezogenen Vermögensbeteiligungen bestätigt implizit beide genannten Ausnahmen vom Grundsatz der Unbeachtlichkeit schuldrechtlicher Ansprüche im Bereich des § 19 EStG. Danach ist der Vorteil der unentgeltlichen oder verbilligten Überlassung unter anderem bei bestimmten Aktien, Schuldverschreibungen, Genussscheinen, Wertpapier-Fonds sowie nichtverbrieften Beteiligungsrechten einkommensteuerfrei, soweit er nicht höher als der halbe Wert der Vermögensbeteiligung ist und insgesamt 300 DEM im Kalenderjahr nicht übersteigt. Der Gesetzgeber geht hier also davon aus, „dass dem Arbeitnehmer durch die unentgeltliche oder verbilligte Überlassung von Aktien ein dementsprechender geldwerter Vorteil zugeflossen ist, den er gerade durch § 19a EStG ganz oder teilweise von der Einkommensteuer hat freistellen wollen“.<sup>287</sup> Folgerichtig unterliegen nach § 19a II EStG Vermögensbeteiligungen, über

284 Nur deshalb ist es im Ergebnis richtig, wenn die Rspr. verlangt, dass der Arbeitnehmer *selbst* einen unentziehbaren Rechtsanspruch gegenüber dem Versicherungsunternehmen erwirbt: Vgl. BFH 16.4.1999 (Fn. 273): Von der Arbeitslohnqualität von Zukunftssicherungsleistungen sei auszugehen, wenn „dem Arbeitnehmer gegen die Versorgungseinrichtung (z.B. Versicherung), an die der Arbeitgeber die Beiträge geleistet hat, ein unentziehbarer Rechtsanspruch auf die Leistung“ zustehe; ebenso Schmidt-Heinicke, § 11 EStG, Rz. 30, Stichwort „Zukunftssicherungsleistungen“.

285 So aber BFH Beschl. 23.7.1999 (Fn. 272), unter 2.a.: Etwas anderes [gemeint ist: die Besteuerbarkeit eines Anspruchs des Arbeitnehmers gegen den Arbeitgeber bereits bei *Anspruchsbegründung*] gelte „nur dann, wenn der Arbeitgeber mit seinen Leistungen dem Arbeitnehmer einen unmittelbaren und unentziehbaren Rechtsanspruch gegen einen Dritten“ verschaffe. Aber auch in diesem Fall werde „nicht auf Ansprüche, sondern auf Zuflüsse abgestellt“. Denn der Lohnzufluss liege „in den gegenwärtigen Beiträgen“ des Arbeitgebers (zur Sozialversicherung), „mit denen der Arbeitgeber dem Arbeitnehmer am Markt Leistungen (z.B. Versicherungsschutz)“ verschaffe.

286 Vgl. BFH 7.4.1989 (Fn. 267). Die ausreichende Liquidität der den Arbeitnehmern überlassenen Genussrechte wurde dort durch eine von der AG eingerichtete Vermittlungsstelle mit börsenähnlicher Preisbildung garantiert. Der Umstand, dass sich die Arbeitnehmer verpflichten mussten, die Genussrechte für eine bestimmte Zeit nicht zu veräußern, ändert nach Ansicht des Gerichts (a.a.O., unter 2.) nichts daran, dass der geldwerte Vorteil bereits im Zeitpunkt des Erwerbs zufließt.

287 BFH 7.4.1989 - VI R 47/88, BStBl II 1989, 608, unter II. 1 a. bb.

die vor Ablauf der sechsjährigen steuerrechtlichen „Sperrfrist“ des § 19a I 2 EStG „verfügt“ oder deren Festlegung aufgehoben wird, einer „Nachversteuerung“ [Hervorhebung durch den *Verf.*]. Diese betrifft zwar in Abweichung von § 175 Nr. 2 AO das Kalenderjahr der Verfügung,<sup>288</sup> entfaltet somit keine Rückwirkung. Ihre Bemessungsgrundlage richtet sich aber nach dem ursprünglichen Wert der Vermögensbeteiligung bei ihrer Gewährung,<sup>289</sup> also nicht nach dem durch die Verfügung erzielten Erlös. Mit der dargelegten Systematik ist allerdings nicht zu vereinbaren, dass § 19a III EStG in den Kreis der steuerbegünstigten, gegebenenfalls aber „nachzubesteuernden“ „Vermögensbeteiligungen“ sogar reine Geldforderungen ohne besondere Liquidität aufnimmt, nämlich Darlehensforderungen gegen den Arbeitgeber (Nr. 10) sowie unverbriefte Genussrechte (Nr. 11). Besondere Rückwirkungen auf die Auslegung des Arbeitslohnbegriffs nach § 19 EStG dürften sich daraus nicht ergeben.

### b. Mitarbeiter-Aktienoptionen

Mitarbeiteroptionen auf den Kauf liquider Gesellschaftsanteile, insbesondere börsennotierter Aktien, die ohne zusätzliche (auflösende oder aufschiebende) Bedingungen wie z.B. den Fortbestand des Beschäftigungsverhältnisses gewährt werden, sind Derivate. Die Ansprüche aus solchen Optionen, die in der Regel als solche amerikanischen Typs ausgestaltet werden, sind trotz ihrer stochastischen Bedingtheit wegen ihrer Werthaltigkeit Wirtschaftsgüter im bilanzsteuerrechtlichen Sinne<sup>290</sup> und damit „geldwerte Güter“ i.S. von § 8 I EStG.<sup>291</sup> Sperrfristen, nach denen die Option erst nach Ablauf eines bestimmten Zeitraums nach ihrer Zuteilung ausgeübt werden dürfen,<sup>292</sup> schließen deren Einordnung als Derivate nicht per se aus.<sup>293</sup> Die gegenwärtige Werthaltigkeit stochastisch bedingter Vorteile aus Mitarbeiter-Aktienoptionen verkennt der BFH in seinem Urteil aus dem Jahre 1972. „In dem Erwerb der Chance“, so heißt es dort, könne „nicht bereits der Zufluss einer vermögenswerten Einnahme gesehen werden“, sei „doch zu diesem Zeitpunkt noch völlig offen, ob der Berechtigte die Option später wirklich

288 *Knepper*, in: Kirchhof/Söhn, § 19a EStG, Rz. B 60 (Stand: März 1992).

289 *Knepper* (Fn. 288): Steuerpflichtig sei der „im Zuflussjahr steuerfrei gebliebene Vorteil“.

290 S.o. 5. Kapitel, B.I.2., S. 260, bei Fn. 39.

291 Enger *Deutschmann*, S. 78 ff., S. 112 ff.: Er macht die Besteuerung von Aktienoptionen im Zeitpunkt des Erwerbs der Option von deren „Verwertbarkeit“ abhängig. Darunter versteht er die Übertrag- und Ausübbarkeit der Option. Die bloße „wirtschaftliche Glatstellbarkeit durch Eingehen einer entsprechenden Gegenposition“ genügt dagegen nach Ansicht des *Autors* (S. 79 f.) nicht für eine „Verwertung im steuerrechtlichen Sinn“; ebenso *Herzig*, DB 1999, 1, 4. Wie hier dagegen z.B. *Schubert*, FR 1999, 639, 643.

292 Vgl. die zweijährige Mindestwartezeit bei Optionen auf Aktien aus einer bedingten Kapitalerhöhung, §§ 192 II Nr. 3, 193 II Nr. 4 AktG i.d.F. des KonTraG.

293 Vgl. ähnlich *Haas/Pötschan*, DB 1998, 2138, 2139 (ohne Begründung): Die Beschränkung, wonach das Optionsrecht frühestens nach zwei Jahren ausgeübt werden dürfe (§ 193 II Nr. 4 AktG), beeinträchtigt seine Einstufung als Wirtschaftsgut nicht.

ausüben“ werde.<sup>294</sup> Die Beschränkungen, die das Tatbestandsmerkmal des (zugeflossenen) Arbeitslohns gemäß § 19 EStG in Bezug auf *schuldrechtliche* Ansprüche auf Geld- oder Sachleistungen erfährt, greifen nämlich wegen der jederzeitigen Glattstellbarkeit derivativer Optionen und der Realisierbarkeit ihres Wertes nicht ein. Folglich entsteht die Steuerpflicht in diesen Fällen bereits mit Gewährung der Option, d.h. mit ihrem Zufluss in das Privatvermögen des Steuerpflichtigen. Nachfolgende Vermögenszuwächse aus der Option werden nicht mehr dem Arbeitsverhältnis zugerechnet, sondern dem Bereich der privaten Vermögensverwaltung, dessen Besteuerung sich nach §§ 20 ff. EStG richtet. Spätere Übungsgewinne aus der Option sind nach § 23 I 1 Nr. 4 EStG steuerpflichtig, wenn zwischen Erwerb und Ausübung der Option nicht mehr als ein Jahr vergeht. Die Veräußerung der Option am Sekundärmarkt innerhalb eines Jahres erfüllt den Besteuerungstatbestand des § 23 I 1 Nr. 2 EStG, weil der Erwerb der Option vom Arbeitgeber entgeltlich und damit „Anschaffung“ ist.<sup>295</sup> Damit ergibt sich ein Gleichlauf der steuerlichen Folgen der Gewährung von Mitarbeiteroptionen mit dem wirtschaftlich gleichwertigen Fall, dass der Arbeitgeber dem Mitarbeiter den Gegenwert der Optionen in bar auszahlt und der Mitarbeiter diesen Betrag sogleich aufgrund eigener Entscheidung in entsprechende Optionen investiert.<sup>296</sup>

In der Praxis wird die Ausgabe von Mitarbeiter-Aktienoptionen auf liquide Gesellschaftsanteile regelmäßig an eine Reihe von einschränkenden Bedingungen zu Erwerb, Ausübung und Veräußerbarkeit der Option geknüpft. Diese beruhen zum Teil indirekt auf gesetzlichen Vorgaben, sofern sich das Unternehmen die bei Ausübung der Optionen zu verkaufenden Aktien im Wege einer bedingten Kapitalerhöhung (§§ 192 ff. AktG) beschafft. § 193 II Nr. 4 AktG nennt für den zwingenden Inhalt des Hauptversammlungsbeschlusses über die bedingte Kapitalerhöhung „Erfolgsziele, Erwerbs- und Ausübungszeiträume und Wartezeit für die erstmalige Ausübung (mindestens zwei Jahre)“. Darüber hinaus finden sich in den einschlägigen „Stock-Options“-Plänen häufig Vorschriften zur Nichtübertragbarkeit der Option sowie die Bestimmung, dass die Ausübung der Optionen nur möglich ist, wenn der Bezugsberechtigte zu diesem Zeitpunkt noch in einem ungekündigten Arbeitsverhältnis zur Gesellschaft oder zu anderen Konzerngesellschaften steht.<sup>297</sup>

294 BFH 10.3.1972 (Fn. 272); jüngst - jedenfalls für *nicht* handelbare Mitarbeiteraktienoptionen - zust. BFH 24.1.2001 - I R 100/98, BStBl II 2001, 509, unter II.3., sowie die Parallelentscheidung BFH 24.1.2001 - I R 119/98, BStBl II 2001, 512, unter II.4.

295 Vgl. *Herzig*, BB 1999, 1, 5 f., zu § 23 I 1 Nr. 1 lit. b EStG a.F.: Die [gemeint ist: „fungible“] Option sei Arbeitsentgelt mit der Folge, dass „dieser Leistungsaustausch einen Anschaffungsvorgang“ begründe.

296 Der BFH misst dem Vergleich zwischen direkter und indirekter Zuwendung eines Sachwertes durch den Arbeitgeber entscheidende Bedeutung zu. Vgl. für Beitragsleistungen zu einer Gruppenunfallversicherung BFH 16.4.1999 (Fn. 273): Die Arbeitslohnqualität von Zukunftssicherungsleistungen, bei denen die Leistung des Arbeitgebers an einen Versicherer erfolge, hänge „davon ab, ob sich der Vorgang - wirtschaftlich betrachtet - so“ darstelle, „als ob der Arbeitgeber dem Arbeitnehmer Mittel zur Verfügung gestellt und der Arbeitnehmer sie zum Erwerb der Zukunftssicherung verwendet“ habe.

297 Vgl. z.B. den Aktienoptionsplan der *Deutsche Telekom AG* gemäß Beschlussfassung der Hauptver-

Solche Beschränkungen können sich, wie z.B. Sperrfristen, lediglich wertmindernd auswirken.<sup>298</sup> Sie können aber auch wegen der damit verbundenen zusätzlichen Unsicherheiten bewirken, dass die zukünftigen Zahlungsströme aus der Option nicht mehr reproduzierbar und damit nicht mehr objektiv bewertbar sind. Die Option ist dann kein Wirtschaftsgut<sup>299</sup> und ihr Erwerb durch den Steuerpflichtigen löst als solcher keine Besteuerungsfolgen aus.<sup>300</sup> Unter dieser Voraussetzung sind etwaige spätere Ausübungsgewinne voll als Arbeitslohn zu besteuern.<sup>301</sup> Das trifft für die Fälle zu, wo das Recht zum Erwerb der Aktien an die Fortdauer des Beschäftigungsverhältnisses geknüpft wird und die Option bei vorzeitigem Ausscheiden aus dem Unternehmen verfällt.<sup>302</sup> Optionen dieser Art sind zumindest in der Hand von Spitzenmanagern nicht mit theoretischen Modellen bewertbar, weil sich das Risiko der vorzeitigen Beendigung des Beschäftigungsverhältnisses nicht quantifizieren lässt, aber nicht so gering ist, dass es vernachlässigt werden könnte.<sup>303</sup> Veräußerungsverbote, die der Glattstellung der Mitarbeiter-Option am Sekundärmarkt entgegenstehen (§§ 399, 413 BGB), schaden für sich<sup>304</sup> nach bilanzsteuerrechtlichen Grundsätzen<sup>305</sup> der Qualifizierung der Option als (zugeflossenes) Wirtschaftsgut nicht, solange eine Glattstellung durch Gegengeschäft am Termin- oder Kassamarkt möglich ist.<sup>306</sup> Bei Genussrechten mit zeitlich beschränk-

---

sammlung v. 25.5.2000.

298 Hierzu *Deutschmann*, S. 110 f.

299 S.o. 5. Kapitel, unter C.I.1.a., S. 274, bei Fn. 131 f., zur grundsätzlichen Bilanzunwirksamkeit bedingter Forderungen. Anders dagegen z.B. *Deutschmann*, S. 111 f., zum Erfordernis eines Verbleibs in der Gesellschaft bis zur Optionsausübung: Der *Autor* diskutiert diese Beschränkung nur unter dem Gesichtspunkt der Wertbestimmung nach § 8 II 1 EStG, ohne einen Bezug zur Eigenschaft der Option als Wirtschaftsgut herzustellen.

300 Vgl. demgegenüber BFH Beschl. 23.7.1999 (Fn. 272), unter 2.c.aa., die Bedeutung der Bewertbarkeit der Option auf der Basis seiner hier kritisierten künstlichen Trennung von Erwerb und Zufluss des Vorteils zu Unrecht verneinend.

301 Zur Anwendbarkeit der Tarifentlastung des § 34 I 2-4, II Nr. 4 EStG („Vergütungen für mehrjährige Tätigkeiten“) BFH 21.3.1975 - VI R 55/73, BStBl II 1975, 690 (noch zu § 34 III EStG 1969); BFH 24.1.2001 - I R 100/98, BStBl II 2001, 509, unter II.4.

302 Vgl. BFH 24.1.2001 (Fn. 301), unter II.2. (m.w.N.).

303 Vgl. aber *Herzig*, DB 1999, 1, 3, ohne weitere Differenzierung zu „Verfügungsbeschränkungen und u.U. weiteren Ausübungsvoraussetzungen“ (unter Berufung u.a. auf *Haas/Pötschan*, DB 1998, 2138, 2139 f., Letztere ebenfalls ohne Differenzierung): Vor dem Hintergrund, dass „für steuerliche Zwecke auch Schätzungen bzw. Näherungswerte zulässig“ seien, könnten Stock Options heute i.d.R. bei Einräumung ausreichend zuverlässig bewertet werden. Bei nicht am Markt gehandelten Aktienoptionen seien theoretische Bewertungsverfahren für die Bewertung geeignet; *Haas/Pötschan*, DB 1998, 2138, 2139 f., ausführlich zur Anwendbarkeit der *Black/Scholes*-Formel auf nicht börsennotierte Optionen (bzw. damit etwas durcheinander gehend: nicht börsennotierte Gesellschaften). Das Erfordernis der „Fortdauer des Beschäftigungsverhältnisses“ wird zwar angesprochen (S. 2140), aber bewertungstechnisch und steuerrechtlich nicht problematisiert. Im Übrigen trennen die *Autoren* die (unter der Voraussetzung der „Handelbarkeit“ ohne weiteres bejahte) Frage, ob die Option ein Wirtschaftsgut darstellt, zu Unrecht von der Frage ihrer Bewertbarkeit (S. 2139).

304 In der Praxis der Aktienoptionspläne treffen Veräußerungsverbote allerdings regelmäßig mit der Koppelung des Optionsrechts an Fortbestand des Arbeitsverhältnisses zusammen.

305 S.o. 5. Kapitel, C.I.1.a., S. 274.

306 Mitarbeiteroptionen über nicht liquide Gesellschaftsanteile (Anteile geschlossener Gesellschaften)

tem Veräußerungsverbot hat die Rechtsprechung einen Zufluss sogar bejaht, ohne dazu besondere Anforderungen an die Liquidität des Basiswertes zu stellen.<sup>307</sup> Demgegenüber hat der BFH in einer neueren Entscheidung - ungeachtet der finanzwirtschaftlichen Erkenntnisse zur Glattstellbarkeit von Optionen<sup>308</sup> - den steuerpflichtigen Zufluss für zeitlich unbeschränkt unveräußerliche Bezugsrechte wiederum verneint,<sup>309</sup> hierbei aber immerhin offen gelassen, ob bei handelbaren Optionen anders zu entscheiden wäre.<sup>310</sup> In Zusammenhang mit der Gewährung unübertragbarer Optionsrechte bei dreijähriger Sperrfrist hat das Gericht jüngst nun sogar ausdrücklich entschieden, dass „eine bloße wirtschaftliche »Glattstellung« nicht genüge, weil sie „nicht die endgültige Verwertung der Option“ gewährleiste.<sup>311</sup> Zur Begründung wird sinngemäß ausgeführt, die geschlossene Position könne nachträglich wieder geöffnet werden, solange die Aktienoption nicht endgültig erloschen sei.<sup>312</sup> Diese Überlegung vermag insofern nicht zu überzeugen, als die (wirtschaftliche) Glattstellung eine Realisierung des Optionswerts<sup>313</sup> und

---

sind generell nicht durch Gegengeschäft glattstellbar. In aller Regel wird es für sie auch keinen liquiden Sekundärmarkt geben. Sie sind deshalb keine zuflussfähigen Wirtschaftsgüter.

307 S.o. unter a., Fn. 286.

308 Die für die ältere Rspr. noch mögliche Entschuldigung, „weder die theoretischen noch die institutionellen Grundlagen von Finanzderivaten“ seien „mit heutigen Standards vergleichbar“ gewesen (so *Knoll*, *DStZ* 1999, 242 Fn. 4, zu BFH 10.3.1972 [Fn. 272]), lässt sich inzwischen sicherlich nicht mehr vorbringen.

309 Siehe BFH Beschl. 23.7.1999 (Fn. 272), unter 2.b., c.. Aus dem Beschluss wird nicht deutlich, welchen weiteren Beschränkungen die Streitgegenständliche Aktienoption unterworfen war. Aus der älteren Rspr. siehe BFH 10.3.1972 (Fn. 272), zur Gewährung nicht veräußerbarer, nur persönlich ausübbarer Optionen auf den Erwerb von Aktien der börsennotierten Muttergesellschaft: Die Einräumung eines Optionsrechts gebe dem Berechtigten „lediglich eine Chance zu einem preisgünstigen Vermögenserwerb“, „der zu einem Zufluss und damit zu einer Einnahme erst dann“ führe, „wenn der Berechtigte die Option ausgeübt“ habe (m.w.N. aus dem Schrifttum); bestätigend BFH 21.3.1975 (Fn. 301).

310 Siehe BFH Beschl. 23.7.1999 (Fn. 272), unter 2.c.bb.: Der Senat brauche nicht näher darauf einzugehen, ob für handelbare Optionen Besonderheiten gelten würden, da die Tatsacheninstanz unwidersprochen festgestellt habe, dass im Streitfall keine handelbaren Optionen vorlägen; ebenso eine Stellungnahme zu handelbaren Optionen vermeidend jüngst BFH 24.1.2001 - I R 100/98, *BStBl* II 2001, 509, unter II.2., sowie BFH 24.1.2001 - I R 119/98, *BStBl* II 2001, 512, unter II.3.. Die Entscheidung *FG Düsseldorf* 23.9.1968 (VII 549/67 E, *EFG* 1969, 172) wird zu Unrecht bisweilen als Beispiel für die Bejahung der angesprochenen Frage in Anspruch genommen. Dort heißt es bezogen auf den konkreten Fall, ein geldwerter Vorteil scheide schon deshalb aus, weil das Optionsrecht „nicht übertragbar und bewertbar“ gewesen sei. Das bedeutet noch nicht im Umkehrschluss, dass das Gericht übertragbare und bewertbare Optionsrechte ohne weiteres für beststeuerbar erachten würde. Ansonsten nämlich hätte das Gericht nicht zusätzlich darauf abstellen dürfen, dass der Arbeitnehmer „kein Entgelt“ für die Option bezahlte. Siehe aber für die Finanzverwaltung OFD Berlin 25.3.1999 - St 423-S 2347-1/99, *DB* 1999, 1241 („Lohnsteuerliche Behandlung von Stock Options“): Maßgebend für den Zufluss mit Erwerb der Option sei deren „Marktgängigkeit“. Das setze die „uneingeschränkte Veräußerbarkeit der Option an einem vorhandenen und für alle offenen Markt voraus“.

311 BFH 24.1.2001 - I R 100/98 (Fn. 310), unter II.3.c., und insoweit wortgleich BFH 24.1.2001 - I R 119/98 (Fn. 310), unter II.4.d.

312 BFH 24.1.2001 (Fn. 311).

313 Der BFH (Fn. 311) geht demgegenüber für die entschiedenen Sachverhalte davon aus, dass der theoretische Wert der unveräußerlichen Optionen bis zur Ausübung *nicht* realisierbar ist (unter II.3.f.). Damit setzt er sich zu seiner Annahme der „wirtschaftlichen Glattstellbarkeit“ dieser Opti-

damit einen Geldzufluss bewirkt, der durch nachträgliche Vermögensdispositionen nicht mit Rückwirkung beseitigt wird. Die steuerrechtliche Beurteilung von Beschränkungen in den Ausgabebedingungen für Mitarbeiteroptionen soll hier jedoch nicht weiter vertieft werden, um nicht den Bezug zum Betrachtungsgegenstand derivativer Finanzinstrumente zu verlieren.

## II. Bausteineffekt

Nunmehr ist zu untersuchen, inwieweit auf der Basis der vorstehend analysierten Besteuerung der Zahlungsströme aus einzelnen Derivaten von einer ertragsteuerrechtlichen Anerkennung des Bausteineffekts bei den privaten Einkünften gesprochen werden kann. Wie in den anderen Rechtsgebieten kann man rechtstechnisch wiederum zwischen der automatischen und der bewussten Gleichbehandlung finanzwirtschaftlich gleichwertiger Positionen unterscheiden.<sup>314</sup> Im ersteren Fall ergibt sich der Gleichlauf der Besteuerung bereits aus der „mechanischen“ Einzelsubsumtion der beteiligten Finanzinstrumente unter die für sie einschlägigen Steuertatbestände. In letzterem Fall hat der Rechtsanwender von sich aus den Umstand zu berücksichtigen, dass sich eine Mehrheit von einzelnen, zu steuernden Instrumenten zu einem bestimmten, von diesen verschiedenen „synthetischen“ Instrument integrieren bzw. dass sich das zu steuernde Instrument in die Kombination aus bestimmten „synthetischen“ Instrumenten zerlegen lässt. Je nach Interessenlage kann dazu die Analogie oder die teleologische Reduktion das geeignete rechtstechnische Mittel sein.

Die automatische Gleichbehandlung scheidet zum Teil an der gesetzlichen Systematik der unterschiedlichen Einkunftsarten. Das Gesetz besteuert Zahlungsströme aus Finanzanlagen, je nachdem, ob sie (ausschließlich) stochastisch bedingt sind oder nicht, unter unterschiedlichen Voraussetzungen (Jahresfrist bei § 23 I EStG) und mit unterschiedlichen Rechtsfolgen (Verlustausgleich, Freibeträge).<sup>315</sup> Da finanzwirtschaftlich beide Arten von Zahlungsströmen wegen des Bausteineffekts austauschbar sind,<sup>316</sup> ergeben sich daraus Möglichkeiten zur Steuerarbitrage, die durch die Neufassung des § 23

---

onen (unter II.3.c.) in Widerspruch.

314 S.o. die Grundlegung oben 1. Kapitel, E.I., S. 70 ff.

315 Siehe einerseits § 23 I 1 Nr. 4 EStG (oben C.I.1., S. 334 ff.) und andererseits § 20 I Nr. 7 EStG (oben, C.I.2., S. 350 ff.).

316 Vgl. *Hamacher*, WM 1995, 777, 784: Die Entwicklung der modernen Finanzinstrumente lasse die Konturen zwischen den Einkünften aus Kapitalvermögen, aus sonstigen Leistungen und aus Spekulationsgeschäften zunehmend verschwinden. Der Versuch etwa, „bestimmte Konstellationen aus dem Optionsbereich (Capped Warrants)“ den Einnahmen aus Kapitalvermögen (§ 20 I Nr.7 Satz 2 EStG) zuzuordnen, sei zum Scheitern verurteilt, wenn man sich vor Augen halte, wie gerade die Anlageform der „Capped Warrants“ ihren Charakter wechseln könne, wenn man sie durch Veräußerungsgeschäfte in ihre Bestandteile zerlege. Zu den „Capped Warrants“ s.u. unter 4., S. 386 f., 389 f.

EStG nicht beseitigt wurden.<sup>317</sup> Im Rahmen der Einkünfte aus nichtselbständiger Arbeit<sup>318</sup> dürften demgegenüber im Hinblick auf die Anerkennung des Bausteineffekts keine Probleme entstehen. Schließlich knüpft § 19 EStG, sofern die Voraussetzungen für die Qualifizierung von Finanzinstrumenten als Arbeitslohn erst einmal vorliegen, nicht an die Struktur der Zahlungsströme, sondern allein an den Marktwert der Zuwendung an. Störende Interferenzen mit § 20 I Nr. 7 EStG oder § 23 EStG sind nicht denkbar, da diese Tatbestände erst dann greifen, wenn die vom Arbeitgeber gewährten Finanzinstrumente bereits Bestandteil des Privatvermögens des Steuerpflichtigen geworden sind und deshalb eine Zurechnung der Erträge als Arbeitslohn ausscheidet.

Die nachfolgende Betrachtung greift exemplarisch einige wichtige Beispiele der Finanzarbitrage mit Derivaten heraus. Bei der Reproduktion von Zahlungsströmen, die einer bestimmten Einkunftsart bzw. Einkunftsunterart zuzuordnen sind, lassen sich zwei verschiedene Konstellationen unterscheiden. Entweder sind die Zahlungsströme der einzelnen Bausteine gar keiner oder nur einer anderen Einkunftsart zuzuordnen (nachfolgend: vollsynthetische Reproduktion) oder aber zumindest einer der Bausteine fällt mit seinen Zahlungsströmen unter die gleiche Einkunftsart wie das duplizierte Geschäft (nachfolgend: teilsynthetische Reproduktion). Die Ausführungen beginnen mit der Frage nach der inneren Konsistenz des § 23 EStG vor dem Hintergrund der finanzwirtschaftlichen Zusammenhänge zwischen Kassa- und Termingeschäften (1., 2.). Danach geht es um die steuerliche Beurteilung des Zusammenhangs zwischen Einkünften nach § 23 EStG und *Einnahmen* im Bereich der übrigen Einkunftsarten, wobei der Blick zunächst der teilsynthetischen Reproduktion gilt (3.). Die folgenden Erörterungen zur vollsynthetischen Reproduktion konzentrieren sich auf die Erzeugung von Kapitalerträgen (4.). Zum Schluss wird noch das Zusammenwirken von Einkünften nach § 23 EStG mit *Werbungskosten* bei den übrigen Einkunftsarten untersucht (5.).

### 1. Vollsynthetische „Termingeschäfte“

Zahlungsströme aus Terminkäufen und -verkäufen lassen sich durch darlehensgestützte Investitionen am Kassamarkt (a.) oder durch Kombinationen aus anderen Termingeschäfte (b.) duplizieren.

317 Vgl. zu den Arbitragemöglichkeiten nach früherer Rechtslage die pauschale Kritik bei Jonas, BB 1993, 1421, zu § 20 EStG: Weder durch ein BMF-Schreiben noch durch „Detailänderungen des EStG“, sondern nur durch eine „grundlegende Steuerreform“ unter Aufgabe der „altväterlichen Unterscheidung von Vermögenssphäre und Einkunftssphäre“ ließe sich der Wettlauf mit der Finanzinnovation beenden; zust. in Bezug auf Arbitragemöglichkeiten mit Kombinationen von Differenzgeschäften und ergänzend die zwischenzeitlich erfolgte Neufassung des § 20 I Nr. 7 EStG einbeziehend Sagasser/Schüppen, DStR 1994, 265, 269 f. Fn. 44.

318 Oben C.I.3., S. 359 ff. <https://doi.org/10.5771/9783845287164>, am 05.08.2024, 17:36:25  
Open Access –  <https://www.nomos-elibrary.de/agb>

## a. Kassamarkt

Ob die finanzwirtschaftliche Gleichwertigkeit mit der steuerrechtlichen Gleichbehandlung bei darlehensgestützten Veräußerungsgeschäften am Kassamarkt einhergeht, ist eine Frage der Kompatibilität des neuen § 23 I 1 Nr. 4 EStG mit den herkömmlichen Tatbeständen des § 23 I 1 Nr. 2 EStG (synthetischer Terminkauf) und des § 23 I 1 Nr. 3 EStG (synthetischer Terminverkauf).

Bei der *statischen* Reproduktion von Termingeschäften mit einer Laufzeit *bis zu einem Jahr* ergibt sich ein automatischer Gleichlauf. Voraussetzung hierfür ist, dass die Veräußerungsgeschäfte am Kassamarkt das Erfordernis der „Nämlichkeit“ erfüllen, dass also angeschaffte und veräußerte Wirtschaftsgüter gegenständlich identisch sind.<sup>319</sup> Bei Transaktionen über Wertpapiere in Sammelverwahrung ist wegen § 6 I DepotG nicht das Wertpapier selbst, sondern das nach Wertpapierennennbetrag oder Stückzahl bestimmte Miteigentum am Sammelbestand Vertragsgegenstand. Dem Identitätserfordernis des § 23 I 1 Nr. 2, 3 EStG ist folglich bereits genügt, wenn es sich der Art und der Stückzahl nach um dieselben Wertpapiere handelt.<sup>320</sup> Bezahlte Darlehenszinsen im Rahmen eines synthetischen Terminkaufs sind nach § 9 I 3 Nr. 1 EStG (Schuldzinsen) als Werbungskosten abzugsfähig, da sie in „wirtschaftlichem Zusammenhang“ mit der Kassainvestition stehen.<sup>321</sup> Erhaltene Darlehenszinsen beim synthetischen Terminverkauf sind nach § 20 I Nr. 7 EStG zu versteuern. Bei der natürlichen Terminposition entspricht ihnen ein im Vergleich zum Kassaverkauf höherer, nach § 23 I Nr. 3 EStG zu versteuernder Differenzgewinn aus den Marktbewegungen. Der Sonderfall des synthetischen Devisenterminkaufs zeichnet sich durch ein zusätzliches, ebenfalls nach § 20 I Nr. 7 EStG zu besteuertes Zinselement aus, weil der Basiswert in Geld besteht. Dieses ergibt sich daraus, dass der per kassa gekaufte Fremdwährungsbetrag vorübergehend zum ausländischen Marktzins anzulegen ist. Speziell für *aktienbezogene* Termingeschäfte hat die aufgezeigte Harmonie zwischen der Besteuerung natürlicher und synthetischer Positionen nunmehr jedoch durch die Einführung des sog. Halbeinkünfteverfahrens im Rahmen der Körperschaftsteuerreform 2001 einen empfindlichen Bruch erlitten. Nach § 3 Nr. 40 S. 1 lit. j EStG i.V.m § 3c II 1 EStG werden Spekulationsgewinne aus Anteilen an Kapitalgesellschaften nur noch zur Hälfte besteuert. Der Gesetzgeber betrachtet diese Regelung als Folgeänderung der hälftigen Steuerbefreiung von offenen und verdeckten Gewinnausschüttungen (§ 3 Nr. 40 S. 1 lit. d), weil die Realisierung von Kursgewinnen aus der Anteilsveräußerung wirtschaftlich einer Totalausschüttung entsprechen soll.<sup>322</sup> Eine entsprechende Steuerbefreiung für Gewinne aus (natürlichen) Aktientermingeschäften

319 BFH 29.3.1989 - X R 4/84, BStBl II 1989, 652, unter a.

320 BFH 24.11.1993 - X R 49/90, BStBl II 1994, 591, unter I.1.a.bb., zu § 23 I 1 Nr. 1 lit. b EStG a.F.

321 BFH 12.12.1996 - X R 65/95, BStBl II 1997, 603, unter II.1.a.: Die bei fremdfinanzierter Anschaffung des Spekulationsgegenstandes innerhalb der Spekulationsfrist angefallenen Schuldzinsen seien als Werbungskosten anzusehen, soweit nicht eine Nutzung des Spekulationsgegenstandes im Rahmen einer vorrangigen Einkunftsart oder eine private Nutzung gegeben sei.

322 Dankmeyer/Giloy-Marschall, § 23 EStG, Rz. 68b (Stand: Dezember 2000); Birk, Rz. 1062b.

i.S. des § 23 I 1 Nr. 4 EStG fehlt hingegen.

Bei Anlagestrategien mit einer *längeren* Laufzeit als einem Jahr sichert die Jahresfrist des § 23 I 1 Nr. 4 EStG zwar einen Gleichlauf mit synthetischen Termingeschäften im Hinblick auf die Steuerfreiheit der Marktrisikokomponente (Veräußerungsgeschäfte am Kassamarkt). Für die Zinskomponente führt sie indes zu ungleichen Steuerfolgen, weil § 20 I Nr. 7 EStG Zinsen unabhängig von der Laufzeit der Kapitalüberlassung besteuert. Das Vorliegen des Tatbestandsmerkmals der Kapitalüberlassung<sup>323</sup> lässt sich nicht etwa deshalb verneinen, weil die Darlehensvaluta gar nicht ausbezahlt, sondern sofort mit dem Kaufpreis des Basiswertes verrechnet wird. Anders ist es nur bei Scheingeschäften (§ 41 II AO).<sup>324</sup> Die Frage ist, ob eine rechtsfortbildende Korrektur des § 20 I Nr. 7 EStG im Wege der *bewussten* Gleichbehandlung durch Integration (unter Berücksichtigung der Absicht des Steuerpflichtigen) möglich ist - zumindest bei vorsätzlicher Ausnutzung des Bausteineffekts und vielleicht beschränkt auf das Zweierverhältnis (symmetrischer Bausteineffekt<sup>325</sup>).

Denken könnte man zunächst an eine *teleologische Reduktion* des § 20 I Nr. 7 EStG vor dem systematischen Hintergrund der Wertung des § 23 I 1 Nr. 4 EStG. Das aber setzt voraus, dass der Zweck dieser Norm bei der Besteuerung der Darlehenszinsen im Rahmen eines synthetischen Terminkaufs verfehlt würde. Dafür bestehen keine Anhaltspunkte. Gemäß dem Markteinkommenprinzip bezweckt § 20 I Nr. 7 EStG die Besteuerung von Einkommen, das durch das Erbringen von Leistungen am Markt erzielt wird. Wofür die Gegenseite die durch den Steuerpflichtigen erbrachte Leistung verwendet, ist hierbei ohne Belang. Die Zinsbesteuerung ist dementsprechend nicht davon abhängig, ob der Darlehensnehmer die Valuta für Kassaspekulationsgeschäfte einsetzt. Ebenfalls ohne Bedeutung für die Verwirklichung des Tatbestands einer bestimmten Einkunftsart ist, welchen sonstigen Zahlungsströmen das Vermögen des Steuerpflichtigen im Betrachtungszeitraum noch ausgesetzt war. Die Möglichkeit, dass ein Zahlungsstrom aus einer tatbestandsmäßigen Quelle allein oder in Verbindung mit anderen Zahlungsströmen dieselbe Gestalt annimmt wie Zahlungsströme, die steuerunwirksam sind, ist dem geltenden, enumerativen System von Überschusseinkünften mit isolierter Betrachtung tatbestandsmäßiger Einzelgeschäfte sowie seiner Absage an die Konzeption des Reinvermögenszugangs inhärent. Sie rechtfertigt für sich nicht ein Abweichen vom Gesetzeswortlaut. Zudem würde eine teleologische Reduktion des § 20 I Nr. 7 EStG bei synthetischen Termingeschäften mit § 23 II 1 EStG kollidieren. Die Subsidiarität der Einkünfte aus „privaten Veräußerungsgeschäften“ gegenüber den anderen Einkunftsarten bezieht sich nach dem Wortlaut der Vorschrift zwar nur auf den positiven Anwendungsbereich des § 23 EStG. Sind aber die anderen Einkunftsarten schon vorrangig, wenn die zu beurteilenden Vermögenszugänge gleichzeitig den Tatbestand des § 23 I EStG verwirklichen, sind sie es erst recht dann, wenn dessen Tatbestandsvoraussetzun-

323 Hierzu oben I.2., S. 350 ff.

324 Hierzu oben B.II., S. 316 f.

325 S.o. I. Kapitel, D.II., S. 67 ff.

gen nicht erfüllt sind. Nicht zuletzt aber würde man mit der einschränkenden Ausrichtung des § 20 I Nr. 7 EStG an der Wertung des § 23 EStG die oben<sup>326</sup> aufgezeigten, mit der Jahresfrist zusammenhängenden inneren Wertungswidersprüche des § 23 EStG (Stichwort: Laufzeitarbitrage) in § 20 EStG importieren.

Der umgekehrte Weg zur Angleichung der Besteuerung synthetischer und natürlicher Terminverkäufe mit Laufzeit über einem Jahr würde in der *teleologischen Ausweitung* des Anwendungsbereichs des § 20 EStG auf Termingeschäfte bestehen. Er ist ebenfalls nicht gangbar. Die Rechtsprechung des BFH zur Besteuerung des impliziten Zinsanteils bei langfristigen Forderungen<sup>327</sup> lässt sich nicht auf stochastisch bedingte Forderungen aus Termingeschäften mit Barausgleich und Laufzeit über einem Jahr anwenden. Von einer einseitigen Kapitalüberlassung kann bei Termingeschäften anders als bei den Gegenleistungsforderungen hinsichtlich bereits erbrachter Leistungen aus Umsatzgeschäften keine Rede sein.<sup>328</sup> Im Übrigen wäre der implizite „Zinsanteil“, zu dem man bei Terminkäufen mit Barausgleich durch Abzinsung des Auszahlungsbetrags gelangen würde, mit den Zinsen, die der Steuerpflichtige bei einer gleichwertigen Kassaanlage erhält, regelmäßig nicht identisch.

Für die *dynamische* Reproduktion von Termingeschäften am Kassamarkt<sup>329</sup> bestehen im Ergebnis keine Besonderheiten, solange der Anlagezeitraum ein Jahr nicht überschreitet. Die laufenden Transaktionen zur Anpassung der synthetischen Position realisieren Zwischengewinne und -verluste aus privaten Veräußerungsgeschäften nach § 23 I 1 Nr. 2, 3 EStG. Deren Saldierung wird durch die Beschränkung des Verlustausgleichs nach § 23 III 8 EStG nicht behindert. Der steuerbare Nettoertrag aus dem synthetischen Termingeschäft entspricht somit demjenigen aus der nach § 23 I 1 Nr. 4 EStG zu steuernden natürlichen Position.

Bei Gesamtlaufzeiten von über einem Jahr entsteht das Sonderproblem, dass das echte Termingeschäft steuerunwirksam ist, die Einzeltransaktionen aus der synthetischen Position wegen der in der Regel kurzen Anpassungsintervalle aber steuerwirksam sind. Diese Ungleichbehandlung ließe sich vermeiden, wenn man hier die Grundsätze zur steuerrechtlichen Identität zwischen einem (unter Zwang) veräußerten und einem dafür als Ersatz angeschafftem Wirtschaftsgut anwenden könnte, die der BFH für den bilanzsteuerrechtlichen Begriff des Wirtschaftsguts entwickelt<sup>330</sup> und, im Wege einer

326 Abschn. I.1.b.bb., S. 347 ff.

327 S.o. I.2., S. 352, bei Fn. 235.

328 Näheres oben I.2., S. 356.

329 S.o. I. Kapitel, C.I.1., S. 52 ff.

330 Siehe z.B. BFH 4.2.1999 - IV R 57/97, DB 1999, 939, unter 2.b.: Nach den von der Rspr. entwickelten und von der Finanzverwaltung übernommenen Grundsätzen zur sog. Rücklage für Ersatzbeschaffung könne eine Gewinnrealisierung durch Aufdeckung stiller Reserven ausnahmsweise dann vermieden werden, wenn ein Wirtschaftsgut aufgrund höherer Gewalt oder infolge oder zur Vermeidung eines behördlichen Eingriffs gegen eine Entschädigung aus dem Betriebsvermögen ausscheide und alsbald ein funktionsgleiches Ersatzwirtschaftsgut angeschafft werde; ebenso R 35 EStR („Übertragung stiller Reserven bei Ersatzbeschaffung“).

teleologischen Reduktion, „sinngemäß“ auf § 23 EStG übertragen hat.<sup>331</sup> Das erscheint aber schon deshalb nicht möglich, weil Bezugspunkt der nach § 23 I 1 Nr. 2, 3 EStG erforderlichen „Identität“ von angeschafftem und veräußertem Wirtschaftsgut bei dynamischen Strategien nicht der einzelne Basiswert ist, sondern eine in ihrer Zusammensetzung wechselnde, allein durch ihre finanzwirtschaftlichen Gesamteigenschaften definierte Mehrheit von Wirtschaftsgütern.

Der Grundgedanke der Besteuerung privater Veräußerungsgeschäfte ist, so der BFH, dass „der Steuerpflichtige sich Werterhöhungen von Wirtschaftsgütern innerhalb einer bestimmten Frist wirtschaftlich zugeführt hat“.<sup>332</sup> Wirtschaftsgüter sind dabei nur solche Betrachtungsgegenstände, die einer Bilanzierung zugänglich sind.<sup>333</sup> Die vom konkreten Vertrag oder Eigentum am Basiswert losgelöste Aussicht auf Marktwertgewinne ist danach kein Wirtschaftsgut.<sup>334</sup> Dementsprechend definiert sich der steuerrelevante Ertrag nicht etwa abstrakt als Zufluss aus Marktwertschwankungen, sondern als Ergebnis des *Wertdurchganges* eines konkreten, bilanzierungsfähigen Wirtschaftsguts.<sup>335</sup> Verzichtet man auf die gegenständliche Verankerung des Begriffs des Wirtschaftsguts nach § 23 I 1 Nr. 2, 3 EStG<sup>336</sup> und verkürzt man ihn auf die abstrakte, werthaltige Risikoposition, löst man die tatbestandlichen Strukturen des § 23 EStG auf. Die Unterscheidung zwischen Veräußerungs- und Termingeschäften und die Zuordnung der

- 
- 331 Siehe insb. BFH 29.6.1962 - VI 82/61 U, BStBl III 1962, 387, zum Erwerb eines Ersatzgrundstücks nach einer Enteignung: Der Grundsatz, dass auch eine Veräußerung unter Zwang unter § 23 EStG falle, könne nicht ausnahmslos gelten. Auch § 23 EStG greife, „weil sonst ein sinn- und systemwidriges Ergebnis erzielt würde, dann nicht ein, wenn eine unter Zwang erfolgte Veräußerung wegen Anschaffung eines Ersatzwirtschaftsguts nicht zu einer Gewinnverwirklichung geführt“ habe; BFH 15.1.1974 - VIII R 63/68, BStBl II 1974, 606: Im Hinblick auf § 23 EStG sei „ein im Umlegungsverfahren zugeteiltes Grundstück als mit dem in das Umlegungsverfahren eingebrachten Grundstück *identisch* anzusehen“ [Hervorhebung durch den *Verf.*]. BFH 31.8.1994 - X R 66/92, BFH/NV 1995, 391, unter 2.: Der Veräußerungsgrund sei bei § 23 EStG ohne Bedeutung. Eine „nicht mit Rücksicht auf das Veräußerungsmotiv, sondern mit dem Substitutionsgedanken begründete Ausnahme“ gelte für den Fall, „dass für das veräußerte Wirtschaftsgut unter Zwang ein Ersatzwirtschaftsgut angeschafft werde; bestätigt in BFH Beschl. 1.4.1996 - X B 53/95, BFH/NV 1996, 675, unter 1.
- 332 BFH 26.8.1975 - VIII R 61/72, BStBl II 1976, 64, zu § 23 I 1 Nr. 1 lit. b EStG a.F.; ebenso z.B. *Jacobs-Soyka*, in: Littmann/Bitz/Hellwig, § 23 EStG, Rz. 38 (Stand: April 2000).
- 333 S.o. I.3.a., S. 359 ff., bei Fn. 265-268.
- 334 Vgl. BFH 8.12.1981 - VIII R 125/79, BStBl II 1982, 618, unter 1.a., zu § 23 a.F.: Der „mögliche Wortsinn“ lasse keine Auslegung dahingehend zu, „dass auch eine Spekulation ohne Veräußerungsgeschäft steuerbar sein“ solle. Gegen das Vorliegen einer Gesetzeslücke spreche bereits, dass §§ 22 Nr.2, 23 EStG „Ausnahmecharakter“ hätten. Sollte eine „planwidrige Lücke des Gesetzes“ vorliegen, „so könnte sie nicht durch Rechtsfortbildung ausgefüllt werden“ (unter Hinweis auf die Rspr. des Senats zur Unzulässigkeit der steuerbelastenden Analogie, s.o. B.III.1., Fn. 58).
- 335 Vgl. BFH 29.3.1989 (Fn. 319) : „Sinn und Zweck“ des § 23 EStG sei es, „innerhalb der Spekulationsfrist realisierte Werterhöhungen oder Wertminderungen aus verhältnismäßig kurzfristigen Wertdurchgängen eines *bestimmten* Wirtschaftsguts im Privatvermögen des Steuerpflichtigen der Einkommensteuer zu unterwerfen“ [Hervorhebung durch den *Verf.*]; zuvor bereits BFH 30.11.1976 - VIII R 202/72, BStBl II 1977, 384, unter III.: „Wertminderungen oder Wertminderungen aus verhältnismäßig kurzfristigen Wertdurchgängen beim Steuerpflichtigen“.
- 336 Vgl. *Crezelius*, in: Kirchhof/Söhn, § 23, Rz. A 8 (Stand: Januar 1995): Mit dem Begriff des „Wirtschaftsguts/Vermögensgegenstands“ sei eine „gegenständliche Identität“ verbunden.

steuerrelevanten Marktgewinne zu bestimmten Einzelpositionen würde dadurch unmöglich gemacht. Die durch den BFH vertretene „Nämlichkeit“ oder „Identität im wirtschaftlichen Sinne“<sup>337</sup> darf nicht als „Identität im finanzwirtschaftlichen Sinne“ missverstanden werden. Sie bekräftigt im Gegenteil den gegenständlichen Ansatz des Tatbestands der Einkünfte aus Veräußerungsgeschäften. Denn sie macht klar, dass maßgebliche Vergleichsobjekte der Identitätsprüfung nach § 23 I 1 Nr. 2, 3 EStG die Gegenstände in ihrer Existenz sind und nicht etwa ihre finanzwirtschaftlichen oder sonstigen Eigenschaften.<sup>338</sup>

Darüber hinaus setzt die Anerkennung des Substitutionsgedankens nach allgemeiner Meinung das Bestehen einer Zwangslage voraus, wobei man auf unwiderstehliche äußere Faktoren (Naturereignisse, behördliche Eingriffe) abstellt.<sup>339</sup> Der rein sachgesetzliche „Zwang“ zur Befolgung der finanzwirtschaftlichen Gesetzmäßigkeiten im Rahmen der (freiwilligen) dynamischen Replikation ist hiermit nicht vergleichbar.

Ähnlich wie bei den synthetischen Terminkäufen und -verkäufen ist die Situation bei der Reproduktion eines Zinsswaps durch die Kombination aus der Gewährung eines Darlehens zu festem Zinssatz und der gleichzeitigen Aufnahme eines Darlehens in gleicher Höhe zu variablem Zinssatz. Während der natürliche Swap unter § 23 I 1 Nr. 4 EStG fällt, sind die Einnahmen aus festverzinslichen Darlehen nach § 20 I Nr. 7 EStG zu beurteilen. Die eigenen, variablen Zinsaufwendungen können hierbei als Werbungs-

337 BFH 19.7.1983 - VIII R 161/82, BStBl II 1984, 26, zu § 23 I 1 Nr. 1 lit. b EStG a.F.: Diese Vorschrift erfasse als Spekulationsgeschäfte Veräußerungsgeschäfte bei Wirtschaftsgütern, deren Anschaffung gewisse Zeiträume zurückliege oder deren Erwerb nachfolge. Hieraus folge „das Erfordernis der Nämlichkeit zwischen veräußertem und angeschafftem (zu erwerbendem) Wirtschaftsgut“; neuerdings wieder BFH 30.11.1999 - IX R 70/96, DStR 2000, 277, zu FRN mit Recht zum Umtausch in festverzinsliche Schuldverschreibungen, unter 1.: § 23 I EStG erfasse nur Veräußerungsgeschäfte über Wirtschaftsgüter. Das veräußerte Wirtschaftsgut müsse „mit dem erworbenen zumindest wirtschaftlich identisch sein“.

338 Vgl. demgegenüber zu Unrecht einen Widerspruch zwischen gegenständlicher Identität und wirtschaftlicher Betrachtung feststellend, *Crezelius*, in: Kirchhof/Söhn, § 23, Rz. A 8 (Stand: Januar 1995): Der Begriff der Nämlichkeit sei „nicht unproblematisch“. Mit der „gegenständlichen Identität“ (siehe Fn. 335) sei eine „wirtschaftlich verstandene »Nämlichkeit« nicht ohne weiteres vereinbar“. Andererseits sei „zu berücksichtigen, dass Gegenstände ständig Veränderungen“ unterlägen.

339 Der Sache nach den Substitutionsgedanken wohl erstmals außerhalb einer Zwangslage anerkennend FG Hannover 2.9.1997 - I 81/97, EFG 1998, 657: Ein Spekulationsgeschäft i.S. von § 23 EStG liegt danach nicht vor, wenn eine Festgeldanlage in australischer Währung zweimal nacheinander bei verschiedenen Kreditinstituten für je rund 3 Monate angelegt und dabei insgesamt die 6-Monatsfrist des § 23 I Nr. 1b EStG a.F. überschritten wird. „Nämlichkeit“ bestehe, weil der Steuerpflichtige „wirtschaftlich“ gesehen „Eigentümer der AUD“ geworden sei, obwohl er das Geld nicht körperlich, sondern in Form einer Valutaforderung bekommen habe. Bei „aufeinander folgenden Darlehen“ der vorliegenden Art, werde, „zumindest wenn es sich stets um dieselbe Währung“ handle, „keine Forderungen eingezogen mit der Folge, dass selbständige Veräußerungsgeschäfte vorlägen“. Die zitierte Entscheidung wurde mittlerweile im Ergebnis durch die Revisionsinstanz bestätigt (BFH 2.5.2000 - IX R 73/98, BStBl II 2000, 614). Im Gegensatz zum Vorgericht geht der BFH auf den Gesichtspunkt der „Nämlichkeit“ nicht näher ein. Vielmehr begründet er die steuerliche Unbeachtlichkeit des Valutatransfers von einer Bank zur anderen mit der pauschalen Bemerkung, der Kontowechsel habe nicht zu einer „Realisierung“ des Kursgewinns geführt (unter II.2.a.) und Fremdwährungsbeträge im Privatvermögen seien „erst dann in DEM umzurechnen,

kosten abgezogen werden. Solange die Laufzeit der Position ein Jahr nicht überschreitet und Gewinne erzielt werden bzw. den erlittenen Verlusten ausgleichbare Gewinne aus anderweitigen Einkünften nach § 23 EStG gegenüberstehen, ist die Besteuerung gleichlaufend, ansonsten unterschiedlich.

### b. Terminmarkt

In Bezug auf die Duplizierung von Termingeschäften durch Kombinationen aus anderen Termingeschäften garantiert der neue Tatbestand des § 23 I 1 Nr. 4 EStG eine umfassende Gleichbehandlung. Insbesondere die Einbeziehung von Stillhalterpositionen (Short-Optionen) in den Anwendungsbereich des § 23 EStG, wie sie hier vertreten wird,<sup>340</sup> vermeidet die Gefahr von Ungleichbehandlungen. Diese würden sich bei fortgesetzter Anwendung der alten Rechtsprechungsgrundsätze zur Besteuerung von Optionsprämien nach § 22 Nr. 3 EStG aus drei Gründen ergeben: Wegen des Verbots der horizontalen, kreuzweisen Verrechnung positiver und negativer Einkünfte (§ 22 Nr. 3 S. 3, § 23 III 8 EStG), wegen der fehlenden Anerkennung von Aufwendungen aus der Erfüllung der Stillhalterverpflichtung als Werbungskosten im Rahmen der Einnahmen aus der Optionsprämie<sup>341</sup> sowie wegen des Umstands, dass Gewinne aus Marktwertschwankungen im Wirkungsbereich des § 23 EStG anders als bei § 22 Nr. 3 EStG nicht steuerpflichtig sind, wenn sie über einen längeren Zeitraum als ein Jahr erzielt werden. Das betrifft nicht nur die dynamische Reproduktion von Short-Optionen durch ein ständig anzuleichendes Portfolio aus dem Verkauf des Basiswerts und der Gewährung eines Darlehens zu festem Zinssatz, sondern auch statische Strategien entsprechend der Put-Call-Parität.

Die für sich betrachtet durchaus konsequente Rechtsprechung, wonach es im Rahmen einer kombinierten Position unzulässig ist, Prämien für verfallene Optionen als Werbungskosten von positiven Einnahmen aus anderen Bestandteilen der Position abzuziehen,<sup>342</sup> hat ihre Bedeutung verloren, weil der Kauf von Optionen nunmehr per se und nicht mehr nur als Vorbereitungsakt zum nachfolgenden Ausübungsgeschäft<sup>343</sup> tatbestandsmäßig ist. Futures und finanzwirtschaftlich gleichwertige Kombinationen ent-

---

wenn sie dem Steuerpflichtigen als Einnahmen i.S des § 8 I, § 11 I EStG“ zufließen (unter II.2.b.).

340 S.o. I.1.a.bb., S. 344, bei Fn. 198 ff.

341 Zur Kritik s.o. I.1.a.aa., S. 339, bei Fn. 166 ff.

342 Siehe BFH 28.11.1990 - X R 197/87, BStBl II 1991, 300, 304 f., unter II.2., zur fehlenden Abziehbarkeit von gezahlten Optionsprämien im Rahmen eines durch Einzelaufträge gebildeten sog. Call-Bull-Price-Spread (Kauf einer Option mit dem niedrigeren Basispreis und Verkauf einer Option auf dieselbe Basisaktie mit demselben Verfallsdatum, aber mit höherem Basispreis): Die Optionsprämien, die der Stillhalter im Rahmen von Optionskombinationen aufwende, seien nicht als Werbungskosten bei den Einkünften aus sonstigen Leistungen abziehbar. Die „wirtschaftliche Saldierung“ im Rahmen des Spread bewirke die Begrenzung des Verlustrisikos. Eine „steuerrechtliche Saldierung“ finde indessen nicht statt.

343 S.o. I.1.a.aa., S. 336 ff. <https://doi.org/10.5771/9783845287164>, am 05.08.2024, 17:36:25

sprechender Optionen unterliegen deshalb gleichen Besteuerungsfolgen.

## 2. Teilsynthetische „Veräußerungsgeschäfte“

Die Neuregelung des § 23 I 1 Nr. 4 EStG sichert weitgehend den Gleichlauf zwischen der Besteuerung von Marktwertgewinnen aus Investitionen am Termin- und am Kassamarkt. Das war bereits bei den synthetischen Termingeschäften zu sehen.<sup>344</sup> Für synthetische Kassageschäfte, gebildet z.B. aus dem Kauf eines Future und der Gewährung eines Darlehens, gilt Entsprechendes. Ungleichbehandlungen ergeben sich also nur in Bezug auf die Darlehenskomponente. Bei Strategien mit Laufzeiten über einem Jahr können die Zinseinnahmen aus dem Darlehen nicht mit den Zinskosten, die der steuerfreien Terminposition immanent sind, verrechnet werden.

Die nachfolgenden Ausführungen widmen sich dem Sonderproblem synthetischer Verkürzungen oder Verlängerungen der Laufzeit bei Veräußerungsgeschäften i.S. des § 23 I 1 Nr. 2, 3 EStG in den steuerlich relevanten Einjahresbereich hinein bzw. aus ihm heraus (Laufzeitarbitrage<sup>345</sup>). Die mit der Veräußerung und mit der Anschaffung von Kassainstrumenten verbundenen Marktrisikoeffekte lassen sich nämlich durch den gezielten Einsatz von Derivaten *vorübergehend* imitieren bzw. neutralisieren. Man betrachte z.B. den Fall eines Steuerpflichtigen, der eine Aktie zum Zeitpunkt  $t_1$  gekauft hat und noch vor Ablauf der Jahresfrist zu einem Zeitpunkt  $t_2$  die bis dahin erzielten Wertsteigerungen steuerfrei realisieren will. Ihm kann man möglicherweise empfehlen, die Aktie über den Ablauf der Veräußerungsfrist des § 23 I 1 Nr. 2 EStG hinaus solange zu behalten ( $t_3$ ), bis mindestens ein Jahr seit  $t_1$  vergangen ist, und zu  $t_2$  einen Terminverkauf über eine Aktie desselben Typs mit dem dann aktuellen Marktpreis als Terminpreis und mit Fälligkeit zu  $t_3$  zu vereinbaren (synthetische Vorverlegung des Veräußerungszeitpunktes).<sup>346</sup> Das Termingeschäft, dessen Laufzeit dann mindestens ein Jahr beträgt, kann auf Barausgleich oder auf Erfüllung in Natur gerichtet sein. In letzterem Fall darf die auf Termin verkaufte Aktie nicht mit der ursprünglich zu  $t_1$  gekauften Aktie identisch sein, da ansonsten § 23 I 1 Nr. 2 EStG anwendbar wird. Maßgebend für die Berechnung des Zeitraums zwischen Anschaffung und Veräußerung ist nämlich grundsätz-

344 Oben Abschn. 1. a., S. 371 ff.

345 Zur Laufzeitarbitrage bei Termingeschäften s.o. I.1.b.bb., S. 347 ff.

346 Vgl. *Mauritz*, DB 1995, 698: Zur Vermeidung der Spekulationssteuer [im konkreten, noch auf die alte Rechtslage bezogenen Kontext ist gemeint: aus der Ausübung einer Aktien-Option mit Erfüllung in Natur] sollten die erworbenen Aktien nicht tatsächlich, sondern nur „synthetisch“ veräußert werden. Als Beispiel hierfür schlägt der *Autor* eine auf der Put-Call-Parität aufbauende Gestaltung vor. Danach erwirbt der Privatanleger einen Put mit einem Basispreis in Höhe des zu sichernden (realisierenden) aktuellen Kassapreises (synthetischer Verkaufszeitpunkt) und verkauft zusätzlich einen Call auf die gleiche Aktie zum selben Basispreis. Die Laufzeit der Optionen muss so bemessen sein, dass bei ihrer Fälligkeit die Spekulationsfrist für die Veräußerung der Aktien abgelaufen ist (damals nur sechs Monate, jetzt ein Jahr). Ferner ist nunmehr die gleich lange Frist des § 23 I 1 Nr. 4 EStG zu beachten.

lich jeweils der Zeitpunkt des Abschlusses der schuldrechtlichen Verträge.<sup>347</sup> Die beschriebene Konstruktion bewirkt, dass der positive oder negative Ertrag aus der Veräußerung der Aktie zu  $t_3$  wegen Überschreitens der Jahresfrist nicht steuerwirksam ist. Dasselbe gilt für den Ertrag aus dem Termingeschäft, welcher die Wertschwankungen der Aktie nach dem Glattstellungszeitpunkt  $t_2$  kompensiert. Eine umgekehrte Möglichkeit zur Steuervermeidung bei kurzfristigen Kassaanlagen könnte darin bestehen, die Aktie mindestens ein Jahr früher zu kaufen ( $t_1$ ) als eigentlich gewollt ( $t_2$ ) und gleichzeitig einen Terminverkauf zu vereinbaren, der die Wertschwankungen aus der Aktie bis  $t_2$  glattstellt (synthetische Verzögerung des Erwerbszeitpunktes). Die Veräußerung der Aktie innerhalb eines Jahres nach  $t_2$  zum Zeitpunkt  $t_3$  ist dann ebenfalls nicht tatbestandsmäßig.

Ob solche Strategien tatsächlich aufgehen, hängt davon ab, ob man bei § 23 I 1 Nr. 2, 3 EStG für die Bestimmung des Anlagezeitraums auf die synthetischen Zeitpunkte der „Veräußerung“ bzw. „Anschaffung“ abstellen darf. Bei einer synthetischen Veräußerung wird nicht der Gegenstand selbst verkauft, sondern nur die mit seinem Besitz verbundenen abstrakten Chancen und Risiken. Um dem Identitätserfordernis bei der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen<sup>348</sup> gerecht zu werden, müsste man also auch bei der Anschaffung die Betrachtung allein auf die Risikolage richten. Damit aber nimmt man wiederum dem Begriff des „Wirtschaftsguts“ unzulässigerweise seinen gegenständlichen Bezug und beraubt den Tatbestand seiner Konturen.<sup>349</sup> Wirtschaftsgüter i.S. des § 23 EStG sind nur *Gegenstände*, die bilanzierbar und darüber hinaus veräußerbar sind. Nichts anderes lässt sich aus der Rechtsprechung zur „wirtschaftlichen Auslegung“ des Anschaffungsbegriffs<sup>350</sup> ableiten. Dort wird nämlich nur gesagt, dass die „Anschaffung“ nicht auf ein dingliches Übereignungsgeschäft gerichtet zu sein braucht.<sup>351</sup> Schließlich führt auch die nach § 39 AO notwendige Betrachtung des „wirtschaftlichen Eigentums“ als Bezugspunkt der steuerlich beachtlichen Übertragung nach § 23 I EStG<sup>352</sup> zu keiner anderen Bewertung, denn auch das „wirtschaftliche Eigentum“ verlangt einen gegenständlichen Bezug.<sup>353</sup> Die Einfügung der Nr. 4 („Termingeschäfte“) in den Tatbestand des § 23 I 1 EStG hat am Verständnis des Tatbestands der Veräußerungsgeschäfte insoweit nichts geändert. Denn sonst würde sich die Nr. 4 selbst überflüssig machen.

Die Besteuerung des Termingeschäfts hat die früher bestehenden Möglichkeiten der Steuerarbitrage zwischen steuerpflichtigen Kassa-Veräußerungsgeschäften und steu-

347 BFH 15.12.1993 - X R 49/91, BStBl II 1994, 687, unter 2. a.

348 S.o. unter 1. a., S. 373 ff.

349 Siehe bereits oben unter 1. a., S. 374 f., bei Fn. 334 ff., in Zusammenhang mit der dynamischen Replikation von Termingeschäften.

350 *Jacobs-Soyka*, in: Littmann/Bitz/Hellwig, § 23 EStG, Rz. 38 (Stand: April 2000), unter Hinweis auf BFH 26.8.1975 (Fn. 332).

351 BFH 26.8.1975 (Fn. 332), zur „Anschaffung“ eines GmbH-Anteils durch Übernahme einer Stammeinlage.

352 *Jacobs-Soyka* (Fn. 350).

353 Oben B.II., S. 315.

erfreien Termingeschäften also nicht vollständig beseitigt. Schuld daran ist die nach wie vor bestehende Steuerfreiheit von Erträgen aus Termingeschäften über einen Zeitraum von länger als einem Jahr. Ein Verzicht auf die Jahresfrist in § 23 I 1 Nr. 4 EStG, wie er noch im Gesetzentwurf zur Steuerreform von 1999 vorgesehen war,<sup>354</sup> würde auf der anderen Seite zur Bevorzugung von Kassainvestitionen mit einer Laufzeit länger als ein Jahr gegenüber finanzwirtschaftlich gleichwertigen Termininvestitionen führen.<sup>355</sup> Die Ursache dieser Inkonsistenzen ist die Jahresfrist. Sie widerspricht der Erkenntnis, dass sich zeitlich beschränkte Risiken nicht nur durch Einzelpositionen, sondern auch durch die Kombination einander gegenläufiger, längerfristiger Positionen erzeugen lassen.<sup>356</sup>

### 3. Sonstige teilsynthetische Einkünfte

Bis jetzt ging es ausschließlich um die Bildung voll- und teilsynthetischer Geschäfte im Anwendungsbereich der §§ 22 Nr. 2, 23 EStG. Der vorliegende Abschnitt widmet sich der Modifizierung zukünftiger (positiver oder negativer) Zahlungsströme aus Nichttermingeschäften und Nichtveräußerungsgeschäften („Grundgeschäften“) durch ihre Kombination mit Derivaten und derivateähnlichen Verträgen. Hierbei soll davon ausgegangen werden, dass die erzeugten synthetischen und die ursprünglichen Zahlungsströme aus den Grundgeschäften entweder beide unter die gleiche Einkunftsart mit Ausnahme der §§ 22 Nr. 2, 23 EStG fallen (a.) oder beide steuerunwirksam sind (b.).

#### a. Modifizierte steuerwirksame Geschäfte

Synthetische steuerwirksame Geschäfte liegen vor, wenn ein Termingeschäft dazu verwendet wird, erzielte Markteinkünfte (§ 2 I 1 Nr. 4-7, §§ 19-22 EStG) im Hinblick auf

354 Siehe Gesetzentwurf der Fraktionen SPD und Bündnis 90/Die Grünen, Entwurf eines Steuerentlastungsgesetzes 1999/2000/2002 v. 9.11.1998, BT-Drucks. 14/23, S. 12, wo entsprechend einem neu zu schaffenden „§ 23 I 1 Nr. 5“ EStG pauschal „Differenzgeschäfte i.S. des § 764 BGB“ zu steuerpflichtigen „Spekulationsgeschäften“ erklärt wurden.

355 Vgl. Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 14/443, S. 29: Bei Termingeschäften solle „wie auch bei der Veräußerung von Wertpapieren (Absatz 1 Satz 1 Nr. 2) eine Befristung von einem Jahr gelten“. Andernfalls wäre „außerhalb der Jahresfrist die Veräußerung des Wertpapiers“ steuerfrei, „dagegen der dem Scheininhaber bei Endfälligkeit gezahlte Geldbetrag steuerpflichtig“.

356 Zur Verfassungsmäßigkeit der „Spekulationsfrist“ des § 23 EStG a.F. nach dem Maßstab des Gleichheitssatzes BVerfG 9.7.1969 - 2 BvL 20/65, BVerfGE 26, 302, unter C.II.3.d.bb.: Die verschiedene Behandlung von Veräußerungsgewinnen in § 23 I Nr. 1 lit. a EStG a.F. (§ 23 I 1 Nr. 1 EStG n.F.) nach der Länge des zwischen Erwerb und Veräußerung (des Grundstücks) liegenden Zeitraums sei „nicht willkürlich“. Der „sachlich einleuchtende Grund für diese ungleiche Behandlung“ sei, so die im Grunde nichtssagende Begründung des Gerichts, „darin zu sehen, dass der Gesetzgeber Gewinne aus Veräußerungsgeschäften über Gegenstände des Privatvermögens nur dann als »Einkünfte« qualifizieren zu können“ glaube, wenn sie innerhalb verhältnismäßig kurzer Zeit erzielt worden“ seien.

die Höhe und zeitliche Struktur der Zahlungsströme zu modifizieren. Bei den Einkünften aus nichtselbständiger Arbeit, aus Vermietung und Verpachtung und den sonstigen Einkünften ist hauptsächlich an den Fall zu denken, dass diese in ausländischer Währung ausgezahlt und mit Hilfe eines Swaps oder einer Kette von Termingeschäften in synthetische Einkünfte in einheimischer Währung<sup>357</sup> umgewandelt und damit gegen Währungsrisiken abgesichert werden. Bei den Einkünften aus Kapitalvermögen kann man sich zusätzlich den Einsatz von Zinstermingeschäften, z.B. zu Sicherungszwecken, vorstellen. Dadurch entstehen synthetische Zinseinkünfte mit gegenüber den tatsächlich geflossenen Zinsen veränderter Zahlungsstruktur (z.B. synthetischer Festzins statt variablem Zins).

Die zunächst isolierte und dann zusammengerechnete (§ 2 III EStG) steuerliche Erfassung der umzuwandelnden Einkünfte nach §§ 19-22 EStG einerseits und derjenigen aus dem Termingeschäft andererseits führt per saldo ohne spezielle Berücksichtigung des Bausteineffekts, also *automatisch*, immer nur in dem Umfang zu demselben Ergebnis wie bei der direkten Vereinnahmung der duplizierten, umgewandelten Einkünfte, wie sich die (positiven oder negativen) Zahlungsströme aus dem Termingeschäft ebenfalls im steuerwirksamen Bereich bewegen. Ungleiche Steuerfolgen ergeben sich, wenn die Laufzeit der Termingeschäfte länger als ein Jahr ist, wenn die Freibeträge des § 23 III 6 EStG greifen oder wenn diese Geschäfte im konkreten Fall zu Verlusten führen und der Steuerpflichtige im betreffenden Veranlagungszeitraum keine Gewinne aus anderen Geschäften im Bereich des § 23 EStG erzielt hat, mit denen er die Verluste verrechnen kann (§ 23 III 8 EStG<sup>358</sup>). Zusätzliche Besteuerungsunterschiede können im Bereich der Einkünfte aus Kapitalvermögen dadurch entstehen, dass der Tatbestand des § 20 I Nr. 7 EStG zwar nicht gegenständlich<sup>358a</sup> aber funktionell zwischen der als solcher steuerlich unbeachtlichen Kapitalrückzahlung und dem steuerpflichtigen Kapitalüberlassungsentgelt unterscheidet. Die Rolle des Nennbetrags des überlassenen Kapitals als Maßstab zur Abgrenzung von Kapital und Zins wird nämlich immer dann gestört, wenn der Kapitalwert Marktschwankungen unterworfen ist. Nach der Rechtsprechung

357 Nicht zu verwechseln sind synthetische Einkünfte *in einheimischer Währung* mit synthetischen *inländischen* Einkünften. Bei Letzteren geht es um den internationalen Anwendungsbereich des deutschen Steuerrechts. Fragen der internationalen Steuerarbitrage mit Derivaten bleiben in der vorliegenden Abhandlung außer Betracht. Siehe die weiterführenden Nachweise oben, Einleitung, Fn. 43.

358 Neben § 23 III 8 EStG kann ferner die allgemeine, mit der Steuerreform 1999 im Rahmen der sog. „Mindestbesteuerung“ eingefügte Beschränkung des „vertikalen“ Verlustausgleichs zwischen verschiedenen Einkunftsarten nach § 2 III 3 EStG Bedeutung erlangen, falls die in dieser Vorschrift genannten Schwellenwerte überschritten sind. Soweit im Folgenden von der Beschränkung des Verlustausgleichs die Rede ist, wird § 2 III 3 EStG der Einfachheit halber nicht mehr ausdrücklich genannt. Nach Auffassung des FG Münster (Beschl. 7.9.2000 - 4 V 1612/00 E u.a., EFG 2000, 1253) bestehen „ernsthafte Bedenken“ gegen die Verfassungsmäßigkeit (Art. 3 I GG) des § 2 III EStG, weil das Verlustausgleichsverbot das Leistungsfähigkeitsprinzip in Form des sog. Nettoprinzips verletze; a.A. BFH Beschl. 9.5.2001 - XI B 151/00, BStBl II 2001, 552, mit bestimmten Vorbehalten (unter II.3.c.).

358a S.o. I.2., S. 350 f.

fallen bei Fremdwährungsdarlehen Devisenkursverluste oder -gewinne des Darlehensnehmers, die zu einem Mehr- oder Minderaufwand bei der Tilgung des Darlehens führen, anders als bei den Zinszahlungen in die „Vermögenssphäre des Steuerpflichtigen“.<sup>359</sup> Diese Aussage bezieht sich auf das steuerrechtliche Verhältnis von Schuldzinsen und Kreditbetrag im Kontext des Werbungskostenabzugs, lässt sich aber auf die spiegelbildliche Situation einer zinsbringenden Fremdwährungskapitalanlage übertragen. Stellt man diese hingegen über die Kombination aus einer Investition in inländischer Währung und einem Devisenderivat synthetisch her, sind die Kursschwankungen wegen § 23 I 1 Nr. 4 EStG umfassend steuerwirksam, sofern sie innerhalb der Jahresfrist liegen. Seit neuestem nun steht fest, dass Kursgewinne aus dem Rücktausch einer Devisenanlage in einheimische Währung als steuerbare Spekulationseinkünfte gemäß § 23 I 1 Nr. 1 lit. b EStG a.F. (= § 23 I 1 Nr. 2 EStG) zu qualifizieren sind.<sup>359a</sup> Insofern ist dann doch ein *automatischer* steuerrechtlicher Gleichlauf zwischen natürlicher und synthetischer Fremdwährungsposition gewährleistet. Freilich muss dazu die Transaktion in einer Weise gestaltet werden, bei der sich der anfängliche Erwerb und die spätere Veräußerung der Devisen als zivilrechtlich selbständige Vorgänge isolieren lassen.<sup>359b</sup>

In den anderen Fällen stellt sich die Frage nach der *bewussten* Gleichbehandlung. Grundsätzlich kann man sich hierfür zwei Möglichkeiten vorstellen: die Anpassung der Besteuerung der duplizierten einheitlichen Position (Zahlungen in inländischer Währung bzw. Festzinszahlungen) an die der kombinierten Position (Fremdwährungszahlungen + Barausgleich aus Termingeschäft) oder die Anpassung in die umgekehrte Richtung.<sup>360</sup> Die *erste* Alternative (Zerlegung) setzt rechtstechnisch eine teleologische Reduktion der §§ 19-22 EStG voraus, soweit in den Einkünften synthetische Zahlungsströme aus Devisen- bzw. Zinstermingeschäften enthalten sind. Nun lassen sich aber sämtliche Forderungen in inländischer Währung gedanklich in beliebige Kombinationen aus einer Forderung in einer Fremdwährung nach Wahl des Rechtsanwenders und einem passenden Termingeschäft zerlegen sowie sämtliche Zinsforderungen in beliebige Kombinationen aus Zinsforderungen einer Struktur nach Wahl des Rechtsanwenders und einem passen-

359 BFH 9.11.1993 - IX R 81/90, BStBl II 1994, 289, unter 3., zur Frage der Abziehbarkeit (§ 9 I 1 EStG) erhöhter Tilgungsaufwendungen bei einem Darlehen, dessen Valuta zur Erzielung von Einkünften aus Vermietung und Verpachtung eingesetzt wurde; bestätigt durch BFH Beschl. 16.10.1996 - VIII B 19/95, BFH/NV 1997, 489, unter 2., im Zusammenhang mit Einkünften aus einer darlehensfinanzierten Kapitalanlage; zust. Schmidt-Drenseck, § 9 EStG, Rz. 25.

359a BFH 2.5.2000 (Fn. 339), unter II.2.a., zu einer Festgeldanlage in AUD (im Falle ablehnend wegen Überschreitens der Spekulationsfrist nach § 23 I 1 Nr. 1 lit. b EStG a.F.): Das Gericht differenziert dabei zwischen den als solchen tatbestandsgemäßen Anschaffungs- und Veräußerungsvorgängen bei Begründung bzw. Rücktausch des Fremdwährungsguthabens einerseits und der von vornherein nicht tatbestandsgemäßen Darlehenshingabe und - Rückzahlung andererseits. Ebenso BFH 2.5.2000 - IX R 74/96, BStBl II 2000, 469, unter II.2.b.

359b Fraglich ist z.B., ob diese Voraussetzung erfüllt ist, wenn ein Kredit in einheimischer Währung von den Parteien nachträglich in einen Fremdwährungskredit umgewandelt wird. Vgl. hierzu den Sachverhalt, welcher - allerdings aus der Sicht des Darlehensnehmers - der Entscheidung BFH Beschl. 16.10.1996 (Fn. 359) zugrunde lag.

360 S.o. 1. Kapitel, E.I., S. 70 ff. zur Richtung der Gleichbehandlung.

den Zinsswap. Der Zerlegungsansatz würde deshalb zu willkürlichen Ergebnissen führen und zudem die gesetzlichen Tatbestände der §§ 19-22 EStG in ihrem gesamten Anwendungsbereich aushebeln. Weitere Bedenken gegenüber einer Anpassung der §§ 19-22 EStG an die Wertung des § 23 I 1 Nr. 4 EStG bestehen angesichts der in § 23 II 1 EStG normierten Subsidiarität der Einkünfte aus Termingeschäften gegenüber den „anderen Einkunftsarten“.<sup>361</sup>

Die *zweite* Alternative (Integration), nämlich die Anpassung der Besteuerung der kombinierten Position an die der duplizierten einheitlichen Position, ist ebenfalls abzulehnen. Rechtstechnisch bietet sich hierzu die über den Wortlaut hinausgehende, „analoge“ Anwendung des § 23 I 1 Nr. 4 EStG auf Termingeschäfte mit einem Anlagezeitraum über einem Jahr an oder die integrierende Subsumtion der kombinierten Position unter den betreffenden Tatbestand der §§ 19-22 EStG. Das wird immer dann relevant, wenn sich die Zahlungsströme aus diesen, für sich steuerunwirksamen Termingeschäften in Verbindung mit anderen, steuerwirksamen Einkünften desselben Steuerpflichtigen zu synthetischen steuerpflichtigen Einkünften integrieren lassen. Dies kann je nach Zusammensetzung des Einkünfte-Portfolios des Steuerpflichtigen zu einer weitgehenden Außerkraftsetzung des einschränkenden Tatbestandsmerkmals der Jahresfrist führen - ganz abgesehen von den Problemen bei der Zuordnung der zusammengehörigen Positionen. Die Beschränkung der Analogie auf Fälle der bewussten Finanz- oder Steuerarbitrage ist andererseits nicht möglich. Die Lage unterscheidet sich von derjenigen bei der Bildung handels- und, wie noch zu sehen sein wird,<sup>362</sup> steuerbilanzrechtlicher Bewertungseinheiten. Dort nämlich erfüllt das subjektive Element wegen der Zukunftsgerichtetheit eine objektive Funktion. Es soll sicherstellen, dass die der Bilanzierung zugrunde liegende Prognose über die Korrelationen zwischen den zukünftigen Zahlungsströmen nicht enttäuscht wird. Im Rahmen der Überschusseinkünfte jedoch besteht wegen der ex-post-Betrachtung insofern kein Bedarf für die Berücksichtigung subjektiver Elemente. Aus der Teleologie des § 23 I 1 Nr. 4 EStG heraus lassen sich keine sachlichen Gründe dafür finden, die Besteuerung von dem individuellen Zweck abhängig zu machen, zu welchem die Termingeschäfte eingesetzt werden.<sup>363</sup> Zudem lässt sich zwischen dem Einsatzzweck und der Jahresfrist keine argumentative Verbindung ziehen.

Schließlich würde die Besteuerung von außerhalb der Jahresfrist erzielten Erträgen aus Termingeschäften im Wege der bewussten Gleichbehandlung sehr schnell neue Inkonsistenzen verursachen, wenn man das Ziel der steuerlichen Gleichbehandlung finanzwirtschaftlicher gleichwertiger Zahlungsströme konsequent zu Ende denken würde. Man denke nur an die Nachbildung synthetischer Termingeschäfte durch Kombinationen aus sonstigen Geschäften in entsprechender Umformung der „finanzwirtschaftlichen

361 Hierzu bereits oben im Zusammenhang mit synthetischen Termingeschäften unter 1. a., S. 372.

362 Unten D.I., S. 397 ff.

363 Vgl. BFH 31.8.1994 (Fn. 331), unter 2. b., zu § 23 EStG a.F.: Der „Veräußerungsgrund“ sei „ohne Bedeutung“. Siehe auch unten b, zur Unbeachtlichkeit des Sicherungszwecks.

Gleichung“.<sup>364</sup> Da sich beispielsweise der Zinsswap als Kombination aus der Aufnahme eines fixen Darlehens und der Gewährung eines variablen Darlehens (oder auch umgekehrt) darstellen lässt, müsste man, um die Gleichbehandlung zu erreichen, beim Zinsswap generell auf das Tatbestandsmerkmal der Jahresfrist verzichten. Bei anderen Derivaten oder derivateähnlichen Geschäften lassen sich ähnliche Überlegungen anstellen.

### b. Modifizierte steuerunwirksame Geschäfte

Bei synthetischen steuerunwirksamen Geschäften der privaten Vermögenssphäre stellt sich die Lage bezüglich der automatischen Gleichbehandlung anders dar. Im Gegensatz zu den synthetischen steuerwirksamen Geschäften entstehen hier die steuerlichen Ungleichheiten zwischen kombinierter Position und dupliziertem Geschäft gerade insoweit, als die positiven oder negativen Erträge aus den Termingeschäften *steuerwirksam* sind.

Dieser Zusammenhang sei an einem konkreten Fall verdeutlicht. Steuerpflichtiger A kauft ein Haus in den USA. Der Kaufpreis wird in USD festgesetzt und ist in sechs Monaten zu bezahlen. Zur Absicherung gegen sein Währungsrisiko aus der Verbindlichkeit kauft A einen USD-Future am deutschen Terminmarkt. Betrachtet man allein die Zahlungsströme, ist die Kombination aus dem Grundstückskauf in USD und dem Devisentermingeschäft „wirtschaftlich“ gleichwertig mit einem Grundstückskauf in DEM. Weder der Kaufvertrag über USD noch der fiktive (synthetische) Grundstückskauf sind einkommensteuerrechtlich relevant. Eine steuerrechtliche Ungleichbehandlung der kombinierten Position mit einem echten DEM-Kaufvertrag zu Lasten bzw. zu Gunsten des A entsteht dann, wenn der Future steuerpflichtige Gewinne oder ausgleichbare Verluste erzeugt.

Vermeiden lassen sich Ungleichbehandlungen im genannten Bereich nur dann, wenn es gelingt, den § 23 I 1 Nr. 4 EStG einschränkend auszulegen bzw. teleologisch zu reduzieren. Man könnte daran denken, die Anwendbarkeit des Tatbestands von der Absicht des Steuerpflichtigen zum Eingehen einer offenen Position („Spekulationsabsicht“)<sup>365</sup> abhängig zu machen. Damit wäre in den Fällen der oben genannten Art weitergeholfen, wo Derivate zum Hedging steuerunwirksamer Zahlungsströme eingesetzt werden.<sup>366</sup> Die unerwünschte Nebenfolge wäre indes, dass dann beim Hedging *steuerwirksamer* Zahlungsströme<sup>367</sup> neue Inkonsistenzen auftauchen würden, weil sich dann die Erträge aus dem Hedgegeschäft und aus der abgesicherten Position zwar finanzwirt-

364 Hierzu oben I. Kapitel, C.I.1., S. 53.

365 Zum Begriff der Spekulation s.o. Einleitung, S. 5, bei Fn. 19.

366 Vgl. zum Zusammenhang zwischen Spekulationsabsicht und Hedging z.B: den Dritten Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 14/443, S. 28, zu Geschäften i.S. des § 15 IV 3 EStG, die „der Absicherung von Geschäften des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs“ dienen: Diese Geschäfte würden „nicht in Spekulationsabsicht abgeschlossen, sondern deshalb, weil Preis- bzw. Währungsrisiken minimiert bzw. ausgeschlossen werden sollen“. Näher zu § 15 IV 3 EStG s.u. D.III., S. 404 ff.

367 S.o. unter a., S. 379 ff. <https://doi.org/10.5771/9783845287164>, am 05.08.2024, 17:36:25

schaftlich, nicht aber steuerrechtlich neutralisieren.

Vor allem aber hat die Rechtsprechung bereits zu § 23 EStG a.F., als also der Tatbestand noch den Titel „Spekulationsgeschäfte“ trug, ausdrücklich festgestellt, die „Spekulationsabsicht“ sei nicht „gesetzliches Tatbestandsmerkmal des § 23 I Nr. 1 EStG“.<sup>368</sup> Diese Auffassung findet sich durch die im Zuge der Steuerreform 1999 erfolgte Umbenennung des Titels des § 23 EStG in die insofern neutrale Bezeichnung „private Veräußerungsgeschäfte“ bestätigt.<sup>369</sup> Die auf den gewerblichen Einsatz von Termingeschäften zielende Vorschrift des § 15 IV 4 EStG gebietet keine andere Bewertung. Sie befreit nicht etwa Sicherungsgeschäfte von der Besteuerung, sondern nimmt sie lediglich aus dem Anwendungsbereich des Verlustausgleichsverbots heraus. Die immer wieder anzutreffende Aussage, § 23 EStG liege eine „unwiderlegliche Vermutung“ der Spekulationsabsicht zugrunde,<sup>370</sup> schwächt das rein objektive Verständnis der Norm keineswegs ab.<sup>371</sup> Sie macht im Gegenteil klar, dass eine teleologische Reduktion der Norm bei fehlender Spekulationsabsicht nicht möglich ist, da man dadurch den Charakter der Vermutung als unwiderleglich in Frage stellen würde.

Im Schrifttum, zumindest zu § 23 EStG a.F., widerspricht man vereinzelt der zitierten Rechtsprechung und hält eine „Spekulationsabsicht“ für erforderlich.<sup>372</sup> Soweit diese Auffassung jedoch mit guten Gründen auf die allgemeine Systematik der Über-

368 Z.B. BFH 29.8.1969 - VI R 319/67, BStBl II 1968, 705; BFH 31.8.1994 (Fn. 331), unter 2.b.: Bis zum Inkrafttreten des § 23 EStG 1934 sei negative Voraussetzung für die Besteuerung eines privaten Veräußerungsgeschäftes das Fehlen des Nachweises gewesen, dass der veräußerte Gegenstand nicht zum Zwecke gewinnbringender Wiederveräußerung erworben worden sei (§ 42 II Nr.3 EStG 1925). Mit dem EStG 1934 sei die Nachweismöglichkeit beseitigt worden. Seither sei deshalb nach st. Rspr. die Spekulationsabsicht kein gesetzliches Tatbestandsmerkmal; der „Veräußerungsgrund“ sei „ohne Bedeutung“; jüngst bestätigt durch BFH 2.5.2000 - IX R 74/96, BStBl II 2000, 469, unter II.3.; siehe auch BVerfG 9.7.1969 (Fn. 356), unter C.II.1.: Der Steuertatbestand des § 23 I EStG enthalte „keinen ausdrücklichen Hinweis darauf, dass ein Spekulationsgeschäft nur bei Vorliegen bestimmter subjektiver Tatbestandsmerkmale anzunehmen sei“. Die Steuerpflicht werde „vielmehr offenbar ausschließlich an das Vorliegen objektiver Umstände geknüpft“. Zustimmend die „ganz h.M.“ im Schrifttum (so die Einschätzung bei *Crezelius*, in: Kirchhof/Söhn, § 23 EStG, Rz. B 1 (Stand: Januar 1995).

369 Vgl. hierzu den 3. Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 14/443, S. 28: Durch den „Verzicht auf den Begriff »Spekulationsgeschäft« im neugefassten § 23 [EStG]“ solle „zum Ausdruck gebracht werden, dass nicht nur Geschäfte mit Spekulationsabsicht der Besteuerung unterliegen, sondern allgemein Veräußerungsgeschäfte, bei denen das Tatbestandsmerkmal der Veräußerung innerhalb einer bestimmten Frist nach Anschaffung erfüllt ist, und bestimmte Termingeschäfte.“

370 Aus der jüngeren Rspr. FG Köln 15.2.1995 - 11 K 2685/93, EFG 1995, 672, zu § 23 EStG a.F.: Der Besteuerungstatbestand werde „unwiderleglich vermutet“ und setze „keinerlei Veräußerungs- oder Spekulationsabsicht“ voraus. Aus dem Schrifttum *Wendt*, FR 1999, 333, 349: Das Gesetz vermute die Spekulationsabsicht bei einem Verkauf innerhalb der Spekulationsfrist unwiderleglich. Kritisch bereits BVerfG 9.7.1969 (Fn. 356), unter C.II.1.: Gehe man „davon aus, dass ein subjektives Merkmal in den Tatbestand des § 23 I EStG nicht hineininterpretiert“ werden könne, so könne „die Frage, ob das Gesetz die Spekulationsabsicht unwiderlegbar vermute, überhaupt nicht gestellt werden“. Hätte der Gesetzgeber „eine Vermutung dieser Art aufstellen wollen“, so hätte er, so das BVerfG, „etwa formuliert: »Als Spekulationsgeschäfte gelten ...«“.

371 Vgl. allgemein zum materiellrechtlichen Charakter unwiderleglicher Vermutungen *Baumbach/Lauterbach-Hartmann*, § 292 ZPO, Rz. 5.

372 *Crezelius*, in: Kirchhof/Söhn, § 23 EStG, Rz. B 1-B 4, m.w.N. (Stand: Januar 1995).

schusseinkünfte (§ 2 I 1 Nr. 4-7 EStG) gestützt<sup>373</sup> und i.S. der Absicht der Einkünfteerzielung<sup>374</sup> verstanden wird, bleibt dieser Meinungsstreit im vorliegenden Kontext ohne Bedeutung.<sup>375</sup> Denn eine zumindest bedingte Überschussabsicht lässt sich auch beim Hedging nicht bestreiten, selbst wenn man sie, wie es der Grundkonzeption der Überschusseinkünfte entspricht, einzeln und damit getrennt von der gesicherten Position betrachtet. Der Marktteilnehmer will mit dem Sicherungsgeschäft für den Fall Gewinne erzielen, dass die „gehedgte“ Position verlustbringend ist. Die Verluste, die sich aus dem Hedge für den umgekehrten Fall ergeben, werden in Kauf genommen, bilden aber nicht das Motiv des Vertragsschlusses. Die Situation ist deshalb nicht zu vergleichen mit derjenigen einer auf Dauer nur verlustbringenden „Liebhaberei“.

Bei den übrigen Fällen synthetischer steuerfreier Geschäfte außerhalb der Berücksichtigung von Sicherungszusammenhängen würde die teleologische Reduktion des § 23 I 1 Nr. 4 EStG in derselben Weise zu neuen Inkonsistenzen mit dem Ideal gleicher Steuerfolgen für gleichwertige Zahlungsströme führen, wie dies bereits bei den synthetischen steuerwirksamen Geschäften zu sehen war.<sup>376</sup>

#### 4. Vollsynthetische Kapitalerträge

Die Abgrenzung zwischen § 23 I 1 Nr. 4 EStG und § 20 I Nr. 7, II Nr. 1 EStG orientiert sich an der Unterscheidung zwischen ausschließlich zufallsabhängigen Zahlungen oder sonstigen Vorteilen einerseits und sicheren bzw. nicht ausschließlich zufallsabhängigen Zahlungen oder Vorteilen andererseits.<sup>377</sup> Diese Systematik widerspricht der finanzwirtschaftlichen Zerlegbarkeit sicherer Zahlungsströme in Kombinationen aus stochastisch bedingten Zahlungsströmen. Das kommt praktisch solange nicht zum Tragen, wie beide Besteuerungstatbestände bei identischem Wert des Steuerobjekts gleiche steuerrechtliche Wirkungen entfalten.<sup>378</sup> Die Unterschiede zwischen § 20 und § 23 EStG sind zwar

373 Crezelius (Fn. 372), Rz. B 1: Da § 23 EStG in das System der Überschusseinkünfte eingebettet sei, bedürfe es einer entsprechenden Überschusserzielungsabsicht, „die einer Spekulationsabsicht im untechnischen Sinne“ entspreche; ders., a.a.O., Rz. B 4: „Spekulationsabsicht i.S. einer Überschusserzielungsabsicht“. Dagegen BFH 2.5.2000 (Fn. 368), unter II.3.: Das „alle Einkunftsarten kennzeichnende Merkmal der Einkünfteerzielungsabsicht“ sei „für die Einkünfte aus Spekulationsgeschäften gemäß § 23 EStG durch die verhältnismäßig kurzen Spekulationsfristen in typisierender Weise objektiviert“.

374 S.o. A., S. 307, bei Fn. 5.

375 Praktisch relevant wird der Meinungsstreit um die Einkünfteerzielungsabsicht bei der Beurteilung von Veräußerungen unter Zwang, die der BFH bisher nur im Sonderfall einer anschließenden Ersatzbeschaffung steuerfrei stellen will (s.o. unter 1.a., bei Fn. 330). Hierzu Crezelius (Fn. 372), Rz. B 2-3 (Stand: Januar 1995).

376 S.o. unter a. (a.E.), S. 383.

377 Der Übersichtlichkeit wegen bleiben die Fälle der vorzeitigen Veräußerung verzinslicher Wertpapiere im Folgenden außer Betracht. Die Regelung des § 20 II 1 Nr. 2 - 4 EStG sorgt hier für die steuerliche Gleichbehandlung von Erlösen aus der Veräußerung fälliger Zinsansprüche mit unmittelbar bezogenen Zinserträgen.

378 Zu pauschal die Kritik bei Jonas, BB 1993, 2421, 2423; Mit der Synthetisierung von Wertpapieren

durch die Neuregelung des § 23 I 1 Nr. 4 EStG auf der Rechtsfolgenseite verringert worden. Sie betreffen aber immer noch, vorbehaltlich der gleich noch zu prüfenden Möglichkeit von Korrekturen im Wege der bewussten Gleichbehandlung, die Steuerfreiheit längerfristiger, über ein Jahr dauernder Investitionen in Termingeschäften, das Verbot des (sog. „vertikalen“) Verlustausgleichs mit anderen Einkunftsarten, die Beschränkung des Verlustrücktrags und -vortrags (§ 23 III 8, 9 EStG), sowie die unterschiedlichen Freibeträge nach § 20 IV EStG (DEM 3.000) und § 23 III 6 EStG (DEM 1.000) einschließlich der abweichenden Behandlung dieser Freibeträge bei zusammen veranlagten Ehegatten.<sup>379</sup>

Synthetische (positive) Zinseinnahmen aus einer Kombination von Optionen, deren stochastische Elemente sich gegenseitig aufheben, führen *ceteris paribus* zu denselben Steuerlasten wie entsprechende natürliche Zinstitel, wenn die Laufzeit bzw. Halte-dauer der Optionen ein Jahr nicht überschreitet und die Freibeträge sowohl für Kapitalerträge als auch für Einkünfte aus „privaten Veräußerungsgeschäften“ schon jeweils anderweitig ausgeschöpft sind. Das gilt z.B. für bestimmte Kombinationen von Optionsscheinen mit Barausgleich und Preisbegrenzungen („Schranken-Optionsscheinen“, „Capped Warrants“). Dazu benötigt man einen Put- und einen Call-Optionsschein über denselben Basiswert (Aktien, Aktienindizes oder Währungen), aber mit unterschiedlichen Basispreisen. Unter den genannten, speziellen Voraussetzungen sind die Grundsätze der Finanzverwaltung zur Besteuerung von Ausübungsgewinnen oder Veräußerungserlösen aus „Capped-Warrants“-Kombinationen als Einkünfte aus Kapitalvermögen nach § 20 I Nr. 7 EStG gemäß BMF-Schreiben vom 10.11.1994 und 30.4.1993<sup>380</sup> inzwischen durch *automatische* Gleichbehandlung obsolet geworden.<sup>381</sup>

---

werde „die altväterliche Unterscheidung von Vermögenssphäre und Einkunftssphäre zu einer Farce“. Im Übrigen liegt das Problem nicht in der (aus der Sicht des genannten *Autors*) unberechtigten Abgrenzung von „Vermögenssphäre“ und „Einkunftssphäre“ als solcher, sondern in der unzureichenden Abstimmung der einzelnen Einkunftsarten aufeinander. Denn „Vermögenssphäre“ bedeutet nicht mehr (und nicht weniger), als dass ein bestimmter Sachverhalt steuerunwirksam ist. Steuerwirksame Sachverhalte bilden demgegenüber die „Einkommenssphäre“. In dem Maße, wie es entsprechend dem geltenden, enumerativen System der Einkunftsarten steuerunwirksame Bereiche des Privatvermögens gibt, gibt es eine „Vermögenssphäre“ im genannten Sinne. Es ist aber nicht etwa so, dass die Abgrenzung zwischen Vermögens- und Einkunftssphäre angesichts der finanzwirtschaftlichen „Realität“ *per se* „widernatürlich“ wäre.

379 Während es bei § 20 EStG egal ist, wie sich der doppelte Freibetrag (DEM 6.000) auf beide Ehegatten verteilt, steht bei § 23 EStG jedem Ehegatten nur der einfache Betrag zu (R 169 III EStR; Schmidt-Heinicke, § 23 EStG, Rz. 55).

380 BMF 10.11.1994 - IV B 3-S 2256-34/94, Rz. 22; BMF 30.4.1993 - IV B 4-S 2252-480/93, BStBl I 1993, 343, unter 3.; ebenso der Bericht des Finanzausschusses zum StMGB 1994, BT-Drucks. 12/6078, S. 122, im Zusammenhang mit § 20 I Nr. 7 S. 2 EStG n.F.: Würden „beispielsweise bei sog. Capped Warrants die Put Warrants und die Call Warrants zusammen veräußert oder eingelöst“, werde „Kapitalertrag erzielt“.

381 Die in den genannten (Fn. 380) BMF-Schreiben v. 10.11.1994 (Rz. 23) und 30.4.1993 (unter 3.) gleichzeitig verkündeten Grundsätze zur rechtlichen Behandlung von „Bandbreiten-Optionsscheinen“ („Range Warrants“) passen nicht in den vorliegenden Kontext, weil die einzelnen „Optionen“ dieser als Einheit erworbenen Pakete von Optionsscheinen gar keine Derivate im hier vertretenen Sinn sind. Diese atypischen „Optionen“ garantieren dem Anleger nämlich die

Im Übrigen aber verursachen Gewinne aus synthetischen Zinsinstrumenten geringere Steuerlasten als natürliche Zinsen und bieten Verluste aus synthetischen Zinsinstrumenten im Gegenzug weitergehende Ausgleichsmöglichkeiten. Hier stellt sich die Frage nach der rechtlichen Beurteilung der in diesen Grundsätzen propagierten *bewussten* Gleichbehandlung sowie gegebenenfalls nach den Möglichkeiten ihrer Ausweitung auf sonstige Formen synthetischer Kapitalerträge. Das Merkmal der „Überlassung von Kapitalvermögen gegen Entgelt zur Nutzung“ i.S. des § 20 I Nr. 7 EStG wurde oben als zeitversetzter, finaler (i.d.R. synallagmatischer) Austausch von Leistungen beschrieben, wobei die von der einen Seite zu erbringende Vorleistung eine Geldzahlung ist und die Gegenleistung nicht in voller Höhe stochastisch bedingt sein darf. Die Bezeichnung der zeitversetzten Gegenleistung als Kapital bzw. Zinsen ist nicht entscheidend. Der Umstand, dass bei Capped-Warrants-Kombinationen das „überlassene“ Kapital zivilrechtlich nicht als „Darlehen“, sondern als Optionsprämie bezahlt wird und keine „Rückzahlungspflicht“ bezüglich der Optionsprämie besteht, schadet der Einstufung der Gegenleistung als Kapitalertrag für sich also noch nicht.<sup>382</sup> Selbst beim herkömmlichen Darlehen nach § 607 I BGB kann das „Empfangene“, wenn man es sachenrechtlich betrachtet, behalten werden. Die Pflicht zur „Rückerstattung“ beschränkt sich auf „Sachen von gleicher Art, Güte und Menge“. Die Möglichkeit der getrennten Veräußerung der einzelnen Warrants schadet nicht bereits deshalb, weil dadurch die Bausteinwirkung vorzeitig beendet wird.<sup>383</sup> Diesen Fall hat das BMF in seinem Schreiben vom 10.11.1994 berücksichtigt, indem es insoweit auf die Spekulationsbesteuerung nach § 23 I Nr. 1 Buchst. b EStG a.F. verweist.<sup>384</sup> Im Rahmen der reinen ex-post-Betrachtung, wie sie der Besteuerung der Kapitaleinkünfte zugrunde liegt, ist das ausreichend. Zudem lassen sich auch herkömmliche Zinstitel während der Laufzeit durch die Veräußerung geeigneter Optionen synthetisch aufspalten.

Auf der anderen Seite wird man dem Tatbestand des § 20 I Nr. 7 EStG nicht gerecht, wenn man nur die reinen Zahlungsströme betrachtet und vertragliche Sinnzusam-

---

Rückzahlung des überlassenen Kapitalvermögens. Sie fallen deshalb bereits isoliert betrachtet unter die Besteuerung nach § 20 I Nr. 7 EStG.

382 So anscheinend aber *Harenberg/Irmer*, NWB Fach 3, S. 9229, 9238, unter Berufung auf den „Wortlaut“ des § 20 I Nr. 7 EStG. Dem Emittenten der Optionen werde kein Kapital, „auch nicht in Form einer Optionsprämie“ überlassen. Er erhalte lediglich ein Bindungsentgelt für das eingegangene Risiko. Dieses Entgelt vereinnahme er „endgültig ohne Rückzahlungsverpflichtung“. Der Erwerber der Optionen habe nicht die Absicht der Kapitalüberlassung auf Zeit.

383 In diese Richtung aber *Harenberg/Irmer* (Fn. 382): Die Finanzverwaltung „negiere“, dass „zivilrechtlich zwei selbständige, grundsätzlich voneinander unabhängige Rechtsgeschäfte“ abgeschlossen würden, die „z.B. durch zeitversetzte Veräußerung ein unterschiedliches Schicksal erleiden“ könnten; ähnlich die Kritik bei *Häuselmann/Wiesenbart*, RIW 1993, 751, 755: Gegenüber einer „Zerobond-Konstruktion“ wiesen „Capped Warrants“ wegen getrennter Veräußerbarkeit der Komponenten und der Möglichkeit des Anlegers, die „neutrale Haltung“ gegenüber dem Basiswert „während der Laufzeit nach Belieben aufzugeben“, „nicht nur rechtlich, sondern auch wirtschaftlich gesehen Besonderheiten auf“, die eine steuerliche Gleichbehandlung mit Hilfe des § 42 AO nicht zuließen. Zum Zusammenhang zwischen § 42 AO und Gesetzesauslegung s.o. B.IV.2., S. 325 ff.

384 BMF 10.11.1994 (Fn. 380), Rz. 22 (a.E.)

menhänge außer Acht lässt.<sup>385</sup> Daran muss man, sollen die Konturen des Tatbestands nicht vollständig aufgelöst werden,<sup>386</sup> trotz des Umstands festhalten, dass die Zinsbesteuerung „unabhängig von der Bezeichnung und der zivilrechtlichen Ausgestaltung der Kapitalanlage“ ist (§ 20 I Nr. 7 S. 2 EStG).<sup>387</sup> Das danach maßgebende „wirtschaftliche“ Verständnis der Kapitalüberlassung gegen Entgelt<sup>388</sup> ist nicht gleichbedeutend mit einer Reduzierung des Sachverhalts auf das *finanzwirtschaftliche* Ergebnis.<sup>389</sup> Steuerrechtliche Betrachtungseinheit ist das einzelne (wirtschaftliche) Austauschverhältnis („Geschäft“) i.S. des „do ut des“. Dementsprechend setzt die Rechtsprechung voraus, dass der Kapitalüberlassung ein besonderer Rechtsgrund zugrunde liegt.<sup>390</sup> Der Begriff des „Entgelts“ (Gegenleistung) ist Ausdruck dieses Austauschverhältnisses und der Finalität der Gegenleistung. Das entspricht dem Gedanken des Markteinkommens, also des am Markt im Austausch erwirtschafteten Einkommens, wie er stellvertretend für alle Einkunftsarten in § 22 Nr. 3 EStG zum Ausdruck gelangt.<sup>391</sup>

Nicht entscheidend ist es, ob der wirtschaftliche Austausch innerhalb eines zivil-

- 
- 385 Vgl. *Sagasser/Schüppen*, DStR 1994, 265, 269, zu BMF 30.4.1993 (Fn. 380): „Kapitalrückzahlung und/oder Ertrag“ müssten sich „aus der vertraglichen Grundlage“ ergeben. Allein die „Risikooptimierung durch gekreuzte Optionen oder gegenläufige Termingeschäfte etc.“ könne nicht dazu führen, dass Kapitalertrag vorliege; „risikooptimierende Portefeuille-Strategien“ dürften nicht allein vom Endresultat her betrachtet werden. Es bleibe damit die „Kernfrage“, wann eine „gemeinsame Betrachtung verschiedener Differenzgeschäfte, etwa eines Calls und eines Puts“, gerechtfertigt sei.
- 386 Vgl. *Pross*, S. 170, wo diese Erkenntnis allerdings auf den asymmetrischen Bausteineffekt, also auf den Fall begrenzt bleibt, dass nur für eine Seite „synthetischer Zins“ entsteht: Wollte man hier im Wege einer Integration die Gesamtposition als Zins besteuern, werde „Zins gleichbedeutend mit sicherem Ertrag“. Eine sinnvolle Anwendung der Integration, so ist der *Autor* zu verstehen, sei hier nicht möglich.
- 387 Siehe bereits für die Rechtslage vor Inkrafttreten des StMBG 1994 das BMF-Schreiben v. 30.4.1993 (Fn. 380), vor 1.: Zu den Einkünften aus Kapitalvermögen gehörten „Zinsen, Entgelte und Vorteile, die unabhängig von ihrer Bezeichnung und der zivilrechtlichen Gestaltung bei wirtschaftlicher Betrachtung für die Überlassung von Kapitalvermögen zur Nutzung erzielt werden.“ Vgl. hierzu den Bericht des Finanzausschusses zum StMBG 1994: Man habe es „als sinnvoll angesehen, die Verwaltungsregelung gesetzlich abzusichern“ (BT-Drucks. 12/6078, S. 117).
- 388 Aus der älteren Rspr. siehe z.B. BFH 31.10.1989 - VIII R 210/83, BStBl II 1990, 532, unter 3.: Zu den Einkünften aus Kapitalvermögen gehören alle Vermögensmehrungen, die bei „wirtschaftlicher Betrachtung“ Entgelt für die Kapitalnutzung seien; ähnlich BFH 25.6.1974 - VIII R 163/71, BStBl II 1975, 431, unter II.1.
- 389 So auch *Sagasser/Schüppen*, DStR 1994, 265, 269: Es könne zwar nicht auf die Bezeichnung der Kapitalanlage ankommen, „andererseits aber auch nicht nur auf das wirtschaftliche Ergebnis“. Demgegenüber aber die integrierende Subsumtion bei „zweiseitigen synthetischen Zinsinstrumenten“ offensichtlich als Anwendungsfall des 20 I Nr. 7 S. 2 EStG betrachtend *Pross*, S. 169 Fn. 163: Der deutsche Gesetzgeber „scheine“ sich die wirtschaftliche Sichtweise zu eigen gemacht zu haben, nach der das Vorliegen einer Kapitalforderung sich „unabhängig von der zivilrechtlichen Ausgestaltung einer Kapitalanlage“ bestimmt; *ders.*, S. 170, dagegen das Kriterium der Kapitalüberlassung im *Dreipersonenverhältnis* („einseitige synthetische Zinsinstrumente“) mangels finaler Elemente verneinend.
- 390 Vgl. BFH 31.10.1989 (Fn. 388), unter 3.: Unerheblich sei, ob der Überlassung von Kapital ein Darlehensvertrag, ein Kaufvertrag „oder ein anderer Rechtsgrund“ zugrunde liege.
- 391 Vgl. BVerfG Beschl. 30.9.1998 - 2 BvR 1818/91, BVerfGE 99, 88, unter B.II.2.: Trotz „weiter tatbestandlicher Fassung“ eröffne § 22 Nr. 3 EStG „keinen Generaltatbestand, der jede Bereicherung - unabhängig vom Belastungsgrund der Einkommensteuer - für einkommensteuerbar“ erkläre.

rechtlich einheitlichen Vertrags stattfindet oder auf mehrere (rechtlich allerdings nicht voneinander unabhängige) Verträge verteilt wird. Lassen sich aus einer Mehrheit von Verträgen einzelne herausnehmen, ohne dass dadurch die Austauschbeziehung gestört würde, spricht dies gegen ihre einheitliche steuerrechtliche Betrachtung. Der subjektive Wille eines Steuerpflichtigen zur (synthetischen) Kapitalüberlassung gegen Entgelt bleibt steuerrechtlich unbeachtlich, solange er nicht in ein wirtschaftlich einheitliches Geschäft einfließt. Demnach reicht es, vorbehaltlich der Fälle des § 117 BGB,<sup>392</sup> für § 20 I Nr. 7 EStG nicht aus, wenn zwei getrennte Transaktionen zusammen betrachtet auf die wechselseitige, zeitversetzte Hingabe von Geld hinauslaufen, sofern die „Rückgabe“ des Geldes nicht Gegenleistung und damit causa für die Hingabe des Geldes war. Diese Voraussetzung ist bei Capped-Warrants-Kombinationen nicht erfüllt. Hier stehen Optionsverpflichtung und Prämie der einzelnen Optionsverträge jeweils isoliert zueinander im Synallagma. Die Gleichsetzung der Vertragskombination mit einer Verschuldungsmaßnahme blendet die voneinander getrennten Austauschverhältnisse aus der Betrachtung aus und saldiert sie unzulässigerweise. Die BMF-Grundsätze ersetzen das einzelne Austauschverhältnis in seiner Rolle als Bezugspunkt für die Zuordnung von „Kapitalüberlassung“ und „Rückzahlung“ bzw. „Zinsen“ implizit und contra legem durch eigene Merkmale: den gleichzeitigen Abschluss der Einzelverträge (Erwerb der Optionsscheine) und die Identität der Vertragspartner. Letztere bewirkt eine steuerrelevante Unterscheidung zwischen symmetrischem und asymmetrischem Bausteineffekt, welche im Gegensatz zur ausdrücklichen Absage steht, die der BFH im Einkommensteuerrecht dem sog. Korrespondenzprinzip erteilt hat.<sup>393</sup> Dass die Steuerpflichtigen das Vorliegen beider, rein äußerlichen Kriterien unter Beibehaltung der Zahlungsströme ohne großen Aufwand vermeiden können, ist ein zusätzlicher Beleg für die Fehlerhaftigkeit des BMF-Ansatzes.<sup>394</sup>

Hinzu kommen praktische Schwierigkeiten der Finanzverwaltung bzw. bei der Steuererhebung beteiligter Dritter (§ 43 EStG) bei der Aufklärung des Sachverhalts, sofern der Steuerpflichtige kein Eigeninteresse an der Aufdeckung des finanzwirtschaftlichen Zusammenhangs hegt, der die Einzelposten seines Portfolios miteinander verbindet.<sup>395</sup> Denn den Finanzbehörden, aber auch den Finanzinstituten fehlt in der Regel der

392 Hierzu allgemein oben I. Kapitel, E.II.2., S. 77 ff.

393 Z.B. BFH 4.4.1989 - X R 14/85, BStBl II 1989, 779, unter 1.b.: Ein „allgemeiner Grundsatz, dass beim Geber Aufwendungen nur abgezogen werden dürfen, wenn sie beim Empfänger besteuert werden können (sog. Korrespondenzprinzip)“, sei „im EStG nicht verankert“. Trotzdem zwischen „zweiseitigen und „einseitigen synthetischen Zinsinstrumenten“ differenzierend Pross, S. 169 f.

394 Vgl. *Sagasser/Schüppen*, DStR 1994, 265, 269: Durch Vermeidung zeitlicher (Voll-) Synchronität und Variationen in der Optionsbasis werde sich auch künftig die Entstehung von steuerpflichtigen Kapitalerträgen vermeiden lassen; ebenso *Jonas*, BB 1993, 2421, 2423.

395 Vgl. *Pross*, S. 170: Die Identifikation und Zuordnung zusammengehöriger Positionen könne „praktische Probleme“ schaffen, wenn der Steuerpflichtige (ausnahmsweise) selbst kein „Interesse an einem Ausweis“ habe; *Mauritz*, DB 1995, 698, 702: Der Fiskus vermöge Capped-Warrant-Kombinationen nur zu erkennen, wenn die Komponenten von ein und derselben Bank emittiert werden.

nötige Überblick über das Privatvermögen des Steuerpflichtigen, um einzelne Portfolio- bausteine zu synthetischen Zinsinstrumenten integrieren zu können.

Schließlich zeigt sich die Notwendigkeit der Einzelbetrachtung daran, dass die integrierende finanzwirtschaftliche Gesamtbetrachtung (Anerkennung des Bausteineffekts), konsequent weitergedacht, zu neuen Ungleichbehandlungen und Widersprüchen führen würde. Speziell für Capped-Warrants-Kombinationen soll dies an folgendem Beispiel demonstriert werden: Besteuert man die Summe aus einem Capped Put und einem Capped Call wie eine Darlehensvergabe, muss man die Summe aus einer Darlehensvergabe und dem Verkauf eines Call genauso besteuern wie die stochastisch bedingten Erträge aus dem Put. Das folgt aus einer entsprechenden Umformung der „finanzwirtschaftlichen Gleichung“. Die Besteuerung des Put richtet sich nach § 23 I 1 Nr. 4 EStG. Die isolierte Besteuerung der Darlehenszinsen (§ 20 I Nr. 7 EStG) und der erhaltenen Optionsprämie (§ 23 I 1 Nr. 4 EStG) führt mindestens immer dann zu einem abweichenden Ergebnis, wenn die Optionen außerhalb der Jahresfrist liegen. Eine steuerrechtliche Integration von Darlehensvergabe und Call-Verkauf zu einem synthetischen Long-Put ist andererseits nicht möglich, weil sie die Anwendbarkeit des § 23 I Nr. 4 EStG auf Optionsprämien zu weiten Teilen außer Kraft setzen würde. Denn die Möglichkeit, dass sich im Portfolio des Verkäufers eines Capped Call irgendwelche anderweitige Zinserträge finden lassen, mit denen die Short-Option zu einem synthetischen Long Put integriert werden kann, beschränkt sich keineswegs auf atypische Einzelfälle. Eine ganz ähnliche Situation kann bei strukturierten Anleihen entstehen. Der Integrationsansatz gelangt hier zur Nivellierung der bei isolierter Betrachtung bestehenden Unterschiede in der Besteuerung strukturierter Anleihen (§ 20 I Nr. 7, II 1 Nr. 4 lit. c. EStG) einerseits und von Kombinationen aus herkömmlichen Anleihen (§ 20 I Nr. 7 EStG) und Derivaten (§ 23 I 1 Nr. 4 EStG) andererseits. Damit unterläuft man den Anwendungsbereich des § 23 I 1 Nr. 4 EStG, denn es dürfte regelmäßig vorkommen, dass Steuerpflichtige gleichzeitig mit Erträgen aus Derivaten Zinseinkünfte aus anderweitigen Quellen erzielen.

### 5. Synthetische Werbungskosten

„Werbungskosten“ sind (negative) Zahlungsströme, die sich anders als die Einnahmen nicht über ihre Quelle, sondern über ihr Ziel (Zweck bzw. Funktion) definieren. Ebenso wie zur Modifizierung steuerwirksamer Einnahmen<sup>396</sup> lassen sich Derivate zur Umgestaltung geplanter Aufwendungen verwenden, die „zur Erwerbung, Sicherung und Erhaltung“ bestimmter Einnahmen (§ 9 I 1 EStG) getätigt werden. Insofern kann man von „teilsynthetischen Werbungskosten“ sprechen. Der Steuerpflichtige kann beispielsweise die variablen Zinsen (§ 9 I 3 Nr. 1 EStG), die er für ein Darlehen entrichtet, aus dessen

Valuta er Einnahmen aus Kapitalüberlassung erzielt, durch den Abschluss eines geeigneten Zinsswaps in synthetische feste Zinsen umwandeln.

Die steuerrechtliche Gleichbehandlung zwischen synthetischen und natürlichen Werbungskosten hängt davon ab, ob die Gewinne oder Verluste aus dem Termingeschäft im Rahmen einer integrierenden Betrachtung unmittelbar mit den eigentlichen Aufwendungen verrechnet werden können oder ob sie separat unter § 23 I 1 Nr. 4 EStG zu subsumieren sind. In letzterem Falle nämlich können sich wiederum Jahresfrist und Verlustausgleichsbeschränkung steuermindernd bzw. -erhöhend im Vergleich zu entsprechenden natürlichen Werbungskosten auswirken. In o.g. Beispiel etwa sind bei einer Anhebung des allgemeinen Zinsniveaus während der Darlehenslaufzeit die erhöhten Zinsaufwendungen als Werbungskosten im Rahmen der Einkünfte aus Kapitalvermögen abzugsfähig. Die korrespondierenden Gewinne aus dem Swap aber sind steuerfrei, wenn zwischen den einzelnen Zahlungsterminen mehr als ein Jahr liegt.<sup>397</sup> Hieraus ergibt sich ein Vorteil im Vergleich zu einem natürlichen Festzinsdarlehen. Sinken dagegen die Zinssätze, vermindern sich bei isolierter Betrachtung die als Werbungskosten abzugsfähigen Zinszahlungen; die Verluste aus dem Termingeschäft aber sind steuerunwirksam. Das führt zu einem Steuernachteil gegenüber einem wirtschaftlich gleichwertigen Festzinskredit.

Für eine integrierte Betrachtung könnte man überlegen, ob sich die *Gewinne* aus dem Termingeschäft nicht den Werbungskosten im Rahmen der Einkünfte aus Kapitalvermögen zuordnen und nach Art eines Vorteilsausgleichs unmittelbar mit den erhöhten Zinsaufwendungen verrechnen lassen. Der Tatbestand des § 23 I 1 Nr. 4 EStG würde damit übersprungen. Verluste aus dem Termingeschäft würde man dementsprechend als Werbungskosten zu den (natürlichen) Darlehenszinsen hinzuaddieren. Die Verrechnung positiver Erträge aus dem Termingeschäft mit den Werbungskosten ist indes nicht zulässig. In seiner Rechtsprechung zum sog. Werbungkostenersatz<sup>398</sup> durch den Arbeitgeber lehnt der BFH eine Saldierung von Einnahmen und Ausgaben bereits auf der Ebene des Besteuerungstatbestands sogar im Kontext ein und derselben Einkunftsart (Einkünfte aus nichtselbständiger Arbeit) ab.<sup>399</sup> Dementsprechend qualifiziert das Gericht den gewährten Vorteilsausgleich als selbständige Einnahmen.<sup>400</sup> Generell ist bei Wer-

397 Zur Bestimmung der Besteuerungsfrist des § 23 I 1 Nr. 4 EStG bei Swaps s.o. unter I.1.a.bb., Fn. 173.

398 Zur Abgrenzung des Werbungkostenersatzes zum einkommensteuerrechtlich unbeachtlichen „Auslagenersatz“ (§ 3 Nr. 50 EStG) siehe Schmidt-Heinicke, § 3 EStG, Stichwort: „Durchlaufende Gelder und Auslagenersatz“.

399 BFH 27.3.1992 - VI R 145/89, BStBl II 1992, 837, unter 2.: Es wäre „methodisch fehlerhaft, bei der Entscheidung, ob ein geldwerter und für die Beschäftigung gewährter Vorteil und damit Arbeitslohn i.S. des § 19 I 1 EStG“ vorliege, „eine Gesamtbetrachtung vorzunehmen, bei der der festgestellte Vorteil mit Vermögensminderungen oder Ausgaben verrechnet wird, die mit dem Vorteil im Zusammenhang stehen“. Vgl. auch Schmidt-Drenseck, § 19 EStG, Rz. 23: Durch die „übliche Zusammenfassung von Werbungskosten und Ersatz“ gehe der Blick dafür verloren, dass es sich „in Wirklichkeit“ beim Werbungkostenersatz um steuerbaren und steuerpflichtigen Arbeitslohn handle.

400 BFH 27.3.1992 (Fn. 399), unter 2.: Auch wenn der Arbeitgeber seinem Arbeitnehmer Werbungs-

bungskosten kein Platz für einen Vorteilsausgleich. Denn ansonsten ließen sich die gesetzlichen Wertungskriterien der Einkunftstatbestände nach Belieben unterlaufen. Die objektive Zuordnung erzielter Einnahmen zu aufgewendeten Werbungskosten könnte man nämlich in letzter Konsequenz bereits durch den Zusammenhang begründen, der sich daraus ergibt, dass jeweils dieselbe Vermögensmasse betroffen ist. Und auch subjektiv könnte man eine Verbindung zwischen Einnahmen und allen Ausgaben konstruieren, weil in der Regel die Gesamtheit aller Einnahmen der Finanzierung aller Ausgaben dient.

Eine Hinzurechnung der *Verluste* aus dem Termingeschäft zu den Werbungskosten bei den Kapitalerträgen lässt der Werbungskostenbegriff nicht zu. Nach der Rechtsprechung sind Werbungskosten „alle Aufwendungen, die durch den Beruf veranlasst sind“.<sup>401</sup> Der Veranlassungszusammenhang von Darlehenszinsen mit Einkünften aus Kapitalvermögen ist dann gegeben, „wenn ein objektiver Zusammenhang dieser Aufwendungen mit der Überlassung von Kapital zur Nutzung besteht und subjektiv die Aufwendungen zur Förderung dieser Nutzungsüberlassung gemacht werden“.<sup>402</sup> Die Aufwendungen aus dem Termingeschäft werden durch die entsprechende vertragliche Verpflichtung, nicht aber durch die Kapitalerträge veranlasst. Die Begründung der Swapverpflichtung ist ebenfalls nicht durch die Kapitalerträge veranlasst, sondern durch das Bestreben, bei steigendem Zinsniveau Gewinne aus den Swap zu erzielen.<sup>403</sup> Der vor nicht allzu langer Zeit ergangenen Entscheidung des BFH zur Beurteilung von Zinsbegrenzungsprämien als laufzeitbezogene Finanzierungskosten<sup>404</sup> lässt sich nichts Gegenteiliges entnehmen. Abgesehen davon, dass es dort nicht um Werbungskosten, sondern um „wie Sonderausgaben“ abziehbare Vorkosten nach § 10e VI 1 EStG ging, waren Darlehen und Cap im konkreten Fall nicht nur finanzwirtschaftlich, sondern auch rechtlich miteinander verbunden. Zwar war der Vertrag über das variabel verzinsliche Darlehen äußerlich von der Zinsbegrenzungsvereinbarung in Form eines Collar getrennt. Letztere sah aber bei Übersteigen des Marktzinssatzes keine Zahlungen des Kreditgebers an den Kreditnehmer in Höhe der Zinsdifferenz vor, sondern der Kreditnehmer schuldete „von vornherein Zinsen nur bis zur Höhe des vereinbarten Höchstzinssat-

---

kosten erstatte, könne „der darin liegende vermögenswerte Vorteil i.S. des § 19 I Nr.1 EStG nicht mit der Begründung verneint werden, dass damit nur eine vorangegangene, durch beruflich veranlasste Ausgaben entstandene Vermögensverschlechterung ausgeglichen werden“ solle. Vielmehr sei „anerkannt, dass die Erstattung von Werbungskosten Arbeitslohn i.S. des § 19 I Nr.1 EStG“ sei.

401 Z.B. BFH 28.11.1980 - VI R 193/77, BStBl II 1981, 368.

402 BFH 19.8.1998 - X R 96/95, BFHE 187, 21, unter II.2.b. (m.w.N.).

403 Unklar, weil ohne ausdrücklichen Bezug zur Kurssicherung durch Derivate *Prinz*, in Herrmann/Heuer/Raupach, § 9 EStG, Rz. 385, ABC der Schuldzinsen, Stichwort: Kurssicherungsaufwendungen (Stand: November 1988): Unter den „wirtschaftlichen Begriff“ der (abzugsfähigen) Schuldzinsen fielen auch „Kurssicherungsaufwendungen bei Fremdwährungsdarlehen“ (zust. Schmidt-Drenseck, § 9 EStG, Rz. 91). Nicht mit der im Text erörterten Problematik vergleichbar ist der Fall der von *Prinz* (a.a.O.) ebenfalls - hier zu Recht - als Werbungskosten anerkannten marktrisikobedingten Mehraufwendungen des Darlehensschuldners im Rahmen eines einheitlichen, strukturierten Darlehens.

404 BFH 24.11.1999 - X R 144/96, DB 2000, 306

zes“.<sup>405</sup> Wohl bereits aus diesem Grund behandelte der BFH die bezahlten Schuldzinsen ohne weiteres auch steuerrechtlich als Einheit. Die Frage, ob aus der Zinsbegrenzungsvereinbarung Gewinne entstanden sind, die steuerrechtlich separat von den um einen entsprechenden Betrag zu erhöhenden, eigentlichen Zinsaufwendungen zu beurteilen gewesen wären,<sup>406</sup> stellte sich bei dieser Sachlage gar nicht.<sup>407</sup>

Die genannten Gründe, aus denen es unzulässig ist, negative Einkünfte aus Termingeschäften mit anderweitig aufgewendeten Werbungskosten zusammenzufassen (teilsynthetische Werbungskosten), gelten auch für „vollsynthetische“ Werbungskosten. Verluste aus Termingeschäften sind ausschließlich nach § 23 III 8, 9 EStG zu beurteilen und können nicht als Werbungskosten im Rahmen anderer Einkunftsarten qualifiziert werden. Das betrifft insbesondere den Fall einer synthetischen Darlehensaufnahme (§ 9 I 3 Nr. 1 EStG). Diese kann z.B. der Finanzierung einer Kapitalanlage dienen und aus dem Verkauf einer Aktie, dem gleichzeitigen Kauf eines Aktienfuture und dem späteren Rückkauf der Aktie bestehen. Der Finanzierungseffekt ergibt sich hier aus dem erhaltenen Kaufpreis, wobei der Future der Absicherung des Aktienkursrisikos dient. Die Kosten dieser Strategie bestehen im Zinsfaktor, welcher im Terminpreis einkalkuliert ist. In entsprechender Weise wurde bereits oben auf Seiten des Vertragspartners des Termingeschäfts eine Besteuerung des impliziten Zinsfaktors nach § 20 I Nr. 7 EStG abgelehnt.<sup>408</sup>

### III. Rechtspolitischer Ausblick

Die vorstehenden Untersuchungen zur Anerkennung des Bausteineffekts im Bereich der privaten Einkünfte haben offenbart, dass eine automatische Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen nur zum Teil sichergestellt ist. Die rechtsfortbildende Gesetzeskorrektur durch eine bewusste Gleichbehandlung scheidet andererseits deshalb aus, weil sie entweder zu neuen Ungleichbehandlungen führt oder aber weil sie mit dem Willen des Gesetzgebers nicht zu vereinbaren ist.

Der einzige Ausweg aus den bestehenden Inkonsistenzen ist eine Änderung des Gesetzes. Als Hauptursachen der Ungleichbehandlung finanzwirtschaftlich gleichwertiger Positionen waren immer wieder die drei Punkte auszumachen, in denen sich die Besteuerung ausschließlich stochastisch bedingter Zahlungsströme aus Termingeschäften (§ 20 I 1 Nr. 4 EStG) von der Besteuerung nicht oder nicht ausschließlich stochastisch

405 BFH 24.11.1999 (Fn. 404), unter 3.c.

406 Da der Collar vor dem 31.12.1998 abgeschlossen wurde, war § 23 I 1 Nr. 4 EStG noch nicht anwendbar (§ 52 XXXIX 2 EStG). Gewinne waren deshalb steuerfrei.

407 BFH 24.11.1999 (Fn. 404), unter 3.e.: Die Zinsbegrenzungsvereinbarung wirke sich, sofern der Marktzinssatz die vertraglich bestimmte Zinsobergrenze übersteige, „auf die Höhe des Zinses unmittelbar aus“. Insofern sei „eine Zinsbegrenzungsvereinbarung einem *Damnum* zumindest ähnlich“. „Ob der Marktzinssatz tatsächlich die Zinsobergrenze“ übersteige „und damit die Höhe der Zinsen tatsächlich“ beeinflusse, sei „unerheblich“.

408 S.o. unter I.a., S. 371 ff.

bedingter Kapitalerträge (§ 20 I Nr. 7 EStG) unterscheidet: die Steuerunwirksamkeit am Termin- und Kassamarkt erzielter Erträge, soweit der Anlagezeitraum länger als ein Jahr beträgt (§ 23 I 1 Nr. 2-4 EStG), die unterschiedlichen Freibeträge nach § 20 IV EStG bzw. 23 III 5 EStG sowie die Beschränkungen des Verlustausgleichs bei Termingeschäften nach § 23 III 8 EStG. Hinzu kommt noch die durch das „Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002“ neu eingeführte allgemeine Beschränkung des („vertikalen“) Verlustausgleichs zwischen einzelnen Einkunftsarten nach § 2 III 3 EStG, der sich ab einem Gesamtbetrag der positiven Einkünfte über DEM 100.000 bemerkbar macht (sog. „Mindestbesteuerung“).

Die Gesetzesreform muss an den genannten Punkten ansetzen. Denkbar ist eine Angleichung der genannten Freibeträge sowie die Ausweitung des Anwendungsbereichs des § 23 EStG auf Termin- und Kassaanlagen mit einer Dauer über einem Jahr<sup>409</sup> und der uneingeschränkten Zulassung des vertikalen Verlustausgleichs zwischen den Einkünften aus § 20 und § 23 EStG, und zwar jeweils soweit es Geschäfte über liquide und damit dem Financial Engineering zugängliche Basiswerte betrifft. Mit diesem Vorschlag nur teilweise zu vereinbaren ist die aus der Sicht der Quellentheorie immer wieder geforderte Beschränkung der (zeitlich unbegrenzten) Besteuerung von Veräußerungsgewinnen auf Wirtschaftsgüter, welche die Funktion einer Erwerbsgrundlage erfüllen.<sup>410</sup> Denn darunter fallen nur solche Gegenstände, die entweder für eine selbständige Erwerbstätigkeit oder zur Nutzungsüberlassung gegen Entgelt eingesetzt werden.<sup>411</sup> Basiswerte wie z.B. Devisen oder Rohstoffe bleiben damit zu Unrecht der steuerlichen Erfassung entzogen. Für die Besteuerung von Anlagen in nichtliquide Basiswerte ist dieser Ansatz aber durchaus brauchbar. Insoweit kann man § 23 EStG aber auch in seiner jetzigen Form belassen oder streichen, ohne dass dadurch Wertungswidersprüche zu § 20 EStG entstehen würden. In letzterem Falle könnte man sich vorstellen, die Besteuerung von Veräußerungs- und Termingeschäften in liquide Basiswerte aus § 23 EStG auszulagern, diese Norm also aufzuheben und mit § 20 EStG in Form eines umfassendes Tatbestands, etwa für „Einkünfte aus Investitionen am Kapitalmarkt“, zusammenzulegen.

409 Zur Verfassungsmäßigkeit einer entsprechenden Ausweitung der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen vor dem Hintergrund des Gleichheitsgrundsatzes siehe BVerfG 9.7.1969 (Fn. 356), unter C.II.3.d.aa., im Hinblick auf § 23 EStG a.F.: Der Gesetzgeber sei „nicht gehindert, Gewinne aus jeder Veräußerung von Gegenständen des Privatvermögens zu besteuern“. Diese Gewinne seien „den Gewinnen aus den Veräußerungsgeschäften vergleichbar, die im Rahmen der sog. Gewinnbesteuerung“ (§ 2 I 1 Nr. 1-3 EStG) einkommensteuerpflichtig seien.

410 *Kirchhof*, Gutachten zum 57. DJT, F 31: In Zukunft sollten auch die Einnahmen aus der Veräußerung von steuerrechtlich als Erwerbsgrundlage qualifizierten Wirtschaftsgütern besteuert werden.

411 Vgl. *Kirchhof* (Fn. 410), F 91: Er nennt als Beispiele ein „der Vermietung dienendes Grundstück“ sowie „ertragsbringend angelegtes Kapital“; vgl. ferner den Gesetzesvorschlag bei *J. Lang*, Entwurf: § 122 des Entwurfs („Private Veräußerungsgeschäfte“) i.V.m. § 109 IV, II und § 107 I Nr. 4 (S. 273 - 275, 285).

## D. Einkünfte aus Gewerbebetrieb

Bei der gewerblichen Nutzung von Derivaten stellen sich die für den Bereich der privaten Einkünfte erörterten Probleme der Zuordnung der aus diesen Instrumenten fließenden Zahlungsströme zu bestimmten, tatbestandlich vorgegebenen Einkunftsquellen nicht. Denn tatbestandliche Besteuerungsgrundlage sind hier nicht die einzelnen Geschäfte, sondern ist der Gesamtgewinn des Betriebs (§ 2 II Nr. 1 EStG) in Gestalt des Betriebsvermögenszuwachses (§ 4 I EStG) bzw., bei nichtbuchführungspflichtigen und nichtbuchführenden Kleingewerbetreibenden (§ 140 AO, §§ 1 II, 2 S. 1, 238 I 1 HGB; § 141 AO), des Überschusses der Betriebseinnahmen über die Betriebsausgaben (§ 4 III EStG). Auf diese Weise sind sämtliche, dem gewerblichen Bereich zuzuordnenden positiven und negativen Zahlungsströme unabhängig von ihrer zivilrechtlichen Grundlage steuerwirksam. Die Gleichbehandlung von Zahlungsströmen aus natürlichen und synthetischen Finanzinstrumenten ergibt sich hier automatisch, sofern ihr nicht das mit dem „Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002“ eingeführte Verlustausgleichsverbot bei Termingeschäften (§ 15 IV EStG) entgegensteht.<sup>412</sup> Bei der großen Mehrzahl der Unternehmen, die nach § 4 I EStG den in der Bilanz ausgewiesenen Gewinn versteuern, kommt darüber hinaus die Ergebniswirksamkeit laufender Positionen in Derivaten in Betracht.

In Ausnahmefällen kann bereits der Eigenhandel mit Derivaten für sich die Annahme eines Gewerbebetriebs und damit die Besteuerung nach §§ 2 I Nr. 2, 15 ff. EStG rechtfertigen.<sup>413</sup> Als gewerbliche Tätigkeit ist eine selbständige nachhaltige Betätigung anzusehen, „die mit der Absicht, Gewinn zu erzielen, unternommen wird und sich als Beteiligung am allgemeinen wirtschaftlichen Verkehr darstellt“ (§ 15 II EStG). Sie muss hierzu bei den Rahmen der privaten Vermögensverwaltung überschreiten. Das ergibt sich aus § 14 AO in Zusammenhang mit dem weiteren Begriff des „wirtschaftlichen Geschäftsbetriebs“. Nach der Rechtsprechung ist darauf abzustellen, „ob lediglich der Beginn bzw. das Ende einer in erster Linie auf Fruchtziehung gerichteten Tätigkeit vorliegt oder ob die Umschichtung von Vermögenswerten und die Verwertung der Vermögenssubstanz in den Vordergrund treten“. Ferner kann „von Bedeutung sein, ob ein Steuerpflichtiger sich ‘wie ein Händler’ verhält. Die Zuordnung von Wertpapiergeschäften auf eigene Rechnung selbst in größerem Umfang zum gewerblichen Bereich soll regelmäßig nur dann in Frage kommen, „wenn die Tätigkeit auch dem Bild entspricht, das nach der Verkehrsauffassung einen Gewerbebetrieb ausmacht“.<sup>414</sup> Beim bloßen Ab-

412 Hierzu unten III., S. 404 ff.

413 BFH 6.12.1983 - VIII R 172/83, BStBl II 1984, 132, unter 2.a., vor aa., zu Devisen- und Edelmetall-Termingeschäften: Mit „spekulativen Termingeschäften“ könne „auch ohne einen bereits vorhandenen Gewerbebetrieb“ eine gewerbliche Tätigkeit i.S. des § 15 I 1 Nr.1 EStG ausgeübt werden, „wenn allein diese Tätigkeit alle Merkmale einer gewerblichen Tätigkeit erfüllt, wie sie in § 1 GewStDV aufgeführt seien, und wenn die zu beurteilende Tätigkeit „den Rahmen einer privaten Vermögensverwaltung“ überschreite.

414 BFH 19.2.1997 - XI R 1/96 BStBl II 1997, 399, unter II.1.b., zu Devisentermingeschäften in Ges-

schluss von Festgeschäften oder Optionen mit *Barausgleich* fehlt angeblich das charakteristische Kriterium der „Tätigkeit, die am Markt gegen Entgelt angeboten wird“, da diese „weder einen Anschaffungs- noch einen Veräußerungsvorgang oder eine sonstige Leistung“ beinhalteten.<sup>415</sup> Damit verkennt der BFH nicht nur den synallagmatischen Austauschcharakter von Derivaten.<sup>416</sup> Er setzt sich auch zu seinen eigenen Grundsätzen zur Besteuerung von Optionsprämien nach § 22 Nr. 3 EStG in Widerspruch.<sup>417</sup>

Darüber hinaus sind (positive und negative) Zahlungsströme aus Derivaten Bestandteil der Einkünfte aus Gewerbebetrieb, wenn sie im Rahmen eines bereits vorhandenen Gewerbebetriebs abgeschlossen werden. Bei Einzelhandelsunternehmen und Personengesellschaften besteht die Schwierigkeit der Abgrenzung des betrieblichen vom privaten Bereich.<sup>418</sup> Auf die recht umfangreiche Judikatur zur betrieblichen Veranlassung von Termingeschäften soll hier nicht im Einzelnen eingegangen werden. Bei branchenuntypischen Termingeschäften jedenfalls geht man im Zweifel davon aus, dass sie im privaten Bereich getätigt werden.<sup>419</sup> Die Zuordnung solcher Geschäfte zur betrieblichen Sphäre setzt, so der BFH, „neben einem eindeutigen, nach außen verbindlich manifestierten Widmungsakt des Steuerpflichtigen“ voraus, „dass die Geschäfte im Zeitpunkt ihrer Widmung zu betrieblichen Zwecken auch objektiv geeignet sind, den Betrieb (durch Verstärkung dessen Kapitals) zu fördern“.<sup>420</sup> Bei Kapitalgesellschaften sind nach § 8 II KStG „alle Einkünfte als Einkünfte aus Gewerbebetrieb zu behandeln“. Dies soll nach der Rechtsprechung selbst für solche Einkünfte gelten, die nicht unter eine der Einkunftsarten des § 2 I EStG fallen.<sup>421</sup>

Die folgenden Ausführungen konzentrieren sich auf die Problematik der einkommensteuerlichen Erfassung von Einkünften aus dem gewerblichen Einsatz von Derivaten im Bilanzsteuerrecht, soweit dieses trotz des Maßgeblichkeitsgrundsatzes vom Handelsbilanzrecht abweicht.

---

talt „verdeckter Differenzgeschäfte“. Relevante Kriterien können dabei z.B. „das Unterhalten eines Büros oder einer Organisation zur Durchführung von Geschäften“ oder die „Ausnutzung eines Marktes unter Einsatz beruflicher Erfahrungen“ sein.

415 BFH 19.2.1997 (Fn. 414), unter II.1.a.; zweifelnd inzwischen BFH 20.12.2000 - X R 1/97, BFHE 194, 198, unter 3.b.

416 S.o. 2. Kapitel, B.I.2.a.aa., S. 147 ff.

417 S.o. C.I.1.a.aa., S. 338 ff., bei Fn. 161 ff.

418 BFH 6.12.1983 (Fn. 413): Zwar würden „Termingeschäfte als spekulative Geschäfte vorwiegend im privaten Bereich getätigt“. Sie könnten aber auch betrieblich veranlasst sein (m.w.N.).

419 BFH 19.2.1997 (Fn. 414), unter II.3.a., zu „branchenuntypischen“ Termin- und Optionsgeschäften.

420 BFH 20.4.1999 - VIII R 63/96, BStBl II 1999, 466, unter II.1., zu Devisentermingeschäften; vgl. auch FG Karlsruhe 15.5.1996 - 12 K 314/92, EFG 1996, 1146, 1147 ff., zu „wirtschaftlich begründeten“ „hochspekulativen“ Devisentermingeschäften.

421 BFH 4.12.1996 - I R 54/95, BFHE 182, 123, unter II.2., m.w.N.; bestätigt durch BFH 8.7.1998 - I R 123/97, BFHE 186, 540, unter II.2.a.: Kapitalgesellschaften verfügten „steuerlich gesehen über keine außerbetriebliche Sphäre“. A.A. mit beachtlicher Begründung Schön, FS Flume (1998), 265, 270-272.

## I. Maßgeblichkeit der Handelsbilanz

Nach § 5 I 1 EStG ist in der Steuerbilanz grundsätzlich das Betriebsvermögen anzusetzen, „das nach den handelsrechtlichen Grundsätzen ordnungsmäßiger Buchführung auszuweisen ist“ (materielle Maßgeblichkeit<sup>422</sup>). Damit wird die Steuerbilanz der Einzelkaufleute, der Personengesellschaften sowie nach §§ 8 I, 1 I Nr. 1 KStG auch der Kapitalgesellschaften an das rechtsformneutrale, für alle Kaufleute geltende Handelsbilanzrecht gebunden, soweit diese Vorschriften der Ausschüttungsregelung dienen.<sup>423</sup> Der handelsrechtliche Gewinnrealisierungsgrundsatz<sup>424</sup> gilt für die Steuerbilanz ebenfalls.<sup>425</sup>

Durchbrochen wird der Grundsatz der Maßgeblichkeit jedoch von einer Reihe spezieller steuerrechtlicher Vorschriften<sup>426</sup> zum Bilanzansatz und vor allem zur Bewertung<sup>427</sup> der Wirtschaftsgüter und Verbindlichkeiten (sog. „Steuervorbehalt“, vgl. § 5 II-VI, §§ 6 ff. EStG).

Die §§ 5 VI, 6 I Nr. 1, Nr. 2, Nr. 3 EStG a.F. bestimmten bis zur Steuerreform 1999 den „Teilwert“ in (zumindest begrifflicher<sup>428</sup>) Abweichung vom (handelsbilanzrechtlichen) „Wert“ des § 253 II, III HGB zur einheitlichen Grenze der steuerrechtlichen Berücksichtigung nichtrealisierter Verluste bei der Bewertung von Wirtschaftsgütern des Anlage- und Umlaufvermögens sowie von Verbindlichkeiten.<sup>429</sup> Teilwert ist der „Betrag, den ein Erwerber des ganzen Betriebs im Rahmen des Gesamtkaufpreises für das einzelne Wirtschaftsgut ansetzen würde“ (§ 6 I Nr. 1 S. 3 HS 1 EStG). Sind Wirtschaftsgüter „vergleichbarer Art und Güte am Markt tatsächlich erhältlich“, so ent-

422 Auf die *formelle* Maßgeblichkeit der vom Steuerpflichtigen tatsächlich (ordnungsgemäß) erstellten Handelsbilanz einschließlich ihrer Wertansätze für die Steuerbilanz (§ 5 I 2 EStG) soll nachfolgend nicht weiter eingegangen werden. Zu handelsbilanzrechtlichen Wahlrechten im Bereich der Derivate s.o. 5. Kapitel, Abschn. B.II.2. (a.E.), S. 270, und C.I.1.c., S. 280.

423 *Euler*, StuW 1998, 15, 17; vgl. auch *Moxter*, DStZ 2000, 157, 161: Das Maßgeblichkeitsprinzip beziehe sich nicht auf die Bilanznormen schlechthin, sondern „nur auf die der Konkretisierung von Gewinnansprüchen dienenden, Unterbewertungsspielräume begrenzenden GoB“.

424 S.o. 5. Kapitel, B.I., vor 1., S. 258.

425 BFH 22.1.1992 - X R 23/89, BStBl II 1992, 488, unter 3.b.; vgl. auch *J. Lang*, in: Tipke/Lang, § 9, Rz. 404: Das Realisationsprinzip gehöre zu den „Fundamentalkonkretisierungen des Markteinkommens“.

426 Vgl. BFH 12.3.1964 - IV 456/61 U, BStBl III 1964, 525, unter I.1.: Der „der Vorschrift des § 5 I EStG zu entnehmende Grundsatz der Maßgeblichkeit der Handelsbilanz für die steuerliche Bilanzierung“ trete „insoweit zurück, als das Steuerrecht zwingende eigene Vorschriften“ enthalte.

427 Deutlich BFH Beschl. 12.6.1978 - GrS 1/77, BStBl II 1978, 620, unter D.II.2.b.dd.: Für die Bewertung der Wirtschaftsgüter bestehe „grundsätzlich keine Maßgeblichkeit der Handelsbilanz für die Steuerbilanz“.

428 Vgl. *Moxter*, DStR 1998, 509, 511: Seit dem BilRilIG könne nicht mehr angenommen werden, dass der handelsrechtlich beizulegende Wert und der steuerrechtliche Teilwert zu unterschiedlichen Wertzumessungen führten. Vom „Sinn und Zweck beider Vorschriften“ [gemeint sind: § 6 EStG und § 253 HGB] her, nämlich der „Berücksichtigung sich künftig realisierender Verluste“, sollte „ohnehin kein Unterschied bestehen“.

429 Vgl. BFH 31.1.1991 - IV R 31/90, BStBl II 1991, 627, unter 2., zu Chrombäderinhalten: Wirtschaftsgüter dürften nicht niedriger als mit dem Teilwert angesetzt werden. Für Verbindlichkeiten vgl. BFH 16.7.1981 - IV R 89/80, BStBl II 1981, 766, unter 2.: Ein „Wertberichtigung von Forderungen“ sei „nur bis zur Höhe ihres Teilwerts“ zulässig.

spricht der Teilwert „in aller Regel“ dem „Börsen- oder Marktpreis“<sup>430</sup> bzw. den „Wiederbeschaffungskosten“.<sup>431</sup> Bei Verbindlichkeiten bemisst sich der Teilwert ebenfalls nach dem „Bar- oder Zeitwert“.<sup>432</sup> Die steuerrechtlich als *Wahlrecht* ausgestaltete Teilwertbilanzierung wird im Anwendungsbereich des strengen handelsrechtlichen Niederst- bzw. Höchstwertprinzips wegen § 5 I EStG zur *Rechtspflicht*.<sup>433</sup> Für die Steuerbilanzierung stochastisch bedingter Ansprüche bzw. Verbindlichkeiten aus laufenden Derivaten ergaben sich somit, was ihre Bewertung anging, keine Unterschiede zur Handelsbilanz. Diese Einschätzung ist unabhängig davon, ob man sich der herrschenden oder der hier vertretenen Konzeption zur Abbildung von Optionen und Festgeschäften anschließt.<sup>434</sup>

Mit dem „Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002“ ist die steuerrechtliche Wahlmöglichkeit zur Teilwertab- bzw. -zuschreibung nunmehr auf „voraussichtlich dauernde“ Wertminderungen beschränkt worden. Von der Auslegung des Begriffs der „voraussichtlichen Dauer“ hängt es ab, welche Auswirkungen diese Durchbrechung des Maßgeblichkeitsgrundsatzes auf die steuerrechtliche Bilanzierung von Derivaten hat. Bereits in Zusammenhang mit der handelsrechtlichen Bilanzierung wurde festgestellt, dass der Steuerreformgesetzgeber diesen Begriff „dem Handelsrecht entliehen“ hat.<sup>435</sup> Aus dem gleichermaßen handels- und steuerrechtlichen Bilanzzweck der stichtagsbezogenen Gewinnermittlung ergibt sich ferner, dass die (voraussichtliche) „Dauer“ der Wertminderung i.S. ihrer (voraussichtlichen) Endgültigkeit (Realisierung) zu verstehen ist und es nicht notwendig ist, dass der betreffende Gegenstand noch längere Zeit (zum veranschlagten niederen Wert) im Vermögen des Bilanzierenden verbleibt. Die Wertminderung eines Vermögensgegenstands kann deshalb gerade auch dann „dauerhaft“ sei, wenn seine Veräußerung unmittelbar bevorsteht.

Allerdings verwendet das HGB das Merkmal der „voraussichtlichen dauernden Wertminderung“ nur bei Gegenständen, die dem Anlagevermögen zuzurechnen sind (§ 253 II 3 HGB) und daher „dauernd dem Geschäftsbetrieb zu dienen“ bestimmt sind (vgl. § 340e I 2 HS 1 HGB). Bei den Gegenständen des Umlaufvermögens, die „nicht dazu

430 BFH 29.7.1965 - IV 164/63 U, „Hopfenvorräte“, BStBl III 1965, 648, unter 1. (m.w.N.).

431 BFH 31.1.1991 (Fn. 429), m.w.N.; vgl. auch BFH 29.4.1999 - IV R 14/98, BStBl II 1999, 681, unter II.2.: Bei Waren spreche nach st. Rspr. des BFH „eine Vermutung dafür, dass ihr Teilwert im Zeitpunkt der Anschaffung den Anschaffungskosten, später den Wiederbeschaffungskosten“ entspreche.

432 BFH 12.3.1964 (Fn. 426), unter I.2.

433 Vgl. BFH 31.1.1991 (Fn. 429): Das Niederstwertprinzip für Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens gelte wegen § 5 I EStG auch für Steuerbilanz; BFH 27.11.1974 - I R 123/73, BStBl II 1975, 294, unter 2.: Soweit handelsrechtliche Vorschriften eine Abschreibung geböten, müsse „diese auch bei der steuerrechtlichen Gewinnermittlung vorgenommen werden“; *Budde/Karig*, in Beck Bil-Komm., § 243 HGB, Rz. 120: Das handelsrechtlich zwingend vorgeschriebene Niederstwertprinzip „schlage“ trotz der „kann“-Formulierung in § 6 I Nr. 1 S. 2, Nr. 2 S. 2 EStG „auf das Steuerrecht durch“.

434 S.o. im 5. Kapitel einerseits B.I.1., B.I.2 (S. 258 ff.) und andererseits C.I.1.b., c. sowie C.I.2.a., b. (S. 276 ff., 282ff.).

435 S.o. 5. Kapitel, C.I.1.c., S. 280 Fn. 160.

bestimmt“ sind, „dem Betrieb auf Dauer zu dienen“ und „stattdessen regelmäßig für den Verkauf oder den Verbrauch gehalten“ werden,<sup>436</sup> ging der Handelsgesetzgeber offenbar davon aus, dass die spätere Realisierung gegenwärtiger Wertverluste wegen der kürzeren Lauf- bzw. Haltezeiten im Vergleich zum Anlagevermögen von vornherein hinreichend wahrscheinlich für eine bilanzielle Berücksichtigung ist, ohne dass es des zusätzlichen Kriteriums der „voraussichtlichen Dauer“ der Wertminderung bedarf. Insofern weicht die steuerrechtliche Begrifflichkeit entgegen dem ausdrücklichen Bekunden des Steuergesetzgebers von der handelsrechtlichen ab, denn § 6 I Nr. 2 S. 2 EStG geht offensichtlich davon aus, dass Wertminderungen des Umlaufvermögens nicht automatisch „voraussichtlich dauernder“ Natur sind. Das BMF hat in seinem Schreiben vom 25.2.2000 zur Auslegung dieser Norm Stellung bezogen. Bei Wirtschaftsgütern des Umlaufvermögens, so heißt es dort, komme „dem Zeitpunkt der Veräußerung oder Verwendung für die Bestimmung einer voraussichtlich dauernden Wertminderung eine besondere Bedeutung zu“. Halte „die Minderung bis zum Zeitpunkt der Aufstellung der Bilanz [...] oder dem vorangegangenen Verkaufs- oder Verbrauchszeitpunkt an“, so sei „die Wertminderung voraussichtlich von Dauer“.<sup>437</sup> Als Beispiele nennt das BMF insbesondere Marktwertschwankungen von Wertpapieren.<sup>438</sup> In welchem Umfang im Bilanzierungszeitraum erlittene Marktwertverluste aus Vermögensgegenständen und Verbindlichkeiten bilanzwirksam werden, hängt demnach von den Zufälligkeiten der weiteren Kursentwicklung bis zur Aufstellung der Bilanz bzw. bis zur Bewertung der betreffenden Position im Rahmen der Bilanzerstellung<sup>439</sup> ab. Dennoch führt diese Auslegung für sich genommen zu keinen Wertungswidersprüchen im Verhältnis zu wirtschaftlich gleichwertigen Gestaltungen mit Derivaten, selbst wenn man handelsrechtlich mit der herkömmlichen Ansicht Verluste aus diesen Instrumenten durch Drohverlustrückstellungen abbildet.<sup>440</sup> Das ist dem Umstand zu „verdanken“, dass der Reformgesetzgeber gleichzeitig mit der Beschränkung der Teilwertabschreibungen das Bilden von Rückstellungen für drohende Verluste aus schwebenden Geschäften verboten hat. Darauf ist gleich noch näher einzugehen.

Das durch das „Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002“ ebenfalls neu eingeführte grundsätzliche Abzinsungsgebot für Verbindlichkeiten nach § 6 I Nr. 3 S. 1 EStG

436 BMF 25.2.2000 - IV C 2-S 2171b-14/00, DB 2000, 546, Rz. 23.

437 BMF 25.2.2000 (Fn. 436). Ebenso z.B. *Reichert*, SteuerStud 2000, 107, 112: Falls bis zum Zeitpunkt der Bilanzauflistung der Wert bereits wieder gestiegen sei, werde man auf jeden Fall von einer voraussichtlich vorübergehenden Wertminderung ausgehen müssen. Sei dies nicht der Fall, solle „im Zweifel eher eine dauernde Wertminderung angenommen werden“ (m.w.N. aus dem handelsrechtlichen Schrifttum zu § 253 II HGB).

438 BMF 25.2.2000 (Fn. 436), Bsp. 6 und 7 (Rz. 24-31).

439 Vgl. *H. Schneider*, ZBB 2000, 121, 128, dazu, dass die Aufstellung der Bilanz nicht an einem einzigen Tag erfolgt und die Bewertungsmaßnahmen deshalb in der Praxis „in einzelnen Teilschritten“ erfolgen.

440 Drohverlustrückstellungen sind nach dem Bilanzstichtag zu bemessen. Nachfolgende Preisänderungen bis zur Bilanzauflistung bleiben unberücksichtigt, da sie in der Regel auf nachfolgenden „singulären Ereignissen“ beruhen. Vgl. *IDW*, WPg 2000, 716, 720, zur Auslegung des Stichtagsprinzips bei Drohverlustrückstellungen.

kann nicht für solche Forderungen gelten, die zum Marktwert bewertet werden, weil der Zeitwert des Geldes bereits automatisch in den Marktwert eingerechnet ist. Es hat deshalb keine besonderen Auswirkungen auf die steuerrechtliche Bilanzierung von Derivaten.

Nach wie vor gilt der Grundsatz der Maßgeblichkeit der Handelsbilanz für die Steuerbilanz nicht nur bei der Einzelbewertung (§§ 240 I, II, 252 I Nr. 3 HGB),<sup>441</sup> sondern auch im Hinblick auf die ausnahmsweise Bildung von *Bewertungseinheiten* zwischen Positionen mit negativ korrelierenden Marktwerten.<sup>442</sup> Einer vereinzelt gebliebenen Ansicht im Schrifttum, welche die steuerbilanzrechtliche Zulässigkeit von Bewertungseinheiten mit Derivaten mit Rücksicht auf das „herrschende Teilwertverständnis“ bezweifelt, kann nicht gefolgt werden.<sup>443</sup> Denn es ist kein Grund dafür ersichtlich, weshalb der fiktive Erwerber des Betriebs (§ 6 I Nr. 1 S. 3 EStG) die bestehenden Wertkorrelationen der Einzelposten bei der Preiskalkulation für den Gesamtbetrieb nicht berücksichtigen sollte. Das „Hopfenvorräte“-Urteil des BFH<sup>444</sup> ist mit der Berücksichtigung von Korrelationseffekten bei Bewertungseinheiten nicht vergleichbar.<sup>445</sup> Dort ging es um die Teilwertabschreibung auf schwebende Beschaffungsgeschäfte bei sinkenden Wiederbeschaffungspreisen, wenn der Kaufgegenstand bereits fest zu einem höheren Preis verkauft ist. Das Gericht entschied richtig, weil die zukünftigen Gewinne aus den schwebenden Umsatzgeschäften wegen der mit schwebenden Geschäften verbundenen vertragsrechtlichen Unsicherheiten bilanzunwirksam sind und deshalb auch nicht in Bewertungseinheiten berücksichtigt werden dürfen. Bei Bewertungseinheiten mit gewinnträchtigen Positionen in laufenden Derivaten ist die Lage aber eine andere, denn laufende Derivate sind nach der hier vertretenen Sichtweise keine schwebenden Geschäfte im bilanzrechtlichen Sinne. Diese Aussage bezieht sich gleichermaßen auf Festgeschäfte wie auf bereits bezahlte Optionen. Die stochastisch bedingten Ansprüche sind nicht nur objektiv werthaltig, sondern zudem frei von den vertragsrechtlichen Zwängen

441 BFH 15.10.1997 - I R 16/97, BStBl II 1998, 249, unter II.2.

442 Aus dem Schrifttum siehe z.B. *Häuselmann/Wiesenbart*, DB 1990, 641, 642: Auf steuerlicher Ebene ergäben sich im Hinblick auf die Bildung von Bewertungseinheiten keine Abweichungen zur Handelsbilanz; *Schmidt-Weber-Grellet*, § 5 EStG, Rz. 70: In der Steuerbilanz seien beim Mikro-, Makro- und Portfolio-Hedging Bewertungseinheiten zu bilden (unter Berufung auf das handelsrechtliche Schrifttum, ohne die Maßgeblichkeit zu problematisieren). Vgl. auch die oben (5. Kapitel, B.II., vor 1., Fn. 53) zitierte steuerrechtliche Rspr., welche die Möglichkeit von Bewertungseinheiten in der Steuerbilanz grundsätzlich anerkennt.

443 *Oestreicher/Haun*, DStR 1995, Beihefter zu Heft 50, S. 5, zu Zinsderivaten: Die Berücksichtigung kompensatorischer Erfolge könne zwar „mit den Aufgaben der steuerlichen Gewinnermittlung im Einklang stehen“, erscheine aber „aufgrund des herrschenden Teilwertverständnisses derzeit nicht möglich“; ähnlich *Oestreicher*, S. 288 f.

444 BFH 29.7.1965 („Hopfenvorräte“, Fn. 430), unter 1.: Sei der Teilwert tatsächlich geringer, so könne ihn der Kaufmann auch dann ansetzen, wenn der zu bewertende (Hopfen-) Vorrat „bereits fest zu einem höheren Preis verkauft“ sei, „also mit Sicherheit ein Gewinn zu erwarten“ sei. Das folge aus dem Prinzip der Einzelbewertung. Die Bewertung von Vorräten habe „nichts mit der Bewertung und der Bilanzierung schwebender Geschäfte, die diese Vorräte betreffen, zu tun“; bestätigt durch BFH 25.1.1984 - I R 7/80, BStBl II 1984, 344, unter 5.

445 So aber *Oestreicher/Haun* (Fn. 443), S. 4 f.

des Synallagma und deshalb bilanzwirksam.<sup>446</sup>

Wichtige Differenzen zwischen der Steuer- und der Handelsbilanzierung von Derivaten, die sich ergebniswirksam auswirken und eine von der handelsbilanzrechtlichen abweichende Beurteilung der Frage nach der Anerkennung des Bausteineffekts<sup>447</sup> erfordern, bestehen indes in Gestalt zweier Sonderregelungen, die erst in neuerer Zeit in das EStG eingefügt wurden und die nachfolgend näher betrachtet werden sollen: das Verbot von Drohverlustrückstellungen (II.) sowie das Verlustausgleichsverbot bei Termingeschäften (III.).<sup>448</sup>

Seit der jüngsten Reform der Körperschaftsbesteuerung durch das Steuersenkungsgesetz 2001 befreien die §§ 3 Nr. 40 S. 1 lit. a EStG bzw. 8b II KStG „Betriebsvermögensmehrungen“ bzw. „Gewinne“ aus der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften teilweise bzw. vollständig. Diese Vorschriften bewirken Ungleichbehandlungen zwischen natürlichen und synthetischen Positionen speziell bei *aktienbezogenen* Basiswerten, weil entsprechende Steuerbefreiungen für wirtschaftlich gleichwertige Gewinne aus Termingeschäften fehlen. Darauf soll hier nicht weiter eingegangen werden.

## II. Verbot von Drohverlustrückstellungen

Bis zur Steuerreform 1998<sup>449</sup> war die Bildung von Rückstellungen für drohende Verluste aus schwebenden Geschäften vom Geltungsbereich des Maßgeblichkeitsprinzips erfasst.<sup>450</sup> Inzwischen aber besteht in Gestalt des § 5 IVa EStG ein Verbot von Drohverlustrückstellungen für die Steuerbilanz. Die Beurteilung des Verbots aus rechtssystematischer Sicht ist im Schrifttum geteilt. Während die einen von einem Verstoß gegen „elementare Grundsätze“,<sup>451</sup> verfassungswidriger „Willkürlichkeit“<sup>452</sup> und „fiskalischem

446 S.o. 5. Kapitel, C.I.1.c., S. 277 ff.

447 Zum Handelsbilanzrecht s.o. 5. Kapitel, C.II., S. 285 ff.

448 Nicht näher eingegangen wird hier auf die *rechtspolitische* Frage, ob die teilweise geforderte *allgemeine paritätische Marktbewertung* für Finanzinstrumente für die Zwecke der Steuerbilanz anders zu beurteilen ist als für die Handelsbilanz (siehe die Stellungnahme oben 5. Kapitel, C.II.4., S. 297 ff.) und ob sich insofern ein (weiteres) Abrücken von der Maßgeblichkeit lohnen würde. Vgl. hierzu *J. Lang*, in: *Tipke/Lang*, § 9, Rz. 310: Die „sich abzeichnende Internationalisierung und besonders Europäisierung“ des deutschen Bilanzrechts „förderten“ den Maßgeblichkeitsgrundsatz, weil „True and Fair View“ (wohl verstanden i.S. der Marktwertbilanzierung) „im Unterschied zur Vorsichtskonzeption des deutschen Bilanzrechts mit dem Leistungsfähigkeitsprinzip zu vereinbaren“ sei.

449 Gesetz v. 29.10.1997, BGBl I 2590.

450 Vgl. BFH 15.10.1997 (Fn. 441), unter II.1.: Für die Bildung von Rückstellungen sei auf § 249 HGB abzustellen, der einen nach § 5 I EStG „auch steuerrechtlich zu beachtenden GoB“ wiedergebe (m.w.N.).

451 Z.B. *IDW*, WPg 1997, 292, 293.

452 *Moxter*, DStR 1998, 509, 514; a.A. *Schmidt-Weber-Grellet*, § 5 EStG, Rz. 450: Die Regelung sei „verfassungsrechtlich unbedenklich“.

Beutefeldzug<sup>453</sup> sprechen, halten die anderen Drohverlustrückstellungen ihrerseits für einen „Fremdkörper in dem am Begriff des negativen Wirtschaftsguts orientierten statischen Betriebsvermögensvergleich“ und bewerten § 5 IVa EStG deshalb als „steuerrechtlich systemgerecht“.<sup>454</sup>

Der Zweck dieser Neuregelung ist ausweislich der Begründung des Gesetzentwurfs fiskalischer Natur.<sup>455</sup> Aus der weiteren Entstehungsgeschichte ist allerdings ersichtlich, dass sich die Norm zumindest auch als Mittel zur Bekämpfung der Steuerhinterziehung durch die bewusst unberechtigte Bildung von Drohverlustrückstellungen versteht (§ 370 I Nr. 1, Nr. 2 AO).<sup>456</sup> Betroffen sind, folgt man der herrschenden Auffassung zur Bilanzierung dieser Geschäfte, nicht zuletzt Strategien zur Erzeugung „künstlicher“ Verluste mit Derivaten.<sup>457</sup> Diese machen sich die Fehlbewertungen zunutze, zu denen das Imparitätsprinzip in Verbindung mit dem Grundsatz der Einzelbewertung führen kann, wenn die zu bewertenden Positionen untereinander negativ korrelieren. Dabei wird bewusst und angesichts mangelnder Kontrollmöglichkeiten der Finanzverwaltung ziemlich gefahrlos gegen die Pflicht<sup>458</sup> zur Bildung von Bewertungseinheiten verstoßen.<sup>459</sup> Die strafrechtliche Qualifizierung dieses Vorgehens als Steuerhinterziehung ergibt sich daraus, dass die Geschäftsleitung mit Einreichen einer solchen Bilanz den Finanzbehörden implizit und wahrheitswidrig angibt, die tatsächlichen Voraussetzungen für das Bilden einer Bewertungseinheit seien nicht erfüllt (§ 370 I Nr. 1 AO), bzw. daraus, dass sie die Finanzbehörden pflichtwidrig über die „steuerlich erhebliche Tatsache“ des Bestehens dieser tatsächlichen Voraussetzungen „in Unkenntnis“ lässt (§ 370 I Nr. 2 AO).

453 Naumann, BB 1998, 527, 531; vgl. auch Daub, S. 92: Das Verbot sei „rein fiskalpolitisch motiviert“.

454 J. Lang, in: Tipke/Lang, § 9, Rz. 350 [Hervorhebung im Original].

455 Vgl. die Begründungen des Gesetzentwurfes der Fraktionen der CDU/CSU und FDP, Entwurf eines Steuerreformgesetzes (StRG) 1998, BT-Drucks. 13/7242 v. 18.3.1997 sowie, wortgleich, des RegE, BT-Drucks. 13/7775 v. 30.5.1997, jeweils unter II. Besonderer Teil, Zu Art. 1 (Änderung des EStG), Zu Nr. 1 (§ 5 IVa): Die „spürbare Senkung der Tarife bei der Einkommensbesteuerung von natürlichen Personen und Körperschaften“ rechtfertige es, „bei den steuerrechtlichen Gewinnermittlungsvorschriften die Möglichkeit der Rückstellungsbildung stärker als bisher einzuschränken“. Das „steuerrechtliche Verbot, Rückstellungen wegen drohender Verluste aus schwebenden Geschäften auszuweisen, trage „dem Rechnung“.

456 Vgl. die Vorschläge der Steuerreform-Kommission unter Leitung des damaligen Bundesministers der Finanzen Dr. Theo Waigel v. 22.1.1997 („Petersberger Steuervorschläge“), Abschn. III.2.a.cc. („Drohverlustrückstellungen“), <http://www.cducsu.bundestag.de/steupet.htm>, Abruf v. 14.7.2000: Die „nach geltendem Recht vorgeschriebene Einzelbewertung für jedes einzelne Geschäft“ eröffne „Gestaltungsmöglichkeiten, die zu einer unzutreffenden Wiedergabe der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens führen“ könnten.

457 Hierzu bereits oben 5. Kapitel, C.II.2.b., S. 293, bei Fn. 215. Dazu, dass die „Steuerverkürzung auf Zeit“ ebenfalls unter § 370 AO fällt, siehe z.B. BGH 26.9.1978 - 1 StR 293/78, HFR 1979, Nr. 133; BFH 15.4.1997 - VII R 74/96, BStBl II 1997, 600, unter I.2.a.

458 S.o. 5. Kapitel, C.II.2.b., S. 292, bei Fn. 210, dazu, dass die Bildung von Bewertungseinheiten (beim Hedging und Financial Engineering mit Derivaten) eine Rechtspflicht und nicht ein bloßes Bilanzwahlrecht ist.

459 Zum Beweisproblem in Zusammenhang mit der Pflicht zur Bildung von Bewertungseinheiten s.o.

Mit dem Verbot von Drohverlustrückstellungen ist die steuerbilanzielle Abbildung von negativen Marktwerten bei laufenden Festgeschäften sowie von Steigerungen des negativen Wertes der Stillhalterverpflichtung bei Optionen entsprechend der *herrschenden* Konzeption<sup>460</sup> nunmehr generell unmöglich geworden. Dem Fehlgebrauch der Drohverlustrückstellungen ist damit zwar ein Riegel vorgeschoben. Dieser Vorteil hat aber einen hohen Preis, weil er zu Inkonsistenzen bei der steuerbilanziellen Abbildung des Bausteineffekts führen kann. Sie ergeben sich aus dem Umstand, dass sich zu jedem laufenden Derivat eine finanzwirtschaftlich gleichwertige Kassaanlage finden lässt, bei der sich Verluste in Wertveränderungen von Wirtschaftsgütern oder Verbindlichkeiten manifestieren. Der Steuerreformgesetzgeber 1999 hat die steuerrechtliche Reichweite des handelsrechtlichen Niederst- bzw. Höchstbewertungsprinzip durch die Neuregelung der Teilwertabschreibung zwar ebenfalls eingeschränkt, aber keineswegs vollständig beseitigt.<sup>461</sup> Insbesondere im Bereich des Umlaufvermögens (§ 5 I 1 EStG, § 253 III HGB) sind Abschreibungen auf Wertpapiere, Devisen, Rohstoffe oder sonstige Basiswerte nach wie vor vorstellbar, sofern deren Marktwert im Zeitraum zwischen Abschlussstichtag und Bilanzerstellung keine gegenläufige Entwicklung erfährt, welche die Dauerhaftigkeit der Wertminderung in Frage stellt.

Die Bildung von Bewertungseinheiten mit Positionen in laufenden Derivaten, für die bei Einzelbetrachtung nach herrschendem Ansatz eine Drohverlustrückstellung angesetzt werden müsste, ist auch auf der Grundlage dieser Auffassung trotz § 5 IVa EStG weiterhin möglich.<sup>462</sup> Denn eine steuerlich nunmehr unerwünschte Antizipation *unsicherer* Verluste kann durch die Bildung von Bewertungseinheiten gerade nicht eintreten. Das gilt unabhängig von der gewählten Bewertungsmethode. Die Marktwertbilanzierung innerhalb der Bewertungseinheit dürfte zulässig bleiben, obwohl sie in Bezug auf verlustträchtige Derivate im Ergebnis zur gleichen Bilanzierung kommt wie bei der Bildung einer Drohverlustrückstellung. Mit dem Verbot steuerbilanzieller Drohverlustrückstellungen ist zwar einer der Eckpfeiler des Imparitätsprinzips beseitigt worden. Da die bilanzrechtliche Ungleichbehandlung von unrealisierten Gewinnen und Verlusten im Übrigen aber steuerrechtlich fortgilt, ist der Bedarf nach Bewertungseinheiten mit verlustträchtigen Derivaten nur bei ganz bestimmten Fallkonstellationen verschwunden,<sup>463</sup>

5. Kapitel, C.II.2.b., S. 293.

460 S.o. 5. Kapitel, B.I.1., B.I.2., S. 258 ff.

461 S.o. unter I., S. 397 ff.

462 Nichts mit einer Bewertungseinheit zu tun hat der in Gesetzentwürfen der damaligen Regierungsfractionen sowie der Bundesregierung (Fn. 455) gleichlautend enthaltene, im weiteren Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens aber gestrichene Satz 2 des § 5 IVa EStG. Danach sollte „für einen drohenden Gesamtverlust aus allen schwebenden Geschäften, die nicht Dauerschuldverhältnisse sind“, ein „gesonderter Passivposten“ gebildet werden, „soweit die Summe der drohenden Verluste die Summe der nicht realisierten Gewinne aus diesen Geschäften“ überstieg. Das Bestehen von Korrelationseffekten war keine Voraussetzung der Saldierung. Daher ist es unpassend, in diesem Zusammenhang von einem bilanzrechtlichen „Giga-Hedge“ [Anführungszeichen im Original] zu sprechen (*W.-D. Hoffmann*, BB 1997, 1195, 1197).

463 S.o. 5. Kapitel, C.II.1., S. 286 ff., zur Rolle des Imparitätsprinzips als eine der Ursachen von Fehlbewertungen bei Korrelationseffekten.

nämlich dort, wo die Festbewertung auf Seiten der „gehedgten“ Bilanzposition ohnehin zur Veranschlagung der Anschaffungskosten geführt hätte. Schließt ein Unternehmen beispielsweise gleichzeitig mit Erwerb einer Fremdwährungsforderung über den gleichen Betrag ein Devisenterminverkauf ab, dessen Terminkurs gleich ist wie der Devisenkassakurs bei Vertragsschluss, friert es damit wirtschaftlich den zukünftigen Umtauschkurs bei Einzug der Forderung auf das gegenwärtig Niveau ein. Steigt nun der Wert der Fremdwährung, führt die Einzelbewertung der Devisenforderung zu Anschaffungskosten verbunden mit der Bilanzunwirksamkeit der Verluste aus dem Termingeschäft zu demselben Bilanzergebnis wie das Bilden einer Bewertungseinheit nach der Methode der Festbewertung.

Bei Portfolio-Bewertungseinheiten mit Derivaten und (auch nach herrschender Auffassung) bilanzwirksamen Positionen stellt sich für passivische Korrekturposten, die zum Ausgleich unvollkommener Korrelationen notwendig werden können,<sup>464</sup> die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen solche Aufwandsüberschüsse den Derivaten im Portfolio zuzurechnen sind und daher durch das Verbot von Drohverlustrückstellungen erfasst werden.<sup>465</sup> Nach sachlichen Kriterien sind diese Zuordnungsprobleme nicht lösbar. Sie spiegeln die gesetzgeberische Inkonsequenz wider, die darin begründet liegt, dass die steuerbilanzielle Verlustantizipation trotz potentiell identischer Verlustursachen, nämlich Marktschwankungen, zwar für schwebende Verträge, nicht aber für Wirtschaftsgüter und Verbindlichkeiten verboten wurde.

Ein weiteres Eingehen auf die Inkonsistenzen, die § 5 IVa EStG auf der Grundlage der herrschenden Ansicht zur Bilanzierung von Derivaten verursacht, ist entbehrlich. Gemäß der *hier vertretenen* Ansicht spielen nämlich Drohverlustrückstellungen bzw. ihr Verbot für die Bilanzierung negativer Kursentwicklungen laufender Derivate keine Rolle. Da stochastisch bedingte Ansprüche aus Derivaten als „Wirtschaftsgüter“ und Leistungspflichten als „Verbindlichkeiten“ angesetzt werden, sind allein Teilwertab- bzw. -zuschreibungen maßgebliche steuerbilanztechnische Mittel für die Antizipation von Verlusten.

### III. Verlustausgleichsverbot

Speziell für betrieblich veranlasste Termingeschäfte brachte das „Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002“ ein Verlustausgleichsverbot (§ 15 IV 3-6 i.V.m. IV 1, 2 EStG). „Verluste aus Termingeschäften“ dürfen danach weder mit „anderen Einkünften aus Gewerbebetrieb noch mit Einkünften aus anderen Einkunftsarten“ ausgeglichen werden, soweit die Geschäfte nicht „zum gewöhnlichen Geschäftsbetrieb“ bei Finanzinstituten

464 S.o. 5. Kapitel, B.II.2., C.II.4., vor a. (S. 268 ff., 297).

465 Vgl. den Lösungsversuch bei *Naumann*, BB 1998, 527, 530 f.: Er schlägt vor zu „fingieren“, dass die Aufwandsüberschüsse „zunächst aus bilanzierten Vermögensgegenständen resultieren und nur nachrangig auf schwebende Geschäfte entfallen“.

und Finanzunternehmen i.S. des KWG gehören oder soweit sie nicht der „Absicherung“ von voll oder teilweise steuerpflichtigen (§§ 3 Nr. 40 S. 1 lit. a und b EStG, 8b II KStG) „Geschäften des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs dienen“.

Der genaue *Zweck* dieser Beschränkung des objektiven Nettoprinzips bleibt im Unklaren. Der Bericht des Finanzausschusses des Bundestags spricht von einer „Folgeänderung zur Besteuerung der Termingeschäfte als steuerpflichtige Tatbestände i.S. des § 23 EStG“.<sup>466</sup> Damit ist das Verlustausgleichsverbot nach § 23 III 8 EStG gemeint. Dieser Gesichtspunkt vermag allerdings kaum zu überzeugen,<sup>467</sup> denn ein wesentlicher Unterschied zwischen betrieblichen und privaten Einkünften besteht gerade darin, dass auf der einen Seite der realisierte Nettovermögenszugang, auf der anderen Seite aber nur Zahlungsströme aus ausgewählten Quellen besteuert werden. Falls die steuerliche Systematik tatsächlich einen Gleichlauf von privatem und betrieblichem Bereich in Bezug auf die Steuerunwirksamkeit von Verlusten verlangen sollte, müsste dies auch für Gewinne aus Termingeschäften gelten; Betriebsvermögensmehrungen aus Termingeschäften mit Laufzeit von länger als einem Jahr sind aber nach wie vor steuerpflichtig. Zudem dürften Absicherungsgeschäfte dann nicht privilegiert werden.

Denkbar erscheint es zunächst, § 15 IV 3 EStG als Vorschrift zur Bekämpfung der Steuerhinterziehung bzw. des Einsatzes von als „missbräuchlich“ gewerteten Gestaltungen<sup>468</sup> zu interpretieren. Immerhin sollten mit der Verlustausgleichsbegrenzung für die gewerbliche Tierzucht und -haltung (§ 15 IV 1, 2 EStG), auf welche die Regelung für Termingeschäfte verweist, „nur auf Verlusterzielung angelegte Abschreibungsgesellschaften“, nicht hingegen „normale gewerbliche“ Betriebe, „die mit Gewinn arbeiten wollen“, eingeschränkt werden.<sup>469</sup> Das BVerfG hat vor kurzem in Zusammenhang mit dem Verlustausgleichsverbot des § 23 Nr. 3 S. 3 EStG implizit anerkannt, dass die Beschränkung der Verlustverrechnung gerechtfertigt sein kann, wenn die betreffende Einkunftsart „typischerweise für unerwünschte Steuergestaltungen genutzt“ wird.<sup>470</sup> Zur Vereitelung von Steuerhinterziehungen durch die Deklaration künstlicher Verluste mit Hilfe des Einsatzes von Derivaten kann § 15 IV 3 EStG indes deshalb nicht bestimmt sein, weil hierfür bereits § 5 IVa EStG zur Verfügung steht und vor allem weil die Verlustausgleichsbeschränkung nicht nur Buchverluste, sondern auch reale Verluste aus beendeten Derivaten erfasst. Eine andere, im Schrifttum angesprochene Möglichkeit wäre es, den Zweck der Vorschrift in der Bekämpfung der missbräuchlichen Verlagerung von Verlusten aus dem privaten in den betrieblichen Bereich zu sehen.<sup>471</sup> Dann

466 Dritter Bericht des Finanzausschusses zu dem Gesetzentwurf eines Steuerentlastungsgesetzes 1999/2000/2002, BT-Drucks. 14/443 v. 3.3.1999, S. 27, BT-Drucks. 14/443 v. 3.3.1999, S. 27.

467 Ebenso *Sorgenfrei*, DStR 1999, 1928, 1935: Das Argument der „Folgeänderung“ mute „merkwürdig“ an.

468 Zum „Steuermissbrauch“ s.o. B.IV.2., S. 325 ff.

469 BFH 5.2.1981 - IV R 163/77, BStBl II 1981, 359, unter 1.b., zur Vorgängerregelung nach § 2a EStG 1971.

470 BVerfG Beschl. 30.9.1998 - 2 BvR 1818/91, BVerfGE 99, 88, unter B.II.4.a., zum Verbot des Verlustvortrags und -rücktrags innerhalb derselben Einkunftsunterart nach altem Recht.

471 *Sorgenfrei*, DStR 1999, 1928, 1933 f.

aber ist nicht verständlich, warum das Verbot nicht nach der Art der Rechtsform des Unternehmens unterscheidet und somit auch Kapitalgesellschaften betrifft. Dort stellt sich das Abgrenzungsproblem nämlich gar nicht, weil nach der Rechtsprechung das gesamte Gesellschaftsvermögen dem betrieblichen Bereich zuzuordnen ist.<sup>472</sup> Bei den Einzelhandelsunternehmen und Personengesellschaften ist die Missbrauchsgefahr zudem gering,<sup>473</sup> weil die Rechtsprechung bei branchenuntypischen Termingeschäften dem Unternehmen die Beweislast dafür auferlegt, dass die (verlustreichen) Geschäfte betrieblich veranlasst waren.<sup>474</sup> Somit kann § 15 IV 3 EStG nur als rechtspolitische Lenkungsnorm verstanden werden, die außerhalb des Finanzgewerbes den Einsatz von Termingeschäften zu anderen Zwecken als zur „Absicherung“ bewusst diskriminiert, weil der Gesetzgeber dies (gesamt-)wirtschaftlich für schädlich erachtet.<sup>475</sup>

Der Begriff des *Termingeschäfts* ist nach dem Willen des historischen Gesetzgebers, der das Verlustausgleichsverbot als „Folgeänderung zur Besteuerung der Termingeschäfte als steuerpflichtige Tatbestände i.S. des § 23 EStG“ begreift,<sup>476</sup> mit demjenigen des § 23 I 1 Nr. 4 EStG identisch. Für eine von diesem Willen abweichende teleologische Auslegung bestehen keine Anhaltspunkte. Daraus folgt, dass § 15 IV 3-6 EStG nicht auf Geschäfte anwendbar ist, deren Laufzeit mehr als ein Jahr beträgt.

Mit „*Verlusten* aus Termingeschäften“ ist der Saldo der (untereinander nach wie vor ausgleichbaren) Einzelgewinne und -verluste aus sämtlichen tatbestandsmäßigen Termingeschäften zu verstehen.<sup>477</sup> Das betrifft nicht nur die Betriebseinnahmen und -ausgaben des Veranlagungszeitraums,<sup>478</sup> sondern auch die zulässigen Teilwertabschreibungen stochastisch bedingter Ansprüche bzw. die Zuschreibungen stochastisch bedingter Verbindlichkeiten aus laufenden Termingeschäften.<sup>479</sup> Drohverlustrückstellungen kommen nach § 5 IVa EStG als steuerrechtlich anerkannte Verlustquelle ohnehin nicht mehr in Betracht.<sup>480</sup>

Termingeschäfte im Rahmen des „*gewöhnlichen Geschäftsbetriebs*“, die bei Finanzinstituten und -unternehmen i.S. § 1 Ib, III KWG vom Verlustausgleichsverbot ausgenommen sind, sind nur solche, die regelmäßig vorkommen. Ob sie vom satzungsmäßigen Geschäftsgegenstand gedeckt sein müssen<sup>481</sup> oder nicht<sup>482</sup>, braucht hier nicht ent-

472 S.o. vor I., S. 396, bei Fn. 421.

473 So auch *Sorgenfrei*, DStR 1999, 1928, 1934.

474 Hierzu oben vor I., S. 396, bei Fn. 418 f.

475 Vgl. *Sorgenfrei*, DStR 1999, 1928, 1934 (kritisch): Man könne sich des Eindrucks nicht erwehren, die Regelung sei zur „Umsetzung einer lenkungspolitischen Idee“ eingesetzt worden, die sich „im Rahmen der aktuellen Diskussion zu eventuellen Reformen der »Finanzarchitektur« gegen »Finanzspekulation« im weitesten Sinne“ richte.

476 S.o. C.I.a.bb., bei Fn. 197.

477 *Wendt*, in: Herrmann/Heuer/Raupach, Steuerreform-Kommentierung, § 15, Anm. R 14 (Stand: Mai 1999).

478 So aber *Wendt* (Fn. 477), § 15, Anm. R 14.

479 Vgl. BFH 5.2.1981 (Fn. 469), unter 2.: Danach umfasst die Parallelnorm des § 15 IV 1 EStG u.a. auch „Abschreibungs- oder Buchverluste“.

480 S.o. unter II., S. 401 ff.

481 So der Begriff des „*gewöhnlichen Betriebs des Handelsgewerbes*“ nach § 116 I HGB (*Hopt*, § 116

schieden zu werden. Das bei Unternehmen außerhalb des Finanzgewerbes für die Tatbestandsmäßigkeit der Termingeschäfte entscheidende Kriterium, dass sie nicht *der Absicherung von Geschäften des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs dienen* dürfen, wird im Bericht des Finanzausschusses i.S. des Bestehens einer „Spekulationsabsicht“ konkretisiert.<sup>483</sup> Der Absicherung dienen Termingeschäfte dann, wenn sie „Preis- bzw. Währungsrisiken“ aus gewöhnlichen Umsatzgeschäften ganz „ausschließen“ oder zumindest „minimieren“.<sup>484</sup> Dies dürfte ähnlich wie bei der Bildung von Bewertungseinheiten<sup>485</sup> neben dem objektiven Korrelationszusammenhang subjektiv einen entsprechenden, ex ante dokumentierten Willen des Steuerpflichtigen voraussetzen.<sup>486</sup> Ein Auslegungsproblem ergibt sich aus dem Umstand, dass derivative Termingeschäfte, wie der Gesetzgeber wohl übersehen hat, nicht nur zur Spekulation und zum Hedging, sondern im Rahmen des Financial Engineering noch zu weiteren Zwecken eingesetzt werden können, nämlich zur Finanzarbitrage, zur Finanzierung und zur Duplizierung herkömmlicher (risikofreier oder riskanter) Geldanlagen.<sup>487</sup> Die Umdeutung des Tatbestandsmerkmals der „Absicherung“ in „Nichtspekulation“ überschreitet die Grenzen des möglichen Wortsinns, ohne dass sich ein solches Gesetzesverständnis auf teleologische Erwägungen stützen ließe. Man kann die „Absicherung“ deshalb nur i.S. von bewusster *Risikoverminderung* unter Nutzbarmachung negativer Korrelationseffekte verstehen.

Das Merkmal des *Risikos* ist hierbei aber außerhalb des wohldefinierten Bereichs bilanzwirksamer Positionen mit großen Unsicherheiten behaftet, sofern man keine Anhaltspunkte für den maßgeblichen Betrachtungsbereich zur Hand hat. Während die Einbeziehung geplanter Geschäfte im Rahmen antizipativer Hedges noch vertretbar erscheint,<sup>488</sup> droht beim „strategischen“ oder „economic“ Hedging<sup>489</sup> angesichts der Komplexität der gesamtwirtschaftlichen Zusammenhänge und der Beliebigkeit der an-

HGB, Rz. 2).

482 So der Begriff der „gewöhnlichen Geschäftstätigkeit“ nach den §§ 275 II Nr. 14, III Nr. 13, 277 I HGB. Die Möglichkeit einer begrifflichen Anlehnung des § 15 IV 3 EStG an den genannten handelsrechtlichen Normen ansprechend *Roser/Tesch*, EStB 1999, 30, 32. Ebenso *Sorgenfrei*, DStR 1999, 1928, 1931.

483 Dritter Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 14/443, S. 28: Unter diese Ausnahme fielen „insbesondere Warentermingeschäfte, die zur Absicherung von Geschäften des physischen Wareneinkaufs oder Warenverkaufs getätigt“ würden. Diese Geschäfte würden „*nicht in Spekulationsabsicht* abgeschlossen, sondern deshalb, weil Preis- bzw. Währungsrisiken minimiert bzw. ausgeschlossen werden“ sollten [Hervorhebung durch den *Verf.*].

484 Bericht des Finanzausschusses (Fn. 483); ebenso *Wendt* (Fn. 477), § 15, Anm. R 16: Zur Absicherung dienen die Geschäfte dann, wenn „die mit dem Geschäft des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs verbundenen Preis-, Kurs- oder Zinsrisiken ausgeschaltet oder vermindert werden“ sollten.

485 S.o. 5. Kapitel, B.II.1., S. 263 ff.

486 Vgl. *Wendt* (Fn. 477), § 15, Anm. R 16: Die Absicherung setze eine „subjektive Absicht“ und einen „objektiven Zusammenhang zwischen beiden Geschäften“ voraus. Wie hier einen Zusammenhang mit der Bildung von Bewertungseinheiten herstellend *Sorgenfrei*, DStR 1999, 1928, 1931.

487 S.o. Einleitung, S. 4 f.

488 Zweifelnd *Roser/Tesch*, EStB 30, 31 f.: Die Verlustberücksichtigung könnte in Frage stehen, wenn ein Sicherungsgeschäft bei antizipativem Hedge über den budgetierten Wareneinsatz hinausgehe.

489 Hierzu oben I. Kapitel, C.III, S. 61 bei Fn. 243

zunehmenden Kausalitätszusammenhänge die Auflösung der Konturen des Risikokriteriums. Der Gesichtspunkt der *Verminderung* (des Risikos) stößt an seine Grenzen, wenn das Termingeschäft nicht nur Risiken aus dem operativen Geschäften verringert oder ausschließt, sondern gleichzeitig neue Risiken der gleichen oder einer anderen Art bewusst *begründet*, um die Kosten der Risikodeckung gering zu halten. So kann sich eine Fluggesellschaft mittels eines Warentermingeschäfts z.B gegen steigende Treibstoffpreise absichern, gleichzeitig aber für den Fall zurückgehender Preise ein exponentiell gehobenes Risiko übernehmen, das durch die dann erzielten eigenen Kostenersparnisse nicht mehr ausgeglichen wird. Oder ein Unternehmen, das sich zu variablem Zinssatz in EUR verschuldet hat, vereinbart mit einem amerikanischen Geschäftspartner einen Zinsswap in USD. Auf diese Weise tauscht es das Zins- gegen das Währungsrisiko. Termingeschäfte zur Absicherung offener Positionen aus Termingeschäften oder herkömmlichen Kapitalanlagen fallen *außerhalb* des Finanzgewerbes ohne weiteres unter das Verlustausgleichsverbot, weil sie sich nicht auf „Geschäfte des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs“ beziehen.

Die Regelung des § 15 IV 3-6 EStG führt grundsätzlich zu einer Schlechterstellung der nicht dem operativen Geschäft (Finanzinstitute) bzw. seiner Absicherung (Nichtfinanzinstitute) dienenden Termingeschäfte gegenüber sonstigen Transaktionen. Damit ignoriert sie die Reproduzierbarkeit der Zahlungsströme und Risiken aus Derivaten und derivateähnlichen Geschäften am Kassamarkt. Lediglich für aktienbezogene Geschäfte vermeidet der nachträglich eingefügte Satz 7 des § 15 IV EStG<sup>490</sup> zumindest partiell die steuerliche Ungleichbehandlung wirtschaftlich gleichwertiger Strategien dadurch, dass er die Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften, die im Zeitpunkt der Veräußerung „nicht mindestens ein Jahr ununterbrochen zum Betriebsvermögen des Steuerpflichtigen gehört haben“, in das Verlustausgleichsverbot einbezieht. Im Übrigen entstehen unüberbrückbare Wertungswidersprüche in Bezug auf die Steuerwirksamkeit von Verlusten aus natürlichen und synthetischen, am Kassamarkt reproduzierten Derivaten, aber auch aus natürlichen und synthetischen Anlagen in herkömmlichen Instrumenten. Ob sich diese Inkonsistenzen auf die Steuerlast auswirken, hängt im Einzelfall davon ab, ob den Verlusten im Vermögen des Steuerpflichtigen genügend Gewinne aus anderweitigen Termingeschäften gegenüberstehen, mit denen sie ergebniswirksam verrechnet werden können. Garantiert ist eine Gleichbehandlung nur bei teilsynthetischen Kasaanlagen, wenn ein Termingeschäft mit einem Kassageschäft kombiniert wird, mit dem es in Bezug auf einen oder mehreren Risikofaktoren negativ korreliert (Hedging).

Insgesamt betrachtet hat der Gesetzgeber mit § 15 IV 3 EStG den verfassungsrechtlichen Rahmen seiner Gestaltungsfreiheit vor dem Hintergrund der Art. 12 I, 2 I, 3 I GG überschritten.<sup>491</sup> Die genannten Inkonsistenzen lassen sich unter keinem erdenkli-

490 Art. 3 Nr. 4 des Gesetzes zur Änderung des InvZulG 1999 v. 20.12.2000, BGBl I 1850.

491 Ähnlich, etwas vorsichtiger formuliert *Sorgenfrei*, DStR 1999, 1928, 1936: „Erhebliche verfassungsrechtliche Bedenken“; *Roser/Tesch*, EStB 1999, 30, 31, bezogen auf Kapitalgesellschaften:

chen Gesichtspunkt als sachlich gerechtfertigt betrachten.<sup>492</sup> Ferner sind sie nicht etwa zwangsläufige Folge einer sachlich gerechtfertigten Typisierung. Das rechtspolitische Lenkungsziel des Schutzes der Stabilität der internationalen Kapitalmärkte vor „Spekulanten“, das allein, wenn überhaupt, als Gesetzeszweck in Betracht kommt, trägt die tatbestandlichen Differenzierungen bei Unternehmen außerhalb des Finanzbereichs nicht. Das gilt für das Merkmal der „Absicherung“ ebenso wie für das Erfordernis, dass die abgesicherten Geschäfte ihrerseits dem gewöhnlichen Geschäftsbetrieb zuzurechnen sein müssen. Ausnahmsweise vermag der Gesichtspunkt, dass die steuerpflichtigen Unternehmen durch Maßnahmen der Finanzarbitrage in der Lage sind, die steuerliche Schlechterstellung von Termingeschäften zu vermeiden,<sup>493</sup> die Regelung nicht vor Art. 3 I GG zu rechtfertigen. Denn weil das Verlustausgleichsverbot bereits per se nicht sachlich gerechtfertigt ist, verletzt der von ihm ausgehende faktische Zwang, Termingeschäfte nur zum Hedging abzuschließen, die betroffenen Unternehmen in ihren Freiheitsrechten aus Art. 12 I GG (Berufsfreiheit) und 2 I GG (allgemeine Handlungsfreiheit).

## Ergebnis zu 6.

Das Einkommensteuerrecht orientiert sich am Grundsatz der Besteuerung nach der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit des Steuerpflichtigen im Veranlagungszeitraum. Damit ist es für die Berücksichtigung der finanzwirtschaftlichen Eigenschaften von Derivaten grundsätzlich prädestiniert. In seiner konkreten Ausgestaltung enthält es jedoch im privaten, aber auch im gewerblichen Bereich eine Reihe von Differenzierungen, die bewirken, dass die rechtliche Anerkennung der Werthaltigkeit sowie des Bausteineffekts dieser Instrumente nur lückenhaft verwirklicht wird. Verstöße gegen den verfassungsrechtlichen Gleichheitssatz lassen sich hieraus in aller Regel nicht ableiten.

Im Bereich der *privaten Überschusseinkünfte* (§ 2 I 1 Nr. 4-7- EStG) kommt eine Besteuerung von Derivaten mit positivem Marktwert bei ihrem Eintritt in das Vermögen des Steuerpflichtigen als Einkünfte aus nichtselbständiger Arbeit (Arbeitslohn, § 19 I 1 Nr. 1 EStG) in Betracht. Grundsätzlich ebenfalls denkbar, wenn auch bisher praktisch nicht relevant, ist die Besteuerung von Derivaten, die als „Entgelt“ für eine zeitlich vorausgegangene Kapitalüberlassung gewährt werden (§ 20 I Nr. 7, II 1 Nr. 1 EStG). Das ist eine steuerrechtliche Konsequenz aus der Werthaltigkeit derivativer Finanzinstru-

---

Die Vereinbarkeit der gesonderten Behandlung von Termingeschäften innerhalb der einheitlichen Einkunftsart (Gewerbebetrieb) mit den Grundsätzen des BVerfG zur Gleichbelastung der Einkunftsarten sei „zu bezweifeln“; vgl. auch *J. Lang*, in: *Tipke/Lang*, § 9, Rz. 67, noch zu § 15 IV (Satz 1) EStG a.F. (gewerbliche Tierzucht und -haltung): „Zweifelhaft“ sei die Rechtfertigung des § 15 IV EStG a.F., der Sozialzweck reiche nicht aus.

492 Vgl. *Sorgenfrei*, DStR 1999, 1928, 1935: Bereits der „geringe Gehalt an gesetzlichem Rechtfertigungssubstrat“ falle angesichts der „geradezu kargen Begründung“ ins Auge. In der Gesetzesvorlage fänden sich „weder gesellschafts- oder wirtschaftspolitische noch spezifisch steuerrechtliche Gründe für eine derartige Restriktion.“

mente. Marktwertgewinne und -verluste aus Derivaten und derivateähnlichen Geschäften, die sich bereits im Privatvermögen befinden, sind nur steuerwirksam, wenn sie innerhalb eines Jahres nach Erwerb des Leistungsanspruchs realisiert werden (§ 23 I 1 Nr. 4 bzw. Nr. 2 EStG).

Bestehende Möglichkeiten der Finanzarbitrage zwischen den einzelnen Einkunftsarten bzw. -unterarten eröffnen in dem Maße zugleich Wege der Steuerarbitrage, wie diese Einkünfte unterschiedliche Steuerrechtsfolgen nach sich ziehen. Das betrifft das Verhältnis zwischen § 20 I Nr. 7, II 1 Nr. 4 lit. c EStG und § 23 I EStG. Die *automatische* Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Kapitalüberlassungen sowie, außerhalb des eigentlichen Bausteineffekts, zwischen strukturierten Anleihen und gleichwertigen Kombinationen aus herkömmlichen Anleihen und Derivaten wird mindestens immer dort verfehlt, wo sich die Jahresfrist des § 23 I 1 Nr. 2, 3 und 4 EStG sowie die Verlustausgleichsverbote des § 23 III 8 EStG und des § 2 III 3 EStG auswirken.

Für eine *bewusste* Gleichbehandlung stehen methodologisch die Analogie und die teleologische Reduktion zur Verfügung. Beide Rechtsanwendungstechniken sind im Steuerrecht genauso uneingeschränkt zulässig wie, mit Ausnahme des Strafrechts, sonst auch. Die Steuerumgehung ist ein Unterfall der (steuerverschärfenden) teleologischen Auslegung, Analogie oder Reduktion. Die rechtsfortbildende Integration von Zahlungsströmen der steuerlich unbeachtlichen Vermögenssphäre (steuerunwirksame Termingeschäfte bzw. private Vermögensumschichtungen) in Verbindung mit steuerwirksamen Zahlungsströmen (Einkünfte nach §§ 19-22 EStG bzw. steuerpflichtige Termingeschäfte) zu Einkünften aus synthetischen (tatbestandsmäßigen bzw. steuerunwirksamen) Geschäften oder auch die steuerrechtliche Zerlegung von Finanzinstrumenten in ihre Bausteine scheitern daran, dass sie neue Ungleichbehandlungen und Widersprüche verursachen.

Das steuerpolitisch wünschenswerte Ziel der Steuerneutralität des Ertragsteuersystems wird somit im Bereich der Finanzinstrumente nicht erreicht. Der eingebaute Wertungswiderspruch zwischen §§ 20 und 23 EStG lässt sich nur durch Korrekturen des Gesetzgebers lösen. Die Besteuerung von Termingeschäften und - zumindest bei liquiden Basiswerten - von Veräußerungsgeschäften ist über die Jahresfrist hinaus zeitlich auszudehnen. Gleichzeitig sind die Verlustausgleichsverbote aufzuheben.

Im Bereich der gewerblichen *Gewinneinkünfte* verhindert das 1999 eingeführte Verlustausgleichsverbot für Termingeschäfte (§ 15 IV 3 EStG), dass sich finanzwirtschaftlich gleichwertige Zahlungsströme aus realisierten Positionen bzw. Wertschwankungen aus noch nicht realisierten Positionen in natürlichen und synthetischen Finanzinstrumenten entsprechend dem Grundsatz der Maßgeblichkeit in gleicher Weise auf das Bilanzergebnis und damit auf die einkommen- bzw. körperschaftsteuerliche Bemessungsgrundlage auswirken. Dieses Verbot verursacht Verzerrungen, da es den Einsatz von Derivaten zu anderen Zwecken als zur Risikoreduktion diskriminiert, und ist man-

gels sachlicher Rechtfertigung verfassungswidrig.

Speziell bei den laufenden Derivatepositionen bilanzierender Steuerpflichtiger zwingt zudem das seit 1998 geltende Verbot von Drohverlustrückstellungen (§ 5 IVa EStG) zu Abweichungen der Steuer- von der Handelsbilanz, sofern man sich der herrschenden Ansicht von der bilanziellen Behandlung dieser Instrumente als schwebende Verträge anschließt. Daraus entstehen im Verhältnis zwischen natürlichen und synthetischen Derivaten Ungleichbehandlungen, weil das Imparitätsprinzip in Gestalt des Gebots der Niederst- bzw. Höchstbewertung immerhin bei „voraussichtlich dauernden“ Wertminderungen bzw. -steigerungen (§ 6 I Nr. 1 S. 2, Nr. 2 S. 2, Nr. 3 EStG) nach wie vor anwendbar bleibt. Die Bildung von Bewertungseinheiten ist weiterhin möglich; Konflikte treten aber beim Portfolio-Hedging im Hinblick auf die nun notwendige Zuordnung pauschaler Korrekturposten zu einzelnen Portfolio-Bausteinen auf.

# Synthese

Derivative Finanzinstrumente (Derivate) sind ein Phänomen der Finanzwirtschaft. Im Recht begegnet man Derivaten, definiert man sie als aleatorische Verträge zur Erzeugung stochastisch bedingter reproduzier- und bewertbarer Zahlungsströme, als abgrenzbare Kategorie von Sachverhalten, die in bestimmten Regelungsbereichen eine Sonderbehandlung gegenüber Verträgen anderer Art erfahren bzw., gemessen am jeweiligen Normzweck, erfahren sollten. Dabei lassen sich zwei Gesichtspunkte voneinander unterscheiden. Der erste ist die rechtliche *Anerkennung der* gegenwärtigen, genau bestimmbaren *Werthaltigkeit* der Ansprüche und Verbindlichkeiten aus derivativen Verträgen, die sie von gewöhnlichen zweiseitig verpflichtenden Austauschverträgen mit aufschiebender oder auflösender Bedingung unterscheidet. Die Werthaltigkeit und die hieraus abgeleiteten Rechtsfolgen teilen Derivate mit nichtderivativen ausschließlich aleatorischen Termingeschäften (mit Barausgleich), für die ein liquider Sekundärmarkt existiert. Der zweite Gesichtspunkt ist die rechtliche *Anerkennung des Bausteineffekts* derivativer Instrumente. Hierbei geht es um die rechtliche Gleichbehandlung realisierter Zahlungsströme bzw. nichtrealisierter Wertveränderungen aus finanzwirtschaftlichen gleichwertigen Positionen in Derivaten und Kombinationen aus herkömmlichen Finanzinstrumenten (synthetische Derivate) einerseits und in herkömmlichen Kassainstrumenten und Kombinationen mit Derivaten (synthetische Kassainstrumente) andererseits.

Termingeschäfte mit Erfüllung in Natur sind keine Derivate, denn sie haben eine abweichende vertragsrechtliche Struktur. Bei ausreichender Liquidität des Basiswertes verfügen sie jedoch über ähnliche finanzwirtschaftliche Eigenschaften wie Derivate. Man kann sie insoweit als derivateähnliche Geschäfte bezeichnen. Im Rahmen seiner bisher geschaffenen Spezialregelungen für Termingeschäfte behandelt der Gesetzgeber Derivate und derivateähnliche Geschäfte grundsätzlich unterschiedslos (z.B. §§ 50 ff. BörsG; § 104 I, II InsO; § 1 XI 1 KWG; § 23 I 1 Nr. 4 EStG).

Aus der Reproduzierbarkeit der zukünftigen unsicheren Zahlungsströme aus Derivaten ergibt sich, dass die *Marktrisiken* dieser Instrumente, soweit sie Ausdruck dieser Unsicherheit sind, durch herkömmliche Anlagen reproduzierbar sind. Entgegen einem verbreiteten Missverständnis erfordern die Marktrisiken deshalb keine rechtliche Sonderbehandlung von Derivaten gegenüber Kassageschäften. Nicht in den Marktrisiken, sondern in der Reproduzierbarkeit der Zahlungsströme liegt eine rechtlich bedeutsame Besonderheit derivativer Instrumente - und zwar im Vergleich zu Verträgen über stochastisch bedingte Leistungen anderer Art.

Der rechtsdogmatische Ansatzpunkt für die *Anerkennung der Werthaltigkeit* derivativer Instrumente liegt in ihrer besonderen vertragsrechtlichen Struktur begründet. Nicht durch die gegenseitigen, zumindest auf einer Seite stochastisch unsicheren Erfüllungsleistungen wird das Austauschverhältnis (*causa*) geprägt, sondern durch die gegen-

seitigen, bereits für sich werthaltigen stochastisch bedingten Zahlungsverpflichtungen als solche (Derivate mit symmetrischen Risikoprofil) bzw. durch die stochastisch bedingte Zahlungspflicht auf der einen und die Risikoprämie auf der anderen Seite (Derivate mit asymmetrischen Risikoprofil). Daraus erklärt sich die rechtliche Privilegierung, die Derivate in Gestalt von „Börsentermingeschäften“ gegenüber dem Spielvertrag genießen (§§ 53, 58 BörsG). Dessen fehlende Klagbarkeit beruht nämlich auf seiner „hinkenden“ Austausch-*causa*. Die Verknüpfung, die der Börsentermineinwand durch das Informationsmodell mit dem Anlegerschutz erfährt, hat mit den besonderen finanzwirtschaftlichen Eigenschaften von Derivaten allerdings nichts zu tun.

Laufende Derivate können als abgeschlossener synallagmatischer Leistungsaustausch verstanden werden. Bei Optionen ist hierzu Voraussetzung, dass die Prämie bereits bezahlt worden ist. In diesem Stadium sind Derivate deshalb keine „schwebenden“ Verträge i.S. des Insolvenzrechts. Hierin liegt der innere Grund der insolvenzrechtlichen Privilegierungsvorschrift für „Finanztermingeschäfte“ (§ 104 II InsO). Laufende Derivate sind ferner keine „schwebenden“ Verträge i.S. des Handels- und Steuerbilanzrechts. Die stochastisch bedingten, werthaltigen Positionen aus Derivaten sind folglich in der Bilanz als Vermögensgegenstände (Steuerbilanz: Wirtschaftsgüter) bzw. Verbindlichkeiten anzusetzen. Auf diese Weise lassen sich Widersprüche auflösen, welche die herrschende Konzeption von der „Bilanzunwirksamkeit“ derivativer Verträge kennzeichnen.

Eine speziell steuerrechtliche Konsequenz der vertragsrechtlichen Charakterisierung derivativer Verträge als Leistungsaustausch ist die Einstufung des Eigenhandels mit Derivaten als „Tätigkeit, die am Markt gegen Entgelt angeboten wird“ i.S. der Rechtsprechung zum Begriff des Gewerbebetriebs (§ 15 I 1 Nr. 1 EStG). Ferner wirkt sich die Werthaltigkeit bei der Besteuerung privater Einkünfte aus. Stochastisch werthaltige Ansprüche aus Derivaten sind Güter in Geldeswert i.S. des § 8 I EStG, die Gegenstand eines tatbestandsmäßigen Zuflusses sein können. Praktische Bedeutung kann diese Feststellung bei der Besteuerung von Mitarbeiter-Aktienoptionen entfalten.

Derivateähnliche Verträge sind herkömmliche Umsatzgeschäfte, bei denen sich der Austauschzweck nicht auf die wechselseitigen Verpflichtung der Parteien, sondern auf deren Erfüllung bezieht. Die Rechtsfigur des unechten Differenzgeschäfts (§ 764 S. 2 BGB), die Liefergeschäfte mit einseitiger Glattstellungsabsicht dem Spielvertrag gleichstellt, ist vor diesem Hintergrund nicht nachvollziehbar. Praktisch ist sie wegen § 58 BörsG zu Recht bedeutungslos.

Die bestehenden Sonderregeln für Termingeschäfte gehen, wie gesehen, nur teilweise in die richtige Richtung. Zum anderen Teil gehen sie an den finanzwirtschaftlichen Eigenschaften derivativer Instrumente vorbei. Bezeichnend für das mangelnde Verständnis des Gesetzgebers für Derivate sind die Unsicherheiten, die sich in der begrifflichen, nicht aufeinander abgestimmten Vielfalt von „Börsentermingeschäften“ (BörsG), „Finanztermingeschäften“ (InsO), „Termingeschäften“ (EStG) oder auch „Derivaten“ (KWG, WpHG) äußert. Will man Systembrüche vermeiden, muss man solche Regeln, wenn man sie überhaupt für notwendig hält, im Wesentlichen auf die klarstel-

lende Bestätigung derjenigen Rechtsfolgen beschränken, die sich unter Berücksichtigung der finanzwirtschaftlichen Eigenschaften von Derivaten bereits aus allgemeinen Erwägungen ableiten lassen.

Der zweite Aspekt im Recht der Derivate, die rechtliche *Anerkennung des Bausteineffekts*, wird bei Regelungsbereichen mit einem Normzweck relevant, für dessen Verwirklichung Zahlungsströme, Vermögenswerte oder Marktrisiken unabhängig von ihrer Quelle von entscheidender Bedeutung sind. Je nachdem, ob die Vertragspartner der Einzelbausteine der synthetischen Position identisch sein müssen (symmetrischer Bausteineffekt) oder nicht (asymmetrischer Bausteineffekt), lässt sich zwischen symmetrischer und asymmetrischer Gleichbehandlung unterscheiden. Ausdrückliche Berücksichtigung hat die Gleichbehandlung natürlicher Positionen bei den Pflichten der Finanzinstitute zur Risikounterlegung gefunden. Marktrisiken aus Derivaten sind danach genauso zu unterlegen wie die Summe ihrer Bausteine (Zerlegungsansatz). Von diesem Ausnahmefall abgesehen sind zwei Arten der Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen denkbar: die automatische und die bewusste.

Die *automatische* Gleichbehandlung ist das Resultat der „mechanischen“ Einzelsubsumtion der einzelnen Instrumente unter die betreffende Norm. Sie ergibt sich am leichtesten dort, wo der gesetzliche Tatbestand nicht auf Einzelverträge, sondern auf Vermögensbereiche unabhängig von ihrer Zusammensetzung oder auf Marktrisiken abzielt. Keine Bedeutung entfaltet sie dementsprechend bei der Frage des wirksamen Zustandekommens von Verträgen bzw. bei ihrer Abwicklung im Fall der Insolvenz einer der Vertragspartner. Demgegenüber gewährleistet das Aufsichtsrecht der Finanzinstitute die automatische Gleichbehandlung natürlicher und synthetischer Positionen für die Zwecke der Eigenkapitalunterlegung nicht nur bei der Marktrisikoerfassung, sondern weitgehend auch bei der Bestimmung der unterlegungsfähigen Eigenmittel. Im geltenden Handelsbilanzrecht ist die automatische Gleichbehandlung entsprechend seiner wertbezogenen Sichtweise ebenfalls zu weiten Teilen sichergestellt. In Bezug auf die nichtrealisierten, laufenden Positionen schließt diese Feststellung die angesichts des einjährigen Bilanzierungsintervalls zu Recht pauschalierte Risikoabbildung in Gestalt des Vorsichts- und Imparitätsprinzips mit ein. Die Ermittlung des steuerrechtlichen Jahresergebnisses kann demgegenüber wegen verschiedener, erst in neuerer Zeit ins Gesetz aufgenommener, untereinander nicht konsistenter Durchbrechungen der Maßgeblichkeit in zahlreichen Fällen Ungleichbehandlungen verursachen und somit Möglichkeiten der Steuerarbitrage mit Finanzinstrumenten eröffnen. Bei der Besteuerung privater Erträge kann die geltende gesetzliche Systematik selektiver Besteuerung bestimmter Einkunftsarten der automatischen Gleichbehandlung von geflossenen Zahlungsströmen aus natürlichen und synthetischen Anlagen entgegenstehen. Denn im Bereich der Finanzinstrumente gibt es mit den §§ 20, 23 EStG zwei Einkunftstatbestände mit teilweise unterschiedlichen, nicht aufeinander abgestimmten Rechtsfolgen.

Die *bewusste* Gleichbehandlung kommt in Betracht, wenn die „mechanische“ Subsumtion der Einzelinstrumente zur unterschiedlichen Behandlung finanzwirtschaft-

lich gleichwertiger Positionen führt, dieses Ergebnis aber nicht mit dem Normzweck vereinbar ist. Der Rechtsanwender kann dann versuchen, im Wege der Rechtsfortbildung entweder die rechtliche Behandlung der synthetischen Position an die natürliche anzupassen oder umgekehrt. Rechtstechnische Mittel hierzu sind die Analogie und die teleologische Reduktion. Neben der objektiven finanzwirtschaftlichen Gleichwertigkeit kann die Gleichbehandlung zusätzlich subjektiv den *Willen* des Inhabers der synthetischen Position zur Ausnutzung des Bausteineffekts voraussetzen. Das handels- und steuerbilanzrechtliche Bilden von Bewertungseinheiten aus den Einzelbausteinen einer synthetischen Position ist ein Beispiel für diese Art der bewussten Gleichbehandlung. Sie beschränkt sich auf die bilanzielle Bewertung, erfasst aber nicht den Bilanzansatz. Im Übrigen ist die Bedeutung der bewussten Gleichbehandlung im Betrachtungsbereich der Untersuchung gering, weil diese Rechtsanwendungsmethode sehr schnell Systembrüche erzeugen kann. Besonders eingehend wurde dies im Ertragsteuerrecht demonstriert. Der verfassungsrechtliche Gleichheitssatz kommt im Bereich der Finanzarbitrage in der Regel nicht zum Tragen. Die Marktteilnehmer haben die Möglichkeit, auf die ihnen günstigste Gestaltung auszuweichen, was ihnen wegen der Liquidität der Märkte in der Regel auch zumutbar ist. Deshalb sind die Anforderungen an die sachliche Rechtfertigung gesetzlicher Differenzierungen in diesem Bereich gering.

Insgesamt gesehen ist der rechtliche Veränderungsdruck, der von der Finanzinnovation in Gestalt derivativer Finanzinstrumente ausgeht, weitaus weniger auf die Schaffung rechtlicher „Innovationen“ gerichtet als auf die Korrektur allgemeiner Fehlentwicklungen bei der Anwendung des geltenden Rechts: Derivate als Prüfsteine des Rechts.



# Literaturverzeichnis

- Adams*, Michael: Die Kapitallebensversicherung als Anlegerschädigung, ZIP 1997, 1857-1869
- Adler/Düring/Schmaltz*: Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, Kommentar: Kommentierung zum HGB, AktG, GmbHG und PublG, 6. Aufl., Stuttgart
- Teilband 1 (§§ 252-263 HGB), 1995
  - Teilband 6 (§§ 238-251 HGB), 1998
- Allmendinger*, Stefan/*Tilp*, Andreas: Börsentermin- und Differenzgeschäfte: Unverbindlichkeit, Aufklärungspflichten, Köln 1998
- American Institute of Certified Public Accountants*: Report of the Special Committee on Assurance Services („Elliott Committee“), 1997, ausschließlich im Internet veröffentlicht unter <http://www.aicpa.org/assurance/scas/index.htm> (Abruf v. 14.5.2000)
- Anders*, Stephan: Einsatz von Katastrophen-Indizes als Schadenbasis bei der Risk Securitization, VW 1999, 161-165 (Teil I); 232-237 (Teil II)
- Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Kartoffelwirtschaft (ADK)*, Deutsche Kartoffelgeschäftsbedingungen, Berliner Vereinbarungen 1956 in der Fassung v. 7.11.1989, Köln 1996
- Arps*, Ludwig: Auf sicheren Pfeilern: deutsche Versicherungswirtschaft vor 1914, Göttingen 1965
- Artopoulos*, Wolfgang: Aktuelle Entwicklungen in der Bankenaufsicht, Vortrag bei der Jahresversammlung des Hessischen Bankenverbandes am 4.3.1999 in Frankfurt a.M. ([http://www.bakred.de/texte/praes/r\\_040399.htm](http://www.bakred.de/texte/praes/r_040399.htm), Abruf v. 1.9.2000)
- Assmann*, Heinz-Dieter: Entwicklungslinien und Entwicklungsperspektiven der Prospekthaftung, in: Wirtschafts- und Medienrecht in der offenen Demokratie, Freundesgabe für Friedrich Kübler zum 65. Geburtstag, hrsg. v. Heinz-Dieter Assmann u.a., Heidelberg 1997, S. 317-354
- ders./Schneider*, Uwe (Hrsg.): Wertpapierhandelsgesetz: Kommentar, 2. Aufl., Köln 1999
- ders./Schütze*, Rolf (Hrsg.): Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl., München 1997
- Bähr*, Biner: Anm. zu AG Frankfurt a.M. 6.3.1995 - 31 C 3752/94 - 44, EWiR § 276 BGB 5/95, S. 645-646
- Ballwieser*, Wolfgang/*Kuhner*, Christoph: Rechnungslegungsvorschriften und wirtschaftliche Stabilität, Bergisch-Gladbach 1994
- Balz*, Manfred/*Landfermann*, Hans-Georg: Die neuen Insolvenzgesetze, 2. Aufl., Düsseldorf 1999
- Bank for International Settlements*: Press release v. 18.5.2000, The Global OTC Derivatives Market at End-December 1999
- dies.*: 69th Annual Report (1. April 1998 - 31. März 1999), Basel 1999
- dies.*: Clearing Arrangements for Exchange Traded Derivatives, Report Prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the Central Banks of the Group of Ten Countries, Basel, März 1997
- dies.*: Issues of Measurement Related to Market Size and Macroprudential Risks in Derivatives Markets, Report Prepared by a Working Group Established by the Central Banks of the Group of Ten Countries, Basel, Februar 1995 („Brockmeijer-Report“)

- dies.*: Public Disclosure of Market and Credit Risks by Financial Intermediaries, A Discussion Paper Prepared by a Working Group of the Euro-currency Standing Committee of the Central Banks of the Group of Ten Countries („Fisher Report“), Basel, September 1994
- dies.*: Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries („Lamfalussy Report“), Basel, November 1990.
- dies.*: Recent Innovations in International Banking, Basel, April 1986
- Bankman*, Joseph: The Economic Substance Doctrine, NYU-Colloquium on Tax Policy (3.2.2000), <http://www.law.nyu.edu/tppf/economicsubstance.html>, Abruf v. 14.5.2001
- Barckow*, Andreas/Rose, Simone: Die Bilanzierung von Derivaten und Hedge-Strategien: Konzeption, Anwendungsbereich und Inhalte des zukünftigen US-amerikanischen Standards SFAS 13X, WPg 1997, 789-801
- Basle Committee on Banking Supervision*: A new capital adequacy framework, Consultative Paper, Basel, Juni 1999
- dass.*: Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks, Basel, Januar 1996
- dass.*: Treatment of Potential Exposure for Off-Balance-Sheet Items, Basel, April 1995
- dass.*: Prudential Supervision of Banks's Derivatives Activities, Basel, Dezember 1994
- dass.*: Risk Management Guidelines for Derivatives, Basel, Juli 1994
- dass.*: The Supervisory Treatment of Market Risks, Consultative Proposal, Basel, April 1993
- dass.*: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, Juli 1988
- dass./Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*: Recommendations for Public Disclosure of Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms, Basel, Oktober 1999
- Bauer*, Thomas: Börsenmäßige Termingeschäfte und Differenzeinwand im schweizerischen und deutschen IPR, Basel, Frankfurt a.M., 1988
- Baumbach*, Adolf/Lauterbach, Wolfgang/Albers, Jan/Hartmann, Peter: Zivilprozessordnung mit Gerichtsverfassungsgesetz und anderen Nebengesetzen, 58. Aufl., München 2000
- Becker*, Joachim: Das neue Wertpapierhandelsgesetz, Stuttgart 1995
- Beck'scher Bilanzkommentar*, Handels- und Steuerrecht: §§ 238 - 339 HGB, München
- 4. Aufl., 1999
  - 3. Aufl., 1995
- Beermann*, Albert (Hrsg.): Steuerliches Verfahrensrecht: AO, FGO, Nebengesetze: Kommentar, Bonn u.a. (Loseblatt)
- Bd. 1, §§ 1-100 AO
  - Bd. 3, §§ 208-384 AO
- Beike*, Rolf/Potthoff, Andreas: Optionsscheine: Grundlagen für den gezielten Einsatz an der Börse, 1. Aufl., München 1998
- Benne*, Jürgen: Einzelbewertung und Bewertungseinheit, DB 1991, 2601-2610
- Benzler*, Marc: Das deutsche Nettinggesetz: § 104 Abs. 2, 3 InsO, ZInsO 2000, 1-12.
- ders.*: Nettingvereinbarungen im außerbörslichen Derivatehandel, Baden-Baden 1999
- Berger*, Klaus Peter: Lösungsklauseln für den Insolvenzfall, in: Karlhans Fuchs (Hrsg.), Kölner Schrift zur Insolvenzordnung: das neue Insolvenzrecht in der Praxis, 2. Aufl., Berlin 2000, S. 499-530
- ders.*: Der Aufrechnungsvertrag: Aufrechnung durch Vertrag, Vertrag über Aufrechnung, Tübingen 1996
- Bertschinger*, Urs: Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing („Wertpapierleihe“),

Bd. I: Grundlagen und Analyse der Geschäftsformen, Zürich 1994

- Bertuch-Samuels*, Axel: Einführung, in: Axel Bertuch-Samuels/Wiebke Störmann (Hrsg.), *Derivative Finanzinstrumente: Nutzen und Risiken*, Stuttgart, 1995, S. 11-15
- Bestmann*, Uwe: *Finanz- und Börsenlexikon: über 3000 Begriffe für Studium und Praxis*, 3. Aufl., München 1997
- Bieg*, Hartmut: *Bankbilanzen und Bankenaufsicht*, München 1983
- Birk*, Dieter: *Steuerrecht*, 3. Aufl., Heidelberg 2000
- Black*, Fischer: *Hedging, Speculation, and Systemic Risk*, 3 J. Derivatives, Summer, 6-8 (1995)
- ders.*: *The Pricing of Commodity Contracts*, 3 J. Finan. Econ. 167-179 (1976)
- ders./Scholes*, Myron: *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, 81 J. Pol. Econ. 637-659 (1973)
- Bleckmann*, Albert: *Die Struktur des allgemeinen Gleichheitssatzes*, Köln u.a., 1995
- Bliesener*, Dirk: *Aufsichtsrechtliche Verhaltenspflichten beim Wertpapierhandel*, Berlin, New York 1998
- Blümich*: *ESTG, KStG, GewStG: Kommentar*, hrsg. v. Klaus Ebling München (Loseblatt)  
- Bd. 2, §§ 9-21a EStG  
- Bd. 3, §§ 22-78 EStG
- Boos*, Karl-Heinz/*Fischer*, Reinfrid/*Schulte-Mattler*, Hermann: *Kreditwesengesetz: Kommentar zu KWG und Ausführungsvorschriften*, München 2000
- Boos*, Karl-Heinz/*Schulte-Mattler*, Hermann: *Der neue Grundsatz I: Fremdwährungs- und Rohwarenrisiken*, *Die Bank* 1997, 556-562
- Borchers*, Jens: *Swapgeschäfte in Zivil- und Steuerrecht*, Frankfurt a.M. u.a., 1993
- Bosch*, Ulrich: *Differenz- und Finanztermingeschäfte nach der Insolvenzordnung*, in: Karlhans Fuchs (Hrsg.), *Kölner Schrift zur Insolvenzordnung: das neue Insolvenzrecht in der Praxis*, 2. Aufl., Berlin 2000, S. 1009-1042
- ders.*: *Finanztermingeschäfte in der Insolvenz: zum „Netting“ im Insolvenzverfahren*, *WM* 1995, 365-375 (Teil I), 413-428 (Teil II)
- Boulat*, Pierre-Antoine/*Chabert*, Pierre-Yves: *Les Swaps: Technique contractuelle et régime juridique*, Paris u.a. 1992
- Brackert*, Gerhard/*Prahl*, Reinhard/*Naumann*, Thomas: *Neue Verfahren der Risikosteuerung und ihre Auswirkungen auf die handelsrechtliche Gewinnermittlung: ein Plädoyer für die Zulässigkeit von imperfekten Mikro-Bewertungseinheiten und von Makro-Bewertungseinheiten auf modifizierter Mark-to-Market-Basis*, *WPg* 1995, 544-555
- Brandes*, Helmut: *Der Börsenterminhandel unter besonderer Berücksichtigung der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs*, in: Carsten Claussen u.a. (Hrsg.), *200 Jahre Geld und Brief: Herausforderungen an die Kapitalmärkte, Festgabe an die Niedersächsische Börse zu Hannover aus Anlass ihres 200-jährigen Bestehens*, Frankfurt a.M., 1987, 287-300
- Bredow*, Günther: *Mustervereinbarung zu Aktienoptionsplänen für das Management und leitende Angestellte (Stock Option Plans)*, *DStR* 1998, 380-382
- Broer*, Frank: *Maßgeblichkeit und Harmonisierung der Rechnungslegung*, Baden-Baden 2001
- Bruck*, Ernst/*Möller*, Hans: *Kommentar zum Versicherungsvertragsgesetz und zu den Allgemeinen Versicherungsbedingungen unter Einschluss des Versicherungsvermittlerrechtes*; Bd. I: §§ 1 - 48 VVG und Versicherungsvermittlerrecht, 8. Aufl., Berlin 1961
- Budde*, Wolfgang/*Steuber*, Elgin: *Jahresabschluss: was soll die Veranstaltung?*, in: *Festschrift für Carsten Peter Claussen zum 70. Geburtstag*, hrsg. v. Klaus-Peter Martens u.a., Köln

- 1997, S. 583-604
- Bühler*, Wolfgang: Bewertung und Management festverzinslicher Wertpapiere, in: H. Schellhaas u.a. (Hrsg.): *Operations Research Proceedings 1987, Papers of the 17th Annual Meeting of DGOR in Cooperation with NSOR*, Berlin u.a., 1988, S. 20-41
- Büschgen*, Hans: *Das kleine Bank-Lexikon*, 2. Aufl., Düsseldorf 1997
- Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen*: Rundschreiben 10/99 v. 16.6.1999: Behandlung von Kreditderivaten im Grundsatz I gemäß §§ 10, 10a KWG und im Rahmen der Großkredit- und Millionenkreditvorschriften
- dass.*: Rundschreiben 17/99 v. 8.12.1999: Zuordnung der Bestände und Geschäfte der Institute zum Handelsbuch und zum Anlagebuch (§ 1 Abs. 12 KWG, § 2 Abs. 11 KWG)
- dass.*: Erläuterungen zur Bekanntmachung über die Änderung und Ergänzung der Grundsätze über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute (I 7 - A 223 - 2/93, 29.10.1997)
- dass.*: Merkblatt „Unterlagen für die Prüfung der Eignung des eigenen Risikomodells“ (D-C1-1/96, 1.12.1997)
- dass.*: „Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute“ (Verlautbarung I 4 - 42 - 3/86, 23.10.1995)
- Bundesverband deutscher Banken e.V., Kommission für Bilanzierungsfragen*: BdB, DTB-Futures, Die Bank 1991, 105-108
- ders.*: Behandlung von DTB-Aktienoptionen im Jahresabschluss von Banken, Die Bank 1990, 211-216
- ders.*: Zur Rechnungslegung von Swap-Geschäften, Die Bank 1988, 158-165
- Bundschuh*, Karl: Die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zum Börsenterminhandel, WM 1986, 725-733
- Burghof*, Hans-Peter/*Rudolph*, Bernd: *Bankenaufsicht: Theorie und Praxis der Regulierung*, Wiesbaden 1996
- Buthmann*, Friedhelm: Börsentermingeschäfte in der aktuellen Rechtsprechung, BI/GF 5/1997, 62-65
- Bydlinski*, Franz: *System und Prinzipien des Privatrechts*, Wien, New York, 1996
- Canaris*, Claus-Wilhelm: Wandlungen des Schuldvertragsrechts: Tendenzen zu einer „Materialisierung“, AcP 200 (2000), 273-364
- ders.*: Die Reichweite der Expertenhaftung gegenüber Dritten, ZHR 163 (1999), 206-245
- ders.*: Bankvertragsrecht, in: Staub, *Großkommentar zum HGB*, Berlin u.a.  
- 3. Aufl., Dritter Bd., 3. Teil, 1981  
- 4. Aufl., 10. Lieferung, Erster Teil, 1988
- ders.*: Die Verbindlichkeit von Optionsscheinsgeschäften, WM 1988, Sonderbeilage Nr. 10 zu Nr. 48 v. 3.12.1988
- ders.*: Die Feststellung von Lücken im Gesetz: eine methodologische Studie über Voraussetzungen und Grenzen der richterlichen Rechtsfortbildung praeter legem, 2. Aufl., Berlin 1983
- Capitant*, Henri: *De la cause des obligations (contrats, engagements unilatéraux, legs)*, Paris 1927
- Christiansen*, Alfred: Der Grundsatz der Einzelbewertung: Schwerpunkt des bilanziellen Ergebnisausweises, DStZ 1995, 385-397
- Claussen*, Carsten: *Bank- und Börsenrecht: Handbuch für Lehre und Praxis*, 2. Aufl. unter Mit-

- arbeit von Roland Erne, München 2000
- Clouth*, Peter: Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate: Produktstrukturen und Verlustrisiken, Beratung und Information durch Kreditinstitute, München 2001
- Copeland*, Thomas/*Joshi*, Yash: Why Derivatives Don't Reduce FX Risk, *The McKinsey Quarterly* 1996, No. 1, S. 66-79
- Couret*, Alain: Innovation financière et règle de droit, *Recueil Dalloz-Sirey* 1990, chronique, 135-140
- Cox*, John/*Ross*, Stephen/*Rubinstein*, Mark: Option Pricing: A Simplified Approach, *7 J. Finan. Econ.* 229-263 (1979)
- Crouhy*, Michael/*Galai*, Dan/*Mark*, Robert: The New 1998 Regulatory Framework For Capital Adequacy: „Standardized Approach” versus „Internal Models”, in: Carol Alexander (Hrsg.): *Risk Management and Analysis*, Bd. 1: Measuring and Modelling Financial Risk, Chichester u.a., 1998, S. 1-37
- Culp*, Christopher/*Miller*, Merton: Metallgesellschaft and the Economics of Synthetic Storage, *ZBB* 1995, 2-14
- Culp*, Christopher/*Furbush*, Dean/*Kavangh*, Barbara: Structured Debt and Corporate Risk Management, *7 J. Applied Corp. Fin.*, Fall, 73-84 (1994)
- Dankmeyer*, Udo/*Giloy*, Jörg: Einkommensteuergesetz: Kommentar, Bd. 3, §§ 14-32d EStG, Neuwied, Kriftel/Ts. (Loseblatt)
- Dahm*, Joachim/*Hamacher*, Rolfjosef: Neues Einkommensteuerrecht für moderne Finanzinstrumente, *WM* 1994, Sonderbeilage Nr. 3 zu Nr. 21 v. 28.5.1994, S. 1-24.
- Dannhoff*, Martin: Das Recht der Waretermingeschäfte: eine Untersuchung zum deutschen, internationalen und U.S.-amerikanischen Recht, Baden-Baden, 1993
- Danzer*, Jürgen: Die Steuerumgehung, Köln 1981
- Das*, Satyajit: Swaps and Financial Derivatives, 2. Aufl., Bd. 1, London 1994
- Daub*, Sebastian: Rückstellungen nach HGB, US GAAP und IAS, Baden-Baden 2000
- Decker*, Ernst: Zinssatz- und Währungsswaps unter rechtlichen Aspekten, dargestellt anhand des Muster-Rahmenvertrages für Swapgeschäfte, *WM* 1990, 1001-1015
- de Lousanoff*, Oleg: Börsentermingeschäftsfähigkeit von Privatanlegern, *ZHR* 159 (1995), 229-243
- Delp*, Udo: Erste Anwendungs- und Zweifelsfragen bei der Besteuerung von Termingeschäften privater Personen nach dem Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002, *INF* 1999, 584-587
- Derman*, Emanuel: Model Risk, Goldman Sachs Quantitative Strategies Research Notes, April 1996 ([http://www.gs.com/qs/doc/model\\_risk.pdf](http://www.gs.com/qs/doc/model_risk.pdf), Abruf v. 1.9.2000)
- Deutsche Bundesbank*: Bilanzunwirksame Geschäfte deutscher Banken, Statistische Sonderveröffentlichung 13, Dezember 1998
- dies.*: Geldpolitische Implikationen der zunehmenden Verwendung derivativer Finanzinstrumente, in: Monatsbericht, November 1994, S. 41-57
- dies.*: Bilanzunwirksame Geschäfte deutscher Banken, in: Monatsbericht Oktober 1993, S. 47-69
- dies.*: Innovationen im internationalen Bankgeschäft, in: Monatsbericht April 1986, S. 25-35
- Deutschmann*, Kevin: Vergütungshalber gewährte Aktienoptionen im deutschen und US-amerikanischen Steuerrecht, Baden-Baden 2000
- Diwald*, Hans: Zinsfutures und Zinsoptionen: erfolgreicher Einsatz an DTB und LIFFE, Mün-

chen 1994

*Dörge*, Andreas: Rechtliche Aspekte der Wertpapierleihe, Berlin 1992

*Dornseifer*, Hanno: Börsentermingeschäfte und Börsentermingeschäftsfähigkeit: zur börsengesetzlichen Behandlung von finanzwirtschaftlichen Festgeschäften, Options- und Optionsscheingeschäften, Frankfurt a.M. u.a., 1999

*Dreher*, Meinrad: Die Versicherung als Rechtsprodukt: die Privatversicherung und ihre rechtliche Gestaltung, Tübingen 1991

*Drygala*, Tim: Anm. zu LG Stuttgart 26.4.1996 - 23 O 248/95, EWiR § 53 BörsG 3/96, S. 701-702

*DTB Deutsche Terminbörse*: Grundsätze der Rechnungslegung für Kreditinstitute: Futures, Frankfurt a.M., 1991

*Ebenroth*, Carsten-Thomas/*Boujong*, Karlheinz/*Joost*, Detlev: Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Bd. 2, §§ 343-475h, München 2001

*ders./Benzler*, Marc: Close-out Netting nach der neuen Insolvenzordnung, ZVglRWiss 95 (1996), 335-385

*ders./Einsele*, Dorothee: Rechtliche Hindernisse auf dem Weg zur „Goffex“, ZIP 1988, 205-220

*ders./Messer*, Ulrich: Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Währungsswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen aufgrund vertraglicher Lösungsklauseln, ZVglRWiss 87 (1988), 1-32

*Ebke*, Werner: Die Internationalisierung der Rechnungslegung, Revision und Publizität und die Schweiz, ZSR 119 (2000), 39-93

*ders.*: Internationales Devisenrecht, Heidelberg 1991

*ders.*: Wirtschaftsprüfer und Dritthaftung, Bielefeld, 1983

*Ekkenga*, Jens: Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt: eine vergleichende Studie zum europäischen, deutschen und britischen Bilanz-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Tübingen 1998

*Eller*, Roland: Derivative Instrumente: Überblick, Strategien, Tendenzen, in: Roland Eller (Hrsg.), Handbuch derivativer Instrumente: Produkte, Strategien, Risikomanagement, 2. Aufl., Stuttgart 1999, S. 3-38

*Engisch*, Karl: Einführung in das juristische Denken, herausgegeben und bearbeitet von Thomas Würtenberger und Dirk Otto, 9. Aufl., Stuttgart 1997

*Erman*: Bürgerliches Gesetzbuch: Handkommentar, 10. Aufl., Bd. 1 (§§ 1-853), Köln 2000

*Erne*, Roland: Die Swapgeschäfte der Banken: eine rechtliche Betrachtung der Finanzswaps unter besonderer Berücksichtigung des deutschen Zivil-, Börsen-, Konkurs- und Aufsichtsrechts, Berlin, 1992

*Escher-Weingart*, Christina: Reform durch Deregulierung im Kapitalgesellschaftsrecht: eine Analyse der Reformmöglichkeiten unter besonderer Berücksichtigung des Gläubiger- und Anlegerschutzes, Tübingen 2001

*Euler*, Roland: Steuerbilanzielle Konsequenzen der internationalen Rechnungslegung, StuW 1998, 15-24

*Fabritius*, Hans: Ordnungspolitischer Handlungsbedarf bei Derivaten, in: Bernd Rudolph (Hrsg.), Derivative Finanzinstrumente, Stuttgart 1995, S. 277-286

*Faruqee*, Rashid/*Coleman*, Jonathan: Managing Price Risk in the Pakistan Wheat Market, World Bank Discussion Paper No. 334, 1996

*Figlewski*, Stephen: Commentary on „Financial Derivatives: Actions Needed to Protect the

- Financial System“, 2 J. Derivatives, Fall, 90-93 (1994)
- ders.*: How to lose money in derivatives, 2 J. Derivatives, Winter, 75-82 (1994)
- Financial Accounting Standards Board*: Task Force Draft: Accounting for Derivative Instruments and for Hedging Activities, Norwalk (USA), August 1997
- dass.*: Discussion Memorandum, Recognition and Measurement of Financial Instruments, No. 109-A, v. 18.11.1991, Norwalk (USA)
- Fischer*, Peter: Die Umgehung des Steuergesetzes: zu den Bedingungen einer Bewahrung der Steuerrechtsordnung „aus eigener Kraft“, DB 1996, 644 -653
- Fleischer*, Holger: Konkurrenzprobleme um die culpa in contrahendo: fahrlässige Irreführung versus arglistige Täuschung: zugleich eine Besprechung von BGH, Urteil v. 26.9.1997 - V ZR 29/96, NJW 1998, 302, AcP 200 (2000), 91-120
- Fleischmann*, Michael: Die einkommen- und körperschaftsteuerliche Behandlung börsennotierter Aktienoptionen aus Käufersicht, Frankfurt a.M., Berlin u.a., 1996
- Flume*, Werner: Steuerrechtsprechung und Steuerrecht, StbJb 1985/86, S. 277-310
- ders.*: Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 2. Bd., Das Rechtsgeschäft, 3. Aufl., Berlin, Heidelberg u.a. 1979
- ders.*: Der gesetzliche Steuertatbestand und die Grenztatbestände in Steuerrecht und Steuerpraxis, StbJb 1967/68, S. 63-94
- ders.*: Richterrecht im Steuerrecht, StbJb 1964/65, S. 55-80
- Franke*, Günter: Derivate: Risikomanagement mit innovativen Finanzinstrumenten, hrsg. v. der BfG Bank AG, Frankfurt a.M. 1995
- ders.*: Uncertain Perception of Economic Exchange Risk and Financial Hedging, 18 Managerial Finance 53-70 (1992)
- ders.*: Organisation und Regulierung internationaler Finanzmärkte, in: Dieter Schneider (Hrsg.), Kapitalmarkt und Finanzierung, Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik, Neue Folge, Band 165, Berlin 1986, S. 429-444
- ders./Menichetti*, Marco: Die Bilanzierung von Terminkontrakten und Optionen bei Einsatz im Risikomanagement, Sonderforschungsbereich 178: Internationalisierung der Wirtschaft, Diskussionsbeiträge, Serie II - Nr. 197, Konstanz, Dezember 1992
- Franke*, Jörg: MDAX-Futures: neues Derivat auf Midcaps, Die Bank 1996, 523-525
- ders.*: Die rechtlichen Risiken der Devisentermingeschäfte, DB 1975, 1541-1447
- Frankfurter Kommentar zur Insolvenzordnung*, hrsg. v. Klaus Wimmer, 2. Aufl., Neuwied 1999
- Froot*, Kenneth/*Stein*, Jeremy: Risk Management, Capital Budgeting and Capital Structure Policy for Financial Institutions: An Integrated Approach, Wharton Working Paper 96-28, Philadelphia 1996 (<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/wfic/papers/96/9628.pdf>, Abruf v. 6.6.2001)
- Fülbier*, Andreas: Zivilrechtliche Einordnung von Zins- und Währungsswaps, ZIP 1990, 544-547
- Funk*, Thomas: Hybride Finanzinstrumente im US-Steuerrecht, RIW 1998, 138-145
- Gebhardt*, Günther: Probleme der bilanziellen Abbildung von Finanzinstrumenten, BFuP 1996, 557-584
- ders./Gerke*, Wolfgang/*Steiner*, Manfred (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements: Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993
- General Accounting Office*: OTC Derivatives: Additional Oversight Could Reduce Costly Sales Practice Disputes, Washington, Oktober 1997

- dass.:* Financial Derivatives: Actions Needed to Protect the Financial System, Washington, Mai 1994
- Gerhardt, Walter:* Insolvenzrecht und Bürgerliches Gesetzbuch, AcP 200 (2000), 426-444
- Global Derivatives Study Group (Group of Thirty):* Derivatives - Practices and Principles, Washington, Juli 1993
- dies.:* Derivatives - Practices and Principles, Washington, Appendix I: Working Papers, Juli 1993
- Goebel, Ralf:* Nutzen und Risiken der Derivate aus betriebswirtschaftlicher Sicht, in: Axel Bertuch-Samuels/Wiebke Störmann (Hrsg.), Derivative Finanzinstrumente: Nutzen und Risiken, Stuttgart, 1995, S. 33-78
- Gottwald, Peter (Hrsg.):* Insolvenzrechts-Handbuch, München 1990
- Grabbe, J. Orlin:* International Financial Markets, 3. Aufl., Englewood Cliffs, 1996
- Graetz, Michael/Schenk, Deborah:* Federal Income Taxation: Principles and Policy, 3. Aufl., Westbury (N.Y.), 1995
- Greenspan, Alan:* Derivatives Market Regulation, Testimony before the Committee on Agriculture, Nutrition, and Forestry, U.S. Senate (30.7.1998), 1998 WL 12762654
- ders.:* Derivatives Address, in: Robert Schwartz/Clifford Smith (Hrsg.), Derivatives Handbook, New York u.a., 1997, S. 497-503
- Grigoleit, Hans:* Vorvertragliche Informationshaftung: Vorsatzdogma, Rechtsfolgen, Schranken, München 1997
- Großfeld, Bernhard/Rothe, Oliver:* Spiel und Wette in Literatur und Recht, ZVglRWiss 98 (1999), 209 - 226
- Grothe, Helmut:* Fremdwährungsverbindlichkeiten: das Recht der Geldschulden mit Auslandsberührung: Kollisionsrecht, materielles Recht, Verfahrensrecht, Berlin, New York, 1999
- Grünewald, Andreas:* Finanzterminkontrakte im handelsrechtlichen Jahresabschluss: Ansatz, Bewertung und Ausweis von Zinstermin- und Aktienindexterminkontrakten, Düsseldorf 1993
- Grünig, Rainer:* Risiko-Management in einem vernetzten Ansatz bei mittelgrossen Unternehmen, Diss. St. Gallen, 1996
- Grundmann, Stefan:* Deutsches Anlegerschutzrecht in internationalen Sachverhalten: vom internationalen Schuld- und Gesellschaftsrecht zum internationalen Marktrecht, RabelsZ 54 (1990), 283-322
- Haas, Werner/Pötschan, Hermann:* Ausgabe von Aktienoptionen an Arbeitnehmer und deren lohnsteuerliche Behandlung, DB 1998, 2138-2141
- Häuselmann, Holger:* Die Bilanzierung von Optionen aus handelsrechtlicher Sicht, DB 1987, 1745-1748
- ders./Wiesenbart, Thomas:* Fragen zur bilanzsteuerlichen Behandlung von Geschäften an der Deutschen Terminbörse (DTB), DB 1990, 641-647
- Häuser, Franz:* Außerbörsliche Optionsgeschäfte (OTC-Optionen) aus der Sicht des novellierten Börsengesetzes, ZBB 1992, 249-266
- Hadding, Walther/Henrichs, Joachim:* Devisentermingeschäfte: Prolongationen und Aufklärungspflichten, in: Festschrift für Carsten Peter Claussen zum 70. Geburtstag, hrsg. v. Klaus-Peter Martens u.a., Köln 1997, S. 447-468
- Hahn, C. (Hrsg.):* Die gesammelten Materialien zur Konkursordnung und dem Einführungsge-

- setz zu derselben v. 1.2.1877, Berlin 1881
- Hamacher*, Rolfjosef: Steuerliche Behandlung der DTB-Geschäfte im Privatbereich: BMF-Schreiben vom 10. November 1994, WM 1995, 777-784
- ders.*: Innovative Finanzinstrumente: neue steuerrechtliche Entwicklungen, WM 1991, 1661-1666
- ders.*: Geschäfte an der DTB steuerlich (I): Einkommensteuer im Privatbereich, Die Bank 1989, 507-514
- Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, hrsg. v. Wolfgang Gerke und Manfred Steiner (Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre, Bd. 6), 2. Aufl., Stuttgart 1995.
- Hanft*, Andreas/*Struve*, Melanie: Insurance Linked Securities: Die Konvergenz der Versicherungs- und Finanzmärkte durch Verbriefung von Versicherungsrisiken, VW 1999, 1422-1423
- Harenberg*, Friedrich: Steuerentlastung - nicht für Sparer und Kapitalanleger, NWB Aktuelles 1411-1414 (16/1999)
- ders./Irmer*, Gisbert: Besteuerung privater DTB-Geschäfte und sonstiger Finanzinstrumente, NWB Fach 3, S. 9229-9238 (NWB Nr. 2 v. 9.1.1995)
- Hazen*, Thomas: Rational Investments, Speculation, or Gambling? Derivative Securities and Financial Futures and Their Effect on the Underlying Capital Markets, 86 Nw. U. L. Rev. 987-1037 (1992)
- Heidelberger Kommentar zur Insolvenzordnung*, hrsg. v. Dieter Eickmann, Axel Flessner u.a., Heidelberg 1999
- Hellwig*, Hans-Jürgen/*de Lousanoff*, Oleg: Die Verbindlichkeit sog. Hedge-Geschäfte, in: Festschrift für Ernst Stiefel zum 80. Geburtstag, München 1987, 309-337
- Helsper*, Helmut: Steuersparer, Haarspalter und höchstrichterlicher Informationsmüll: suchen die Menschen die Grenzen der Norm, zerstört Rechtsprechung den Informationsgehalt der Botschaft Recht, BB 1992, 1500-1506
- Henssler*, Martin: Risiko als Vertragsgegenstand, Tübingen 1994.
- Hentschel*, Ludger/*Smith*, Clifford: Risk and Regulation in Derivatives Markets, 7 J. Applied Corp. Fin., Fall, 8-21 (1994)
- Herrmann*, Carl/*Heuer*, Gerhard/*Raupach*, Arndt (Hrsg.): Einkommensteuer- und Körperschaftsteuergesetz, Kommentar, 21. Aufl., Köln
- Bd. 7, §§ 7c-9b EStG
  - Bd. 12, §§ 22-33 EStG
  - Sonderlieferung zur Steuerreform 1999/2000/2002 (Steuerreform-Kommentierung), 1999.
- Herz*, Robert: Hedge Accounting, Derivatives, and Synthetics: The FASB Starts Rethinking the Rules, J. of Corp. Acct'ing & Fin., Spring 1994, 323-335
- Herzig*, Norbert: Steuerliche und bilanzielle Probleme bei Stock Options und Stock Appreciation Rights, DB 1999, 1-12
- ders./Rieck*, Ulrich: Bilanzsteuerliche Aspekte des Wertaufholungsgebotes im Steuerentlastungsgesetz, WPg 1999, 305-318
- ders./Mauritz*, Peter: Grundkonzeption einer bilanziellen Marktbewertungspflicht für originäre und derivative Finanzinstrumente, BB 1997, Beilage 5 zu Heft 15, S. 1-16
- Herzog*, Roman: Leitlinien und Entwicklungstendenzen der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts in Steuerfragen, StbJb 1985/86, 27-45

- Hess*, Harald: Kommentar zur Konkursordnung, 5. Aufl., Frankfurt a.M. u.a. 1995
- Hoening*, Thomas: Rethinking Financial Regulation, in: Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Second Quarter 1996, S. 5-13 (<http://www.kc.frb.org/publicat/econrev/pdf/2q96hoen.pdf>, Abruf v. 1.9.2000)
- Hodgson*, Stephen: Legal and Regulatory Issues in the Use of Derivatives in Germany, 2 Derivatives Use, Trading & Regulation 189-198 (1996)
- Hoffmann*, Manfred: Pensionsgeschäfte als Aktionsparameter der sachverhaltsgestaltenden Jahresabschlusspolitik, BB 1997, 249-256
- Hoffmann*, Wolf-Dieter: Anmerkungen zum bilanzrechtlichen Teil des Steuerreformgesetzes 1998, BB 1997, 1195-1201
- Hommel*, Michael/*Berndt*, Thomas: Neue Entwicklungen in der Jahresabschlussrichtlinie: Bewertung zum Fair Value, BB 2000, 1184-1189
- Hopt*, Klaus: Handelsgesetzbuch mit GmbH & Co., Handelsklauseln, Bank- und Börsenrecht, Transportrecht (ohne Seerecht), 30. Aufl., München 2000
- ders.*: Kapitalmarktrecht (mit Prospekthaftung) in der Rechtsprechung des BGH, in: Andreas Heldrich und Klaus Hopt (Hrsg.), 50 Jahre BGH: Festgabe aus der Wissenschaft, Bd. II, Handels- und Wirtschaftsrecht, Europäisches und Internationales Recht, München 2000, S. 497-547
- ders.*: Funktion, Dogmatik und Reichweite der Aufklärungs-, Warn- und Beratungspflichten der Kreditinstitute, Festschrift für Joachim Gernhuber, hrsg. v. Hermann Lange u.a., Tübingen 1993, S. 169-189
- ders.*: Kurssicherung und Differenzgeschäft nach §§ 764, 762 BGB, in: Handelsrecht und Wirtschaftsrecht in der Bankpraxis, Festschrift für Winfried Werner zum 65. Geburtstag, hrsg. v. Walther Hadding u.a., Berlin 1984, S. 339-355
- Horn*, Norbert: Zur Haftung der Banken bei der Kreditfinanzierung von Vermögensanlagen, FS für Carsten Peter Claussen zum 70. Geburtstag, hrsg. v. Klaus-Peter Martens u.a., S. 469-481
- Hu*, Henry: Hedging Expectations: „Derivative Reality“ and the Law and Finance of the Corporate Objective, 21 J. Corp. L. 3 (1995), 3-51
- Hübschmann*, Walter/*Hepp*, Ernst/*Spitaler*, Armin: Abgabenordnung-Finanzgerichtsordnung: Kommentar, 10. Aufl., Bd. VI (§§ 202-258 AO), Köln 1995 (Loseblatt)
- International Accounting Standards Committee*: International Accounting Standard IAS 39: Financial instruments: recognition and measurement, London, Dezember 1998
- dass.*: International Accounting Standard No. 32: Financial Instruments - Disclosure and Presentation, London, Juni 1995
- Imo*, Christian: Börsentermin- und Börsenoptionsgeschäfte: zugleich eine strafrechtliche Untersuchung bekannt gewordener Manipulationen im Warentermin- und Warenaptionshandel, Wiesbaden 1988
- Institut der Wirtschaftsprüfer*: Stellungnahme zur Rechnungslegung: Zweifelsfragen zum Ansatz und zur Bewertung von Drohverlustrückstellungen (IDW RS HFA 4) v. 28.6.2000, WPg 2000, 716-721
- dass.*: Stellungnahme zu dem Exposure Draft E62 des IASC „Financial Instruments: Recognition and Measurement“, WPg 1998, 1078-1087
- dass.*: Schreiben des Steuerfachausschusses v. 10.4.1997 zum Entwurf des Steuerreformgesetzes 1998 (BT-Drucks. 13/242), WPg 1997, 292-294

- dass.:* Stellungnahme BFA 2/1995: Bilanzierung von Optionsgeschäften, WPg 1995, 421-422
- dass.:* Stellungnahme BFA 2/1993: Bilanzierung und Prüfung von Financial Futures und Forward Rate Agreements, WPg 1993, 517-518
- Isensee, Josef/Kirchhof, Paul* (Hrsg.): Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland, Band IV: Finanzverfassung - Bundesstaatliche Ordnung, 2. Aufl., Heidelberg 1999
- Jaeger:* Konkursordnung: Großkommentar, 9. Aufl., §§ 1-42, Berlin u.a. 1997
- Jahr, Günther:* Funktionsanalyse von Rechtsfiguren als Grundlage einer Begegnung von Rechtswissenschaft und Wirtschaftswissenschaft, ZfB, Bd. 36 (1966), S. 757-768
- Jacobs, Mario/Schulmeister, Rolf:* LernSTATS online, <http://vs.fernuni-hagen.de/Lernstats/LS>, Abruf v. 21.9.2001
- Jamshidian, Farshid/Zhu, Yu:* Replication of an option on a bond portfolio, Review of Futures Markets, Vol. 9, S. 84-107 (1990)
- Jaskulla, Ekkehard:* Zur Rechtsnatur des Börsentermingeschäfts gemäß § 50 Abs. 1 BörsG: Ersetzung des Begriffs Börsentermingeschäft durch den Begriff Derivatgeschäft, ZBB 1997, 171-177
- Johnson, Christian:* At the Intersection of Bank Finance and Derivatives: Who has the Right of Way?, 66 Tenn. L. Rev. 1-79 (1998)
- Johnson, Todd/Wall, Victoria:* Might Synthetic Instrument Accounting Be Substituted for Hedge Accounting for Some „Hedging“ Relationships?, Financial Accounting Standards Board, Status Report No. 235 (1992), S. 4-9
- Joint Working Group of Banking Associations on Financial Instruments:* Accounting for Financial Instruments for Banks, Oktober 1999 (<http://www.iasc.org.uk/docs/jwgfina.pdf>, Abruf v. 14.5.2000)
- Joint Working Group of Accounting Standard-Setters on Accounting for Financial Instruments:* Financial instruments: Issues relating to banks, 31.8.1999 (<http://www.iasc.org.uk/docs/banksjwg.pdf>, Abruf v. 14.5.2000)
- Jonas, Martin:* Kapitalerträge aus Optionsgeschäften? Zur Besteuerung synthetischer Zero-Bonds, BB 1993, 2421-2423
- Jorion, Philippe:* Value at Risk: The New Benchmark for Controlling Market Risk, Chicago u.a. 1997
- ders.:* Big Bets Run Bad: Derivatives and Bankruptcy in Orange County, San Diego u.a., 1995
- Jutz, Manfred:* Swaps und Financial Futures und ihre Abbildung im Jahresabschluss, Stuttgart 1989
- Kamm, Hans:* Über Grundlinien steuergesetzlicher Tatbestandsbildung und steuertatbestandlicher Garantiefunktion: entwickelt an Zweifelsfällen von Steuerschuldnerschaft infolge Tatbestandsverwirklichung durch Dritte, Köln 1976
- Kaufman, George:* Bank Contagion: A Review of the Theory and Evidence, 8 J. Fin. Serv. Res. 123-150 (1994)
- Kegel, Gerhard:* Verpflichtung und Verfügung: sollen Verfügungen abstrakt oder kausal sein?, in: Internationales Recht und Wirtschaftsordnung, Festschrift für F. A. Mann zum siebenzigsten Geburtstag, hrsg. v. Werner Flume u.a., München 1977, 57-86
- Kemper, Rainer:* Verbraucherschutzinstrumente, Baden-Baden 1994
- Keuk, Brigitte:* Die Einkünfte aus sonstigen Leistungen (§ 22 Ziff. 3 EStG), DB 1972, 1130-1133

- Kingreen*, Thorsten: Die Struktur der Grundfreiheiten des Europäischen Gemeinschaftsrechts, Berlin 1999
- Kirchhof*, Paul: Steuergleichheit durch Steuervereinfachung, in: Peter Fischer (Hrsg.), Steuervereinfachung, Köln 1998, S. 9-28
- ders./Söhn*, Hartmut (Hrsg.): Einkommensteuergesetz: Kommentar, Heidelberg (Loseblatt)
- Bd. 7, §§ 9, 9a, 10 (bis Teil C)
  - Bd. 11, §§ 17, 18, 19, 19a
  - Bd. 12, §§ 20, 21, 21a, 22, 23, 25
- ders.*: Die Kunst der Steuergesetzgebung, NJW 1987, 3217-3226
- Klein*, Martin: Die nicht „angemessene rechtliche Gestaltung“ im Steuerumgehungstatbestand des § 42 AO, Köln 1994
- Kleiner*, Beat: Internationales Devisen-Schuldrecht, Zürich 1985
- Knobbe-Keuk*, Brigitte: Steuerrechtliche Fragen der Optionsanleihen, ZGR 1987, 313-325
- Knoll*, Leonhard: Stock Options vor den Schranken deutscher Finanzgerichtsbarkeit, DStZ 1999, 242-245
- Kötz*, Hein: Vertragliche Aufklärungspflichten: eine rechtsökonomische Studie, in: Festschrift für Ulrich Drobnig zum siebzigsten Geburtstag, hrsg. v. Jürgen Basedow u.a., Tübingen 1998, 563-577
- Kojima*, J. Christopher: Product-Based Solutions to Financial Innovation: The Promise and Danger of Applying the Federal Securities Laws to OTC derivatives, 33 Am. Bus. L. J. 259-339 (1995)
- Kolbrenner*, Scott: Derivatives Design and Taxation, 15 Va. Tax Rev. 211-280 (1995)
- Koller*, Ingo: Die Klagbarkeit von Prämienforderungen aus Aktienoptionen, WM 1985, 593-596
- Kopp*, Thomas: Der Zinsswap: ein deutsch-US-amerikanischer Rechtsvergleich, Baden-Baden 1995
- Krämer*, Lutz: Finanzswaps und Swapderivate in der Bankpraxis: eine zivil-, AGB- und aufsichtsrechtliche Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung der Kautelarpraxis, Berlin u.a. 1999
- Kriele*, Martin: Theorie der Rechtsgewinnung, entwickelt am Problem der Verfassungsinterpretation, 2. Aufl., Berlin 1976
- Kroschel*, Jörg: Zum Zeitpunkt der Besteuerung von Arbeitnehmer-Aktienoptionen, BB 2000, 176-181
- Krümmel*, Hans-Jakob: Neue Finanzierungsformen und aufsichtsrechtliche Strukturnormen, Mitteilungen aus dem Institut für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Bonn (Nr. 22), Bonn 1986
- Krumnow*, Jürgen/*Sprißler*, Wolfgang/*Bellavite-Hövermann*, Yvette/*Kemmer*, Michael/*Steinbrücker*, Hannelore: Rechnungslegung der Kreditinstitute, Kommentar zum Bankbilanzrichtlinie-Gesetz und zur RechKredV, Stuttgart 1994 (zit. Krumnow/Sprißler)
- Kruse*, Heinrich: Lehrbuch des Steuerrechts, Bd. 1: Allgemeiner Teil, München 1991
- Kübler*, Bruno/*Prütting*, Hanns: InsO, Kommentar zur Insolvenzordnung, Bd. 1 (§§1-128), Köln 1998 (Loseblatt)
- Kübler*, Friedrich: Shareholder-Value: eine Herausforderung für das Deutsche Recht?, in: Festschrift für Wolfgang Zöllner zum 70. Geburtstag, hrsg. v. Manfred Lieb u.a., Köln u.a. 1998, S. 321-335
- Kümpel*, Siegfried: Bank- und Kapitalmarktrecht, Köln

- 2. Aufl., 2000  
 - 1. Aufl., 1995
- ders.*: Zur Neugestaltung des Termin-, Differenz- und Spieleinwands für den Bereich der Derivate, WM 1997, 49-58
- ders.*: Kapitalmarktrecht: eine Einführung, Berlin 1995
- ders.*: Zum Termin - und Differenzeinwand bei Zinsterminkontrakten und Zinsswapgeschäften, WM 1986, 661-670
- ders./Peters*, Martin: Aktuelle Fragen der Wertpapierleihe, AG 1994, 525-531
- Kuhn*, Georg/*Uhlenbruck*, Wilhelm: Konkursordnung: Kommentar, 11. Aufl., München 1994
- Labude*, Maria/*Wienken*, Robert: Die Bilanzierung von Derivaten und Sicherungsbeziehungen nach SFAS No. 133, WPg 2000, 11-22
- Laden*, Richard: Synthetic Currency Options, in: Boris Antl (Hrsg.), Management of Currency Risk: Foreign Exchange Rates - Variation, Risk, Management, London 1989, S. 313-322
- Läufer*, Nikolaus: Die Inflation als perfektes Steueräquivalent, DStZ 1999, 764-782
- Lang*, Joachim: Entwurf eines Steuergesetzbuchs im Auftrage der Bundesrepublik Deutschland vertreten durch den Bundesminister der Finanzen, Bonn 1993
- Lang*, Volker: „Börsentermingeschäftsfähigkeit“ von privaten Anlegern auch ohne Unterzeichnung des Informationsblatts?, ZBB 1999, 218-228.
- ders.*: Aufklärungspflichten bei der Anlageberatung, Stuttgart 1995
- Larenz*, Karl: Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 6. Aufl., Berlin, Heidelberg u.a. 1991
- ders./Canaris*, Claus-Wilhelm: Schuldrecht, Bd. 2: Besonderer Teil, Halbband 2, 13. Aufl., München 1994
- ders./Wolf*, Manfred: Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 8. Aufl., München 1997
- Lassak*, Günter: Zins- und Währungsswaps, Frankfurt a.M. 1988
- Leenen*, Detlef: Typus und Rechtsfindung: die Bedeutung der typologischen Methode für die Rechtsfindung dargestellt am Vertragsrecht des BGB, Berlin 1971
- Leffson*, Ulrich: Die Grundzüge ordnungsgemäßer Buchführung, 7. Aufl., Düsseldorf 1987
- ders.*: Die Darstellung von Leasingverträgen im Jahresabschluss, DB 1976, 637-641 (Teil I), 685-690 (Teil II)
- ders./Rückle*, Dieter/*Großfeld*, Bernhard: Handwörterbuch unbestimmter Rechtsbegriffe im Bilanzrecht des HGB, Köln 1986
- Lehmann*, Markus: Genetischer Zusammenhang von verbundenem Kauf- und Darlehensgeschäft des § 9 Abs. 1 S. 1, S. 2 Verbraucherkreditgesetz, Diss. Konstanz 1996
- Lehmann*, Matthias: Der Versicherungsvertrag und die Versicherungs-Treuhand aus ökonomischer und ermittlungsrechtlicher Sicht, in: Matthias Lehmann, Karl Kirchgesser, Dieter Rückle (Hrsg.), Versicherungsvertrag und Versicherungs-Treuhand, Ertragsbesteuerung, Überschussermittlung und -verwendung, Baden-Baden 1997, S. 17-189
- Lehner*, Moris: Wirtschaftliche Betrachtungsweise und Besteuerung nach der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit: zur Möglichkeit einer teleologischen Auslegung der Fiskalzwecknorm, in: Die Steuerrechtsordnung in der Diskussion, Festschrift für Klaus Tipke zum 70. Geburtstag, hrsg. v. Joachim Lang, Köln 1996, S. 237-249
- Lieb*, Manfred: Culpa in contrahendo und rechtsgeschäftliche Entscheidungsfreiheit, in: Festschrift für Dieter Medicus zum 70. Geburtstag, hrsg. v. Volker Beuthien u.a., Köln u.a. 1999, S. 337-352

- Littmann/Bitz/Hellwig*, Das Einkommensteuerrecht, Bd. 4, §§ 18-32d EStG, Stuttgart (Loseblatt)
- Locher*, Peter: Grenzen der Rechtsfindung im Steuerrecht, Bern 1983
- Lorenz*, Stephan: Vertragsaufhebung wegen culpa in contrahendo: Schutz der Entscheidungsfreiheit oder des Vermögens? - eine Besprechung des Urteils des Bundesgerichtshofs vom 26. September 1997, ZIP 1998, 154, ZIP 1998, 1053-1057
- ders.*: Der Schutz vor dem unerwünschten Vertrag: eine Untersuchung von Möglichkeiten und Grenzen der Abschlusskontrolle im geltenden Recht, München 1997.
- Lüer*, Hans-Jochen: Devisenhandel und Bankenaufsicht, WM-Studienbeilage 1/1977
- Lührmann*, Volker: Umrechnung geschlossener Fremdwährungspositionen bei Banken und Nicht-Banken, DStR 1998, 387-392
- Luttermann*, Claus: Unternehmen, Kapital und Genussrechte: eine Studie über Grundlagen der Unternehmensfinanzierung und zum internationalen Kapitalmarktrecht, Tübingen 1998
- Luz*, Günther/*Scharpf*, Paul: Marktrisiken in der Bankenaufsicht: Umsetzung der Marktrisikoregeln der Kapitaladäquanzrichtlinie, Stuttgart 1998
- Maerz*, Hans: Die wirtschaftliche Betrachtungsweise im Steuerrecht: ein Beitrag unter besonderer Berücksichtigung betriebswirtschaftlicher Ansätze, Diss. (rer. pol.) München, 1976
- Mangiero*, Susan/*Mangiero*, George: Is Correlation Coefficient the Standard for FAS 133 Hedge Effectiveness?, GARP Risk Review, May 2001, 22-23
- Mankowski*, Peter: Anm. zu OLG Köln 15.12.1997 - 16 U 34/97, EWiR Art. 29 EGBGB Nr. 1/98, 455-456
- Marshall*, John/*Bansal*, Vipul/*Herbst*, Anthony/*Tucker*, Alan: Hedging Business Cycle Risk with Macro Swaps and Options, 5 J. Applied Corp. Fin., Winter, 103-108 (1992)
- Matzke*, Dirk/*Seifert*, Eckhard: Die Eigenkapitalausstattung von Kreditinstituten gemäß § 10 KWG: Systematische Darstellung der unterschiedlichen Bestandteile und Analyse ihrer empirischen Relevanz, ZBB 1998, 152-165
- Maulshagen*, Almut/*Maulshagen*, Olaf: Rechtliche und bilanzielle Behandlung von Swapgeschäften, BB 2000, 243-249
- dies.*: Die Neuregelung der Bilanzierung derivativer Finanzinstrumente nach US-GAAP: Statement of Financial Accounting Standards 133, BB 1998, 2151-2155
- Mauritz*, Peter: Konzepte der Bilanzierung und Besteuerung derivativer Finanzinstrumente, Wiesbaden, 1996
- ders.*: Derivative Finanzinstrumente beim Privatanleger: steuerliche Behandlung und Überlegungen zur Steuerplanung - Zugleich Besprechung des BMF-Schreibens vom 10.11.1994 - IV B 3 - S 2256 34/94, DB 1994 S. 2315 -, DB 1995, 698-704
- McLaughlin*, Robert: Over-the-counter Derivative Products: A Guide to Business and Legal Risk Management and Documentation, New York u.a. 1998
- Medicus*, Dieter: Bürgerliches Recht: eine nach Anspruchsgrundlagen geordnete Darstellung zur Examensvorbereitung, 18. Aufl., Köln u.a. 1999
- Menninger*, Jutta: Financial Futures und deren bilanzielle Behandlung, Frankfurt a.M. 1993
- Merton*, Robert: Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions, 19 J. Banking & Fin. 461-481 (1995) = NBER Working Paper No. W5096 (<http://nberws.nber.org/papers/W5096.pdf>)
- Miller*, Merton: Is American Corporate Governance Fatally Flawed?, 6 J. Applied Corp. Fin., Winter, S. 32-39 (1994)

- Miller, Richard/Young, Michael*: Financial Reporting and Risk Management in the 21st century, 65 Fordham L. Rev. 1987-2064 (1997)
- Möschel, Wernhard*: Public Law of Banking, Int. Enc. Comp. L., Vol. IX, Ch 3, Tübingen 1991
- Möller, Hans*: Gedanken zur Gewinnversicherung, in: Wirtschaft und Recht der Versicherung: Paul Braess zum 66. Geburtstag, hrsg. v. Dieter Farny, Karlsruhe 1969, S. 185-197
- ders.*: Diskussionsbeitrag, in: Walter Rohrbeck (Hrsg.), Aktuelle Probleme der Versicherungswirtschaft: vom Standpunkt der Versicherungswirtschaft betrachtet, Berlin 1954, S. 137-139
- Moser, James*: Die Lehre von den Zeitgeschäften und deren Combinationen, Berlin 1875
- Moxter, Adolf*: Missverständnisse um das Maßgeblichkeitsprinzip, DStZ 2000, 157-161
- ders.*: Bilanzrechtsprechung, 5. Aufl., Tübingen 1999
- ders.*: Künftige Verluste in der Handels- und Steuerbilanz, DStR 1998, 509-515
- ders.*: Verletzt das Auskunftsverweigerungsrecht des § 131 Abs. 3 Nr. 3 AktG die Eigentums-  
garantie des GG?, in: Unternehmensrechnung und -besteuerung: Grundfragen und Ent-  
wicklungen, Festschrift für Dietrich Börner zum 65. Geburtstag, hrsg. v. Heribert Mef-  
fert u.a., Wiesbaden 1998, S. 305-321
- ders.*: Die Vorschriften zur Rechnungslegung und Abschlussprüfung im Referentenentwurf  
eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, BB 1997, 722-  
730
- Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, München
- Bd. 1, Allgemeiner Teil (§§ 1-240), AGB-Gesetz, 4. Aufl. 2001
  - Bd. 2, Schuldrecht, Allgemeiner Teil (§§ 241-432), 4. Aufl. 2001
  - Bd. 5, Schuldrecht, Besonderer Teil III (§§ 705-853), 3. Aufl. 1997
- Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch*: 1. Aufl., Bd. 4, §§ 238-342a, München 2001
- Mugdan, Benno* (Hrsg.): Die gesammelten Materialien zum Bürgerlichen Gesetzbuch für das  
Deutsche Reich, Bd. II, Recht der Schuldverhältnisse, Berlin 1899
- Naumann, Thomas*: Zur Abgrenzung von künftig ertragsteuerrechtlich nicht mehr zu bildenden  
Drohverlustrückstellungen, insbesondere bei Kreditinstituten, BB 1998, 527-531
- Niemann, Christoph*: Finanzinnovationen im Binnenmarkt, WM 1993, 777-781
- Nußbaum, Arthur*: Die Börsengeschäfte, in: Victor Ehrenberg (Hrsg.), Handbuch des gesamten  
Handelsrechts, Bd. 4, Abteilung II, Leipzig 1918, S. 541-691
- Obermüller, Manfred*: Insolvenzrecht in der Bankpraxis, 5. Aufl., Köln 1997
- ders.*: Swap-Geschäfte bei Insolvenz, in: Festschrift für Franz Merz zum 65. Geburtstag, hrsg.  
v. Walter Gerhardt u.a., Köln 1992, 423-438
- ders./Hess, Harald*: InsO: eine systematische Darstellung des neuen Insolvenzrechts, 3. Aufl.,  
Heidelberg 1999
- Oestreicher, Andreas*: Grundsätze ordnungsmäßiger Bilanzierung von Zinsterminkontrakten:  
das Prinzip der Einzelbewertung bei funktional verknüpften Finanzgeschäften, Düssel-  
dorf 1992
- ders./Haun, Jürgen*: Implications of the International Use of Interest Rate Derivatives on Taxa-  
tion, 24 Int'l Tax J., Summer, 12-47 (1998)
- Office of the Comptroller of the Currency*: OCC Bank Derivatives Report, Second Quarter  
2001, Washington (D.C.) (<http://www.occ.treas.gov/ftp/deriv/dq201.pdf>, Abruf v.  
31.10.2001)
- Oppermann, Thomas*: Europarecht, 2. Aufl., München 1999

- Ordelheide*, Dieter: Rechnungslegung im digitalen Zeitalter, in: Günther Gebhardt/Bernhard Pellens (Hrsg.): Rechnungswesen und Kapitalmarkt, Beiträge anlässlich eines Symposiums zum 70. Geburtstag von Walther Busse von Colbe, ZfbF-Sonderheft 41, Düsseldorf 1999, S. 229-253
- Organisation for Economic Co-Operation and Development*: Taxation of New Financial Instruments, Paris 1994
- Palandt*: Bürgerliches Gesetzbuch, 60. Aufl., München 2001
- Pape*, Jochen/*Breker*, Norbert: Financial Instruments - Joint Working Group: aktueller Stand der Erörterungen im Oktober 1998, WPg 1999, 1-12
- Papier*, Hans-Jürgen: Eigentumsgarantie und Geldentwertung, AöR 98 (1973), 528-567
- ders.*: Die finanzrechtlichen Gesetzesvorbehalte und das grundgesetzliche Demokratieprinzip, Berlin 1973
- Partnoy*, Frank: Financial Derivatives and the Costs of Regulatory Arbitrage, 22 J. Corp. L. 211-256 (1997)
- Paus*, Bernhard: Steuerliche Behandlung von Stückzinsen: Anmerkungen zu dem BFH-Urteil vom 27. Juli 1999 VIII R 36/98, DStZ 2000, 261-263
- Pelda*, Kurt: Notverkauf für „Margin Calls“: Anleger bluten für ihre Aktienkäufe auf Pump, FTD v. 17.4.2000, S. 21
- Perlet*, Helmut/*Baumgärtel*, Martina: Zur Bilanzierung von Finanzinstrumenten in der Versicherungswirtschaft, in: Wolfgang Ballwieser, Adolf Moxter, Rolf Nonnenmacher (Hrsg.), Rechnungslegung - warum und wie?, Festschrift für Hermann Clemm zum 70. Geburtstag, München, 1996, S.287-309
- ders./Willert*, Hans: Steuerfragen beim Einsatz derivativer Finanzinstrumente, in: Robert Schwebler/Klaus-Wilhelm Knauth/Diethard Simmert, Einsatz von Finanzinnovationen in der Versicherungswirtschaft, Karlsruhe, 1993, S. 301-340
- Plambeck*, Charles/*Rosenbloom*, H. David/*Ring*, Diane: Generalbericht, in: International Fiscal Association, Cahiers de droit fiscal international, Tax Aspects of Derivative Financial Instruments, Vol. LXXXb (1995), Den Haag u.a., S. 735-779
- Pochmann*, Günter: Controlling: Information im Derivatibereich, dargestellt am Beispiel von zinsbezogenen Optionen, Frankfurt a.M. u.a. 1996
- Pohl*, Wolfgang: Finanzderivate im Griff der Währungsunion: „fin de siècle“ für langfristige Kontrakte?, WM 1997, 1185-1192
- ders.*: Innovative Finanzinstrumente im gemeinsamen Europäischen Bankenmarkt: europäisches und deutsches Bankenaufsichtsrecht, Baden-Baden 1994
- ders.*: Swapvereinbarungen - Juristisches Neuland?, AG 1992, 425-430
- Portner*, Rosemarie: Länderbericht Deutschland, in: International Fiscal Association, Cahiers de droit fiscal international, Tax aspects of derivative financial instruments, Vol. LXXXb (1995), Den Haag u.a., S. 229-249
- Prahl*, Reinhard/*Naumann*, Thomas: Die Bewertungseinheit am Bilanzstichtag - und was dann?: Überlegungen zur Bildung und Abwicklung von Bewertungseinheiten für den Eigenhandel der Kreditinstitute, ZBB 1994, 1-9
- Preyer*, Hans-Peter/*Reinhardt*, Ludwig: Die Identifizierung und das Management von Zinsrisiken im Finanzbereich, in: Bernd Rudolph (Hrsg.), Derivative Finanzinstrumente, Stuttgart 1995, S. 193-210
- Prölss/Martin*: Versicherungsvertragsgesetz: Kommentar zu VVG und EGVVG sowie Kom-

- mentierung wichtiger Versicherungsbedingungen - unter Berücksichtigung des ÖVVG und österreichischer Rechtsprechung, 26. Aufl., München 1998
- Pross*, Achim: Swap, Zins und Derivat: Finanzinnovationen im nationalen und internationalen Steuerrecht unter besonderer Berücksichtigung des Zinsbegriffs, München 1998
- Reich*, Norbert: Informations-, Aufklärungs- und Warnpflichten beim Anlagengeschäft unter besonderer Berücksichtigung des „execution-only-business“ (EOB), WM 1997, 1601-1609
- Reichert*, Gudrun: Teilwertabschreibung und Wertaufholung: Auswirkungen des Steuerentlastungsgesetzes 1999/2000/2002 auf Handels- und Steuerbilanz, SteuerStud 2000, 107-112
- Reiner*, Günter: OTC-Derivate nach dem 1992 ISDA Multicurrency-Cross Border Master Agreement, in: MünchVhb, Bd. 4: Internationales Wirtschaftsrecht, hrsg. v. Rolf Schütze, 5. Aufl., München 2002, Kapitel VII.7., 2. Bearbeitung, S. 756-918
- ders.*: Die Inflationssteuer als Steuer im Rechtssinn, DStZ 1999, 810-831
- ders.*: Unternehmerisches Gesellschaftsinteresse und Fremdsteuerung, München 1995
- Rigby*, Bill: Insurers on the Offensive, The Review - Worldwide Reinsurance, NAII Newsletter v. 13.11.1997, S. 3
- Robinson*, Nicholas: Toy-town Time in the Markets, The Banker, May 1988, S. 56-58
- Rollinger*, Norbert: Aufklärungspflichten bei Börsentermingeschäften, Göttingen 1990
- Roser*, Frank/*Tesch*, Beate: Neue Chancen und Risiken bei Besteuerung von Termingeschäften, EStB 1999, 30-32
- Rubinstein*, Mark/*Leland*, Hayne: Replicating Options with Positions in Stock and Cash, 37 Fin. Analysts J. 1981, 63-72
- Rudolph*, Bernd: Gestaltungsformen bankaufsichtlicher Normen, WISU 1991, 596-601
- Rüthers*, Bernd: Rechtstheorie: Begriff, Geltung und Anwendung des Rechts, München 1999
- Rutishauser*, Doris: Neue Rechnungslegung für Finanzinstrumente und deren Bewertung unter IAS 39: Der Schweizer Treuhänder 2000, 293-296
- Sagasser*, Bernd/*Schüppen*, Matthias: Änderungen im Ertragsteuerrecht durch das Missbrauchsbekämpfungs- und Steuerbereinigungsgesetz (Teil I: Einkommen- und Körperschaftsteuer), DStR 1994, 265-276
- Samleben*, Jürgen: Börsentermingeschäfte, in: Klaus Hopt, Bernd Rudolph, Harald Baum (Hrsg.), Börsenreform: eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung, Stuttgart 1997, S. 469-531
- ders.*: Rezension zu Dannhoff (s.o.), RabelsZ 61 (1997), 779-782
- Schäfer*, Frank (Hrsg.): Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV: Kommentar, Stuttgart 1999
- ders.*: Anm. zu KG 7.1.1997 - 19 U 4688/96, EWiR § 818 BGB 1/98, 261-262
- ders.*: Anm. zu BGH Beschl. 12.3.1996 - XI ZR 232/95, WuB I G 1 - 9.96, S. 813-815
- ders.*: Zinsswaps und Zinscaps als Differenzgeschäfte gem. §§ 762, 764 BGB, ZIP 1986, 1304-1307
- Scharpf*, Paul: Bilanzierung von Finanzinstrumenten nach dem Vorschlag der EG-Kommission - Ein Vergleich mit IAS 39, DB 2000, 629-634
- ders.*: Überlegungen zur Bilanzierung strukturierter Produkte (Compound Instruments), Finanz Betrieb, Heft 5/1999, S. 21-30
- ders.*: Derivative Finanzinstrumente im Jahresabschluss unter Prüfungsgesichtspunkten: Er-

- fassung, Abwicklung und Bildung von Bewertungseinheiten, BFuP 1995, 166-208
- ders./Luz, Günther*: Risikomanagement, Bilanzierung und Aufsicht von Finanzderivaten, Stuttgart 1996
- Schildbach, Thomas*: Rechnungslegung nach US-GAAP: Hoffnung und Wirklichkeit, BB 1999, 359-365 (Teil I), 411-415 (Teil II)
- ders.*: Zeitbewertung, Gewinnkonzeptionen und Informationsgehalt: Stellungnahme zu „Financial Assets and Liabilities: Fair Value or Historical Cost?“, WPg 1999, 177-185
- Schimansky, Herbert*: Bankvertragsrecht und Privatautonomie, WM 1995, 461-467
- ders./Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen*: Bankrechts-Handbuch, München  
- Bd. 1 und Bd. 2, 1997  
- Ergänzungsband 1999
- Schlüter, Wulff*: Der Anwendungsbereich des § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 EStG bei der Besteuerung von Optionsgeschäften, DStR 2000, 226-230
- ders.*: Innovative Finanzinstrumente im Privatvermögen: eine steuerrechtliche Analyse, Wiesbaden 1998
- Schmalenbach-Gesellschaft, Arbeitskreis „Externe Unternehmensrechnung“*: Bilanzierung von Finanzinstrumenten im Währungs- und Zinsbereich auf der Grundlage des HGB, DB 1997, 637-642
- Schmidt, Harmut*: Wertpapierbörsen, München 1988
- Schmidt, Karsten*: Fremdwährungsforderungen im Konkurs: Bestandsaufnahme und Thesen zu § 69 KO (§ 52 RegE InsO), in: FS für Franz Merz zum 65. Geburtstag, hrsg. v. Walter Gerhardt, Wolfram Henckel, Joachim Kilger, Gerhart Kreft, Köln 1992, S. 533-552
- Schmidt, Ludwig* (Hrsg.): Einkommensteuergesetz: Kommentar, 19. Aufl., München 2000
- Schmidt, Reimer*: Rechtliche Aspekte der Investment-Lebensversicherung, in: Wirtschaft und Recht der Versicherung, Paul Braeß zum 66. Geburtstag hrsg. v. Dieter Farny, Karlsruhe 1969, 239-250
- ders.*: Die Obliegenheiten: Studien auf dem Gebiet des Rechtszwanges im Zivilrecht unter besonderer Berücksichtigung des Privatversicherungsrechts, Karlsruhe 1953
- Schmidt-Rimpler, Walter*: Die Gegenseitigkeit bei einseitig bedingten Verträgen, insbesondere beim Versicherungsvertrag: zugleich ein Beitrag zur Lehre vom Synallagma, Stuttgart 1968
- Schneider, Dieter*: Abbau von Steuervergünstigungen durch Skalpierung der Maßgeblichkeit und Verlustverrechnung als „Stärkung der Investitionskraft“?, DB 1999, 105-110
- ders.*: Betriebswirtschaftslehre, Bd. 3: Theorie der Unternehmung, München, Wien, 1997
- ders.*: Informations- und Entscheidungstheorie, München, Wien, 1995
- ders.*: Mindestnormen zur Eigenkapitalausstattung als Beispiele unbegründeter Kapitalmarktregulierung ?, in: Dieter Schneider (Hrsg.), Kapitalmarkt und Finanzierung, Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik, Neue Folge, Band 165, Berlin 1986, S. 85-108
- ders.*: Steuergerechtigkeit durch Regelungen gegen Steuervermeidung: ein „Gefangenendilemma“ des Steuerrechts, StuW 1985, 345-355
- Schneider, Helmut*: Teilwertabschreibung und Wertzuschreibung bei Kreditinstituten nach dem Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002, ZBB 2000, 121-131
- Schoch, Frank*: Bankenhaftung wegen Aufklärungs- und Beratungspflichtverletzung bei Börsentermingeschäften - Im Blickpunkt: lediglich mündliche Aufklärung durch die Bank, BB 2000, 163-165

- Schön*, Wolfgang: Die Verdeckte Gewinnausschüttung: eine Bestandsaufnahme, in: Festgabe für Werner Flume zum 90. Geburtstag, dargebracht v. Horst Jakobs u.a., Berlin u.a. 1998, S. 265-299
- Schönle*, Herbert: Bank- und Börsenrecht: ein Studienbuch, 2. Aufl., München 1976
- Schoppmann*, Henning: Internationale Harmonisierung der Aufsichtsregeln, in: Axel Bertuch-Samuels/Wiebke Störmann (Hrsg.), Derivative Finanzinstrumente: Nutzen und Risiken, Stuttgart 1995, S.119-136
- Schröder*, Jan: Gesetzesauslegung und Gesetzesumgehung: das Umgehungsgeschäft in der rechtswissenschaftlichen Doktrin von der Spätaufklärung bis zum Nationalsozialismus, Paderborn u.a. 1985
- Schubert*, Theo: Die Überlassung von Stock Options ist bereits lohnsteuerpflichtig, FR 1999, 639-645
- Schünemann*, Wolfgang: Rechtsnatur und Pflichtenstruktur des Versicherungsvertrags, JZ 1995, 430-434
- Schwark*, Eberhard: Börsenrecht, in: Andreas Heldrich und Klaus Hopt (Hrsg.), 50 Jahre BGH: Festgabe aus der Wissenschaft, Bd. II, Handels- und Wirtschaftsrecht, Europäisches und Internationales Recht, München 2000, S. 455-495
- ders.*: Die Verhaltensnormen der §§ 31 ff. WpHG, in: Walter Hadding, Klaus Hopt, Herbert Schimansky (Hrsg.), Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung: Bankrechtstag 1995, Berlin, New York 1996, S. 109 -133
- ders.*: Börsengesetz: Kommentar zum Börsengesetz und zu den börsenrechtlichen Nebenbestimmungen, 2. Aufl., München 1994
- Schwintowski*, Hans-Peter, Anleger- und objektgerechte Beratung in der Lebensversicherung, in: Allokation der Ressourcen bei Sicherheit und Unsicherheit, Festschrift für Leonhard Männer, hrsg. v. J.-Matthias Graf v.d. Schulenburg u.a., Baden-Baden 1997, S. 376-404
- ders.*: Anm. zu BGH Beschl 9.12.1997 - XI ZR 85/97, EWiR § 53 BörsG 2/98, 403-404.
- ders.*: Die Rechtsnatur des Versicherungsvertrages, JZ 1996, 702-710
- ders./Schäfer*, Frank: Bankrecht: Commercial Banking - Investment Banking, Köln u.a. 1997
- Seckelmann*, Robert: Zinsrecht: das Problem, dessen Lösung es sein sollte - ein Plädoyer für konsequent richtigen Umgang mit zu verzinsendem Geld, Baden-Baden 1992
- Siber*, Heinrich: Der Rechtszwang im Schuldverhältnis nach deutschem Reichsrecht, Leipzig 1903
- Siebert*, Wolfgang: Der Risikogedanke im Vertragsrecht, insbesondere im Versicherungsvertrag, in: Walter Rohrbeck (Hrsg.), Aktuelle Probleme der Versicherungswirtschaft: vom Standpunkt der Versicherungswirtschaft betrachtet, Berlin 1954, S. 125-137
- Simons*, Henry: Personal Income Taxation: The Definition of Income as a Problem of Fiscal Policy, Chicago 1938
- Singleton*, Matthew: Hedge Accounting: A State-of-the-art Review, in: Robert Schwartz, Clifford Smith (Hrsg.), Advanced Strategies in Financial Risk Management, New York, London u.a. 1993, S. 579-589
- Siegel*, Stanley: The Coming Revolution in Accounting: The Emergence of Fair Value as the Fundamental Principle of GAAP, 42 Wayne L. R. 1996, 1839-1862
- Smith*, Donald: The Arithmetic of Financial Engineering, 2 J. Applied Corp. Fin., Winter, 49-58 (1989)
- Smithson*, Charles: A LEGO® Approach to Financial Engineering: An Introduction to Forwards,

- Futures, Swaps and Options, 5 Midland Corp. Fin. J., Winter, 16-28 (1987)
- Soergel*: Bürgerliches Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Stuttgart u.a.  
- Bd. 2, Schuldrecht I (§§ 241-432), 12. Aufl., 1990  
- Bd. 4, Schuldrecht III (§§ 705-853), 11. Aufl., 1985
- Sorgenfrei*, Ulrich: Zur Neuregelung der Besteuerung von Verlusten aus betrieblichen Termin-  
geschäften, DStR 1999, 1928-1936
- Southern*, David: The International Taxation of Derivatives, 2 Derivatives Use, Trading &  
Regulation 80-90 (1996)
- Spriffler*, Wolfgang: Das Derivategeschäft und seine Bilanzierung bei deutschen Kreditinstitu-  
ten, in: Wolfgang Ballwieser, Adolf Moxter, Rolf Nonnenmacher (Hrsg.), Rechnungs-  
legung - Warum und wie, Festschrift für Hermann Clemm zum 70. Geburtstag, Mün-  
chen 1996, S. 365-388
- Stadler*, Astrid: Gestaltungsfreiheit und Verkehrsschutz durch Abstraktion: eine rechtsverglei-  
chende Studie zur abstrakten und kausalen Gestaltung rechtsgeschäftlicher Zuwendun-  
gen anhand des deutschen, schweizerischen, österreichischen, französischen und US-  
amerikanischen Rechts, Tübingen 1996
- Staudinger*: Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengeset-  
zen, 13. Aufl., Berlin  
- Zweites Buch, Recht der Schuldverhältnisse, §§ 244-248 (Geldrecht), 1997  
- Zweites Buch, Recht der Schuldverhältnisse, §§ 741-764, 1996
- Steiner*, Manfred/*Tebroke*, Hermann-Josef/*Wallmeier*, Martin: Konzepte der Rechnungslegung  
für Finanzderivate, WPg 1995, 533-544
- Swan*, Edward: United Kingdom and United States: Why do Regulators Find Derivatives so  
Confusing?, F&DLR 1996, Vol. III, Issue 1, 3-23
- Tiedchen*, Susanne: Der Vermögensgegenstand im Handelsbilanzrecht, Köln 1991
- Tintelnot*, Albrecht: Die gegenseitigen Verträge im Insolvenzverfahren, ZIP 1995, 616-623
- Tipke*, Klaus: Die Steuerrechtsordnung, Bd. 1: Wissenschaftsorganisatorische, systematische  
und grundrechtlich-rechtsstaatliche Grundlagen, Köln 1993
- ders.*: Die Steuerrechtsordnung, Bd. 3: Föderative Steuerverteilung, Rechtsanwendung und  
Rechtsschutz, Gestalter der Steuerrechtsordnung, Köln 1993
- ders./Lang*, Joachim: Steuerrecht, 16. Aufl., Köln 1998
- Tönnies*, Michael/ *Schiersmann*, Bert: Die Zulässigkeit von Bewertungseinheiten in der Han-  
delsbilanz, DStR 1997, 714-720 (Teil I) und 756-760 (Teil II)
- Uerpman*, Robert: Das öffentliche Interesse: seine Bedeutung als Tatbestandsmerkmal und als  
dogmatischer Begriff, Tübingen 1999
- van Bebber*, Guido: Private Devisentermingeschäfte im Lichte der Neuregelung durch das Steu-  
erentlastungsgesetz 1999/2000/2002, DStR 1999, 1756-1759
- Vogel*, Klaus: Die Besonderheit des Steuerrechts, DStZA 1977, 5-12
- von Arnim*, Rainer: Die Waren-Termin-Anlage, Bd. 2, Darmstadt u.a. 1983
- ders.*: Die Option im Waren- und Aktienbereich (I), AG 1983, 29-49
- von der Crone*, Hans: Rahmenverträge: Vertragsrecht - Systemtheorie - Ökonomie, Zürich 1993
- von Dryander*, Christoph/*Meier*, Werner: Statutory Termination and Global Netting Provisions,  
IFLR, July 1994, 43-44
- von Nell-Breuning*, Oswald: Grundzüge der Börsenmoral, Freiburg i.B. 1928
- von Randow*, Philipp: Derivate und Corporate Governance, ZGR 1996, 594-641

- von Westphalen, Stefanie: Derivatgeschäfte, Risikomanagement und Aufsichtsratshaftung, Baden-Baden 2000
- Wall, Larry/Tallman, Ellis/Abken, Peter: The Impact of a Dealer's Failure on OTC Derivatives Market Liquidity During Volatile Periods, Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 96-6, Juni 1996
- Walker, Marcus: Pfandbriefe: Germany's Secret Gamblers, Euromoney, April 1999, S. 22-28
- Walz, Rainer: Kommentar zu Schredelseker, Zur ökonomischen Theorie der Publizität, in: Claus Ott/Hans-Bernd Schäfer (Hrsg.), Effiziente Verhaltenssteuerung und Kooperation im Zivilrecht: Beiträge zum 5. Travemünder Symposium zur Ökonomischen Analyse des Rechts (27. - 30. März 1996), Tübingen 1997, S. 246-249
- ders.: Die steuerrechtliche Herausforderung des Zivilrechts, ZHR 147 (1983), 281-312
- ders.: Steuergerechtigkeit und Rechtsanwendung: Grundlinien einer relativ autonomen Steuerrechtsdogmatik, Hamburg 1980
- Warren, Alvin: Financial Contract Innovation and Income Tax Policy, Harvard Law Review 1993 (Bd. 107), 460-492
- Weidmann, Markus: Einkommensbegriff und Realisation: zum Zeitpunkt der Realisation von Ertrag und Einkommen im Handels- und Steuerrecht, Diss. Zürich 1996
- Welcker, Johannes/Brutscher, Joachim: Kombination und Zerlegung von Börsentermingeschäften, WISU 1985, 132-136 (Teil I), 195-199 (Teil II)
- Wendt, Michael: Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002: Änderungen bei betrieblichen und privaten Veräußerungsgeschäften, FR 1999, 333-355
- Wenzel, Frank: Anm. zu LG Bochum 22.11.1994 und AG Schleswig 14.2.1996, WuB I E 3. - 4.96, S. 563-565
- Windmüller, Rolf: Fragen der Berücksichtigung der Zinsen in der Bankbilanzierung, in: Wolfgang Ballwieser, Hans-Joachim Böcking, Jochen Drukarczyk, Reinhard Schmidt (Hrsg.), Bilanzrecht und Kapitalmarkt, Festschrift zum 65. Geburtstag von Adolf Moxter, Düsseldorf 1994, S. 883-896
- ders./Breker, Norbert: Bilanzierung von Optionsgeschäften, WPg 1995, 389-401
- Winter, Oliver: Aktivierungsfähigkeit von Finanzderivaten: dargestellt am Beispiel von Zinsbegrenzungsvereinbarungen, BB 1996, 2083-2089
- ders.: Der wirtschaftliche und rechtliche Charakter von Zinsbegrenzungsverträgen, WM 1995, 1169-1176
- ders.: Zur Rückstellungsdotierung bei OTC-Zinsoptionen, BB 1995, 1631-1638
- ders.: Der Termin- und Differenzeinwand bei Zinsbegrenzungsvereinbarungen, WM 1994, 2143-2150
- Wittenbrink, Carsten/Göbel, Gerhard: Interne Geschäfte: ein trojanisches Pferd vor den Toren des Bilanzrechts?, Die Bank 1997, 270-274
- Wlecke, Ulrich: Währungsumrechnung und Gewinnbesteuerung bei international tätigen deutschen Unternehmen, Düsseldorf 1989
- Wolter, Udo: Termingeschäftsfähigkeit kraft Information: eine rechtshistorische, rechtsdogmatische und rechtspolitische Studie über die stillschweigende Entfunktionalisierung des § 764 BGB durch die Börsengesetz-Novelle 1989, Paderborn u.a. 1991
- Wüstemann, Jens: Generally Accepted Accounting Principles: zur Bedeutung und Systembildung der Rechnungslegungsregeln der USA, Berlin 1999
- Zahn, Hans: Handlexikon zu Futures, Optionen und innovativen Finanzinstrumenten, Frankfurt

1991

- Zechner*, Josef: Regulierung derivativer Finanzinstrumente: Gefahr oder Chance, ÖBA 1995, 501-506
- Zelinsky*, Edward: For Realization: Income Taxation, Sectoral Accretionism, and the Virtue of Attainable Virtues, 19 *Cardozo L. Rev.* 861-961 (1997)
- Zöllner*, Wolfgang: Wertpapierrecht: ein Studienbuch, 14. Aufl., München 1987

# Rechtsprechungsverzeichnis

## Europäischer Gerichtshof

EuGH 14.9.1999 - RS C-275/97, EuGHE 1999, I-5331	264; 289
EuGH 24.3.1994 - C-275/92, EuGHE 1994, I-1039	135
EuGH 11.6.1987 - RS 406/85, EuGHE 1987, 2525	73
EuGH 14.1.1980 - RS 22/80, EuGHE 1980, 3427	75
EuGH 20.2.1979 - RS 120/78, EuGHE 1979, 649	73

## Bundesverfassungsgericht

BVerfG 22.5.2001 - 1 BvL 4/96, BGBl I 2001, 1879	74
BVerfG 7.12.1999 - 2 BvR 301/98, BStBl II 2000, 162	74; 310
BVerfG 10.11.1999 - 2 BvR 2861/93, BStBl II 2000, 160	310
BVerfG 8.1.1999 - 1 BvL 14/98, BStBl II 1999, 152	309; 311
BVerfG 10.11.1998 - 2 BvR 1220/93, BStBl II 1999, 193	330
BVerfG Beschl. 30.9.1998 - 2 BvR 1818/91, BVerfGE 99, 88	74; 304; 310; 333; 386; 403
BVerfG 10.4.1997 - 2 BvL 77/92, BVerfGE 96, 1	74; 310
BVerfG 22.6.1995 - 2 BvL 37/91, BVerfGE 93, 121	308; 310
BVerfG 27.12.1991 - 2 BvR 72/90, BStBl II 1992, 212	81; 312
BVerfG 31.5.1990 - 2 BvL 12/88, BVerfGE 82, 159	74
BVerfG 30.5.1990 - 1 BvL 2/83, BVerfGE 82, 126	72
BVerfG 14.5.1986 - 2 BvL 19/84, BVerfGE 72, 278	315
BVerfG 15.10.1985 - 2 BvL 4/83, BVerfGE 71, 39	72
BVerfG 12.3.1985 - 1 BvR 571/81 u.a., BVerfGE 69, 188	319
BVerfG 6.12.1983 - 2 BvR 1275/79, BVerfGE 65, 325	72-74
BVerfG 9.2.1982 - 1 BvR 698/79 u.a., BVerfGE 59, 336	72
BVerfG 10.11.1981 - 1 BvL 18/77 u.a., BVerfGE 59, 36	73 f.
BVerfG 7.10.1980 - 1 BvL 50/79 u.a., BVerfGE 55, 72	73
BVerfG 11.6.1980 - 1 PBvU 1/79, BVerfGE 54, 277	208
BVerfG 5.4.1978 - 1 BvR 117/73, BVerfGE 48, 102	308; 330 f.
BVerfG 11.10.1977 - 1 BvR 343/73 u.a., BVerfGE 47, 1	308
BVerfG 23.11.1976 - 1 BvR 150/75, BVerfGE 43, 108	309
BVerfG 24.3.1976 - 2 BvR 804/75, BVerfGE 42, 64	72
BVerfG 10.2.1976 - 1 BvL 8/73, BVerfGE 41, 269	73; 309
BVerfG 9.7.1969 - 2 BvL 20/65, BVerfGE 26, 302	309; 377; 382; 392
BVerfG 26.3.1969 - 1 BvR 512/66, BVerfGE 25, 309	312
BVerfG 20.12.1966 - 1 BvR 320/57, BVerfGE 21, 12	73; 307; 309

BVerfG 8.10.1963 - 2 BvR 108/62, BVerfGE 17, 122	73
BVerfG 14.4.1959 - 1 BvL 23/57 u.a., BVerfGE 9, 237	310; 325
BVerfG 24.7.1957 - 1 BvL 23/52, BVerfGE 7, 89	318
BVerfG 11.8.1954 - 2 BvK 2/54, BVerfGE 4, 31	72
BVerfG 18.12.1953 - 1 BvL 106/53, BVerfGE 3, 225	81
BVerfG 23.10.1951 - 2 BvG 1/51, BVerfGE 1, 14	73

### Bundesgerichtshof

BGH 8.5.2001 - XI ZR 192/00, ZIP 2001, 1580	128
BGH 2.4.2001 - II ZR 261/99, WM 2001, 959	183
BGH 20.3.2001 - XI ZR 213/00, ZIP 2001, 784	15, 85, 94
BGH 27.6.2000 - XI ZR 174/99, NJW 2000, 3558	129
BGH 9.5.2000 - XI ZR 159/99, ZIP 2000, 1204	120
BGH 22.3.2000 - VIII ZR 325/98, NJW 2000, 2018	175
BGH 5.10.1999 - XI ZR 296/98, BGHZ 142, 345	87, 90-91, 118, 124, 126-128, 151
BGH 14.3.1999 - VII ZR 342/89, BGHZ 114, 87	119
BGH 11.2.1999 - IX ZR 352/97, NJW 1999, 2032	119, 129
BGH 2.2.1999 - XI ZR 74/98, NJW 1999, 1636	131
BGH 29.11.1998 - XI ZR 334/97, WM 1998, 2255	133
BGH 17.11.1998 - XI ZR 78/98, DB 1999, 139	94
BGH 13.10.1998 - XI ZR 26/98, NJW 1999, 720	94, 110 f.
BGH 9.6.1998 - XI ZR 220/97, WM 1998, 1527	119 f., 122
BGH 19.5.1998 - XI ZR 216/97, NJW 1998, 2673	87, 121-124, 157
BGH 12.5.1998 - XI ZR 180/97, BGHZ 139, 1	87, 88, 90 f., 94, 165
BGH 21.4.1998 - XI ZR 377/97, BGHZ 138, 331	109, 168
BGH 3.2.1998 - XI ZR 33/97, WM 1998, 545	94
BGH 16.12.1997 - VI ZR 408/96, ZIP 1998, 328	116
BGH Beschl. 9.12.1997 - XI ZR 85/97, NJW 1998, 994	41, 94
BGH 26.9.1997 - V ZR 29/96, NJW 1998, 302	119, 158, 170-172
BGH 20.6.1997 - V ZR 39/96, NJW 1997, 2671	174
BGH 16.4.1997 - XII ZR 103/95, NJWE-MietR 1997, 150	119
BGH 11.3.1997 - XI ZR 92/96, NJW 1997, 2171	87, 122, 124
BGH 28.1.1997 - XI ZR 22/96, NJW 1997, 1361	118-130
BGH 24.9.1996 - XI ZR 244/95, WM 1997, 309	124
BGH 9.7.1996 - XI ZR 103/95, BGHZ 133, 200	94
BGH 27.6.1996 - VII ZR 59/95, WM 1996, 2208	29
BGH 11.6.1996 - XI ZR 172/95, BGHZ 133, 82	122, 124, 158
BGH 14.5.1996 - XI ZR 188/95, ZIP 1996, 1161	115, 122-124
BGH 13.5.1996 - GSSt 1/96, BGHSt 42, 139	82
BGH Beschl. 12.3.1996 - XI ZR 232/95, NJW 1996, 1744	94, 123, 130
BGH 27.2.1996 - XI ZR 133/95, ZIP 1996, 667	130

BGH 14.2.1995 - XI ZR 218/93, WM 1995, 658	87 f., 124
BGH 1.12.1994 - III ZR 93/93, NJW 1995, 1025	116
BGH 25.10.1994 - XI ZR 43/94, NJW 1995, 321	121, 123
BGH 17.5.1994 - XI ZR 144/93, WM 1994, 1746	116
BGH 29.3.1994 - XI ZR 31/93, WM 1994, 834	94, 166
BGH 14.3.1994 - II ZR 99/93, NJW 1994, 2610	82
BGH 2.3.1994 - IV ZR 109/93, NJW 1994, 1534	146
BGH 1.2.1994 - XI ZR 125/93, NJW 1994, 997	122
BGH 16.11.1993 - XI ZR 214/92, BGHZ 124, 151	119, 122, 178
BGH 11.11.1993 - IX ZR 257/92, BGHZ 124, 76	191
BGH 6.7.1993 - XI ZR 12/93, BGHZ 123, 126	117, 120, 170, 179
BGH 5.7.1993 - II ZR 114/92, NJW 1993, 2609	78
BGH 22.6.1993 - XI ZR 215/92, WM 1993, 1457	158
BGH 10.3.1993 - XII ZR 253/91, BGHZ 122, 46	138
BGH 4.3.1993 - IX ZR 169/92, ZIP 1993, 600	201
BGH 29.1.1993 - V ZR 227/91, NJW 1993, 1643	175
BGH 13.10.1992 - XI ZR 30/92, NJW 1993, 257	122
BGH 5.5.1992 - XI ZR 242/91, NJW 1992, 2560	131
BGH 17.3.1992 - XI ZR 84/91, WM 1992, 682	109
BGH 4.2.1992 - XI ZR 32/91, BGHZ 117, 135	93, 153
BGH 24.1.1992 - V ZR 262/90, BGHZ 117, 104	144
BGH 21.11.1991 - IX ZR 290/90, BGHZ 116, 156	198, 201 f.
BGH 6.6.1991 - III ZR 116/90, ZIP 1991, 1207	122
BGH 16.4.1991 - XI ZR 88/90, BGHZ 114, 177	94, 99, 111 f.; 115, 129, 130
BGH 27.11.1990 - XI ZR 115/89, NJW 1991, 1106	122
BGH 15.1.1990 - II ZR 164/88, BGHZ 110, 47	82 f.
BGH 19.12.1989 - XI ZR 121/88, WM 1990, 94	98
BGH Beschl. 28.11.1989 - XI ZR 112/89, WM 1989, 1881	94
BGH 18.4.1989 - XI ZR 133/88, BGHZ 107, 192	143
BGH 28.2.1989 - IX ZR 130/88, BGHZ 107, 92	200
BGH Beschl. 26.1.1989 - III ZR 46/88, WM 1989, 675	100
BGH 20.12.1988 - IX ZR 50/88, BGHZ 106, 236	201
BGH 22.11.1988 - VI ZR 126/88, BGHZ 106, 28	210
BGH 2.11.1988 - IVb ZR 102/87, BGHZ 105, 365	136, 138
BGH 11.10.1988 - XI ZR 67/88, BGHZ 105, 263	88, 107 f., 110, 162
BGH 11.7.1988 - II ZR 355/87, BGHZ 105, 108	116, 123
BGH 25.4.1988 - II ZR 185/87, BGHZ 104, 205	93
BGH 11.2.1988 - IX ZR 36/87, BGHZ 103, 250	201
BGH 18.1.1988 - II ZR 72/87, BGHZ 103, 84	41, 78, 90, 93, 100, 111, 115, 180
BGH 16.11.1987 - II ZR 24/87, BGHZ 102, 204	93 f.
BGH 24.9.1987 - VII ZR 306/86, BGHZ 101, 393	79
BGH 13.7.1987 - II ZR 280/86, BGHZ 101, 296	110, 144
BGH 15.6.1987 - II ZR 124/86, NJW 1987, 3193	93

BGH 4.3.1987 - IVa ZR 122/85, BGHZ 100, 117	117, 121
BGH 29.1.1987 - IX ZR 205/85, NJW 1987, 1702	201 f.
BGH 19.8.1986 - 4 StR 358/86, wistra 1987, 28	252
BGH 9.7.1986 - GSZ 1/86, BGHZ 98, 212	210
BGH 20.3.1986 - II ZR 141/85, WM 1986, 734	115
BGH 7.2.1986 - V ZR 176/84, BGHZ 97, 147	15
BGH 26.9.1985 - VII ZR 19/85, BGHZ 96, 34	191
BGH 27.2.1985 - IVa ZR 121/83, NJW 1986, 1035	173
BGH 24.1.1985 - I ZR 201/82, BGHZ 93, 307	85, 94, 111
BGH 3.12.1984 - II ZR 112/84, WM 1985, 449	85
BGH 5.11.1984 - II ZR 38/84, NJW 1986, 123	122
BGH 22.10.1984 - II ZR 262/83, BGHZ 92, 317	3, 15 f., 90-92, 94, 98, 144, 162, 209
BGH 17.10.1984 - IVa ZR 78/83, NJW 1985, 920	111
BGH 14.12.1983 - VIII ZR 352/82, BGHZ 89, 189	201 f.
BGH 25.3.1983 - V ZR 168/81, BGHZ 87, 156	200
BGH 13.12.1982 - II ZR 63/82, BGHZ 86, 115	40, 144
BGH 2.11.1982 - 5 StR 358/82, NJW 1983, 292	171
BGH 12.7.1982 - II ZR 175/81, WM 1982, 862	252
BGH 25.3.1982 - III ZR 198/80, BGHZ 83, 301	102
BGH 22.3.1982 - II ZR 114/81, BGHZ 83, 222	116
BGH 1.3.1982 - II ZR 23/81, BGHZ 83, 341	257
BGH 10.7.1981 - V ZR 51/80, NJW 1982, 31	142
BGH 8.7.1981 - IVa ZR 244/80, NJW 1981, 2685	128
BGH 3.6.1981 - VIII ZR 171/80, BGHZ 81, 15	216
BGH 4.5.1981 - II ZR 193/80, NJW 1981, 2810	116, 119
BGH 16.3.1981 - II ZR 110/80, NJW 1981, 1897	110, 150, 167
BGH 16.2.1981 - II ZR 179/80, BGHZ 80, 80	94, 118, 122, 177
BGH 6.10.1980 - II ZR 60/80, BGHZ 79, 337	116
BGH 19.6.1980 - III ZR 182/78, NJW 1981, 219	76
BGH 19.5.1980 - II ZR 269/79, NJW 1980, 1957	94, 158
BGH 17.1.1980 - VII ZR 42/78, BGHZ 76, 86	78
BGH 15.10.1979 - II ZR 144/78, NJW 1980, 390	76, 91, 93, 110
BGH 22.3.1979 - VII ZR 259/77, BGHZ 74, 103	117 f.; 120
BGH 26.9.1978 - 1 StR 293/78, HFR 1979, Nr. 133	400
BGH 12.6.1978 - II ZR 48/77, NJW 1979, 488	101, 109, 113 f.
BGH 10.5.1978 - VIII ZR 152/77, WM 1978, 883	218
BGH 29.9.1977 - III ZR 164/75, BGHZ 69, 295, 301	134
BGH 5.5.1977 - VII ZR 85/76, BGHZ 68, 379	200, 202
BGH 18.11.1976 - VII ZR 150/75, BGHZ 67, 334	78
BGH 30.4.1976 - V ZR 143/74, NJW 1976, 1931	79
BGH 16.5.1974 - II ZR 12/73, NJW 1974, 1705	167
BGH 20.12.1971 - II ZR 156/69, BGHZ 58, 1	105-107, 110
BGH 6.7.1970 - II ZR 85/68, NJW 1970, 1737	119
BGH 23.2.1968 - V ZR 188/64, BGHZ 50, 8	79

BGH 21.6.1965 - II ZR 51/63, WM 1965, 766	92 f.
BGH 31.1.1962 - VIII ZR 120/60, NJW 1962, 1197	119
BGH 29.9.1958 - VII ZR 181/57, NJW 1958, 1915	208
BGH 29.11.1956 - II ZR 156/55, BGHZ 22, 226	80
BGH 3.12.1954 - V ZR 96/53, BGHZ 15, 333	202, 218
BGH 28.4.1954 - II ZR 279/53, BGHZ 13, 198	119
BGH 29.10.1952 - II ZR 283/51, BGHZ 7, 371	117

### Reichsgericht

RG 26.2.1937 - II 221/36, HRR 1937, Nr. 855	99 f.
RG 27.2.1935 - V 350/34, RGZ 147, 149	143
RG 1.2.1932 - VI 472/31, RGZ 135, 167	200
RG 15.6.1927 - I 336/26, RGZ 117, 267	104-107
RG 28.3.1923 - I 420/17, RGZ 107, 22	107
RG 25.2.1921 - II 200/20, RGZ 101, 361	92
RG 6.2.1914 - II 520/13, Warn 1914, Nr. 157	107
RG 22.4.1913 - II 589/12, RGZ 82, 175	101
RG 16.4.1912 - II 524/11, RGZ 79, 234	104 f.; 108
RG 27.4.1907 - I 375/06, RGZ 66, 91	101
RG 28.10.1899 - I 242/99, RGZ 44, 103	180
RG 29.12.1894 - I 310/94, RGZ 34, 82	105 f.

### Bundesfinanzhof/Reichsfinanzhof

BFH Beschl. 9.5.2001 - XI B 151/00, BStBl II 2001, 552	378
BFH 24.1.2001 - I R 100/98, BStBl II 2001, 509	364-366
BFH 24.1.2001 - I R 119/98, BStBl II 2001, 512	364, 366
BFH 24.10.2000 - VIII R 28/99, BStBl II 2001, 97	353
BFH Beschl. 7.8.2000 - GrS 2/99, BStBl II 2000, 632	258
BFH 25.7.2000 - VIII R 35/97, BStBl II 2001, 566	260
BFH 2.5.2000 - IX R 73/98, BStBl II 2000, 614	373, 379
BFH 2.5.2000 - IX R 74/96, BStBl II 2000, 469	358, 379, 382 f.
BFH 19.1.2000 - I R 94/97, DStR 2000, 511	325
BFH 15.12.1999 - I R 29/97, DStZ 2000, 379	313 f., 327
BFH 14.12.1999 - IX R 7/95, BStBl II 2000, 265	315
BFH 30.11.1999 - IX R 70/96, DStR 2000, 277	373
BFH 24.11.1999 - X R 144/96, DB 2000, 306	390 f.
BFH 19.8.1999 - I R 77/96, BFHE 189, 342	322 f., 328
BFH 27.7.1999 - VIII R 36/98, BStBl II 1999, 769	323
BFH Beschl. 23.7.1999 - VI B 116/99, BStBl II 1999, 684	359-362, 365 f.

BFH 18.5.1999 - I R 60/98, BStBl II 1999, 634	317
BFH 29.4.1999 - IV R 14/98, BStBl II 1999, 681	396
BFH 20.4.1999 - VIII R 44/96, BStBl II 1999, 698	316
BFH 20.4.1999 - VIII R 63/96, BStBl II 1999, 466	394
BFH 16.4.1999 - VI R 60/96, BFHE 188, 334	359, 362, 364
BFH 4.2.1999 - IV R 57/97, DB 1999, 939	371
BFH 15.10.1998 - IV R 69/97, BStBl II 1999, 41	330 f.
BFH 10.9.1998 - IV R 80/96, BStBl II 1999, 21	254
BFH 19.8.1998 - X R 96/95, BFHE 187, 21	390
BFH 15.7.1998 - II R 40/97, BStBl II 1999, 337	13
BFH 8.7.1998 - I R 123/97, BFHE 186, 540	394
BFH 7.7.1998 - VIII R 10/96, BFHE 186, 534	329
BFH 17.6.1998 - X R 68/95, BFHE 186, 288	329
BFH 23.3.1998 - II R 26/96, BFH/NV 1998, 1098	330 f.
BFH 17.2.1998 - VIII R 28/95, BStBl II 1998, 505	271
BFH 29.10.1997 - I R 35/96, BStBl II 1998, 235	322
BFH 15.10.1997 - I R 16/97, BStBl II 1998, 249	255, 260, 264, 289, 398 f.
BFH 9.7.1997 - VIII B 40/97, BFH/NV 1998, 23	316
BFH Beschl. 23.6.1997 - GrS 2/93, BStBl II 1997, 735	256, 273, 275, 276
BFH 19.6.1997 - IV R 16/95, BStBl II 1997, 808	271
BFH 15.4.1997 - VII R 74/96, BStBl II 1997, 600	400
BFH 19.2.1997 - XI R 1/96, BStBl II 1997, 399	256, 257, 393 f.
BFH 12.12.1996 - X R 65/95, BStBl II 1997, 603	369
BFH 4.12.1996 - I R 54/95, BFHE 182, 123	394
BFH 23.10.1996 - I R 55/95, BStBl II 1998, 90	325
BFH Beschl. 16.10.1996 - VIII B 19/95, BFH/NV 1997, 489	379
BFH 1.10.1996 - VIII R 68/94, BStBl II 1997, 454	306
BFH 24.7.1996 - X R 139/93, BFH/NV 1997, 105	343 f., 358
BFH 26.6.1996 - VIII R 67/95, BB 1996, 2392	348
BFH Beschl. 1.4.1996 - X B 53/95, BFH/NV 1996, 675	372
BFH Beschl. 31.7.1995 - X B 167/94, BFH/NV 1/1996, 34	344
BFH 29.6.1995 - VIII R 68/93, BStBl II 1995, 722	305
BFH 26.4.1995 - I R 92/94, BStBl II 1995, 594	272
BFH 25.10.1994 - VIII R 79/91, BStBl II 1995, 121	304
BFH 31.8.1994 - X R 66/92, BFH/NV 1995, 391	372, 380, 382
BFH 19.4.1994 - VIII R 2/93, BStBl II 1995, 705	317
BFH 19.1.1994 - I R 67/92, BStBl II 1996, 77	284
BFH 22.12.1993 - I R 62/93, BStBl II 1994, 352	304
BFH 15.12.1993 - X R 49/91, BStBl II 1994, 687	376
BFH 24.11.1993 - X R 49/90, BStBl II 1994, 591	369
BFH 9.11.1993 - IX R 81/90, BStBl II 1994, 289	379
BFH 3.8.1993 - VIII R 37/92, BStBl II 1994, 444	274
BFH 27.5.1993 - VI R 19/92, BStBl II 1994, 246	361
BFH 26.5.1993 - X R 72/90, BStBl II 1993, 855	292
BFH 25.11.1992 - X R 91/89, BStBl II 1996, 666	350

BFH 10.9.1992 - V R 104/91, BStBl II 1993, 253	329
BFH 26.8.1992 - I R 24/91, BStBl II 1992, 977	271 f.
BFH 27.3.1992 - VI R 145/89, BStBl II 1992, 837	389
BFH 22.1.1992 - X R 23/89, BStBl II 1992, 488	395
BFH 16.1.1992 - V R 1/91, BStBl II 1992, 541	328
BFH 23.10.1991 - I R 40/89, BStBl II 1992, 1026	325, 328
BFH 8.10.1991 - VIII R 48/88, BStBl II 1992, 17	349
BFH 4.7.1991 - IV R 29/88, BStBl II 1992, 76	76, 256 f., 260, 314
BFH 19.3.1991 - VIII R 2/85, BFH/NV 1992, 19	319
BFH 6.2.1991 - I R 101/88, BStBl II 1991, 851	324
BFH 31.1.1991 - IV R 31/90, BStBl II 1991, 627	395 f.
BFH 17.1.1991 - IV R 132/85, BStBl II 1991, 607	322
BFH 12.12.1990 - I R 153/86, BStBl II 1991, 479	260
BFH 28.11.1990 - X R 197/87, BStBl II 1991, 300	6, 16, 258, 305, 336, 337, 374
BFH 6.3.1990 - II R 88/87, BStBl II 1990, 446	327, 328
BFH 24.1.1990 - I R 157/85 u.a., BStBl II 1990, 639	260, 285
BFH 31.10.1989 - VIII R 210/83, BStBl II 1990, 532	386
BFH 28.6.1989 - II B 89/88, BFH/NV 1990, 323	324
BFH 7.4.1989 - VI R 47/88, BStBl II 1989, 608	361, 362
BFH 7.4.1989 - VI R 73/86, BStBl II 1989, 927	358, 362
BFH 4.4.1989 - X R 14/85, BStBl II 1989, 779	387
BFH 29.3.1989 - X R 4/84, BStBl II 1989, 652	347, 369, 372
BFH 24.1.1989 - VIII R 74/84, BStBl II 1989, 419	319
BFH 22.11.1988 - VIII R 62/85, BStBl II 1989, 359	260
BFH 13.10.1987 - VIII R 156/84, BStBl II 1988, 252	348, 349
BFH 25.8.1987 - IX R 65/86, BStBl II 1988, 248	316, 334, 336
BFH 5.3.1986 - I R 201/82, BStBl II 1986, 496	329
BFH 27.2.1986 - IV R 52/83, BStBl II 1986, 552	273
BFH 28.11.1985 - V R 169/82, BStBl II 1986, 160	336
BFH 23.10.1985 - I R 248/81, BStBl II 1986, 178	339
BFH 28.11.1984 - I R 290/81, BStBl II 1985, 264	111, 147, 336
BFH 16.11.1984 - VI R 39/80, BStBl II 1985, 136	358, 361
BFH 1.8.1984 - I R 88/80, BStBl II 1985, 44	281
BFH 25.6.1984 - GrS 4/82, BStBl II 1984, 751	305
BFH 25.1.1984 - I R 7/80, BStBl II 1984, 344	398
BFH 13.1.1984 - VI R 194/80, BStBl II 1984, 315	316
BFH 6.12.1983 - VIII R 172/83, BStBl II 1984, 132	393, 394
BFH 20.10.1983 - IV R 175/79, BStBl II 1984, 221	316
BFH 23.9.1983 - V R 3/93, BFH/NV 1994, 745	324
BFH 19.7.1983 - VIII R 160/79, BStBl II 1984, 56	260, 283
BFH 19.7.1983 - VIII R 161/82, BStBl II 1984, 26	373
BFH Beschl. 29.11.1982 - GrS 1/81, BStBl II 1983, 272	325
BFH 17.9.1982 - VI R 75/79, BStBl II 1983, 39	357
BFH 14.5.1982 - VI R 124/77, BStBl II 1982, 469	358
BFH 8.12.1981 - VIII R 125/79, BStBl II 1982, 618	78, 104, 106, 314, 316, 334,

	336, 372
BFH 16.7.1981 - IV R 89/80, BStBl II 1981, 766	260, 289, 395
BFH 5.3.1981 - IV R 94/78, BStBl II 1981, 658	256, 257
BFH 5.2.1981 - IV R 163/77, BStBl II 1981, 359	403, 404
BFH 28.11.1980 - VI R 193/77, BStBl II 1981, 368	390
BFH 21.10.1980 - VIII R 190/78, BStBl II 1981, 160	350
BFH 17.7.1980 - IV R 10/76, BStBl II 1981, 669	281
BFH 20.3.1980 - IV R 89/79, BStBl II 1980, 297	256, 281
BFH 13.2.1980 - II R 18/75, BStBl II 1980, 364	322, 324, 325, 327, 328
BFH 28.5.1979 - I R 1/76, BStBl II 1979, 734	258
BFH 16.1.1979 - VIII R 38/76, BStBl II 1979, 334	349
BFH 14.11.1978 - VIII R 72/76, BStBl II 1979, 298	344, 358
BFH Beschl. 12.6.1978 - GrS 1/77, BStBl II 1978, 620	395
BFH 26.1.1977 - VIII R 109/75, BStBl II 1977, 283	316
BFH 30.11.1976 - VIII R 202/72, BStBl II 1977, 384	372
BFH 26.8.1975 - VIII R 61/72, BStBl II 1976, 64	372, 376
BFH 21.3.1975 - VI R 55/73, BStBl II 1975, 690	365, 366
BFH 27.11.1974 - I R 123/73, BStBl II 1975, 294	279, 396
BFH 25.6.1974 - VIII R 163/71, BStBl II 1975, 431	350, 386
BFH 14.5.1974 - VIII R 95/72, BStBl II 1974, 572	309, 349
BFH 15.1.1974 - VIII R 63/68, BStBl II 1974, 606	372
BFH 4.4.1973 - I R 130/71, BStBl II 1973, 485	278
BFH 7.4.1972 - VI R 58/69, BStBl II 1972, 643	357
BFH 10.3.1972 - VI R 278/68, BStBl II 1972, 596	359, 364, 366
BFH 10.2.1972 - I R 205/66, BStBl II 1972, 455	315, 316
BFH 8.11.1971 - GrS 2/71, BStBl II 1972, 63	319
BFH 29.8.1969 - VI R 319/67, BStBl II 1968, 705	382
BFH 28.5.1968 - IV R 202/67, BStBl II 1968, 650	316
BFH 27.7.1967 - IV 300/64, BStBl III 1967, 690	72, 74, 307, 309, 349
BFH 14.10.1966 - IV 61/64, BStBl III 1967, 175	79
BFH 29.7.1965 - IV 164/63 U, BStBl III 1965, 648	396, 398
BFH 23.6.1964 - GrS 1/64 S, BStBl III 1964, 500	336
BFH 12.3.1964 - IV 456/61 U, BStBl III 1964, 525	282, 395, 396
BFH 17.1.1963 - IV 165/59 S, BStBl III 1963, 237	281
BFH 29.6.1962 - VI 82/61 U, BStBl III 1962, 387	372
BFH 13.12.1961 - VI 133/60 U, BStBl III 1962, 127	347
BFH 18.10.1960 - I 198/60 U, BStBl III 1960, 495	281
BFH 17.7.1959 - VI 67/58 U, BStBl III 1959, 346	347
BFH 15.4.1958 - I 27/57 U, BStBl III 1958, 260	345
BFH 27.3.1958 - Vz 181/57 U, BStBl III 1958, 248	330
RFH 14.3.1934 - VI A 1125/33, RStBl 1934, 711	347
RFH 21.10.1931 - VI A 2002/29, RStBl 1932, 305	271

**Oberlandesgerichte**

KG 16.5.2001 - 29 U 7237/00, ZBB 2001, 360	103; 121
OLG Hamburg 17.11.2000 - 11 U 27/99, ZIP 2000, 2246	100; 104; 113
OLG Frankfurt 4.2.2000 - 24 U 51/98, ZIP 2000, 615	157
OLG Saarbrücken 11.11.1999 - 1 U 867/98 u.a., WM 1999, 2503	153
OLG Köln 15.12.1997 - 16 U 34/97, OLGR Köln 1998, 166	109
OLG Köln 26.6.1997 - 7 U 154/95, ZIP 1997, 1372	120; 172
OLG Saarbrücken 28.1.1997 - 7 U 694/96-114, ZIP 1997, 1284	87
OLG Oldenburg 21.1.1997 - 5 U 120/96, BB 1997, 1275	128
KG 7.1.1997 - 19 U 4688/96, EWiR § 818 BGB 1/98, 261 ( <i>Schäfer</i> )	158
OLG Karlsruhe 19.12.1996 - 8 U 222/95, OLGR Karlsruhe 1998, 17	208
OLG Düsseldorf 10.10.1996 - 6 U 14/96, WM 1997, 562	121
OLG Braunschweig 12.6.1996 - 3 U 78/95, ZIP 1996, 1242	128
OLG Düsseldorf 21.7.1995 - 17 U 306/94, WM 1995, 1751	100
OLG Frankfurt a.M. 22.9.1994 - 16 U 138/93, WM 1995, 245	172
OLG München 30.10.1985 - 7 U 1890/85, WM 1986, 586	91; 164
OLG Düsseldorf 15.2.1982 - 5 U 174/81, WM 1982, 751	40; 144
OLG Frankfurt 9.3.1966 - 7 U 153/65, OLGZ 1966, 400	111

**Finanzgerichte**

FG Münster Beschl. 7.9.2000 - 4 V 1612/00 E u.a., EFG 2000, 1253	378
FG Hannover 2.9.1997 - I 81/97, EFG 1998, 657	373
FG München 28.2.1997 - 8 K 4461/96, EFG 1997, 871	349
FG Karlsruhe 15.5.1996 - 12 K 314/92, EFG 1996, 1146	40; 135; 394
FG Münster 14.3.1995 - 16 K 1161/93 E, EFG 1995, 885	344
FG Köln 15.2.1995 - 11 K 2685/93, EFG 1995, 672	382
FG Karlsruhe 11.2.1993 - 8 K 113/91, EFG 1993, 582	347
FG Hannover 3.9.1992 - V 569/87, EFG 1993, 268	317; 323 f.; 328
FG Köln 14.11.1990 - 6 K 524/80, EFG 1991, 452	260; 262
FG Köln 7.4.1987 - 5 K 55/86, EFG 1987, 508	335 f.
FG Karlsruhe 9.2.1984 - X 186/80, EFG 1984, 502	336
FG Düsseldorf 14.12.1983 - III 680/78 GE, EFG 1984, 463	317
FG Kassel 24.11.1982 - IV 359/79, EFG 1983, 337	261
FG Düsseldorf 21.10.1969 - II 199/66 E, EFG 1970, 122	334
FG Düsseldorf 23.9.1968 - VII 549/67 E, EFG 1969, 172	366

**Sonstige deutsche Entscheidungen**

LG Frankfurt a.M. 16.3.2001 - 2 – 21 O 403/00, <a href="http://www.landgericht.frankfurt-main.de/ZS_Urteil_lang(EcuadorII).htm">http://www.landgericht.frankfurt-main.de/ZS_Urteil_lang(EcuadorII).htm</a>	103
LG Frankfurt a.M. 20.4.2000 - 2/21 O 331/99, DB 2000, 1222	103
LG Frankfurt a.M. 6.1.1997 - 2/21 O 38/96, ZIP 1997, 977	121
LG München II 18.6.1996 - 1 O 2247/96, WM 1996, 2113	170
LG Stuttgart 26.4.1996 - 23 O 248/95, ZIP 1996, 1339	90
VG Berlin 22.1.1996 - 25 A 628.93, WM 1996, 1309	228
AG Frankfurt 6.3.1995 - 31 C 3752/94 - 44, WM 1995, 700	43; 118
LG Bochum 22.11.1994 - 11 S 327/94, WM 1996, 629	67; 79
BAG 16.3.1982 - 3 AZR 1124/79, DB 1982, 1939	142
GmS-OGB Beschl. 19.10.1971 - GmS-OGB 3/70, BFHE 105, 101	329

**Ausländische Entscheidungen**USA:

<i>Granite Partners, L.P. v. Bear, Stearns &amp; Co. Inc.</i> , 17 F.Supp.2d 275 (S.D. N.Y. 1998)	77
<i>In re Thrifty Oil Co.</i> , 212 B.R. 147 (Bankr. S.D. Cal. 1997)	222
<i>In re County of Orange</i> , 183 B.R. 594, 598 (Bankr. C.D. Cal. 1995)	35; 40
<i>Leist v. Simplot</i> , 638 F.2d, 283, 286 (2nd Cir. 1980)	31
<i>Hurd v. Taylor</i> , 73 N.E. 977, 181 N.Y. 231 (1905)	113

Kanada:

<i>Shell Canada Limited v. Her Majesty The Queen</i> , [1999] 3 S.C.R. 622	325 f.
<i>Citibank Canada v. Confederation Life Insurance et. al.</i> (1996), 42 CBR (3d) 288 (Ont. Ct. (Gen. Div.)), <i>aff'd</i> , (1998), 37 OR (3d) 226	219

Frankreich:

Com 12.12.1989, Bull. IV, no. 318	142
-----------------------------------	-----

# Sachregister

**Abkoppelungstheorie s. Handelsbilanz**

**Abschreibung**

- Anlagevermögen 278
- Bewertungseinheit 263, 267, 290
- Festgeschäfte 278
- Optionsrecht 258, 274
- Steuerbilanz 278, 397 f.
- Steuerreform 1999 401
- strategischer Hedge 268
- synthetischer Floater 263
- Verlustausgleichsverbot 404

**Abstraktionsprinzip 137, 139, 144**

**accounting by analogy s. synthetic instrument accounting**

**add-on s. Eigenkapitalunterlegung**

**Adressenausfallrisiko s. Kreditrisiko**

**Aktienanleihen s. Hochkuponanleihen**

**Aktienindexderivate**

- Aufsichtsrecht 232, 235 f., 238
- Börsentermineinwand 164
- Derivatebegriff (KWG) 231
- Differenzeinwand 110

**Aktienkorbzertifikate s.**

**Basketzertifikate**

**Aktienoptionspläne s. Stock Options**

**aleatorische Elemente (Umsatzgeschäfte) 28**

**aleatorische Verträge s. Risikoverträge**

**allgemeine Handlungsfreiheit 407**

**Analogie s.a. Rechtsfortbildung**

- Gleichbehandlung gleichwertiger Positionen 80, 221, 367
- Gleichheitssatz (Art. 3 I GG) 73
- Steuerrecht 316
- Steuerungsumgehung 83, 322 f.
- Strafrecht 318
- US-Recht 321
- Wesen 81

**Anlage- und Handelsbuch**

- Marktbewertung 248, 301

Regelungsarbitrage 237, 239

**Anlage- und Umlaufvermögen**

- Drohverlustrückstellung 257
- Finanzinstitute 279
- Marktbewertung 300 f.
- zeitliche Perspektive 252

**Anlagebuch**

- Absicherungsgeschäfte 246
- Begriff 230
- Börsenpapiere 248
- Marktbewertung 245, 301
- Marktrisikounterlegung 232
- Nettoverluste 247
- und Handelsbuch 301
- Zinsrisiken 230

**Anlegerschutz**

- Börsentermineinwand 88, 153, 156-159, 162, 166-168
- Informationspflichten 124
- Publizität 251
- und Vertragsfreiheit 176
- WpHG 61, 125, 127

**Anrechnungsbeträge s.**

**Eigenkapitalunterlegung**

**Apothekerbeschluss s.**

**Rechtsprechungsverzeichnis: BFH  
Beschl 23.6.1997**

**Äquivalenz im Vertrag 29, 138 f., 146,  
148, 152, 154, 177, 273**

**Arbeitslohn s.a. Einkünfte aus  
nichtselbständiger Arbeit**

- Begriff 357
- Stock Options s. dort
- Werbungskostenerstattung 390
- wirtschaftliche Verfügungsmacht 359
- Wirtschaftsgut 358
- Zufluss 360

**Arbitragefreiheit (Bewertung) 12, 60 f.**

**Arglistanfechtung 173, 175**

**Asset Swap (Begriff) 3**

**Austausch-*causa***

- Derivate 145
- derivateähnliche Geschäfte 152

**Back-Hedging 237****BAKred X, 25, 33, 218, 227 f., 231 f., 245****Bank (Begriff) 225****Bankbilanz**

- Anhang 254
- Finanzgeschäfte 230, 254
- Fremdwährungspositionen 252, 262, 264, 266, 268, 301
- Pensionsgeschäfte 36
- Vermögensgegenstände 279, 396

**banking book s. Anlagebuch****Bankruptcy Code (US) 186, 189****Barausgleich (Begriff) 19****Barings 6****Barwertmethode s. Marktbewertung****Basiswert**

- Aktienindex 24
- Aktienkorb 25
- Begriff 1
- Derivate 23
- Dienstleistungen 22
- Gold 236
- Grundstückspreis 26
- Katastrophenindex 24, 26
- Lagerfähigkeit 22, 164, 194, 195, 210, 232
- Marktpreise 1
- Nichtderivate 26
- Strom 23
- Transportfähigkeit 17
- Waren 23

**Basketderivate**

- Börsentermineinwand 87, 88, 90 f., 94, 162
- Derivatebegriff 24

**Basketzertifikate 35****Basle Capital Accord s. Basler****Eigenkapitalvereinbarung****Basler Eigenkapitalvereinbarung 227, 230, 236, 241, 244, 247****Bausteineffekt s.a. Gleichbehandlung gleichwertiger Positionen****Begriff 12, 50**

- dynamischer 21, 55, 291
- Einwendungsdurchgriff s. dort
- externer, interner 57
- Festgeschäfte 55
- Integration (Begriff) 70
- Korrelation 61
- Optionen 53 f., 62
- rechtliche Herausforderung 65
- symmetrisch, asymmetrisch 66
- und Marktwert 60
- und rechtliche Gleichbehandlung 65
- und Werthaltigkeit 65
- wirtschaftliche Betrachtungsweise 311
- Zerlegung (Begriff) 70

**Bausteinprinzip (Aufsichtsrecht) 233****BAV X, 34****BAW X, 126****bedingte Forderung (Insolvenz) 205****Begebungsvertrag 13****Beratung (Begriff) 117****Beratungspflichten s. Beratungsvertrag; Informationspflichten****Beratungsvertrag**

- Darlehen 129, 130
- Derivate 122
- Dreiecksverhältnis 117
- Fiktion 170
- konkludenter Abschluss 117
- Schutzbedürftigkeit 118

**Berufsfreiheit 407****Beton- und Monierbau s.****Rechtsprechungsverzeichnis: BGH 12.7.1982****betriebliche Veranlassung 404****Betriebsrisiko 49, 227****Bewertungseinheit**

- antizipatorische 292, 293
- Bausteineffekt 287
- Beweisproblem 291
- bilanzunwirksame Position 294
- Festbewertung 264, 267
- Finanzinstitute 266, 268
- forecasted transactions 293
- Geschäftsstrategie 291

- Hedge Accounting *s. dort*  
 kompensatorische 259, 261, 264, 289,  
 290-292, 294  
 Makro 59, 266, 268  
 Marktbewertung 265, 267  
 Mikro 261, 291 f.  
 Portfolio 266, 298, 402  
 Steuerbilanz 398  
 synthetische Festzinsanleihen 263  
 synthetische Floater 263  
 zusammenfassende 287
- Bilanzanhang (Berichtspflichten) 254**
- Bilanzarbitrage 253, 254, 283**
- Bilanzgliederung**  
 Festgeschäfte 277, 278, 282  
 Optionen 275, 278
- Bilanzierung (Derivate)**  
 Bausteineffekt 283  
 internationale Standards 254, 269 *s.a.*  
 IASC  
 Problematik 253  
 Werthaltigkeit 271
- Bilanzwahrheit s. Handelsbilanz**
- Billigkeitserlass s. Steuererlass**
- BIS 4**
- Black, Fischer 53, 54**
- Black/Scholes-Modell 54**
- Bond-Urteil s.**  
**Rechtsprechungsverzeichnis: BGH**  
**6.7.1993**
- Börsentermineinwand**  
 Anlegerschutz *s. dort*  
 Ausweitungseffekt 155  
 Bausteineffekt 96, 168  
 Börsenleute 87, 150, 156, 166  
 Börsenunternehmen 87, 150 f.  
 causa-Modell *s. dort*  
 Einschränkungseffekt 145  
 Einschränkungsfunktion 165  
 Hedging 145  
 Informationsfunktion 87, 88, 167  
 Informationsobliegenheiten 157  
 Kaufleute 87, 150, 156, 165  
 Nebenverträge 88, 100, 158, 167  
 Reform von 1989 88 f., 92, 97, 101,  
 108, 124, 133, 150, 156  
 Regelungszwecke 88, 159  
 synthetische Derivate 99  
 synthetische Kassainstrumente 102  
 teleologische Reduktion 102  
 Überblick 86
- Börsentermingeschäft**  
 Begriff 89, 160  
 bloße Geschäftsform 162  
 derivateähnliche Geschäfte 152  
 Derivatebegriff 93, 145  
 Glattstellbarkeit 90, 97, 151, 164  
 Hebeleffekt 41, 93  
 Heilung 98, 109  
 Informationsblätter 87, 123  
 Kurssicherung 88, 166  
 Sekundärmarkt 165  
 Typus 90, 132, 159, 160  
 verdecktes 78, 99, 102  
 wirtschaftlich berechtigtes 88, 155
- Börsentermingeschäftsfähigkeit 87**
- Börsenunternehmen s.**  
**Börsentermineinwand**  
**Börsenusancen 16, 97, 186**  
**bucket shops 159**  
**building-block approach s.**  
**Bausteinprinzip (Aufsichtsrecht)**  
**CAD s. EU-Richtlinien:**  
**Kapitaladäquanz**  
**Call (Begriff) 20**  
**Call-Bull-Price-Spread 374**  
**capital ratio s. Solvabilitätskoeffizient**  
**Cap-Kredit**  
 Einwendungsdurchgriff 67  
 Werbungskosten 390
- Capped Warrants s. Einkünfte aus**  
**Kapitalvermögen**
- Caps**  
 Begriff 10  
 Börsentermineinwand 95  
 Differenzeinwand 112, 113  
 Einwendungsdurchgriff 79  
 KWG 231
- Capzertifikate (Begriff) 35**
- cash forward contracts 98**

**Cash-and-Carry 62****Cash-Flow-Hedging 58, 263, 293****Catastrophe Bonds s. Disaster Bonds****causa**

- Erfüllungsgeschäft 139, 140
- hinkende 142, 145, 155, 162
- Schenkung 137 f.
- Spielvertrag 140 f.
- und Bereicherung 136
- Verbindlichkeit 137
- Vermögenszuweisung 137
- Verpflichtungsvertrag 137

**causa-Modell**

- Bausteineffekt 168
- Begriff 144
- Derivate 145
- Qualifikation der Vertragspartner s. dort
- und Informationsmodell 151
- Versicherungsvertrag 153
- wirtschaftliche Berechtigung 142

**cause de l' obligation 142****cause du contrat 142****CBoT 3, 26****CFTC 98****cherry picking 184, 186, 196-198, 211****Close-out Netting 45 f., 184**

- Aufsichtsrecht 241
- Zulässigkeit 184

**Closing-Vermerk 17, 336, 347****CME 165****Collars**

- Begriff 10
- Börsentermineinwand 95
- KWG 231

**Commodities s. Rohwaren****compound instruments 34****Convertible Bonds s. Wandelanleihen****Covered Warrants 94, 334****Credit Default Swaps 3, 25****Credit Linked Notes 25****currency swaps s. Devisenswaps;****Währungsswaps****current exposure 47****Day-Trading 100, 104, 113****Delta 54, 236****Derivate**

- allgemeines Insolvenzrecht 199, 203
- als Eigenmittel (KWG) 245
- als Risikopositionen (KWG) 229
- Begriff (KWG) 3, 14, 25, 61, 94, 95, 225, 231, 235, 242
- Begriff (WpHG) 1, 3, 14, 25, 34, 61, 68, 94 f., 125, 177, 231, 338
- Bewertbarkeit 61, 63, 145, 168
- Bilanzunwirksamkeit 256
- Börsenhandel 1, 4, 46, 62, 87, 248
- causa-Modell s. dort
- Definition (autonome) 10
- Definition (herkömmliche) 1
- Endverbraucher 4
- Geldwertschulden 21
- Glattstellbarkeit 12, 58, 61, 148, 150
- Hebeleffekt 5, 39 f.
- Hedgebarkeit 58
- Informationspflichten 115, 121
- Intermediation 4, 85
- Kernbereich 10, 12, 31
- Kreditfunktion 39, 42, 180
- KWG (Begriff) 1, 338
- Lagerfähigkeit 22-24, 211 f.
- Liquidität s. dort
- Marktwert s. dort
- Prolongation 43, 44, 198
- rechtliche Spezifität 63
- reine Finanzgeschäfte 14
- Reproduktion 51
- Reproduzierbarkeit 21
- Risikoverträge 27
- Sekundärmarkt 164, 231, 343
- Spekulationsgeschäft (EStG) 334
- stochastische Bedingtheit 18
- Synallagma 203
- synthetische (Begriff) 21
- Termindruck 42, 43, 100
- Veräußerung 13, 85, 152
- Wertsicherungsklauseln 21
- zweiten Grades 55

**derivateähnliche Geschäfte**

- allgemeines Insolvenzrecht 206
- als Risikopositionen (KWG) 229

- als synthetische Derivate 67
- Begriff 18
- Börsentermineinwand 93, 152
- Differenzeinwand 111
- Fix- u. Finanztermingeschäfte (InsO) 210, 211
- Synallagma 207
- Deutsche Telekom AG 364**
- Devisenswaps**
  - Bausteineffekt 34
  - Derivatebegriff 34
  - KWG 34
  - WpHG 26, 34, 125
- Differenzausgleich s. Barausgleich**
- Differenzeinwand**
  - Analogiefähigkeit 114
  - Bausteineffekt 113
  - internationale Anwendung 108
  - und Börsentermineinwand 108
- Differenzgeschäft 104**
  - derivateähnliche Geschäfte 111, 152, 163
  - Derivatebegriff 110
  - Differenzerzielungsabsicht 106
  - echtes 104, 163
  - Kurssicherung 107
  - Margins 106
  - offenes 97, 104
  - Spielabsicht 107
  - synthetisches 113
  - unechtes 105, 106, 107
  - verdecktes 104, 314, 346
  - Wesen 114
  - wirtschaftlich berechtigtes 107, 110, 113, 143
- Disaster Bonds 26**
- Discount-Brokerage 124, 127**
- Dividendenstripping 313, 327**
- Dominoeffekt 226**
- Doppelvertragstheorie s. Optionen:**
  - vertragsrechtliche Einordnung
- Drittrangmittel s.**
  - Eigenkapitalunterlegung**
- Drohverlustrückstellung**
  - Bewertungseinheit 290
  - Festgeschäfte 257, 283
  - Optionen 259, 280
  - Steuerbilanz 399
  - Steuerhinterziehung 400
  - strategischer Hedge 268
  - Wahrscheinlichkeit 281
  - Zinsswaps 285
- DRSC 255, 296**
- DTB s. Eurex**
- Durchhaltefälle s. Einkünfte aus Kapitalvermögen**
- dynamische Bilanzauffassung 293**
- economic substance test 321**
- Eigengeschäft 116**
  - KWG 225
  - WpHG 126
- Eigenkapitalunterlegung**
  - add-on 241, 244
  - angemessenes Eigenkapital 233
  - Anrechnungsbeträge 228
  - Bausteineffekt 233, 243, 247
  - Berechnungsformel 228
  - bilanzunwirksame Position 226 f.
  - Drittrangmittel 246 f.
  - Dynamisierung 227
  - Eigenmittel (Begriff) 226
  - Ergänzungskapital 246
  - Kernkapital 246-248
  - Kreditrisiko 240
  - Laufzeitmethode (GS I) 241, 244
  - Marktbewertung (GS I) 240
  - Marktrisiko 229
  - Marktrisikopositionen 228-230, 232
  - Risikoaktiva 228
  - Solvabilitätskoeffizient 226, 228
  - stille Reserven 247
  - two legged approach 235
  - und Bilanz 227, 229, 246, 248, 295, 301
- Eigenmittel s. Eigenkapitalunterlegung**
- Einheit der Rechtsordnung 79, 312**
- Einheitsbilanz 251, 299**
- Einheitstheorie s. Optionen:**
  - vertragsrechtliche Einordnung
- Einkommens- und Vermögenssphäre s. Überschusseinkünfte**

**Einkünfte aus Gewerbebetrieb 393 s.a.****Steuerbilanz**

- Begriff des Gewerbebetriebs 393
- betriebliche Veranlassung 394, 404
- Betriebsvermögensvergleich 393
- Gewerbebetrieb und Derivatehandel 393
- Verlustausgleichsverbot 393, 402

**Einkünfte aus Kapitalvermögen 348**

- Capped Warrants 384, 385, 387
- Derivate und ähnliche Geschäfte 348, 354
- Durchhaltefälle 350
- einheitlicher Vertrag 387
- Emissionsrendite 353
- Festgeschäfte 354
- Freibeträge 367, 384, 392
- Fremdwährungsdarlehen 379
- Grundlagen 348
- impliziter Zinsanteil 371
- Inflation 349
- Integration 386, 388
- Kapitalüberlassung 349
- Marktrendite 353
- Optionen 355
- Optionsanleihen 351
- strukturierte Anleihen 350
- synthetische 383
- teilsynthetische 378
- teleologische Ausweitung 371
- teleologische Reduktion 370
- Währungsgewinne 353
- Werbungskosten 349, 351, 374
- Zerobonds 349
- zivilrechtliche Gestaltung 352

**Einkünfte aus Leistungen**

- Festgeschäfte 336
- gegenläufige Optionen 337
- Markteinkommensprinzip 386
- Optionsprämie 336, 342, 348, 374
- Stillhalteraufwendungen 336
- Verlustverrechnung 311, 333
- Werbungskosten 348, 374

**Einkünfte aus nichtselbständiger Arbeit****357 s.a. Stock Options**

- Arbeitslohn s. dort

- Bausteineffekt 368
- Belegschaftsaktien 358, 361
- Erwerb von Ansprüchen 360
- Genussrechte 358, 362 f., 365
- Vermögensbeteiligungen 362
- Versicherungsschutz 361
- Wirtschaftsgut 358
- Zufluss 359

**Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung**

- Fremdwährungsdarlehen 379
- teilsynthetische 378

**Einkünfteerzielungsabsicht 305, 383****Einnahmenerzielung (Steuerzweck) 307, 320**

- Gleichheitssatz (Art. 3 I GG) 308

**Einschüsse**

- Differenzgeschäft 106
- Hebeleffekt 40
- kreditfinanzierte Kassageschäfte 180
- Kreditrisiko 41
- Spieleinwand 144
- zivilrechtlicher Charakter 40, 257

**Einwendungsdurchgriff**

- Bausteineffekt 79
- Börsentermineinwand 102
- Cap-Kredit 67
- causa-Modell 169
- finanziertes Anlagegeschäft 130 f.
- Widerrufsrecht 149

**embedded derivatives 34****Equity Linked Securities s.****Gewinnobligationen****Erfüllung in Natur (Begriff) 14****Ergänzungskapital s.****Eigenkapitalunterlegung****Erkenntnisziel 7, 65****Ertragsteuerrecht s.a. Einkünfte aus ...**

- Bausteineffekt 304

**essentialia negotii (Anlagegeschäft) 174****EU-Kommission (aktuelle Initiativen)**

- 173, 255, 259, 269 f., 296, 298 f., 301

**Eurex**

- Börsenordnung 105
- Clearingbedingungen 38

- Glattstellung 345
- Handelsbedingungen 17, 23
- Intermediation 116
- Margins 257
- Spekulationssteuer 347
- Umsatzsteuer 331
- EU-Richtlinien**
  - Bankbilanz 255, 269, 298
  - Bilanz 255, 258, 263 f., 269 f., 281, 289, 298
  - Erste Bankrechtskoordinierung 225
  - Fair Value 269
  - Finanzdienstleistungsfernabsatz 173
  - Kapitaladäquanz 36, 54, 225, 227, 230, 233, 235, 241
  - Konzernbilanz 269
  - Netting 241
  - Solvabilitätskoeffizient 46, 240, 241, 244
  - Verbraucherkredit 149
  - Wertpapierdienstleistungen 34, 125, 225, 231
- Euro-BOBL-Future 23**
- Euro-Bund-Future 23**
- Execution-Only s. Discount-Brokerage**
- Executive Stock Options s. Stock Options**
- fair value 60 s.a. Marktbewertung;**
  - Marktwert**
  - Begriff 60
- FASB 14, 255, 270, 283, 288, 298**
- Festbewertung s. Bewertungseinheit**
- Festgeschäfte**
  - Begriff 3
  - Bilanzierung 256
  - in the money 277
  - laufende (Bilanzierung) 275, 282
- Financial Engineering s.a.**
  - Bausteineffekt**
  - Begriff 5, 50, 57
- Financial Futures**
  - Begriff 190
  - Börsentermineinwand 95
  - Differenzeinwand 110
- Finanzchemie s. Financial Engineering**
- Finanzdienstleistungsinstitut (Begriff) 225**
- Finanzinnovation und Recht 8, 132, 368, 413**
- Finanzinstitut (Begriff) 87, 225**
- Finanzinstitutsaufsicht (Regelungszweck) 225, 243**
- Finanzinstrument (Begriff) 1**
- Finanzinstrumente (KWG) 231**
- Finanzleistung (InsO) 187, 188**
  - Begriff 188
- Finanzplatz Deutschland 88, 151, 165, 186**
- Finanztermingeschäft (InsO)**
  - Analogie 220
  - Barausgleich 212
  - Bausteineffekt 220
  - Begriff 188
  - derivateähnliches Geschäft 189
  - Derivatebegriff 189, 195
  - Entstehungsgeschichte 185
  - Erfüllung in Natur 210
  - Forderung wegen Nichterfüllung 213
  - Regelungszweck 185
  - schwebender Vertrag 188, 208, 217
  - Teilleistungen 214, 217
  - und Spieleinwand 213
- finanzwirtschaftliche Gleichung 51, 55, 57, 69**
- FinMFG**
  - drittes 89
  - erstes 87, 101
  - viertes IX
  - zweites 24, 87, 89, 93, 125, 145, 185 f.
- Fisher-Effekt 349**
- Fixed-Rate-Payer 33**
- Fixgeschäft**
  - Börsentermineinwand 91
  - derivateähnliches Geschäft 195
  - InsO 185, 194, 209
  - Kassamarkt 18
- Floating-Rate-Payer 33**
- Floors**
  - Begriff 10
  - Börsentermineinwand 95

- KWG 231
- Forward Swaps 245**
- Forwards (Begriff) 1**
- FRA**
- Bausteineffekt 53, 56, 338
  - Begriff 10, 32
  - Börsentermineinwand 95
  - KWG 231
- Franklin Savings Association 284**
- FRN**
- Bausteineffekt 58
  - Begriff 35
  - Bilanzierung 290
- Future Trading Practices Act of 1992 159**
- Futures**
- Abgrenzung zu Forwards 53
  - Begriff 1
- Futures betting 165**
- Gefährlichkeit**
- Börsentermingeschäfte 90
  - Derivate 38, 180
  - kreditfinanzierter Terminkauf 100
  - Spiel 134, 136, 144, 151, 155 f.
  - Terminspekulation 156
- Geld-Brief-Spanne 63**
- Genussrechte s. Einkünfte aus nichtselbständiger Arbeit**
- Gesetzesumgehung 82 f., 322 s.a. Steuerumgehung**
- Gestaltungsfreiheit**
- gesetzgeberische 73, 75, 406
  - Missbrauch s. Gesetzesumgehung
  - privatautonome 77
  - und Gleichheitssatz 74
- Gewerbeertragsteuer 304**
- Gewinneinkünfte 305**
- Gewinnobligationen 35**
- gewöhnliche Geschäftstätigkeit (HGB) 405**
- gewöhnlicher Geschäftsbetrieb (EStG) 404**
- Glattstellung s.a. Hedging**
- Closing-Vermerk *siehe* dort
  - einfache und beendende 345
- Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung 14, 52
  - Marktrisiko 12
  - Transaktionskosten 17
  - vorzeitige 17
- Gleichbehandlung gleichwertiger Positionen s.a. Bausteineffekt**
- Analogie 80, 221, 315, 367
  - automatische (Begriff) 69
  - bewusste (Begriff) 69
  - Gleichheitssatz (Art. 3 I GG) 75, 311
  - Imparitätsprinzip 286
  - Integration 102, 221, 238, 240, 287, 302, 370, 380, 388
  - paritätische Marktbewertung 296
  - Parteiwille 76
  - Regelungsarbitrage 7
  - Steuererlass 329
  - Steuerungsumgehung 322
  - teleologische Reduktion 80 f., 315, 367
  - wirtschaftliche Betrachtungsweise 79
  - Zerlegung 71, 235 f., 238 f., 286, 294, 295, 380
- Gleichheitssatz (Art. 3 I GG)**
- Eigenverantwortlichkeit 74 f., 311
  - Gesetzesauslegung 72
  - Gesetzeskonsistenz 73
  - Inhalt 72, 73
  - Kopfsteuer 320
  - Leistungsfähigkeitsprinzip 306
  - Markteinkommensprinzip 310
  - Sozialstaatsprinzip 308
  - Spekulationsteuer 377
  - Steuererlass 330
  - Steuergesetze 307
  - Steuerverwendung 308
  - und Analogie 73
  - und Diskriminierungsverbot (EGV) 72
  - Verlustabzugsverbot 333
  - Willkürverbot 73
  - wirtschaftliche Betrachtungsweise 311
- Gleichheitssatz (Insolvenzrecht) 199, 201 f., 214**
- Global Derivatives Study Group**
- Derivatebegriff 1

- Empfehlungen 184, 297
- Globalisierung 24, 194**
- GoB 257, 271, 395, 399**
- Kreditwirtschaft 285
- Greifbarkeitsprinzip**
- Forderung 272 f.
- Grundsatz 271
- Option 274, 275
- zukünftige Geschäfte 293
- Halbeinkünfteverfahren 369 s.a.**
- Steuersenkungsgesetz 2001**
- Handelsbilanz**
- Abkoppelungstheorie 264
- Abschreibung s. dort
- Anlage- und Umlaufvermögen s. dort
- Anlagevermögen 275, 277 f.
- ausschüttbarer Gewinn 252
- Bilanzwahrheit 263 f., 292, 294
- Derivate (Problematik) 253
- Drohverlustrückstellung s. dort
- effectiveness method 268
- Eigen- und Fremdkapital 284
- Einzelbewertung 255, 286
- Funktionen 251, 299
- gewöhnliche Geschäftstätigkeit 405
- Greifbarkeitsprinzip s. dort
- held for trading 300
- held to maturity 300
- Höchstwertprinzip 282, 290, 300
- Imparitätsprinzip 256, 267
- künstliche Verluste 291
- nichtexistente Positionen 293 f.
- Niederstwertprinzip 246, 258, 274, 278, 285, 290, 301
- Realisationsprinzip 265, 277, 285, 290, 295, 299
- Saldierungsverbot 254 f., 258, 260, 273, 288 f.
- schwebender Vertrag 256, 275
- stille Reserven 246 f., 300
- true and fair view 251 f., 264, 400
- Umlaufvermögen 258, 268, 275, 277, 278, 286
- Verbindlichkeitsrückstellung 282, 283
- Vermögensbegriff 252, 290
- Vermögensgegenstand (Begriff) 271
- Vollständigkeitsgebot 254, 273, 276, 288 f., 294
- voraussichtlich dauernde Wertminderung s. dort
- Vorsichtsprinzip 252, 266, 291, 299
- Wertaufholungsgebot s. dort
- Worst-Case-Szenario 287
- zeitliche Perspektive 252, 300
- Zuschreibung s. dort
- Handelsbuch**
- Begriff 230
- Marktbewertung 245
- Hartford Life Insurance Company 288**
- Hebeleffekt s.a. Börsentermingeschäft; Derivate**
- Kassaanlage 129
- Nichtderivate 40
- rechtliche Bedeutung 179, 180
- Hedge Accounting 70, 286, 293 f., 297 f.**
- Hedge Agreement 107**
- hedge effectiveness 297**
- Hedging**
- antizipatorisches 58, 263, 292, 405
- Begriff 58
- Bilanzierung 259
- dynamisches 58, 156, 262
- economic 59, 268, 405
- ineffektives 268
- Makro 59
- Mikro 59, 264
- natürliches 60
- perfektes, imperfektes 58
- Portfolio 59, 108, 231, 267, 291
- strategisches 59, 268
- Hochkuponanleihen**
- Besteuerung 351
- Börsentermineinwand 103
- Informationspflichten 121
- Hopfenvorräte-Urteil s.**
- Rechtsprechungsverzeichnis: BFH 29.7.1965**
- IAS 39 1, 60, 70, 164, 254 f., 270, 282, 296, 297, 300**
- IASB 269**

- IASC 27, 254 f., 269 f.**
- impossibilium nulla obligatio est 174**
- Index Linked Securities s. Indexanleihen**
- Indexanleihen**  
 Besteuerung 351, 353, 355  
 Derivatebegriff 35
- Indexderivate**  
 Börsentermineinwand 93, 94  
 Derivatebegriff 24  
 Differenzeinwand 111
- Indexpartizipationsscheine s. Indexzertifikate**
- Indexzertifikate**  
 Besteuerung 355  
 Derivatebegriff 35, 339
- Informationsmodell s.a. Börsentermineinwand**  
 Begriff 87
- Informationsobliegenheiten 156, 157, 162, 174, 181**
- Informationspflichten s.a. Beratungsvertrag; Derivate**  
 anlegergerechte Beratung 120  
 Aufschlag 116, 122, 178  
 aufsichtsrechtliche 115, 125  
 Bausteineffekt 128  
 c.i.c. X, 117 f., 124, 167, 170 f., 175  
 derivativespezifische 121, 123, 150, 178  
 Intermediation 116  
 Kausalität 157  
 objektgerechte Beratung 120, 178  
 Obliegenheiten 174  
 pFV X, 118, 124, 167, 170  
 Recht der Willenserklärungen 170, 172  
 Rechtsgrundlage 169  
 Schriftform 123, 149  
 strafrechtliche 116  
 und Börsentermineinwand 124, 178  
 und Spekulation 176  
 vertragliche 117  
 vorvertragliche 116  
 zugesicherte Eigenschaft 175
- initial margin s. Einschüsse**
- Insiderhandel 177**
- Insolvenzanfechtung 216**
- Insolvenzaufrechnung 185, 192, 198, 216-218**
- Insolvenzquote 200, 202, 204**
- Insolvenzverwalterwahlrecht 256 s.a. cherry picking; Kurspekulation**  
 Ausschluss 186, 194, 197, 209  
 Derivate 206  
 derivateähnliche Geschäfte 206  
 Funktion 199, 202  
 Rechtsunsicherheit 184  
 Risikoverträge 198
- Instrument (Begriff) 51, 52**
- Integration s. Bausteineffekt; Gleichbehandlung gleichwertiger Positionen**
- integrierte Finanzaufsicht X**
- intraday exposures 46**
- Inverse Floater 6, 35, 40, 235**
- InvZulG 1999 406**
- Irrtumsanfechtung 170, 173**
- IRS 356**
- ISD s. EU-Richtlinien: Wertpapierdienstleistungen**
- ISDA-MA 20, 46, 62, 69, 183, 207, 213-216, 219 f., 222**
- Jahresabschluss (Begriff) 254**
- Kapitalerhaltung**  
 Bilanzrecht 299  
 Gesellschaftsrecht 226, 252
- Kapitalertragsteuer 355**
- Kapitalgesellschaft (Privatsphäre) 394**
- Kapitalmarkt (Stabilität) 407**
- Kassaleerverkauf 43, 100-102, 113, 114**
- Katastrophenderivate s. Versicherungsderivate; Wetterderivate**
- Kernkapital s. Eigenkapitalunterlegung**
- Kettenverträge 22, 24, 53, 56, 95**
- Kombinationsgeschäfte 34**
- Kommissionsgeschäft**  
 Börsentermineinwand 88  
 causa-Ansatz 167  
 KWG 225  
 WpHG 126
- Komplexitätsrisiko 44, 48**

**Konfidenzniveau s. Value at Risk****Konsistenz des Gesetzes**

- Aufsichtsrecht 237, 239, 248
- Börsentermineinwand 159
- Gesetzeslücke 81
- Gleichheitssatz (Art. 3 I GG) 73
- Grundlagen 8, 70
- Handelsbilanz 280, 283, 295, 297
- Steuerrecht 306, 310, 331, 337, 353,  
356, 371, 377, 380 f., 383, 388, 391,  
401 f., 406

**KonTraG 254, 262, 363****Kontrakt (Begriff) 3****Konzernbilanz**

- Derivate 254
- DRSC 296
- Marktbewertung 270
- Zweck 255

**Kopfsteuer 308, 320****Korrelation**

- Aufsichtsrecht 232 f., 236, 238-240, 244
- Bilanzrecht 259 f., 262-265, 285, 286 f.,  
289-292, 295, 297
- Grundlagen 61
- Portfolio-Bewertungseinheit 266
- Steuerrecht 380, 398, 402, 405 f.

**Korrespondenzprinzip (Steuerrecht)**

387

**Kreditderivate 25, 40, 125 s.a. Credit**

**Default Swap; Credit Linked Notes;  
Total Return Swaps**

**kreditfinanzierte Kassageschäfte**

- Besteuerung 369
- Börsentermineinwand 99, 149
- Differenzeinwand 113
- Handelsbilanz 297
- Hebeleffekt 40 f.
- Informationspflichten 128-130, 178, 180
- Scheingeschäft 78
- Termindruck 43

**Kreditinstitut (Begriff) 225****Kreditrisiko s.a.****Eigenkapitalunterlegung**

- Begriff 44
- Besonderheit 47

Bonitätsgewichtung (GS I) 242, 244

Handelsbuchpositionen (KWG) 242

Rahmenvertrag 183

Risikoaktiva (KWG) 240

**Kündigung s. synthetisches Darlehen****Kursspekulation (Insolvenzverwalter)**

186, 191, 195-197, 209, 211 f.

**laufendes Geschäft (Begriff) 38****Laufzeitmethode s.****Eigenkapitalunterlegung****Legal Engineering 65****Leistung**

- Begriff 136
- und causa 136

**Leistungsfähigkeitsprinzip (Steuerrecht)**

- Bausteineffekt 309
- Markteinkommensprinzip 310
- Rang 309
- Reinvermögenszuwachs 309
- Steuererlass 309
- tatbestandliche Typisierung 309

**Leistungsstörungsrecht**

- anfängliche Unmöglichkeit 167, 173
- Erfüllungsablehnung 184
- nachträgliche Unmöglichkeit 140, 200,  
276
- pFV 200 f.
- sekundäre Vertragspflicht 208
- Sekundärgeschäft 167
- und Bilanzrecht 272
- und Insolvenzrecht 199, 202

**Leistungszweckabrede**

- Austauschzweck 139
- causa 137
- Derivate 146, 148
- Inhalt 138
- Spielvertrag 142-144
- Versicherungsvertrag 153

**Lenkungssteuern 307, 320****leverage effect s. Hebeleffekt****Liability Swap (Begriff) 3****LIBOR 2****Liebhabeerei s.****Einkünfteerzielungsabsicht****Liquidations-Netting s. Close-out**

- Netting**
- Liquidität**  
 Basiswert 22, 24, 59, 211 f., 232, 340  
 Sekundärmarkt 22, 91, 150, 164, 165 f.,  
 213, 274, 355, 366
- Liquiditätsrisiko 37**
- logische Sekunde 42, 335, 343**
- Long Position (Begriff) 19**
- Lotterie 135**
- Macro Swaps 26**
- Mapping s. Zerlegung**
- Margins s. Einschüsse; Nachschüsse**
- marking-to-market s. Marktbewertung**
- Markt- oder Börsenpreis (InsO) 187,  
 210, 212, 215**
- Marktbewertung**  
 Bewertungseinheit 265, 267  
 GS I 240  
 imparitätische 256, 284  
 paritätische 269, 286, 288, 296 f., 298,  
 301, 399
- Markteinkommensprinzip 304, 344, 370,  
 386, 395**
- Marktnähe s. Terminpreis**
- Marktrisiko s.a.**  
**Eigenkapitalunterlegung**  
 Begriff 37  
 Besonderheit 38  
 Erkennbarkeit 179  
 Volatilität 37
- Marktrisikopositionen s.**  
**Eigenkapitalunterlegung**
- Marktunvollkommenheiten 62, 69, 213,  
 220, 244**
- Marktwert**  
 Abgeleitetheit 5, 11 f., 61, 231  
 Ableitbarkeit 12  
 Derivate 60
- Masseschuld 202**
- Maßgeblichkeitsprinzip s. Steuerbilanz**
- Master Agreement s. ISDA-MA;  
 Rahmenvertrag**
- Master Repurchase Agreement 77**
- Metallgesellschaft 6, 37**
- Mindestbesteuerung 305**  
 Begriff 378, 392  
 Gleichheitssatz (Art. 3 I GG) 378
- Mitarbeiteroptionen s. Stock Options**
- Modellrisiko 49, 62**
- Money at Risk s. Value at Risk**
- Mortgage-Backed Securities 284**
- Nachschüsse**  
 Bilanzierung 257  
 Differenzgeschäft 106  
 Hebeleffekt 40  
 kreditfinanziertes Kassageschäft 43, 130  
 Kreditrisiko 38, 41, 46  
 zivilrechtlicher Charakter 40, 257
- Nämlichkeit s. private**  
**Veräußerungsgeschäfte**
- Naturalverbindlichkeit 85**
- natürliche Position (Begriff) 7**
- Netting by Novation**  
 Aufsichtsrecht 241  
 Begriff 183
- Nettoprinzip (Ertragsteuerrecht) 304,  
 310, 378, 403**
- Nichtderivate**  
 Basiswert 26  
 Begriff 165  
 Besteuerung 339, 355  
 Börsentermineinwand 165  
 Glatstellbarkeit 165, 213, 339  
 Hebeleffekt 40  
 Insolvenzrecht 211-213  
 Sekundärmarkt 162, 165, 213, 339  
 synthetische 221  
 volkswirtschaftlicher Nutzen 165
- Nichthandelsbuchinstitute 245**  
 Begriff 240  
 Laufzeitmethode 241
- Nominalwertprinzip 349**
- Normative Realtypen 160**
- Normzweck (Begriff) 320**
- Notional Amount (Begriff) 19**
- notional principal contract 356**
- Nullsummenspiel 31, 45, 50**
- operatives Risiko s. Betriebsrisiko**
- Optionen**  
 abgetrennte 94, 103, 111 f., 115, 123,

- 130, 153, 167, 339  
amerikanischer Typ 13  
Beispiel 2  
Bewertbarkeit 282  
Bilanzierung 258, 274, 280  
deep-in-the-money 21, 356  
Differenzeinwand 111  
europäischer Typ 13  
in-the-money (Begriff) 20  
Käufer (Begriff) 13  
Potestativbedingung 20  
Sekundärerwerb 13  
vertragsrechtliche Einordnung 15 f., 94,  
188 f., 206, 258, 259, 277, 280, 335  
Zeitwert 344
- Optionsanleihen s.a. Optionen:**  
**abgetrennte**  
Bausteineffekt 103  
Besteuerung 351, 352  
Börsentermineinwand 103  
Glattstellung 17  
Zwei-Wirtschaftsgüter-Theorie 352
- Optionsscheine s.a. Optionen:**  
**abgetrennte**  
Begriff 13  
Steuerrecht 339
- Orange County 6, 35, 40, 43**
- ordre public international 168**
- Parallelkredite 33**
- Payment Netting 46**  
Aufsichtsrecht 241  
Begriff 183
- Pensionsgeschäfte s. Repos**
- perplexe Willenserklärung 174**
- Petersberger Steuervorschläge 400**
- plain-vanilla-Derivate 48**
- Position (Begriff) 52**
- potential exposure 45, 47, 241**
- Preisfaktor (Zins-Futures) 23**
- Privatautonomie s. Gestaltungsfreiheit**
- private Veräußerungsgeschäfte 332 s.a.**  
**Spekulationsgeschäft (EStG);**  
**Termingeschäft (EStG)**  
Freibeträge 367, 378, 384, 392  
Grundgedanke 372
- Jahresfrist 332, 341, 346, 356, 367, 370,  
371, 374 f., 377-381, 384, 388 f., 392  
Nämlichkeit 369, 373  
Sammelserwahrung 369  
synthetische Anschaffung 376  
synthetische Veräußerung 376  
teilsynthetische 375  
teleologische Reduktion 372, 383  
und Schenkungsteuer 344  
Verlustausgleichsverbot 333, 346, 356,  
367, 371, 374, 378, 384, 389, 392  
vollsynthetische 375  
Werbungskosten 341 f.  
Wertdurchgang 347  
wirtschaftliche Betrachtungsweise 373  
Wirtschaftsgut 343, 345, 372
- Procter & Gamble 6**
- Prolongation 44**
- Propergeschäft s. Eigengeschäft**
- Prospekthaftung 116**
- Publikumsgesellschaft 270**
- Put (Begriff) 20**
- Put-Call-Parität 56, 57, 284, 375**
- Qualifikation der Vertragspartner 148**  
**f., 151, 156, 164-166, 181**
- Quellensteuer s. Kapitalertragsteuer**
- Rahmen-Sicherungsabrede 46**
- Rahmenvertrag s.a. ISDA-MA**  
Begriff (InsO) 193  
Börsentermineinwand 96  
deutscher Standardvertrag 20  
Einheitlichkeitsklausel 183, 216  
Funktion (InsO) 216  
Praxis 46, 219  
Privilegierung (InsO) 191, 215, 217  
Zweck 183
- Range Warrants 384**
- Real Estate Derivatives 26**
- real-time gross settlement 46**
- Rechnungslegung s. Handelsbilanz;**  
**Steuerbilanz**
- Recht und Wirtschaft 8**
- Rechtsfortbildung s.a. Analogie;**  
**teleologische Reduktion**  
Gesetzeskorrektur 81

- Informationspflichten 171
- Steuerrecht 315, 319
- Rechtskauf (Optionen) 15, 16**
- Rechtsmissbrauch (institutioneller) s. Gesetzesumgehung**
- Rechtssicherheit**
  - Insolvenzrecht 185
  - Steuerrecht 316, 318
  - Vertragsrecht 98, 124, 132, 148, 165, 168
- Rechtstausch (Festgeschäfte) 16**
- Reformvorschlag**
  - Besteuerung privater Einkünfte 392
  - Börsentermineinwand 165
  - Differenzeinwand 168
- Regelungsarbitrage s.a. Bilanzarbitrage; Steuerarbitrage**
  - Aufsichtsrecht 230, 237, 245
  - Begriff 5
  - Gesetzesumgehung 82
  - Scheingeschäft 78
  - und Finanzarbitrage 5, 7, 50
- Regulierungsansatz (Aufsichtsrecht) 27, 234**
- Reinvermögenszuwachs (EStG) 304**
- Repos 36, 40, 77**
- Reproduktion**
  - teilsynthetische (Begriff) 368
  - vollsynthetische (Begriff) 368
- Reverse Convertibles s. Hochkuponanleihen**
- Reverse floaters s. Inverse Floater**
- Reverse Repos 6, 36, 40, 53**
- revolvierende Verträge s. Kettenverträge**
- Risiko als Informationsmangel 37**
- Risiko als Vertragsgegenstand**
  - Begriff 28
  - Einkünfte aus Kapitalvermögen 353
  - Leistungsaustausch 140
- Risikoaktiva s. Eigenkapitalunterlegung**
- Risikobereitschaft**
  - Anleger 120, 173-174
  - Banken 50
- Risikomanagement**
  - aufsichtsrechtliche Vorgaben 267
  - Börsentermineinwand 150
  - dynamisches Hedging 262
  - Fremdwährungspositionen 269
  - gesellschaftsrechtliche Vorgaben 150, 263
  - Marktbewertung 296
  - Mikro-Bewertungseinheit 292
  - Portfolio-Hedging 59
- Risikomessung (Aufsichtsrecht)**
  - interne Modelle 232, 239
  - Standardmodelle 234-236
- Risikostruktur**
  - asymmetrische 3
  - symmetrische 3
- Risikoverträge**
  - Begriff 28
  - code civil 141
  - Derivatebegriff 27
  - Informationspflichten 176 f.
  - Insolvenzverwalterwahlrecht 198
  - Versicherungsverträge 153
- Rohwaren (Begriff) 24, 230**
- Roller-Coaster Swaps 245**
- Rücklage für Ersatzbeschaffung 371**
- Scheingeschäft**
  - Bausteineffekt 76, 77, 78
  - Insolvenzrecht 222
  - Steuerrecht 78, 314 f., 326, 370
  - verdecktes Differenzgeschäft 18 f. 104
- Scheinkassageschäft s. Börsentermingeschäft:verdecktes**
- Scholes, Myron 53, 54**
- Schranken-Optionsscheine s. Capped Warrants**
- Schuldrechtsmodernisierung X, 174**
- schwebender Vertrag s.a. Finanztermingeschäft (InsO); Handelsbilanz**
  - Bilanzrecht (Begriff) 256
  - InsO (Begriff) 201, 256
- SEC 18, 296**
- Sekundärmarkt siehe Derivate; Liquidität; Nichtderivate; Spielvertrag; Stock Options**

- SFAS 133 14, 22, 26 f., 58, 60, 63, 68, 70, 255, 263, 265, 270 f., 286, 288, 293 f., 297 f., 300
- Short Position (Begriff) 19**
- short sale s. Kassaleerverkauf**
- Solvabilitätskoeffizient s.**
- Eigenkapitalunterlegung
- Spekulationsabsicht s.**
- Spekulationsgeschäft (EStG);
- Termingeschäft (EStG)
- Spekulationsfrist s.a. private**
- Veräußerungsgeschäfte**
- derivateähnliche Geschäfte 334
- Einkünfteerzielungsabsicht 383
- Gleichheitssatz (Art. 3 I GG) 377, 392
- Optionslaufzeit 335
- Risikotragung 335
- Steuerarbitrage 375
- und Spekulationsabsicht 382
- Verlängerung 332
- Werbungskosten 369
- Spekulationsgeschäft (EStG) 333 s.a. private Veräußerungsgeschäfte**
- Derivate 334
- Differenzgeschäft 377
- Hedging 381
- Normzweck 372
- Optionsverfall 335
- Spekulationsabsicht 382
- Verlustrückstellung 335
- Spieleinwand s.a. Gefährlichkeit**
- abgetrennte Optionsscheine 115
- Anlegerschutz 156, 166
- Ausweitung 155
- causa-Ansatz 136
- Common Law 163
- Derivate 115, 165
- dogmatische Begründung 133 f.
- Einschränkung 145
- fehlende Klagbarkeit 142
- Nebenverträge 167
- Prolongation 169
- Sekundärgeschäft 153, 167
- Spielabsicht 107
- strukturierte Anleihen 169
- und Börsentermineinwand 97, 114
- und Differenzeinwand 114
- Spielvertrag s.a. Spieleinwand**
- Sekundärmarkt 140
- Sportwette 133, 148, 165**
- Spotmarkt (Begriff) 2**
- Spread 263, 374**
- Spread betting 165**
- Standardisierung**
- Bilanzierung 293
- Börsentermingeschäfte 90, 95
- Derivate 58, 62, 95, 211
- Finanztermingeschäfte 214
- Information 87, 123, 167
- Steuerarbitrage s.a. Regelungsarbitrage**
- Bilanzierung 283
- internationale 378
- Laufzeitarbitrage 343, 346, 375
- Steuerungsumgehung 322
- Steuerbilanz**
- Abschreibung s. dort
- Abzinsungsgebot 397
- Bausteineffekt 401
- Bewertungseinheit 398, 401
- Bilanzzweck 396
- Drohverlustrückstellung 399
- Grenzen der Maßgeblichkeit 395
- Imparitätsprinzip 401
- Maßgeblichkeit der Handelsbilanz 395
- Reform von 1999 396
- Teilwert 395
- Umlaufvermögen 397
- voraussichtlich dauernde
- Wertminderung s. dort
- Wertaufholungsgebot s. dort
- Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002 278 f., 332, 336, 356, 377 f., 392 f., 396 f., 402 f.**
- Steuererlass 329**
- Gleichheitssatz (Art. 3 I GG) 330
- Grundrechtsverletzung 330
- Leistungsfähigkeitsprinzip 309
- Zweckverfehlung 330
- Steuerhinterziehung 78, 400**
- Drohverlustrückstellung 400

- Scheingeschäft 78  
 und Steuerumgehung 323  
 Verlustausgleichsverbot 403
- Steuerreform 1999 s.**  
**Steuerentlastungsgesetz**  
**1999/2000/2002**
- Steuerreformgesetz 1998 399 f.**  
**Steuersenkungsgesetz 2001 327, 369, 399**  
**Steuerumgehung 322, 323**  
 Analogie 322, 323  
 Sachverhaltsfiktion 328  
 teleologische Reduktion 323  
 Umgehungsabsicht 322 f., 328 f.  
 unangemessene Gestaltung 322, 324,  
 325, 326  
 und Steuerhinterziehung 323  
 Verlustausgleichsverbot 403
- stille Reserven s.**  
**Eigenkapitalunterlegung;**  
**Handelsbilanz**
- Stillhalter (Begriff) 13**  
**StMBG 1994 350, 386**  
**stochastische Bedingtheit**  
 Begriff 7  
 Derivate 18
- Stock Options s.a. Einkünfte aus**  
**nichtselbständiger Arbeit**  
 Ausübungsbeschränkungen 364  
 Ausübungsgewinne 365  
 Besteuerung 357, 363  
 Erfolgsziele 364, 365  
 Glattstellbarkeit 22, 366  
 Sekundärmarkt 274, 366  
 Veräußerungsverbote 365  
 Werthaltigkeit 363  
 Wirtschaftsgut 363, 365
- Stripping s. Zerlegung**  
**Stromderivate 22**  
**strukturierte Anleihen**  
 Begriff 34  
 Besteuerung 350, 352-354, 356, 388  
 Börsentermineinwand 103  
 Spieleinwand 169  
 und Bausteineffekt 51
- subjektiver Mehrwert s. Äquivalenz im**
- Vertrag**  
**Swap-Derivate 10**  
**Swaps**  
 als Tausch 32  
 Bausteineffekt 338  
 Beispiel 2  
 Besteuerung 354  
 Börsentermineinwand 95  
 Differenzeinwand 112  
 Markttiefe 96
- Swaptions**  
 Begriff 206  
 KWG 231
- Synallagma**  
 Derivate 146  
 funktionelles 139, 207  
 Insolvenz 198, 201, 203  
 Optionen 15, 32  
 Swaps 33, 34  
 Versicherungsvertrag 146
- synthetic instrument accounting 253,**  
**288**
- synthetische Einkünfte**  
 inländische Einkünfte 378  
 inländische Währung 378
- synthetische Position**  
 Bausteineffekt *siehe* dort  
 Begriff 7
- synthetisches Darlehen**  
 kanadisches Steuerrecht 326  
 Kapitaleinkünfte 315  
 Kündigung 67, 78  
 teleologische Reduktion 81  
 US-Insolvenzrecht 222
- Systemrisiko (Begriff) 49**  
**Tatbestandsmäßigkeit (§ 3 I AO) 318**  
**Tausch**  
 Devisentermingeschäft 15  
 Festgeschäfte 16  
 Währungsswaps 33
- teilsynthetische Einkünfte (Besteuerung)**  
**377**
- Teilwertabschreibung s. Abschreibung:**  
**Steuerbilanz**  
**teleologische Reduktion**

- Besteuerung 370, 372, 381, 383  
 Börsentermineinwand 102  
 Gleichbehandlung gleichwertiger  
 Positionen *s. dort*  
 Steuerrecht 315, 317  
 Steuerumgehung 83, 323
- Termindirektgeschäfte (Begriff) 1**
- Termindruck *s. Derivate***
- Termingeschäft (EStG) 402 *s.a. private***
- Veräußerungsgeschäfte**  
 Absicherungszweck 405  
 Analogie 380  
 Bausteineffekt 374  
 Beendigung 338  
 Begriff 333, 338, 404  
 derivateähnliche Geschäfte 339  
 Derivatebegriff (autonomer) 339  
 Derivatebegriffe (gesetzliche) 338, 342  
 Einkünfteerzielungsabsicht 383  
 gewöhnlicher Geschäftsbetrieb 404  
 Glattstellung 343, 345  
 Nichtderivate 339  
 Sekundärveräußerung 343  
 Spekulationsabsicht 380 f.  
 teleologische Reduktion 381  
 Vorteil 343
- Termingeschäfte *s.***  
**Börsentermingeschäft; Derivate;**  
**derivateähnliche Geschäfte;**  
**Finanztermingeschäft; Nichtderivate**
- termingeschäftstypisches Risiko 44, 91,**  
**97, 100, 198**
- Terminkauf**  
 Begriff 1  
 Beispiel 2
- Terminpreis (Marktnähe) 21, 91, 164,**  
**356**
- tier 1-3 *s.a. Eigenmittel***  
 Begriff 246
- Total Return Swaps 32**  
 Bausteineffekt 53  
 Begriff 25  
 Handelsbuch 25
- Trading (Begriff) 5**
- trading book *s. Handelsbuch***
- Transaktionskosten**  
*Black/Scholes*-Modell 54  
 Ersatzbeschaffung 46, 204, 213  
 Glattstellung 17, 164  
 Hebeleffekt 5  
 Kettenverträge 24  
 Prolongation 44  
 theoretischer Marktwert 61  
 Werbungskosten 342
- Trennungstheorie *s. Optionen:***  
**vertragsrechtliche Einordnung**
- Treuhand**  
 Aussonderungsrecht 221  
 wirtschaftliches Eigentum 221  
 Zuweisungsgehalt der Übertragung 222
- true and fair view *s. Handelsbilanz***
- two legged approach *s.***  
**Eigenkapitalunterlegung**
- Typisierung gesetzlicher Tatbestände**  
 Börsentermineinwand 98, 148, 150 f.  
 Gleichheitssatz (Art. 3 I GG) 74 f.  
 Steuerrecht 309, 311 f., 321, 407
- Typus-Ansatz 160**
- Überschuldungsbilanz 183, 252**
- Überschusseinkünfte**  
 Arten 305, 360  
 Bausteineffekt 306, 367  
 Einkommens- und Vermögenssphäre  
 305, 335, 337, 353, 379, 384  
 Zu- und Abflussprinzip 332, 339, 359
- ultra-vires-Lehre 16**
- Umsatzgeschäfte 32**  
 aleatorische Elemente 34  
 als Derivatebausteine 30  
 Begriff 27 f.  
 derivateähnliche Geschäfte 152  
 Fixgeschäfte (§ 104 I InsO) 198  
 Informationspflichten 177  
 Optionen 32  
 Risikoabsicherung 405  
 schwebende 398  
 Sekundärgeschäfte 167  
 und Spiel 134  
 unechte Differenzgeschäfte 106  
 vertragliche Risiken 30

- Zeitgeschäfte 14, 98
- Umsatzsteuer 331**
- unangemessene Gestaltung s. Steuerumgehung**
- Underlying s. Basiswert**
- unvollkommene Geschäfte**
- Unverbindlichkeit 85
  - Unwirksamkeit 85
- Value at Risk 233, 267**
- variation margins s. Nachschüsse**
- Verbindlichkeitsrückstellung s. Handelsbilanz**
- Verbraucherschutz**
- Informationspflichten 172
  - Kollisionsrecht 109
  - und Anlegerschutz 149, 173
  - Verbrauchercredit 149 f.
  - Widerrufsrecht 148, 172
- verdeckte Gewinnausschüttungen 319**
- Verkehrsfähigkeit s. Wirtschaftsgut**
- Verlustrückstellungen 305 s.a. Mindestbesteuerung; private Veräußerungsgeschäfte; Spekulationsgeschäft (EStG); Termingeschäft (EStG)**
- Vermögensbegriff**
- Handelsbilanz s. dort
  - Schadensersatzrecht 210
- Versicherungsaufsichtsrecht 7, 27 f., 172**
- Versicherungsderivate**
- Begriff 26
  - Börsentermineinwand 165
  - EStG 339
  - Hebeleffekt 40
  - InsO 212
  - WpHG 125
- Versicherungsvertrag**
- Bewertung 27
  - causa-Modell 153
  - contrat aléatoire 141
  - Derivatebegriff 26, 27
  - IASC 27
  - Synallagma 146
  - und Spiel 135
- Volatilität s. Marktrisiko**
- voraussichtlich dauernde Wertminderung**
- Handelsbilanz 278, 279
  - Steuerbilanz 278 f., 396, 397
- Wahrscheinlichkeitsniveau (VaR) 233**
- Währungsswaps s.a. Swaps**
- Börsentermineinwand 96
  - Derivatebegriff 33
  - KWG 34
  - Tausch 33
  - vertragsrechtliche Qualifizierung 33
- Walk-away-Klausel 193, 207**
- Wandelanleihen s.a. Optionen: abgetrennte**
- Börsentermineinwand 94
  - Derivatebegriff 35
- Warendermingeschäfte**
- Bilanzanhang 255
  - Derivatebegriff 18, 23
  - Differenzeinwand 110
  - Insolvenzrecht 190, 210
  - paritätische Marktbewertung 297
- Werbungskosten**
- Begriff 390
  - Cap-Prämie 390
  - synthetische 388
  - synthetische Zinsen 391
  - synthetischer Terminkauf 369
  - Vorteilsausgleich 390
  - Zuordnung 390
- Werbungskostenersatz 389**
- Wertaufholungsgebot**
- Handelsbilanz 279
  - Steuerbilanz 279
- Werthaltigkeit s. Bausteineffekt**
- Wertpapierdarlehen s.a. Wertpapierleihe**
- Begriff 39
- Wertpapierdienstleistungsunternehmen**
- Begriff 125, 225
  - Informationspflichten 125
- Wertpapierfirma (Begriff) 225**
- Wertpapierleihe s.a. Kassaleerverkauf**
- Bausteineffekt 39, 48
  - Begriff 40

- Börsentermineinwand 100 f., 114  
 Derivatebegriff 36  
 Differenzeinwand 114  
 Insolvenzrecht 190  
 Marktrisiko 42  
 Termindruck 43  
 vertragsrechtlicher Charakter 36
- Wesentlichkeitstheorie 311, 318**
- Wette s.a. Spieleinwand; Sportwette**  
 Begriff 133 f.
- Wetterderivate 24, 162, 165 s.a.**  
**Versicherungsderivate**
- Willkürverbot s. Gleichheitssatz (Art. 3 I GG)**
- wirtschaftliche Betrachtungsweise**  
 Bilanzrecht 253, 276  
 Durchgriffshaftung 80  
 Grundlagen 79  
 Steuerrecht 311, 319, 321  
 teleologische Auslegung 312  
 Vertragsrecht 99
- Wirtschaftliche Betrachtungsweise**  
 Bilanzrecht 254  
 Steuerrecht 309, 311  
 Vertragsrecht 99
- wirtschaftliches Eigentum**  
 Bilanzrecht 257  
 Insolvenzrecht 221, 222  
 Steuerrecht 313 f., 376
- Wirtschaftsgut**  
 Arbeitslohn s. dort  
 Bilanzsteuerrecht 271  
 Einkommensteuerrecht 358  
 Einkünfte aus nichtselbständiger Arbeit  
 s. dort  
 Ersatzbeschaffung 371  
 Nämlichkeit s. private  
 Veräußerungsgeschäfte  
 Überschusseinkünfte 358  
 und Vermögensgegenstand 258, 358  
 Verfügungsmacht 359  
 Verkehrsfähigkeit 272, 359  
 Zufluss 359
- WTB Hannover 17, 92, 98**
- Zeitgeschäfte siehe Umsatzgeschäfte**
- Zerlegung s. Bausteineffekt;**  
**Gleichbehandlung gleichwertiger**  
**Positionen**
- Zerobonds**  
 Bausteineffekt 53, 56 f., 284, 286  
 Bilanzierung 286  
 Derivatebegriff 11  
 Einkünfte aus Kapitalvermögen 349
- Zins- und Währungsswaps (kombiniert)**  
**33**
- Zinsbegrenzungsverträge 10, 56, 95**
- Zinsbegriff 319, 350**
- Zinsfutures (KWG) 231**
- Zinssatztermingeschäfte s. FRA**
- Zinsswaps s.a. Swaps**  
 Bausteineffekt 56, 58, 380 f.  
 Bilanzierung 285, 289 f., 295  
 Börsentermineinwand 96  
 Steuerrecht 373, 389  
 Struktur 33
- Zufluss**  
 Arbeitslohn 360  
 Betriebseinnahmen 360  
 Gegenstand 360  
 Überschusseinkünfte 359  
 Wirtschaftsgut 359
- Zuschreibung**  
 Bewertungseinheit 290  
 Handelsbilanz 282
- zweischneidige Steuernorm 316, 317**
- Zweivertragstheorie s. Optionen:**  
**vertragsrechtliche Einordnung**
- Zwei-Wirtschaftsgüter-Theorie s.**  
**Optionsanleihen**