

# 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 *Bydliński*, S. 17 f.: Die rechtliche Systembildung erfordere „in der Realität möglichst trennscharfe Begriffe“ bei der Abgrenzung „normbetroffener [...] 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 Derivatedefinitionen 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 verbriefen. 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 Derivatedefinition 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 Anwendungsbereichs der besonderen Garantiehafung 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 „selbstständige 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“.

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 bestimmbaren 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 Unsicherheitsselement 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 Schuld begründung, 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 Glattstellung 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 Glattstellungszeiträume 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 Glattstellungsverboten 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 annua-lisierte 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 (Aktionen) 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: Spekulant 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 Einnengung 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 derivativeähnlichen 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 Vertragschluss, 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 *Fülbi*, ZIP 1990, 544, 545; *Kleiner*, S. 207, *Grothe*, S. 64 f.

123 *Fülbi*, 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“ ent falle 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 Öftermingeschäfte 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 derivativeähnlichen 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 Vorauserfüllungsleistungen 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 Unsicherung 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/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.

### 1. 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.

<sup>169</sup> S.o. S. 43, vor Fn. 166.

<sup>170</sup> 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.1., 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 *Hoenig*, 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 revolvingierenden Forwards 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 Verhaeltnis 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 Nachschusserfordernisse 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 I., 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 derivate-ähnlichen 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 Bausteins-effekts 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 unbekannten 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 bestimmbarer 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. *Bydlinki*, 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 Verbraucherschutz 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 1. 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 Derivatdefinition 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-, markt- 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 derivativeähnlichen 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 Vergröberungen 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 scheiternde 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 Börsetermin- 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 formelmäßigen 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. Rütters, 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 Einzelschriften (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 - GSSt 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 Sachlage (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 Umgehungsgeschäft 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 Umgehungsvorschrift 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 „Subsumptionsideals“ 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 „Umgehungsabsicht“ bei der Lehre von der verdeckten Sacheinlage: Die Gesetzesumgehung sei eine Frage der Rechtsanwendung. Sie könne „von einem subjektiv vorwerfbaren Verhalten i.S. einer Absicht nicht berührt werden“.

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

