

Anlegerschutz bei Derivaten

Dissertation
zur
Erlangung des akademischen Grades
Doktor des Rechtes
der Juristischen Fakultät
der Universität Rostock

vorgelegt von Przemyslaw Trubicki, geb. am 09. 05. 1977 in
Szczecin Polen
aus Szczecin

1. Gutachter: Prof. Dr. Reinhard Singer Universität Humboldt zu Berlin
2. Gutachter: Prof. Dr. Klaus Tonner Universität Rostock

Verteidigungsdatum: 12. Dezember 2008

Rostock, April 2006

	SEITE
EINLEITUNG	
I. Anlass der Untersuchung.	8
II. Gegenstand der Untersuchung.	10
III. Gedankengang der Untersuchung.	11
Hauptteil A - Risiken und Methoden der Risikobewältigung bei Derivatgeschäften.	12
I. Risikoarten bei Derivativgeschäfte.	12
1. Begriff des Risikos- Allgemeines.	12
2. Währungskurs- und Zinsänderungsrisiko als die hauptsächlichen Arten. der Gefährdung beim Derivateinsatz.	12
a) Zinsänderungsrisiko – Definition und Risikofaktoren.	12
b) Währungsrisiko.	15
c) Systematische und unsystematische Kreditrisiken.	16
3. Andere Arten von Risiken bei Derivaten und Methoden der Risikobewältigung.	17
a) Marktpreisrisiko.	18
b) Bonitätsrisiko.	19
c) Liquiditätsrisiko.	20
d) Rechtsrisiko.	20
e) Betriebsrisiko.	21
II. Betriebswirtschaftliche Methoden der Risikobewältigung bei Finanz- Derivate.	21
1. Marktrisiko.	21
2. Liquiditätsrisiko.	22
3. Bonitätsrisiko.	23
4. Rechtsrisiko.	23
5. Betriebsrisiko.	25
Hauptteil B - Risikosteuerung durch Derivatstrategien.	27
I. Derivatstrategien mit Derivaten in der Form des Fest- oder Optionsgeschäft.	27
1. Vorbemerkung.	27
2. Legaldefinitionen der Derivate nach WpHG, BörsG.	28
3. Meinungsstand der Literatur.	29

4. Stellungnahme der Rechtsprechung.	30
5. Risikosteuerung durch Derivate.	32
a) Hedgingstrategie.	32
aa) Zinssatzswap als Instrument einer Hedgingstrategie.	33
bb) Termingeschäft als Vorkehrung gegen steigende Preise.	35
cc) Micro-, Macro und Portfoliohedge.	36
b) Spekulation und Arbitrage als Gegensatz zur Hedgingstrategie.	37
II. Finanz Derivatgeschäfte und ihre Anwendung bei Hedgingstrategien.	40
1. Derivate der ersten Generation.	40
a. Festgeschäfte.	40
b. FRA.	41
c. SWAP.	42
d. Devisentermingeschäft.	43
e. Optionsgeschäft; Zinsoptionen.	44
f. Zinsbegrenzungsverträge.	46
2. Barausgleich.	47
a. Terminkauf mit Barausgleich.	47
aa) Devisentermingeschäfte mit Barausgleich (FX Non Deliverable Forward).	47
bb) Terminsatz – Vereinbarung mit Barausgleich Forward Rate Agreement	48
cc) Zinssatzswap, Interest Rate Swap.	49
b) Optionsgeschäft mit Barausgleich; Devisenoption mit Barausgleich.	50
3. Kreditderivate als Instrumente eines aktiven Kreditrisikomanagements.	51
a. Allgemeines.	51
b. Voraussetzungen und Grundformen der Kreditderivate.	53
aa) Kreditsicherungs- Swap (Credit Default Swap).	53
bb) Gesamtrisiko – Swap (Total Return Swap).	55
cc) Spanensicherungs- Swap (Credit Spread Swap).	55
dd) Verbriefte Kreditderivate (Credit Linked Notes).	56
c. Kreditrereignisse.	57
aa) Insolvenz.	58
bb) Vorzeitige Fälligkeit von Verbindlichkeiten (Obligation Acceleration)	58

cc) Vertragsverletzung (Obligation Default).	59
dd) Nichtzahlung.	59
ee) Nichtanerkennung/ Moratorium (Repudiation).	61
ff) Restrukturierung.	62
d. Dokumentation der Kreditderivate.	63
e. Aufsichtsrechtliche Aspekte der Kreditderivate.	66
aa) Anlagebuch.	68
bb) Handelsbuch.	69
f. Insolvenzrechtliche Aspekte bei Kauf eigenen Risiko.	71
aa) Allgemeines.	71
bb) Vermögensnachteile einer Credit Linked Note.	73
cc) Zusammenfassung.	74
4. Wetterderivate.	74
a. Allgemeines.	75
b. Grundstrukturen und gesetzliche Behandlung.	75
c. Wetterderivate an der Börse.	77
III. Zusammenfassung.	78
Hauptteil C - Handels- und kapitalmarktrechtliche Aspekte des Anlegerschutzes.	81
I. Aufsichtsrechtliche Grundlage und Risikokontrolle mit Rücksicht auf Derivate.	81
1. Aufsichtsrechtliche Ansatzpunkte.	81
a) Allgemeines.	81
b) Bankenaufsicht.	81
c) Wertpapieraufsicht/ Asset- Management.	85
2. Schutz des Pfandbriefgläubigers bei Derivatgeschäften.	85
3. Gesellschaftsrechtliche Möglichkeiten der Risikominderung bei Derivaten.	85
a) Allgemeines.	85
b) Risiko- und Zwecktransparenz.	86
c) Auskunftspflichten gegenüber Aktionären nach § 131 AktG.	88
II. Die Gewährleistung der Risikotransparenz im Rahmen der Buchführung und des Jahresabschlusses.	88
1. Allgemeines.	88
2. Rechtsnatur und Arten der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung (GOB)	89

a) Vollständigkeitsprinzip.	89
b) Grundsatz der Einzelbewertung.	90
c) Grundsatz der Vorsicht.	90
3. Jahresabschluss als Konkretisierung des Grundsatzes ordnungsgemäßer.	91
Buchführung bei Derivativgeschäften.	
4. Zusammenfassung.	91
III. Börsenrechtliche Rahmenbedingungen am Beispiel der Eurex Deutschland AG.	92
1. Allgemeines.	92
2. Sicherungsvorkehrungen nach der Börsenordnung für die Eurex Deutschland AG und nach dem neuen Börsengesetz.	92
a) Börsenaufsichtsbehörde und Handelsüberwachungsstelle.	93
aa) Börsenaufsichtsbehörde.	93
bb) Handelsüberwachungsstelle.	94
cc) Marktüberwachung.	95
b) Ordnungsgemäße Abwicklung der Derivativgeschäfte.	95
c) Market Maker.	96
d) Sicherung von Termingeschäften am Beispiel der Eurex Clearing AG.	96
e) Zusammenfassung.	97
IV. Risikomessung und Risikomanagement beim Einsatz von Derivaten auf europäischer und inländischer Ebene.	97
1. Die Grundsätze des Einsatzes der Derivatinstrumente gemäß der Richtlinie 2001/108.	98
2. Bestimmung einer Obergrenze des Marktrisikopotentials von Sondervermögen beim Einsatz von Derivaten.	100
a) Gesamtgrenze beim Einsatz der Derivate gemäß Investmentmodernisierungsgesetz.	100
b) Risikomanagement und Risikomessung nach der Derivatverordnung.	102
Hauptteil D – Rahmenverträge.	108
I. Allgemeines.	108
II. Sachlicher Geltungsbereich des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte.	109

1. Zweck und Gegenstand des Vertrages.	109
2. Voraussetzungen und Rechtsfolgen einer Kündigung.	110
3. Schadensersatz, Vorteilsausgleich und Abschlusszahlung.	112
III. Inhaltskontrolle des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte.	114
1. Anwendbarkeit der AGB Bestimmungen.	114
2. Das Transparenzgebot bei Derivatverträgen.	115
IV. Sicherungsfunktion.	116
1. Netting.	116
a) Allgemeines.	
b) Ziel des Netting.	117
c) Anerkennung von Nettingsvereinbarungen.	117
d) Netting und seine Arten.	118
aa) Automatische Zahlungsaufrechnung.	118
bb) Schuldersetzende Verrechnung (Novations Netting).	119
cc) Cross Product Netting Multibranch Netting.	119
dd) Liquidation Netting.	119
e) Nettingvereinbarungen im Insolvenzfall.	119
2. Aufrechnung.	120
3. Zurückbehaltungsrechte nach §§ 273, 320 BGB und 369 HGB.	121
V. Zusammenfassung.	124
Hauptteil E - Wirksamkeit der Börsen- und Finanztermingeschäfte.	125
I. Begriff des Börsentermingeschäftes.	125
1. Allgemeines.	125
2. Börsentermingeschäft nach dem BörsG. vom 09. 09. 98 (a. F.).	126
3. Stellungnahme der Rechtsprechung.	126
4. Begriffsdefinitionen des Börsentermingeschäfts im Schrifttum.	127
a) Hinausgeschobener Erfüllungszeitpunkt.	128
b) Anreiz zur Spekulation durch eine Hebelwirkung (Leverage Effekt).	128
c) Totalverlust.	128

d) Nachschussrisiko.	129
5. Kritik an der Typuslehre.	129
6. Zusammenfassende Stellungnahme.	130
II. Definition des Finanztermingeschäftes nach 4 FMFG.	131
1. Allgemeines.	131
2. Legaldefinition nach dem WpHG.	132
3. Stellungnahme.	132
III. Verbindlichkeit der Börsentermingeschäfte.	134
1. Verbindlichkeit der Börsentermingeschäfte im Kapitalmarktrecht nach dem Börsengesetz vom 9.9.1998 (a.F.)	134
a) Börsentermingeschäftsfähigkeit kraft Gesetz.	134
b) Börsentermingeschäftsfähigkeit durch Information.	136
c) Kritische Stellungnahme an die Börsentermingeschäftsfähigkeit nach altem Rechtstand.	137
2. Anlegerschutz bei Börsentermingeschäften durch die „Zwei Stufen Theorie“	139
3. Informationspflichten nach dem 4 FMFG.	139
a) Allgemeines.	140
b) Inhalt und Umfang der Informationspflicht nach § 37 d Abs. 1 Satz 1 WpHG.	140
c) Schadensersatzumfang bei Verletzung des § 37 d Abs. 4 Satz 1 WpHG.	141
4. Verbotene Finanztermingeschäfte gemäß § 37 g WpHG.	142
5. Verleitung zu Börsentermingeschäften.	143
IV. Zusammenfassung.	144
Hauptteil F - Anlegerschutz bei Derivaten in der Rechtssprechung.	146
I. Die Aufklärungs- und Beratungspflicht der Kreditinstitute bei Derivatgeschäften.	146
1. Allgemeines.	146
2. Abgrenzung von Aufklärung und Beratung.	147
a) Aufklärung.	147
b) Beratung.	148
3. Umfang und Inhalt der Beratung- und Aufklärungspflichten nach der	

Judikatur .	149
a) Allgemeines .	149
aa) Anlegergerechtigkeit.	149
bb) Anlageobjekt.	150
b) Vollständige und Unmissverständliche Aufklärung- und Beratungspflicht.	151
c) Bedeutung der Erfahrung der Kunden für den Umfang der Beratungspflicht.	154
aa) Geschäfte mit „professionellen Marktteilnehmern“.	155
bb) Geschäfte mit „mittelständischen Firmenkunden“ .	156
cc) Geschäfte mit „kleinen Firmenkunden“.	157
d) Überwachung der Verhaltensregeln der Wertpapierdienstleistungsunternehmen.	161
4. Form und Zeitpunkt der Aufklärung und Beratung und Information.	162
a) Allgemeines.	162
b) Schriftliche oder Formlose Aufklärungs- und Beratung.	162
c) Zeitpunkt der Aufklärung bei Derivatgeschäften.	164
II. Zusammenfassung.	164
SCHLUSSWORT.	166

EINLEITUNG

I. Anlass der Untersuchung

Im Hinblick auf derivative Finanzinstrumente betont der Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments in einer vorgelegten Ausarbeitung, dass diese zunehmend Verwendung finden.¹

Derivatgeschäfte sind wie alle Verträge, mit Risiken verbunden. Offensichtlich besteht stets ein Bonitäts- und Adressenausfallrisiko, d. h. es ist nicht sicher, ob das Geschäft von der Gegenseite auch wirklich erfüllt werden kann und erfüllt wird. Das Risiko erhöht sich, je weiter der Erfüllungszeitpunkt hinausgeschoben ist. Bei den an Börsen betriebenen Derivatgeschäften sucht man dieses Risiko dadurch zu minimieren, dass entweder als Vertragsgegenseite stets ein einziges Clearinghaus agiert oder doch als Handelspartner nur bestimmte finanzstarke Börsenmitglieder auftreten dürfen, bei denen die Aufträge der Investoren gebündelt werden. Neben dem Bonitätsrisiko der Gegenpartei können aufgrund der fehlerhaften Technik, mangelnder Kontrolle oder Managementfehlern bei der Handelseinrichtung oder den Beteiligten operationale Risiken entstehen. Im Vordergrund stehen jedoch die Marktrisiken von Derivatgeschäften. Sie sind hier besonders ausgeprägt, weil Veränderungen der allgemeinen Marktbedingungen bei derivativen Kontrakten regelmäßig eine um ein Vielfaches größere relative Preisänderung bewirken als bei den zugrunde gelegten Werten. Dieses Phänomen wird auch als Hebelwirkung oder Leverage-Effekt derivativer Kontrakte bezeichnet.² Vereinfacht kann man sagen, dass sich mit Derivatgeschäften bei kleinem Einsatz hohe Gewinne erzielen lassen, der Chance aber auch ein hohes Verlustrisiko gegenübersteht.

Es ist daher unerlässlich, dass diese Risiken überwacht werden müssen. Insbesondere die Verbreitung von Kreditderivaten ist als besonders Besorgnis erregend anzusehen. Kreditderivate können die Identität desjenigen verschleieren, der letztendlich das Risiko trägt. Zudem besteht auch die Gefahr, dass das wahre Ausmaß des globalen „Leverage“ verschleiert wird.

¹ Rettberg, EU fordert verstärkte Aufsicht für Derivate, Handelsblatt 14. 11. 2003, S. 1.

² Schwark, Anlegerschutz bei Derivaten, S. 37.

Der Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments weist auf das Risiko hin, dass OTC-Derivate (an der Öffentlichkeit vorbei im Freiverkehr direkt zwischen Banken gehandelte Derivate) auf den Finanzmärkten einen gefährlichen Überhang bilden könnten. Zudem bestände die Gefahr, dass zahlreiche hochkomplexe Derivate illiquide werden und die Inhaber dann in Schwierigkeiten gerieten, Positionen abzuschließen oder zu bewerten. Dies insbesondere dann, wenn sich die Marktbedingungen als schwierig erweisen. Derivate könnten sich auch zu einem üblichen Mechanismus im Finanzmanagement von Gesellschaften, Investmentgesellschaften und kleineren Banken entwickeln, die möglicherweise gar nicht über die notwendige Kompetenz bei der Kontrolle der erhöhten Risiken verfügen. Ein weiteres Risiko wird darin gesehen, dass in diesem sich schnell ändernden Bereich auch die Sachkenntnis in den Aufsichtsbehörden oft nicht ausreiche. Finanzderivate würden in unterschiedlicher Form an Kleinanleger vermarktet. Daher sollten sie der Aufsicht durch die nationale Regulierungsbehörde für den Finanzbereich unterliegen. Der Ausschuss weist darauf hin, dass bei der Erstellung neuer oder der Änderung bestehender Richtlinien besonderes Augenmerk auf Derivate zu richten ist. Gemeinsam mit nationalen und supranationalen Institutionen sollte ein Instrument zur Messung und Beobachtung der globalen Risikoexponierung durch Derivate und insbesondere durch das akkumulierte Kreditrisiko von Kreditderivaten auf den Weg gebracht werden.

Die unzweifelhaft hohen Marktrisiken von Derivaten lassen³ den Juristen zwangsläufig die Frage stellen, ob die Investoren, insbesondere soweit es sich um Private handelt, eines Schutzes bedürfen und wie dieser ggf. ausgestattet sein sollte. Grundsätzlich ist jedoch das Prinzip der Privatautonomie zu beachten. Im Rahmen ihrer inhaltlichen Gestaltungsfreiheit sind die Vertragsparteien deshalb selbst gehalten, die Risiken durch geeignete Vereinbarungen zu beschränken oder bei zu hohen Risiken vom Geschäft abzusehen. Die Rechtsordnung verfolgt aber bei besonders gefährlichen Geschäften oder bei einer von vornherein bestehenden Störung der Vertragsparität auch das Ziel, die gefährdete Vertragsseite zu

³ Carstensen, Die Bank 1987, 352 ff.

schützen. Dabei ist zu betonen, dass der Anlegerschutz ebenso wie der Verbraucherschutz ausschließlich oder doch in erster Linie Private vor besonderen Risiken schützen will.⁴ So hat bereits das Börsengesetz von 1896 durch die Erfindung der Figur der Termingeschäftsfähigkeit private Investoren nahezu vollständig vom Börsenterminhandel ausgeschlossen. Es ist nicht verwunderlich, dass im liberalen 19. Jahrhundert eine solche Gesetzgebung auf Kritik stieß.

Der Gesetzgeber und die wohl herrschende Meinung in der aktuellen Jurisprudenz tendieren weiterhin dazu, den einzelnen, unerfahrenen Anleger durch konkrete Eingriffe in Marktprozesse zu schützen.

II. Gegenstand der Untersuchung

Im Rahmen dieser Arbeit soll untersucht werden, welche Sicherheitsmaßnahmen und Vorkehrungen am effizientesten sind, um Risiken bei Derivatgeschäften zu begegnen.

Im Hauptteil A wird die Problematik der Risiken, die am häufigsten auftreten, dargestellt. Schwerpunkt ist dabei die Problematik der Zins- und Währungsrisiken. Weiter werden die Kreditrisiken berücksichtigt, die durch Kreditderivate am häufigsten bewältigt werden. Ebenfalls werden die betriebswirtschaftlichen Methoden der Risikobewältigung bei Finanzderivaten einbezogen.

Die Einsatzmöglichkeiten von Derivaten sind Gegenstand des Hauptteils B. Neben der Hedgingstrategie werden die Arbitrage- und Spekulationsstrategie untersucht. In diesem Rahmen werden die grundsätzlichen Formen der Derivatgeschäfte dargestellt. Es geht insbesondere um Derivate der I. und II. Generation und Kreditderivate.

Im Hauptteil C erfolgt die Untersuchung des Anlegerschutzes unter den handels- und kapitalmarktrechtlichen Aspekten auf der inländischen und europäischen Ebene. Dabei werden Aspekte der Aufsicht und Buchführung erörtert. Gegenstand der Bearbeitung ist aber auch der Rahmen, den die Börsenordnung und das Börsengesetz vorgeben. Darüber hinaus beschäftigt sich dieser Teil mit dem Investmentmodernisierungsgesetz und der Derivatverordnung, die eine Umsetzung der Richtlinie 2001/108/EG vom 21. 01. 2002 des Europäischen Parlaments

⁴ Schwark, Anlegerschutz bei Derivaten, S. 40.

darstellt. Sie erhalten Bestimmungen bezüglich des Risikomanagements und der Risikomessung beim Derivateinsatz.

Im Hauptteil D werden die Sicherungsmöglichkeiten erörtert, die sich aus dem Abschluss von Rahmenverträgen ergeben. Dabei werden die Verträge, die im internationalen Derivatehandel verwendet werden, mit den inländischen Musterrahmenverträgen verglichen.

Im Hauptteil E wird die Problematik der Wirksamkeit der Derivatgeschäfte erörtert. Es erfolgt eine Auseinandersetzung mit dem Fachbegriff „Finanztermingeschäft“ und dem Informationsmodell, nach neuem und nach altem Finanzmarktförderungsgesetz. Nach dem neuen 4. Finanzmarktförderungsgesetz bleibt der Umfang der Information zwar unverändert, die Verletzung der Informationspflicht hat aber nicht die Unverbindlichkeit zur Folge, sondern führt zu einem Schadensersatzanspruch gemäß § 37d WpHG.

Der wichtigste Hauptteil F betrifft den Anlegerschutz bei Derivaten. Es handelt sich um die Problematik der Aufklärung und Beratungspflichten, insbesondere beim Handel von Derivaten durch unerfahrene Anleger. Besondere Schwerpunkte bilden dabei die Anlegergerechtigkeit, das Anlageobjekt sowie die Form und der Zeitpunkt der Aufklärung und Beratung.

III. Gedankengang der Untersuchung

Die nachfolgende Untersuchung beginnt mit der Darstellung der Risiken von Derivaten. Dann folgen einzelne Vorkehrungen, die Risiken verringern oder vermeiden.

Die Vorkehrungen schaffen eine Konstruktion der fünf Säulen. Die erste Säule umfasst die Risikosteuerung und Hedgingstrategie. Eine zweite Säule bezieht sich auf die Problematik der Verbindlichkeit des Termingeschäfts und dessen Begriffsbestimmung. Die dritte Säule stellt die handels- und kapitalmarktrechtlichen Sicherheitsmaßnahmen betreffend die Derivaten dar. Eine vierte Säule bildet der Schutz, der von der Judikatur ausgeht. Die fünfte Säule gibt die Rahmenverträge für Finanztermingeschäfte wieder.

Hauptteil A - Risiken und Methoden der Risikobewältigung bei Derivatgeschäften

I. Risiko und Risikoarten bei Derivatgeschäften.

1. Begriff des Risikos

Das wirtschaftswissenschaftliche Schrifttum verwendet den Begriff des Risikos nicht einheitlich. Im weiteren Sinne wird es als Unsicherheit, als Möglichkeit eines Abweichens vom erwarteten Wert, umschrieben und erfasst dann auch die „positive Abweichung“, die Chance. Dem Absicherungsbedürfnis kaufmännischer Derivatnutzer liegt ein engeres Risikoverständnis zugrunde. Unter dem Begriff „Risiko“ wird von diesen ausschließlich die „Gefahr“ verstanden, d. h. die Möglichkeit einer ungünstigen Abweichung der tatsächlichen Entwicklung von einem angenommenen Verlauf. In diesem Sinne stehen die Begriffe des Währungs- und des Zinsrisikos für den Umstand, dass sich die unsicheren zukünftigen Entwicklungen der Wechselkurse und Zinsen in negativen Veränderungen von Zielgrößen, insbesondere des laufenden Ergebnisses und/ oder des Cash Flows, niederschlagen können.⁵

2. Währungskurs- und Zinsänderungsrisiko als die hauptsächlichen Arten der Gefährdung beim Derivateinsatz

a) Zinsänderungsrisiko

Als Zinsrisiko wird allgemein die Gefahr verstanden, dass durch eine Marktzinsänderung eine erwartete Ergebnisgröße verfehlt wird.⁶ Es kann auch als negative Abweichung des Zinsüberschusses (Zinsergebnisses) bzw. des Barwertes (Marktwertes) von einem zuvor erwarteten Wert verstanden werden⁷. Die Definition des Zinsrisikos hat ebenfalls der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht

⁵ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 104.

⁶ Rudolph, Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, S. 2042.

formuliert. Diese Begriffsbestimmung befindet sich in den „Grundsätzen für das Management des Zinsänderungsrisikos“. Die Definition lautet wie folgt:

„Das Zinsrisiko ist das Risiko, dass sich die Zinsänderung negativ auf die Finanzlage einer Bank auswirkt“.

Die Unterschiede in der Definition liegen in der konkreten Bestimmung der Zielgröße (z.B. Zinsüberschuss, Reinvermögenswert, Kurswert) und des Referenzwertes dieser Zielgröße, an dem das Zinsänderungsrisiko gemessen werden soll.⁸

Ursache ist entweder die Verteuerung der Kapitalaufnahme oder die Verschlechterung der Kapitalanlagekonditionen. Den Zinsänderungsrisiken stehen Zinsänderungschancen gegenüber.

Im Rahmen einer Marktbewertung verhalten sich die Chancen und die Risiken von Zinsänderungen, sieht man von Optionen ab, weitgehend symmetrisch, weil beispielsweise Marktzinserhöhungen eine Abnahme des Marktwertes, Marktzinssenkungen dagegen eine Marktwertsteigerung der Zinsinstrumente bewirken⁹. Im Rechnungswesen schlagen sich dagegen Zinsänderungen überwiegend asymmetrisch nieder, weil die Zinssteigerung häufig zu Abwertungen führt, denen bei Zinssenkungen keine entsprechenden positiven Wertanpassungen gegenüberstehen.¹⁰

Das Zinsrisiko kann eingeteilt werden in das Einkommensrisiko bzw. Cash-flow (variables Zinsrisiko, Festzinsrisiko) und das Bewertungsrisiko (Fair-Value Risiko), das auch als Vermögensrisiko bezeichnet wird.¹¹

Das variable Zinsrisiko umschreibt die Gefahr, dass die Bruttozinsspanne variabel verzinslicher Geschäfte bei Marktzinsänderungen aufgrund unterschiedlicher Zinsanpassungselastizität sinkt.¹² Aus Festzinsgeschäften können drei weitere Komponenten des Zinsänderungsrisikos entstehen, nämlich das Festzinsrisiko und das Abschreibungs- und Vermögensrisiko.

⁷ Scharpf/Luz, Risikomanagement, Bilanzierung und Aufsicht von Finanzderivaten, S. 90.

⁸ Schwark, Anlegerschutz bei Derivaten, S. 40.

⁹ Rudolph, ZIR 1993, 117.

¹⁰ Commerzbank AG, Finanzmanagement mit modernen Zins- und Deviseninstrumenten, S. 23.

¹¹ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 130.

¹² Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 104.

Die Prinzipien eines soliden Risikomanagements umfassen die angemessene Beaufsichtigung durch das oberste Verwaltungsorgan und die jeweilige Geschäftsleitung, ein adäquates Verfahren mit laufender Messung, Überwachung und Kontrolle der Risiken, genaue und zuverlässige Managementinformationssysteme mit zeitgerechten (täglichen) Meldungen an die Geschäftsleitung und umfassende Rechnungsprüfung- und Revisionsverfahren.¹³

Dementsprechend hat der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht im Juli 1994 „Grundsätze für das Management des Zinsänderungsrisikos“ veröffentlicht. Obwohl die Grundsätze die Problematik des Zinsänderungsrisikos allgemein und abstrakt behandeln, beziehen sie sich besonders auf die Zinsrisikosteuerung bei Derivatgeschäften.¹⁴ Danach müssen Banken über ein umfassendes Risikomanagementverfahren verfügen, mit dem die Zinsänderungsrisiken wirksam erkannt, gemessen, beobachtet und gesteuert werden und das vom obersten Verwaltungsorgan und der Geschäftsleitung angemessen überwacht wird. Das Papier enthält eine Reihe von Grundsätzen, anhand derer die Aufsichtsbehörden die Handhabung des Zinsänderungsrisikos durch eine Bank beurteilen können. Sie sehen überdies ein Mess- und Überwachungssystem, unabhängige Kontrollen und Informationen an die Aufsichtsbehörden vor. Die Grundsätze legen großen Wert darauf, dass die Prinzipien und Verfahren einer Bank bezüglich des Zinsänderungsrisikos klar definiert sind sowie der Art und Komplexität der Derivativgeschäfte entsprechen. Die Risiken einer Bank sollten auf konsolidierter Basis und gegebenenfalls auch auf der Ebene der einzelnen Konzernteile erfasst werden. Besonders wurde hervorgehoben, dass die Banken bei neuen Derivatprodukten und Aktivitäten im Bereich der Finanztermingeschäfte die Risiken ermitteln sollen. Die Banken sollen auch dafür sorgen, dass solche Neuerungen vor ihrer Einführung angemessenen Verfahren und Kontrollen unterzogen werden. Größere Absicherungs- und Risikomanagementprojekte in Derivatgeschäften sollen zudem im voraus von dem Verwaltungsorgan oder von einem ermächtigten Ausschuss des Verwaltungsorgans genehmigt werden. Die Banken müssen über ein System zur Messung des Zinsänderungsrisikos verfügen, das alle nennenswerten Risikoquellen erfasst und die Auswirkungen von

¹³ Schulte-Mattler, Die Bank 1994, 28.

Zinsänderungen in einer Weise bewertet, die dem Umfang ihrer Geschäfte gerecht wird. Nach den Grundsätzen müssen die Banken Limits insbesondere für Derivatgeschäfte und andere Verfahren zur Begrenzung der Risiken entsprechend ihrer Geschäftspolitik festlegen und durchsetzen.

Überdies sollten die Banken ihr Verlustpotential im Falle von Marktrisiken – einschließlich des Falles, dass wesentliche Annahmen (besonders wichtig beim Derivateinsatz) plötzlich nicht mehr stimmen – messen und das Ergebnis bei der Festlegung und Überprüfung ihrer Grundsätze und Limits für das Zinsänderungsrisiko berücksichtigen.

Die Grundsätze sind nicht verbindlich, aber es ist der Bankenpraxis sehr zu empfehlen, die oben genannten Prinzipien umzusetzen.¹⁵

b) Währungsrisiko¹⁶

Als Hauptausprägungen des Währungsrisikos nennt die Literatur¹⁷ in der Regel die Transaktionsrisiken, Bewertungsrisiken und Ökonomischen Risiken.

Ökonomische Risiken ergeben sich daraus, dass die Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens durch Veränderungen des Wechselkurses abnimmt und dadurch der Unternehmenswert sinkt.¹⁸

Das Transaktionsrisiko wird zum Teil als Unterfall des Bewertungsrisikos eingeordnet und tritt dort neben zwei weitere Risikokomponenten nämlich das bedingte Währungsrisiko (Contingent Risk) und Operating Risk.¹⁹

In der diesbezüglichen Literatur wird hervorgehoben, dass Gegenstand der Risikosteuerung durch den Einsatz von Finanzderivaten in erster Linie das Transaktions- und das bedingte Währungsrisiko sind. Im Rahmen eines umfassenden Risikomanagementansatzes ist darüber hinaus auch die Einbeziehung weiterer Komponenten des Ökonomischen Währungsrisikos denkbar, insbesondere des so genannten „Wettbewerbsrisikos“ (Competitive Risk).

¹⁴ Scharpf/Luz, Risikomanagement, Bilanzierung und Aufsicht von Finanzderivaten, S. 12.

¹⁵ Schulte-Mattler, Die Bank 1994, 28.

¹⁶ Eilenberger, Währungsrisiken, Währungsmanagement und Devisenkurssicherung, S. 1 ff.

¹⁷ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 104.

¹⁸ Scharpf/Luz, Risikomanagement, Bilanzierung und Aufsicht von Finanzderivaten, S. 110.

¹⁹ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 105.

Ein Währungsrisiko in Form des Transaktionsrisikos entsteht, wenn aufgrund bereits abgeschlossener vertraglicher Verpflichtungen künftige Zahlungseingänge oder Zahlungsverpflichtungen in einer Fremdwährung feststehen.²⁰ Da bis zum Zahlungszeitpunkt aber noch Wechselkursänderungen stattfinden können, ist der künftige Euro-Betrag unsicher.

Ein Währungsrisiko in Form des Transaktionsrisikos beschränkt sich nicht auf die Berücksichtigung von bilanziellen Fremdwährungsforderungen und Verbindlichkeiten, sondern umfasst alle für die Zukunft feststehenden Zahlungen in Fremdwährung. Demzufolge sind auch die aus bereits abgeschlossenen Devisentermingeschäften oder Devisenfutures abzuleitenden Zahlungen zu berücksichtigen.

c) Systematische und unsystematische Kreditrisiken

Im Schrifttum²¹ unterscheidet man zwischen systematischen und unsystematischen Komponenten der Kreditrisiken. Diese Problematik ist besonders für den Einsatz von Kreditderivaten wichtig, um durch sie als Sicherheitsmaßnahmen die Kreditrisiken zu vermindern.

Unsystematische Kreditrisiken sind der Ausfall oder die Bonitätsverschlechterung aufgrund von Umständen, die sich auf den entsprechenden Schuldner als Individuum beziehen.

Systematische Kreditrisiken resultieren dagegen aus Ausfällen oder Bonitätsverschlechterungen, die durch übergreifende, fundamentale, ökonomische Faktoren, z.B. regionale oder branchenspezifische Konjunkturschwankungen, verursacht werden. Auf Portfolioebene verliert der unsystematische Anteil des Kreditrisikos an Bedeutung, da er durch Diversifikation reduziert oder vollständig ausgeschlossen werden kann. Vergeben Banken ihre Kredite an eine große Anzahl unabhängiger, bezogen auf die Größe der Bank kleinerer und mittelgroßer Kreditnehmer, so sind sie daher in der Lage, das unsystematische Kreditrisiko zu absorbieren. Werden jedoch bezogen auf das Gesamtportfolio der Bank hohe Beträge an ein einzelnes Unternehmen ausgeliehen, so ist ein Management des

²⁰ Menichetti, Währungsrisiken bilanzieren und hedgen, S. 64.

unsystematischen Kreditrisikos notwendig. Gegen unsystematische Kreditrisiken großer Unternehmen kann sich die Bank auf der Mikroebene absichern.

Das systematische Kreditrisiko ist durch Diversifikation nicht ohne weiteres eliminierbar. Eine unerwartete länder- oder branchenspezifische konjunkturelle Verschlechterung kann zu einer Häufung von Kreditausfällen in den jeweiligen Regionen oder Branchen führen. Banken rufen durch ihre Geschäftspolitik häufig regionale oder industriespezifische Kreditkonzentrationen hervor. Da diese zu beträchtlichen Verlusten führen können, ist das Management des systematischen Kreditrisikos auf Portfolioebene von großer Bedeutung.

In der Literatur wird hervorgehoben, dass branchenbezogene und regionale Risikokonzentrationen besonders durch Kreditderivate abgebaut werden können²², die an einem Korb von zugrunde liegende Instrumenten (Underlyings) oder einen Index anknüpfen. Werden Kreditderivate zur Steuerung des systematischen Kreditrisikos auf Portfolioebene eingesetzt, so ist die geeignete Struktur grundsätzlich nach den gleichen Kriterien auszuwählen wie auf der Mikroebene.

In der Bankenpraxis betrachtet man das Kreditrisiko entweder nur als reines Ausfallrisiko oder als Bonitätsverschlechterungsrisiko für bestimmte Regionen und Branchen. Dementsprechend können nur Credit Defaults Produkte oder zusätzliche Credit Spread und Total Return Produkte gestaltet werden.²³ Da zwischen dem Index und dem individuellen Portfolio meist keine vollständige Korrelation besteht, ist bei dem Einsatz von Index Kreditderivaten stets auf das Basisrisiko zu achten.²⁴

3. Andere Arten von Risiken bei Derivaten und Methoden der Risikobewältigung

Risiken sind Derivatgeschäften immanent. Sowohl die Praxis²⁵ als auch die Literatur beschreiben die typischen Risiken mehr oder weniger gleichermaßen

²¹ Burghof/Henke/Rudolph, ZBB 1998, 277, 288.

²² Die Problematik der Kreditderivate wird im Teil B erörtert.

²³ Diese Arten von Kreditderivaten werden im Teil B eingehend beschrieben.

²⁴ Burghof/Henke/Rudolph, ZBB 1998, 277.

²⁵ Deutsche Bundesbank, Bankinterne Risikosteuerungsmöglichkeiten und deren bankaufsichtliche Eignung, S. 69 ff.

zutreffend. Der Baseler Ausschuss²⁶ für Bankenaufsicht 1994 hat in seinen „Richtlinien für das Risikomanagement im Derivatgeschäft „fünf Risikoarten vorgegeben“.²⁷ Diese sind das Marktpreisrisiko, das Bonitätsrisiko, das Liquiditätsrisiko, das Rechtsrisiko²⁸, und das Betriebsrisiko.

a) Marktpreisrisiko

Nach der übereinstimmenden Anschauung von Literatur²⁹ und Praxis³⁰ ist das Marktrisiko neben dem Bonitätsrisiko das wichtigste und offensichtlichste Risiko im Derivatgeschäft. Nach den Richtlinien für das Risikomanagement im Derivatgeschäft entsteht das Marktrisiko auf Grund negativer Entwicklungen betreffend den Preis und die Volatilität. Das Marktrisiko umfasst nach Ansichten der Bankenpraxis das Marktpreisrisiko, das Zinsrisiko, das Währungsrisiko, das Aktienkursrisiko und die Marktpsychologie.³¹

Das Marktpreisrisiko ist das klassische Risiko bei Derivaten. Es kann sich aus der Änderung des Preises des Basiswertes ergeben. Derivate verkörpern (als abgeleitete Finanzinstrumente) im Prinzip dieselben Marktpreisrisiken wie die jeweiligen Basisprodukte. Zinsänderungsrisiken gehen von Veränderungen der Zinsstrukturkurve, Veränderungen der Volatilität der Zinsen und dem Zeitablauf aus. Währungsrisiken umfassen das reine Kursrisiko für offene Positionen. Aktienkursänderungsrisiken resultieren aus Kursänderungen und Volatilitäten.

Elemente wie Psychologie der Marktteilnehmer, Nachrichten aus Politik und Wirtschaft, Stimmungen spielen eine ganz erhebliche Rolle. Es kommt sehr oft vor, dass die gleichen Faktoren durchaus unterschiedlich bewertet werden. Es ist daher mitunter sehr schwierig, rationale und irrationale Einflussfaktoren zu trennen und die unmittelbare Wirkung dieser Faktoren auf die Kursbewegung des Basiswertes und damit auch des Derivats zu bestimmen. Der Einfluss der Psychologie auf Derivatgeschäfte ist nicht unbedeutend. Die Psychologie kann

²⁶ Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Richtlinien für das Risikomanagement im Derivatgeschäft, S. 1

²⁷ Schmidt, Derivative Finanzinstrumente, S. 70.

²⁸ Henssler, Risiko als Vertragsgegenstand, S. 646.

²⁹ Saxinger, Traditionelle und neuere Risikomaße im Asset-Management, S. 737 ff; Radow, Derivate und Corporate Governance, S. 6 ff.

³⁰ Deutsche Bank, Basisinformationen über Finanzderivate, S. 115 ff.

direkt beim Derivat zu Preis- und Kursänderungen führen. Das kann man besonders sehen, wenn am Markt die Arbitrage (d.h. der Ausgleich ungerechtfertigter Preisdifferenzen) nicht funktioniert. Das ist umso wahrscheinlicher, je illiquider das Derivat ist.

Für Derivate ist zudem kennzeichnend, dass sie auch einem Zinsänderungsrisiko unterliegen, wenn das jeweilige Basisprodukt dieses Risiko nicht aufweist. Der Wert eines Derivats bleibt zwar von den Veränderungen des Basiswertes abhängig. Diese Abhängigkeit ist aber in ihrer Struktur so komplex, dass die Änderungen des Basiswertes und die Wertveränderungen beim Derivat nicht parallel verlaufen, sondern sich sogar entgegengesetzt entwickeln können. Zudem ist die Abhängigkeit von Basiswert und Derivat keine feste Größe, sondern ändert sich mit den Preisänderungen des Basiswertes. Die Abhängigkeit von Basispreis und Derivat spiegelt sehr oft die Einstellung der Marktteilnehmer wider. Diese steht sehr häufig unter dem Einfluss von Nachrichten aus Politik, Wirtschaft und verschiedenen Stimmungen, die sehr oft keine rationelle Begründung haben und so die Risiken der Anleger vergrößern.³²

b) Bonitätsrisiko³³

Dieses Risiko wird auch Adressenausfallrisiko oder Kreditrisiko genannt. Bei diesem Risiko geht es darum, dass eine Gegenpartei eine Verpflichtung gegenüber dem Institut nicht erfüllt. Der Vertragspartner fällt aus finanziellen oder sonstigen Gründen aus. Ursache für den Ausfall eines Teilnehmers sind Insolvenzanmeldung, Zahlungsfähigkeit, Verhängung eines Moratoriums über ihn. Zu dem Bonitätsrisiko gehört auch das Vorleistungsrisiko. Es wird als Spezialfall des Adressenausfallsrisikos angesehen. Ein Vorleistungsrisiko setzt voraus, dass eine Partei freiwillig oder auf Grund der vertraglichen Verpflichtung ihre Leistung erbracht hat. Bei manchen Derivaten ist eine Leistung und Gegenleistung bereits im Vertrag angelegt, z.B. bei einem Swap, wenn vierteljährlichen Zinszahlungen jährliche Zinszahlungsverpflichtungen gegenüberstehen. Das Verlustrisiko besteht

³¹ Damm, Die Bank 1993, 506.

³² Deutsche Bank, Basisinformationen über Finanzderivate, S. 115 ff.

³³ Schmidt, Derivative Finanzinstrumente, S. 71.

in Höhe der erbrachten eigenen Leistung. In aufsichtsrechtlichen Begriffen laut KWG ergibt sich das aktuelle Kontrahentenrisiko aus der Bewertung einer risikobehafteten Position mit den neusten Marktdaten.

c) Liquiditätsrisiko³⁴

Liquiditätsrisiken umschreiben die Gefahr, dass die Positionen der Vertragsparteien nicht oder nicht zu einem fairen Marktpreis aufgelöst bzw. glattgestellt werden können. Diese Situation kann durch einen Mangel der entsprechenden Kontrahenten, eine geringe Anzahl der Marktteilnehmer oder eine Unzulänglichkeit des gehandelten Volumens verursacht werden.

d) Rechtsrisiko

Dieses Risiko umfasst die Gefahr dass, ein Geschäft aus Rechtsgründen nicht durchsetzbar ist.³⁵ Die Durchsetzbarkeit kann zurückzuführen sein auf eine fehlende Berechtigung des Geschäftspartners zum Geschäftsabschluss, vertragliche Mängel, unvollständige Dokumentation der Geschäfte³⁶ und rechtliche Bestimmungen in den Ländern in denen die Geschäftspartner ihren Sitz haben. Gesetze können die Dispositionsbefugnis der Parteien einschränken, Genehmigungserfordernisse vorsehen oder solche Geschäfte im Kapitalmarktrecht verbieten.

Ist ein Geschäft unzulänglich dokumentiert, lässt sich im Streitfall ein Anspruch möglicherweise nicht gerichtsfest beweisen. Rechtliche Risiken steigen, wenn außerbörsliche Geschäfte nicht unter anerkannten Rahmenverträgen dokumentiert werden.³⁷ Die Gefahr vergrößert sich, wenn nicht alle auftretenden Fragen geregelt sind. Werden Derivatgeschäfte grenzüberschreitend geschlossen, stellt sich die Frage, nach welcher Rechtsordnung eine bestimmte Rechtsfrage zu entscheiden

³⁴ Rudolph, ZIR 1993, 117.

³⁵ Schmidt, Derivative Finanzinstrumente, S. 70 ff.

³⁶ Schmidt, Derivative Finanzinstrumente, S. 70.

³⁷ Randow, Derivate und Corporate Governance, S. 43 ff.

ist. Die Beurteilung einer Rechtsfrage nach einer fremden Rechtsordnung kann schwierig sein.

e) Betriebsrisiko

Unter dem Begriff Betriebsrisiko (Organisationsrisiko) versteht man die Gefahr, dass Mängel im eigenen Aufbau und Ablauf zu unerwarteten Verlusten führen können.³⁸ Dieses Risiko entsteht auf Grund fehlender Trennung von Handel und Abwicklung, Unzulänglichkeiten in der EDV und anderen Informationssystemen, menschlichem Versagen und ungenügenden Kontrollverfahren.

Bei Betriebsrisiken geht es auch um Fehlverhalten auf Grund von unvollständigen oder falschen Informationen bzw. inkorrektener Interpretation.³⁹

Zu den menschlichen Faktoren, die einen Verlust begründen können, zählen mangelndes Verständnis der Geschäftsführung des Wesens und der Risiken der Derivate und der folglich mangelnden innerbetrieblichen Risikokontrolle durch Geschäftsablaufskontrollen und Handelslimits.

II. Betriebswirtschaftliche Methoden der Risikobewältigung bei Finanzderivaten⁴⁰

Die Bewältigung der mit Derivatgeschäften einhergehenden Risiken verlangt zunächst, die im Einzelnen bestehenden Gefahren zu erkennen und zu ordnen. Die bedeutsamsten Risiken aus Derivatgeschäften lassen sich – wie schon angesprochen – grob ordnen als Markt-, Liquiditäts-, Bonitäts-, Rechts-, Betriebsrisiken. Die oben genannten Risiken und die Verfahren ihrer Messung und Bewältigung sollen im Folgenden im Einzelnen erläutert werden.⁴¹

1. Marktrisiko

Ein Wertverfall von Derivatpositionen kann durch Veränderungen der Marktfaktoren ausgelöst werden. Es stellt sich die Frage, unter welcher

³⁸ Deutsche Bank, Basisinformationen über Finanzderivate, S. 122 ff.

³⁹ Rudolph, ZIR 1993, 117 ff.

⁴⁰ Walther, Risiko Management im derivativen Geschäft, S. 287.

⁴¹ Saxinger, Traditionelle und neuere Risikomaße im Asset-Management, S. 5 ff.

Voraussetzung eine Kontrolle durchgeführt werden soll. Die Voraussetzung jeder Kontrolle von Marktrisiken ist die Berechnung des Gewinn- und Verlustpotentials. Erste Aufgabe ist deshalb, die internen, natürlichen Sicherungsgeschäfte im Unternehmen zu beobachten, also alle für entsprechende Ausgleichseffekte in Frage kommenden Positionen aufzunehmen und einander gegenüberzustellen. Bei der anschließenden Berechnung der Risikoexposition kommt es dann auf den gegenwärtigen Gesamtwert des Portfolios und seine Empfindlichkeit gegenüber einer Veränderung im Markt an.⁴²

Für Unternehmen außerhalb des Banken- und Versicherungssektors hat sich bisher ein Standard der Risikomessung insoweit allerdings noch nicht herausgebildet, so dass sich die darauf gerichteten Sorgfaltsanforderungen nicht mit genügender Bestimmtheit formulieren lassen.⁴³

Es ist ganz sinnvoll zu fragen, in welcher Höhe dem Unternehmen Einbußen hinsichtlich des erwarteten Cashflow innerhalb eines eng abgegrenzten Zeitraumes drohen.⁴⁴ Als Vorbild diente das insoweit aus dem Banken- und Versicherungssektor stammende Verfahren Value at Risk. Dieses Konzept versucht ein Wahrscheinlichkeitsurteil über Wertveränderungen des Portfolios abzugeben, zu denen es in einem bestimmten Zeitrahmen kommen kann. Es handelt sich dabei um eine näherungsweise und auf historischen Daten ruhende Einschätzung. Diese Einschätzung beruht grundsätzlich auf zwei Faktoren: zum einen darauf wie sich Wertschwankungen der Basiswerte auf den Wert des Portfolios niedergeschlagen haben und zum anderen darauf, ob sich die Bandbreite möglicher Schwankungen der Basiswerte verändern kann. Diese Faktoren sind Gegenstand der Betriebswirtschaftslehre und werden in dieser Arbeit nicht dargestellt.

2. Liquiditätsrisiko

Das Liquiditätsrisiko besteht zum einen darin, dass im Falle mangelnder Marktliquidität bestehende Derivatpositionen nicht ohne weiteres zum vorherigen

⁴² Schmidt, Derivative Finanzinstrumente, S. 70.

⁴³ Deutsche Bank, Basisinformationen über Finanzderivate, S. 117 ff.

⁴⁴ Rando, Derivate und Corporate Governance, S. 41 ff.

Marktpreis glattgestellt oder aufgelöst werden können. Darüber hinaus bezeichnet es auf der Ebene der Finanzierung die Gefahr, dass das Unternehmen Einschusspflichten und Zahlungen zum Abwicklungstermin nicht leisten kann und deshalb wertvolle Positionen aufgeben muss.⁴⁵ Das Liquiditätsrisiko ist von großer Relevanz für langfristige, komplexe, auf den Verwender zugeschnittene Positionen. Die Liquidität der Risikopositionen sollte aber laufend überwacht und spartenübergreifend berechnet werden. Es ist empfehlenswert, dazu eine stets zu aktualisierende Einschätzung darüber zu fertigen, welchen Zeitaufwand eine den Markt nicht oder nur wenig beeinflussende Neutralisierung der eingegangenen Positionen erfordert. Im Rahmen der Bestimmung der Liquiditätsbedürfnisse ist zudem darauf auf besondere Kündigungsrechte zu achten, die kurzfristig Liquiditätsbedarf auslösen können. Meistens werden die Vorschriften bezüglich der Kündigung von Rahmenverträgen für Finanzderivate berücksichtigt. Man muss jedoch darauf hinweisen, dass sie mit Geldbußen verbunden sind.

3. Bonitätsrisiko

Die Bewältigung des Bonitätsrisikos beginnt mit seiner Einschätzung. Diese mag sich an Ratings orientieren.⁴⁶ Darüber hinaus muss man selbstverständlich auch bestellte Sicherheiten berücksichtigen. Bei der Bonitätsrisikomessung ist zudem nicht nur die aktuelle, sondern auch die zukünftig eintretende Veränderung der Zahlungsfähigkeit des Gegenübers zu berücksichtigen. In der Bankenpraxis sowie in der Literatur wird die Ansicht vertreten, dass es empfehlenswert ist, die Derivatgeschäfte nicht auf wenige Kontrahenten zu beschränken, sondern mit vielen Geschäftspartnern zu tätigen, um auf diese Weise die Risiken zu steuern. Das erlaubt im Einzelfall, eine Position rascher aufzulösen.

4. Rechtsrisiko

Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht definiert in seinen Richtlinien für das Risikomanagement im Derivatgeschäft das Rechtsrisiko. Danach besteht das

⁴⁵ Rudolph, ZIR 1993, 117.

Rechtsrisiko darin, dass Verträge rechtlich nicht durchsetzbar sind.⁴⁷ Dieses Risiko wurde an vierter Stelle von fünf Risikoarten aufgeführt. Weil die Reihenfolge vermutlich auch die Relevanz der Risiken widerspiegelt, kann man annehmen dass nach dem Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht das Rechtsrisiko nicht von großer Relevanz ist. Die Bankenpraxis zeigt aber etwas anders.⁴⁸

Das Rechtsrisiko besteht in der Gefahr, dass vertragliche Ansprüche nicht durchsetzbar sind, weil sie beispielsweise nicht hinreichend dokumentiert sind. Sehr oft wird ihnen die rechtliche Wirksamkeit versagt. Bei der Geschäftsleitung werden die oben genannten Probleme auf den ersten Blick als gewöhnlich angesehen. Den „gewöhnlichen Problemen“ kann man auch bei anderen Transaktionen begegnen. Für Derivatgeschäfte ist diese Gefahr allerdings besonders ausgeprägt. Zwei Umstände kommen hier in Betracht.

Erstens müssen Entscheidungen über die Abwicklung von Derivatgeschäften, die zu Zwecken der Gewinnerzielung getätigt werden, in Eile und ohne ausgiebige Kommunikation und Dokumentation getroffen werden. Vor allem die unternehmerische Praxis weist darauf hin, dass bei der Abwicklung von Derivatgeschäften die Zeit eine enorme Rolle spielt. Zeit für Korrekturen bleibt sehr selten.

Zweitens stellt sich bei dem Einsatz von Finanzinnovationen die Frage, wie sie eingeordnet werden können und welche Regeln auf sie anzuwenden sind. Dieses Problem tritt besonders bei OTC Produkten auf, welche nicht standardisiert verhandelt und gehandelt, sondern auf die Bedürfnisse der Verwender zugeschnitten werden. In der unternehmerischen Praxis kommt es vor, dass aus vielen Transaktionen nicht sogleich Zahlungsansprüche und Verpflichtungen resultieren, sondern einige Zeit bis zur Zahlung vergeht. Wenn zu dieser Zeit Unklarheiten offenbar werden, mag es bereits zu spät sein. Bei der Abwicklung der Derivatgeschäfte ist es empfehlenswert, zu prüfen, ob der Kontrahent einen entsprechenden Geschäftsabschluss wirksam tätigen kann.

Dieses Rechtsrisiko wurde den Marktteilnehmern besonders deutlich, als Gerichte in Großbritannien entschieden, dass die in den Jahren 1987 bis 1989 von dortigen

⁴⁶ Rando, Derivate und Corporate Governance, S. 40 ff.

⁴⁷ Schmidt, Derivative Finanzinstrumente, S. 43 ff.

⁴⁸ Deutsche Bank, Basisinformationen über Finanzderivate, S. 122 ff.

Kommunen mit Kreditinstituten abgewickelten Derivattransaktionen (Swaptransaktionen) mit einem Nominal Umfang nicht intra vires Section 111 des Local Government Act 1972 lagen und ihnen daher die Wirksamkeit versagten. Folge war, dass die beteiligten Banken keinen Gewinn erzielten, aber Verluste durch parallele Absicherungsgeschäfte erlitten. Unter Berufung darauf, dass die Transaktionen ultra vires waren, verweigerte eine Kommune gar die Rückzahlung eines zugeflossenen Darlehensbetrages. Das House of Lords hat jedoch die Rückzahlung angeordnet.

Die Verminderung des Rechtsrisikos kann man dadurch erreichen,⁴⁹ dass Transaktionen standardisiert werden. Die Standardverträge von internationalen Organisationen sind nicht nur auf einer Marktseite, sondern unter Beteiligung verschiedener Marktteilnehmergruppen entwickelt worden. Auf dem Gebiet der Swaptransaktionen gibt es die International Swap Dealer Association⁵⁰, die für eine Vereinheitlichung der Vertragsdokumentation gesorgt hat. Im Bereich der Optionen gibt es mit den ICOM, FX Net Standardterms, PSA / ISMA Global Master Repurchase Agreement ähnliche Standardverträge.

Alle anderen Derivatgeschäfte fordern ebenfalls Evaluierungs- und Genehmigungserfordernisse der Vertragsdokumentation. Das betrifft besonders derivative Instrumente für Unternehmen. Darüber hinaus kann es zur Minimierung der Rechtsrisiken empfehlenswert sein, eine Versuchszeit mit eng gezogenen Grenzen für finanzielle Engagements mit Risikoexposition in neuen Geschäftsarten anzurufen.

Unter Berücksichtigung der Globalisierung des Handels in Derivaten wäre es dagegen unpraktisch, eine Beschränkung der Geschäftsabschlüsse im Sitzland anzurufen, um auf diese Weise das Durchsetzungsrisiko der erworbenen Ansprüche zu mindern.

5. Betriebsrisiko

Menschliches Versagen und Systemversagen sind die Quellen des Betriebsrisikos, dass sehr mit derivativen Geschäften verbunden wird. Auch unter

⁴⁹ Jahn, Die Bank 1992, 349.

⁵⁰ Jahn, Die Bank 1993, 235.

Berücksichtigung der Tatsache, dass der Handel meist elektronisch ausgeführt wird, ist dieses Risiko nicht zu vernachlässigen.

Ursachen für Verluste sind Fehler bei Abschluss, Abwicklung, Buchung, Risikomessung und Kontrolle der Transaktionen. Nach der Bank- und Unternehmenspraxis werden Fehlerquellen regelmäßig Mängel in der Ausbildung und Anreizsetzung sein. Sie führen dazu, dass das Personal ungeschickt oder nachlässig agiert und die anzuwendenden technischen Systeme fehlerhaft bedient oder nicht hinreichend ihre Funktionsfähigkeit überprüft. Es handelt sich dabei nicht um technisches oder EDV Versagen.

In der Bankenpraxis und der Literatur wird eine Ansicht vertreten, dass auf allen Ebenen des Derivateinsatzes, d.h. dem Abschluss, der Abwicklung, der Buchung, Risikomessung und Risikokontrolle, der Ausbildungsstand der Verantwortlichen dem Stand der Technik angepasst bleiben muss. Dazu gehört es auch, Ausbildungsgelegenheiten zu nutzen. Die Literatur weist darauf hin, dass man Szenarien besonderer Beanspruchung einkalkulieren soll, also Softwarefehler, Stromausfall oder Stress durch wesentlich höhere Transaktionsvolumina.

Von großer Relevanz sind die Anreizsysteme für die Mitarbeiter. Hier kann sich eine Ankopplung der Vergütungsregeln an die Gesamtstrategie empfehlen und dafür gesorgt werden, dass sie sich am dauerhaften Beitrag zum Erfolg bemisst und nicht etwa am kurzfristigen Gewinn einer Einzeltransaktion. In der Banken- und Unternehmenspraxis wird die Wirkung von Vergütungsanreizen überschätzt. Nach der Meinung der Literatur haben unternehmensinterne Vergütungsanreize Vor- und Nachteile.⁵¹

Dieses Risiko wurde jedoch vom Baseler Ausschuss an letzter Stelle aufgeführt. Dieses Risiko scheint deshalb keine große Bedeutung zu haben.

⁵¹ Radow, Derivate und Corporate Governance, S. 40 ff.

Hauptteil B

Risikosteuerung durch Derivatstrategien

I. Derivatstrategien mit Derivaten in der Form des Fest- oder Optionsgeschäfts

1. Vorbemerkung

Die Nutzung von Derivaten gewinnt für Kreditinstitute und für die Unternehmen an Bedeutung. Anzahl und Komplexität der am Markt angebotenen derivativen Instrumente steigen stetig. Unternehmen, die diese Instrumente zielgerecht einsetzen wollen, müssen in der Lage sein, auf ihre Struktur und geschäftliche Ausrichtung zugeschnittene Lösungen zu finden.⁵²

Die Finanztätigkeit der Unternehmen und Banken machen Risiken in Form von Derivaten isoliert handelbar.⁵³ Daraus ergibt sich eine Erweiterung wirtschaftlicher Handlungsspielräume. Anlagen in Finanzierungs- und Investitionsunternehmen zur Abwehr der mit ihnen einhergehenden Währungs-, Zins- und Preisrisiken werden in weitem Umfang entbehrlich, wenn sich die entsprechenden Risiken bereits durch das Engagement in Derivativinstrumente kostengünstig umgestalten und den jeweiligen Bedürfnissen der Gesellschaft anpassen lassen. Unter Berücksichtigung der oben genannten Vorteile sind Derivate nicht nur Argumente in der unternehmerischen Entscheidungspraxis, sondern auch Wettbewerbsfaktoren.⁵⁴ So ist den Ergebnissen der Group of Thirty zu entnehmen, dass von 149 im Jahre 1992 befragten international tätigen Unternehmen, darunter auch einer Reihe deutscher Aktiengesellschaften wie: BASF, BAYER, Daimler Benz, Man, Schering 122 zu Zwecken der Absicherung, des operativen Geschäfts, 125 zu Zwecken der Absicherung von Finanztransaktionen, 107 zur Senkung der Kapitalaufnahme Kosten-Derivate eingesetzt hatten. Fehlerhafte Derivattransaktionen können jedoch sogar renommierte und höchst solvente

⁵² Deutsche Bank, Basisinformationen über Finanzderivate, S. 7.

⁵³ Radow, Derivate und Corporate Governance, S. 1.

⁵⁴ Radow, Derivate und Corporate Governance, S. 2.

Unternehmen in die Insolvenz treiben. Darüber hinaus können sie die Derivatinhaber und Kreditgeber schädigen, Arbeitsplätze vernichten sowie Zulieferern und Abnehmern erhebliche Verluste zufügen. Das geschieht also nicht immer nur, wenn ein Unternehmensvorstand unverantwortlich spekuliert. Die Bankenpraxis und die wirtschaftliche Erfahrung lehren vielmehr, dass „Beinahekatastrophen“ auch das Resultat unkontrollierter oder unzureichend konzipierter Absicherungsstrategien mit Derivaten sein können.⁵⁵ Angesichts des gewaltigen, weltumspannenden Transaktionsvolumens erscheint die Anzahl der Derivativkrisen noch relativ gering. Außerdem lassen sich manche Fehlentscheidungen mit der Unerfahrenheit von Verantwortlichen erklären. Ihr Wissen und ihre Erfahrungswerte werden nicht durch einen praktischen bzw. standardisierten Handel mit Futures, Optionen und anderen Instrumenten entbehrlich. Wer sich nicht dem Verdacht aussetzen will, in jedem aktuellen Marktphänomen ein reines Rechtsproblem zu erblicken, wird zunächst den Nachweis erbringen müssen, dass Derivatgeschäfte mehr sind als wirtschaftliche und unternehmenstechnische Sicherheiten, die Betriebswirten und ihren Beratungsgesellschaften überlassen bleiben könnten.⁵⁶

Aus Perspektive der Anleger und ihrer Interessen müssen am Beginn folgende Fragen stehen: Welche sind die besonderen Risiken der Derivate? Wie kann man bestimmte Risikoarten neutralisieren? Warum sind sie eine neue Herausforderung an die Verantwortungsordnung der Aktiengesellschaft und das Kapitalmarktrecht?

2. Legaldefinitionen der Derivate nach WpHG, BörsG

Derivate sind Regelungsgegenstand sowohl des Wertpapierhandelsgesetzes (4. Finanzmarktförderungsgesetz) als auch des Kreditwesengesetzes. Der Begriff des Derivats wird in § 2 WpHG und in § 1 Abs. 11 Satz 4 KWG definiert. Diese Definitionen erfassen alle Termingeschäfte unabhängig von ihrer Konstruktion bezüglich eines symmetrischen oder asymmetrischen Risikoprofils.⁵⁷ Unter dem Begriff symmetrisches oder asymmetrisches Risikoprofil versteht man, ob sich

⁵⁵ Radow, Derivate und Corporate Governance, S. 1.

⁵⁶ Radow, Derivate und Corporate Governance, S. 2.

⁵⁷ Deutsche Bank, Basisinformationen über Finanzderivate, S. 10.

Gewinnchancen und Verlustrisiken bei jedem der beiden Kontrahenten spiegelbildlich gegenüber stehen oder Verlustrisiken und Gewinnchancen nur auf einer Vertragsseite existieren. Dies gilt für Fest- und Optionsgeschäfte. Während beim Festgeschäft die Geschäftsbedingungen zu einem im Voraus bestimmten Termin fest vereinbart werden, hat bei einem Optionsgeschäft der Käufer der Option das Wahlrecht, die vereinbarten Geschäfte durchzuführen oder sie verfallen zu lassen.

Das Wertpapierhandelsgesetz definiert, etwa anders als das Kreditwesengesetz, Derivate im Zusammenhang mit Devisen gewissermaßen „als Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte ausgestaltete Termingeschäfte, deren Preis unmittelbar oder mittelbar von dem Kurs von Devisen und Rechnungseinheiten abhängt“. Die Devisen und Rechnungseinheiten wurden vom Kreditwesengesetz in § 1 Abs. 11 S. 4 Nr. 3 berücksichtigt. Das WpHG hat Rechnungseinheiten und Devisen mangels praktischer Relevanz für das Kundengeschäft der Wertpapierdienstleiter nicht einbezogen. Der Anwendungsbereich des WpHG wurde im Vergleich mit dem KWG behandelt. Durch § 2 Abs. 2 Ziffer 2 WpHG wurden auch Derivate auf Devisen einbezogen. Die von Devisen abhängigen Derivate werden nur dann von dem Gesetz erfasst, sofern sie an einem organisierten Markt gehandelt werden. Der Gesetzgeber nennt diese Instrumente Devisenfuturesgeschäfte. Im WpHG erfolgt die feinsinnige Unterscheidung zwischen den an einem organisierten Markt und an einem außenbörslichen Markt gehandelten Devisentermingeschäften. Diese Unterscheidung wurde nicht vom Kreditwesengesetz berücksichtigt.⁵⁸

3. Meinungsstand der Literatur.

Nach den Anschauungen der Literatur werden unter Finanzderivaten Finanzinstrumente verstanden, die von anderen Produkten, den so genannten Basiswerten (Underlying), abgeleitet sind. Derativgeschäfte sind im Unterschied zu Kassageschäften dadurch gekennzeichnet, dass die Erfüllung erst zu einem späteren Zeitpunkt vorgenommen wird. Es geht um eine vertragliche Verpflichtung zwischen Käufer und Verkäufer, eine bestimmte Menge eines Gutes

⁵⁸ Schäfer, WpHG, § 2 Rn 23.

zu einem im Voraus vereinbarten Preis und zu einem festgelegten Zeitpunkt zu liefern bzw. abzunehmen.⁵⁹ Produktarten sind Financial Futures, Forward Rate Agreement, Optionen, Zinsoptionen, Devisentermingeschäfte und Swaps.⁶⁰ Zu den häufigsten Basiswerten (also zu Grunde liegenden Produkte) der Finanzderivate gehören Wertpapiere, Edelmetalle, Indizes, Währungen.

Der Basiswert kann sogar ein derivatives Finanzinstrument etwa in Form eines Financial Futures oder einer Option sein. Infolge der Innovationskraft der Praxis kann sich ein Derivat auch auf mehrere Basiswerte beziehen oder eine Kombination aus Elementen der verschiedenen Produktarten sein. Diese zusammengesetzten Derivate werden auch als Exoten oder strukturierte Derivate bezeichnet. Sie sind ganz flexibel und können auf die individuellen Bedürfnisse des Kunden zugeschnitten werden.⁶¹

In Rahmenverträgen für Finanztermingeschäfte werden Regelungen getroffen über die Vertragspartner, die Übertragbarkeit, Zweck und Gegenstand des Vertrages, die Behandlung von Einzelabschlüssen, Zahlungen und sonstigen Leistungen, die Berechnungsweise bei zinssatzbezogenen Geschäften, die Beendigung, einen etwaigen Schadensersatzanspruch und Vorteilsausgleich und eine Abschlusszahlung sowie verschiedene besondere Gesichtspunkte.⁶² Unter Berücksichtigung aller Komponenten muss man feststellen, dass jedes Element dieses Vertrages eine große Rolle spielt, aber bezüglich der Interessen der Anleger und deren Schutzbedürfnis die Kündigungsrechte von enormer Relevanz sind. Auf diese Bestimmungen ist daher noch näher einzugehen.

4. Stellungnahme der Rechtsprechung

Zum Begriff des Optionsgeschäfts hat sich auch mehrmals die Rechtsprechung geäußert. Optionsgeschäfte werden nach der Judikatur als Termingeschäfte betrachtet. Inhalt des Optionsgeschäfts ist der Erwerb oder die Veräußerung des Rechts, eine bestimmte Anzahl (Mindestschluss) von Wertpapieren zu einem

⁵⁹ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1642.

⁶⁰ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 833.

⁶¹ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1642.

⁶² Deutsche Bank, Basisinformationen über Finanzderivate, S. 157 ff.

bestimmten, zum Optionshandel zugelassenen Basiswert (Aktienart) jederzeit während der Laufzeit der Option zu einem im Voraus vereinbarten Preis (Basispreis) entweder vom Kontrahenten (Stillhalter) zu kaufen oder an ihn zu verkaufen. Für dieses Recht hat der Käufer bei Abschluss des Optionsgeschäfts den Optionspreis zu zahlen. Zu unterscheiden sind Kauf- und Verkaufsoptionen. Der Käufer einer Kaufoption erwirbt das Recht, jederzeit während der Laufzeit der Option vom Stillhalter die den Gegenstand des Geschäfts bildenden Aktien zu dem vereinbarten Basispreis zu kaufen. Er wird von diesem Recht Gebrauch machen, wenn der Kurs der Basiswerte innerhalb der Laufzeit der Option steigt. Bleibt er gleich oder fällt er, wird die Option nicht ausgeübt. In der Tat ist dann der Optionspreis verloren. Der Verkäufer einer Kaufoption muss während der Optionszeit auf Verlangen des Käufers die Basiswerte (Aktien) zu dem vereinbarten Basispreis liefern. Da er deshalb die Basiswerte (Aktien) grundsätzlich vorzuhalten hat (Stillhalter in Wertpapieren), erhält er den Optionspreis. Der Käufer einer Verkaufsoption erwirbt das Recht, bis zur Fälligkeit der Option jederzeit die Basiswerte, Aktien, an den Stillhalter zu dem vereinbarten Basispreis zu verkaufen. Er rechnet mit fallendem Kurs und wird die Option dann nicht ausüben, wenn der Kurs der Basiswerte gegenüber dem Basispreis gleichgeblieben oder gestiegen ist. Der Verkäufer einer Verkaufsoption muss bis zum Ende der Optionszeit auf Verlangen des Käufers die Basiswerte abnehmen. Er ist so genannter Stillhalter in Geld und erhält für die Eingehung seiner Abnahmeverpflichtungen den Optionspreis.

Das Optionsgeschäft wird also, wenn es durchgeführt wird, in zwei Phasen abgewickelt. Der erste Teilakt besteht aus dem Abschluss des Optionsvertrages und der Zahlung des Optionspreises. Macht der Optionskäufer von seinem Gestaltungsrecht Gebrauch, kommt es zu dem eigentlichen Wertpapiergeschäft. Bei der Kaufoption muss der Stillhalter die Basiswerte liefern und der Käufer den vollen Basispreis bezahlen. Wenn er – was die Regel sein dürfte – über diesen Betrag nicht verfügt, stellt er seine Verbindlichkeit durch Abschluss eines Gegengeschäftes glatt. Er veräußert die gekauften Basiswerte (Aktien) zum gegenüber dem Basispreis höheren Tageskurs und begleicht mit dem Erlös seine Zahlungsverpflichtungen aus dem Kaufgeschäft. Die Differenz zwischen dem

(höheren) Verkaufserlös und dem (niedrigeren) Einkaufspreis verbleibt ihm. Einen Gewinn erzielt er allerdings nur, wenn der Differenzbetrag den Optionspreis und die bei der Durchführung des Geschäfts entstehenden Kosten übersteigt.

Die Definition der Rechtsprechung deckt sich mit der herrschenden Meinung in der Literatur. Nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz gibt es keine Börsentermingeschäfte. Der Begriff Börsentermingeschäft wurde von dem Begriff Finanztermingeschäft ersetzt. Der Anwendungsbereich der Begriffe Finanztermingeschäft und Börsentermingeschäft (ursprünglich in Auslegung der Rechtsprechung und Literatur) bleibt unverändert und umfasst auch Optionsgeschäfte.

5. Risikosteuerung durch Derivate

a) Hedgingsstrategie

Hedginggeschäfte vermeiden Verluste aus extremen Preisschwankungen. Das erfolgt dadurch, dass ein Geschäft auf dem Effektivmarkt durch ein gleichzeitiges Geschäft auf dem Terminmarkt (Gegengeschäft) neutralisiert wird.⁶³ Dabei gleicht ein Terminkauf einen Effektivverkauf aus und ein Terminverkauf gleicht einen Effektivkauf aus. Sicherungsgeschäfte werden aber auch beispielsweise von Rohstoffproduzenten und von deren Weiterverarbeitern abgeschlossen. So kann etwa ein Landwirt seine Ernte bereits im Juni zu Dezember-Preisen verkaufen. Diese Preise sichern ihm unabhängig von der späteren Preisentwicklung seinen Gewinn. Bei den Weiterverarbeitern geht es häufig darum, die für die fortlaufende Produktion notwendigerweise zu haltenden Vorratslager gegen Verluste aus Preiseinbrüchen am Weltmarkt durch Warentermingeschäfte abzusichern. Wenn beispielweise der Weltmarktpreis für Kaffee sinkt, so impliziert dies u.a. auch für französische Kaffeeröstereien einen empfindlichen Wertverlust ihres Lagers. Diesem kann durch einen gleichzeitig mit dem Effektivkauf verbundenen Terminverkauf begegnet werden. Zwar lässt sich dadurch der Preisverfall der effektiv gelagerten Ware nicht verhindern, allerdings sinkt mit dem fallenden

⁶³ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 1177.

Kassakurs in der Regel auch der Terminpreis näherungsweise im gleichen Ausmaß. Der zur Glattstellung des Terminverkaufs später erforderliche Kauf kann daher zu niedrigeren Preisen erfolgen, so dass der Wertverlust des Lagers in etwa kompensiert wird. Der Verlust aus dem Effektivkauf wird also durch einen Gewinn aus dem Termingeschäft ausgeglichen. Umgekehrt verhindert der Terminverkauf natürlich etwaige Lagergewinne aus Preissteigerungen am Kassamarkt. Der Schwerpunkt bei den Hedginggeschäften liegt also darin, dass sich Hedger im Allgemeinen durch Dämpfung extremer Preisschwankungen angemessene Gewinnspannen zu sichern versuchen.

aa) Zinssatzswap als Instrument einer Hedgingstrategie

Eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung stand mit einer Bank in umfangreichen Geschäftsbeziehungen in Form von langfristigen Kreditverträgen. Es handelte sich vor allem um Überziehungskredite mit einer teilweise bis zu 1.000.000 Euro bestehenden Kontokorrentlinie mit variablem Zinssatz (Euribor). Um die Risiken des variablen Zinssatzes zu vermeiden oder zumindest zu verringern stellte die Bank der GmbH das so genannte Swapgeschäft vor. Mit dem Datum vom 26.05.2000 vereinbarten die Parteien einen Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte, der am 02.06.2000 der Gesellschaft übersandt worden war mit der Bitte um Unterzeichnung. Mit Schreiben vom 02.06.2000 bestätigte die Zentrale der Bank gegenüber der GmbH den am 26.05.2000 erfolgten telefonischen Abschluss eines Zinssatzswaps mit folgenden Bedingungen:

Abschlussdatum:	26.05.2000
Anfangsdatum:	29.08.2000
Enddatum:	29.08.2005
Vertragswährung:	Euro
Bezugsbetrag:	1.000.000
Finanzplatz:	Frankfurt

Regelungen betreffend Festbeträge

Regelung betreffend variable Beträge.

Zahler der variablen Beträge:	Bank, Frankfurt/Main
Variabel Satz:	Basis Satz
Basis Satz:	6 Monats Euribor für die Vertragsgewährung
Bestimmung des Basissatzes:	<p>EURIBOR ist der Satz für sechs Monatsgelder in der Vertragsgewährung gemäß Bildschirm – Veröffentlichung des Dow Jones Telerate-Informationsdienstes (Bridge Telerate Seite 248) für den Zeitpunkt 11.00 Uhr in Brüssel am zweiten Target- Tag vor dem Beginn des jeweiligen Berechnungszeitraums („Feststellungstag“).</p>
Fälligkeitstage für variable Beträge:	<p>Jeweils der letzte Bankarbeitstag im Februar und der 29. August, von Februar 2001 bis August 2005, vorbehaltlich einer Anpassung nach Nr. 3 Abs. 5 des Rahmenvertrages gemäß Variante.</p>

Berechnung der variablen Beträge: Die Berechnung erfolgt unter Anwendung des Quotienten 365/360.

Variabler Betrag für den ersten Berechnungszeitraum: Für den ersten Berechnungszeitraum vom Anfangsdatum bis zum 28 Februar 2001 wird der variable Satz am 25 August 2000 festgestellt werden.

Das Swapgeschäft hat sich auf den Kontokorrentkredit der Parteien bezogen. Der Zinssatzswap soll das Zinserhöhungsrisiko des Kontokorrentkredits abdecken. Der Absicherungsbedarf gegen steigende Zinsen (variablen Zinssatz kann man verwaltungsrechtlich anheben) ist ein Anlass für eine Anwendung des Zinssatzswaps in der Bankenpraxis.

bb) Termingeschäft als Vorkehrung gegen steigende Preise⁶⁴

Folgender Fall kann die Absicherungsstrategie im Rahmen des Hedgingtermingeschäfts widerspiegeln. Ein mittelständisches Unternehmen, das als Verkehrsbetrieb tätig ist, unterhält mit einer Bank seit Jahren ständige und intensive Geschäftsverbindungen. Dessen jährlicher Bedarf an Dieselkraftstoff beläuft sich auf ca. 2,5 Mio. Liter. Das Unternehmen hat sich für eine Dieselpreisabsicherung entschieden. Der Geschäftsführer des Verkehrsbetriebes erhielt seit 1990 insgesamt sechs mal das bankübliche Informationsblatt „wichtige Informationen über Verlustrisiken bei Termingeschäften“. Am 28.08.2001 fand ein Gespräch zwischen dem Geschäftsführer und dem Bank Mitarbeiter statt. Dann übersandte die Bank dem Unternehmen per Telefax am 30.08.2001 ein Angebot zur Dieselpreisabsicherung für 1 Jahr (4 x 3 Monate) und einen Rahmenvertrag. Mit Schreiben vom 05.09.2001 übersandte die Bank dem Unternehmen unter Bezugnahme auf den vorherigen Abschluss von vier Dieselpreisabsicherungen vier

⁶⁴ Lerbinger, Die Bank 1991, 36.

Bestätigungsschreiben über vier Termingeschäfte, die das Unternehmen (Verkehrsbetrieb) unter 06.09.2001 unterzeichnete und an die Bank zurück sandte. Wegen der weiteren Einzelheiten wurde auf den Inhalt des Bestätigungsschreibens vom 06.09.2001 Bezug genommen. Den Rahmenvertrag sandte die Bank am 26.09.2001 unterzeichnet zurück. Die Unterlagen der Termingeschäfte sind somit rechtlich wirksam erledigt. Der Dieselpreis sank entgegen den Erwartungen des Verkehrsbetriebes im Zeitraum vom Herbst 2001 bis Frühjahr 2002. Der Verkehrsbetrieb hat sich gegen einen steigenden Dieselpreis tatsächlich abgesichert. Diese Strategie des Termingeschäfts erschien gescheitert.

Dem Unternehmen wurden auch andere Derivatinstrumente vorgestellt. Bei einer Dieselkraftstoffoption hätte es bei sinkenden Preisen auf das Recht zum Kauf verzichten können. Das hätte aber zusätzliche Kosten (Geldaufwand) in der Form des Optionspreises nach sich gezogen. Diese Strategie hat ihre Vor- und Nachteile. Sie gehört jedoch zur betriebswirtschaftlichen Problematik.

cc) Micro-, Macro- und Portfoliohedge

Risikoabsicherung und -steuerung können sich auf ein einzelnes Grundgeschäft, eine Gesamtheit von Risikopositionen oder eine unter Risikogesichtspunkten zusammengefasste Gruppe von Geschäften beziehen. Terminologisch entspricht dem die Unterscheidung zwischen Micro-, Macro- und Portfoliohedge. Maßgebliches Abgrenzungskriterium ist die „Zuordnungsqualität“ von „Grund und Absicherungsgeschäft“. Eine konkrete Verknüpfung von Transaktionen dergestalt, dass sich Risiken und Chancen einzelner Finanzgeschäfte vollständig kompensieren, erfolgt nur beim Microhedge.⁶⁵ Für Sicherungstransaktionen auf der Ebene des Gesamtunternehmens hat sich der Begriff Macrohedge etabliert. Macrohedges werden im Rahmen globaler Sicherungsstrategien eingesetzt, um die Zins-, Währungs- oder sonstige Preisrisiken zu begrenzen, die aus der Vielzahl von Geschäften eines Unternehmens resultieren. Im Gegensatz zum Microhedge sind hier die abzusichernden Grundgeschäfte nicht eindeutig bestimmt, sondern

ergeben sich gedanklich aus einer übergreifenden Betrachtung einer großen Zahl von Bilanzposten und schwebenden Geschäften unter anderem aus Finanzderivaten.⁶⁶

Demgegenüber zielt das Konzept des Portfoliohedges auf einen „institutionalisierten“ Absicherungszusammenhang, der seine Grundlage darin hat, dass unter Risikogesichtspunkten gleichartige oder ähnliche Geschäfte bewusst in einem Portfolio zusammengefasst werden. Diese vorab definierte organisatorische Verbindung tritt an die Stelle der bei Micro- und Macrohedgingstrategien erforderlichen individuellen Zuordnungsentscheidung des Anwenders. Der grundlegende Unterschied des Konzepts der Portfoliobildung gegenüber Micro- oder Macrohedges besteht darin, dass die Zuordnung der gemeinsam zu bewertenden Geschäfte bzw. Instrumente nicht mit einzelnen Hedge- oder Sicherungstransaktionen begründet wird. Motiv des Portfolioansatzes ist primär der Handel (Trading) und die Erzielung von Erträgen, nicht jedoch die gezielte Sicherung von Risikopositionen.⁶⁷ Die eingegangenen Positionen werden selbstverständlich ebenfalls gegen Risiken abgesichert.⁶⁸ Es wird hervorgehoben, dass der Portfolioansatz vor allem zur Risikosteuerung von Handelsaktivitäten der Kreditinstitute angewendet wird. Im Risikomanagement der Industrie- und Handelsunternehmen ist der Portfolioansatz eher selten.

b) Spekulation und Arbitrage als Gegensatz zur Hedgingstrategie

Der Ausdruck Spekulation bezeichnet die planvolle Handlung einer wirtschaftenden Person, die nach lukrativen, zumeist kurzfristigen Investitionsmöglichkeiten Ausschau hält. Damit unterscheidet sich der Spekulant von einem Spieler. Der Spekulant handelt wohl überlegt, indem er seinen Anlageentscheidungen vornehmlich ökonomische Ursachen und insbesondere die

⁶⁵ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 106.

⁶⁶ Scharpf/Luz, Risikomanagement, Bilanzierung und Aufsicht von Finanzderivaten, S. 310; Steiner/Tebroke/Wallmeier, WPg 1995, 533.

⁶⁷ Scharpf/Luz, Risikomanagement, Bilanzierung und Aufsicht von Finanzderivaten, S. 313.

⁶⁸ Eilenberger, Währungsrisiko, Währungsmanagement und Devisenkurssicherung, S. 25 ff.

Analyse von Preisdeterminanten zugrunde legt. Der Spieler hingegen handelt willkürlich „auf gut Glück“.

Ein Terminsgeschäft dient vor allem einer spekulativen Ausnutzung von Preisveränderungen in beide Richtungen. Bei dem Handel mit Basiswerten kann man in Erwartung steigender Preise zwar kaufen, um nach einem Preisanstieg einen Gewinn zu realisieren, aber ist bei fallenden Preisen zur Passivität verurteilt.

Käufer (Inhaber) von Kaufoptionen (Calls) erwarten Kursanstiege⁶⁹, die über den festgelegten Basispreis plus Optionspreis hinausgehen. Treten die Erwartungen ein, so können die Käufer durch Ausübung der Option die Assets zu den festgelegten Basispreisen erwerben und durch den Verkauf der Assets zum Marktpreis einen Gewinn realisieren. Es gibt auch andere alternative Möglichkeiten zur Gewinnrealisierung. Eine Möglichkeit besteht in dem Weiterverkauf der Option zu den aktuellen Marktpreisen.

Käufer (Inhaber) von Verkaufsoptionen (Puts) erwarten fallende Kurse. Die Optionsausübung ist dann sinnvoll, wenn die aktuellen Kurse unter dem Basispreis liegen. Die Gewinnzone wird erreicht, wenn der Marktpreis unter den Basispreis abzüglich des Optionspreises sinkt.⁷⁰

Bei Optionsverkauf müssen Verkäufer von Kaufoptionen (Stillhalter in Assets) während der gesamten Optionslaufzeiten in der Lage sein, die den Geschäften zugrunde liegenden Vermögensgegenstände (Assets) für eventuelle Optionsausübungen anzudienen. Die Verkäufer im Gegensatz zum Käufer erwarten während der Laufzeit nur leicht schwankende oder sogar gleich bleibende Kurse. Verkäufer von Verkaufsoptionen (Stillhalter in Geld) verpflichten sich, Assets während der Optionslaufzeit zu festgelegten Basispreisen abzunehmen.

Exotische Optionen (Short- und Turbozertifikate) eignen sich zur Spekulation mit großer Hebelwirkung auf sinkende bzw. steigende Werte von Basisobjekten.

Um als Emittent von Financial Engineering–Produkten Erfolge an den Börsen zu erzielen, bedarf es unterschiedlich strukturierter Finanzprodukte in den verschiedenen Phasen des Börsenzykluses. Während man in Hausephasen mit Kaufoptionsscheinen, Renditejägern, Bull Spreads und Aktienanleihen erfolgreich

⁶⁹ Kollar, Derivate Produkte – ein Wachstumsmarkt, Sparkasse 1991, S. 366.

⁷⁰ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 1178.

sein wird, bedarf es in Baissephasen der Verkaufsoptionsscheine, Bear Spreads und Produkte mit Kapitalgarantie. Seit dem Frühjahr 2002 ist von zwei neuen Erfolgsgeschichten auf dem Kapitalmarkt zu berichten, den Turbo- und den Shortzertifikaten. Turbozertifikate (Turbo Bull Zertifikate) eignen sich zur Spekulation auf steigende Werte des Basisobjektes, während mit Shortzertifikaten (Turbo Bear Zertifikate) erstmals auch Kleinanlegern ein Instrument zur Spekulation auf sinkende Werte des Basisobjektes mit hohem Hebeleffekt zur Verfügung gestellt wird. Der gleichzeitige Erfolg dieser Produkte mit entgegengesetzten Spekulationsmotiven entspricht auch genau der widersprüchlichen Stimmungslage an den Börsen zu dieser Zeit: Einerseits Rezessionsgefahren auf Grund von Terrorängsten und Kriegsgefahren im Nahen Osten und andererseits konjunkturelle Hoffnungsschimmer auf Grund von positiven wirtschaftlichen Frühindikatoren. Als Basisobjekte von Turbo- und Shortzertifikaten sind ursprünglich nur Aktien verwendet worden. In der Zwischenzeit werden sie aber auch auf Aktienbörsenindizes und Währungen angeboten. Da beide Produkte an Börsen gehandelt werden und ihre Funktionsweise der von Optionsscheinen und Futures ähnlich ist, werden sie auch als Listed Stock Futures bzw. als Listed Index Futures bezeichnet.

Turbo- und Shortzertifikate stellen zweifelsohne interessante Finanzinnovationen dar, mit denen risikobewusste Investoren auf steigende bzw. fallende Werte der Basisobjekte spekulieren können.

Arbitragegeschäfte werden am häufigsten zwischen zwei Börsen durchgeführt. Sie sind zwischen Gegenwart und Zukunft möglich. Börsenbeamte stellen zwischen zwei verschiedenen Börsenorten ungleiche Preise für gleichartige Kontrakte fest. Die Differenz wird sofort zu einem gewinnbringenden Handel ausgenutzt, indem die Ware am billigeren Ort gekauft und gleichzeitig am Platz mit dem augenblicklich höheren Preis wieder verkauft wird.⁷¹ Dies soll ein Beispiel verdeutlichen. Die Aktie X notiert in Frankfurt 120 Euro, Berlin 121 Euro, München 120,5 Euro, Stuttgart 120,20 Euro. Die Kursunterschiede hängen

⁷¹ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 1178.

natürlich von der Zeit und den Volumina ab. Es besteht jedoch die Möglichkeit in Berlin zu kaufen und in Düsseldorf wieder zu verkaufen.⁷²

Solche Geschäfte sind nur dann Gewinn bringend, wenn die Preisdifferenz die Cost of Carry überkompensiert. Dadurch wird ein überregionaler Preisausgleich herbeigeführt.

Nach der herrschenden Meinung sind Arbitragegeschäfte aufgrund von Preisungleichgewichten mit preisausgleichender Wirkung möglich, wenn mit homogenen Gütern (Aktien, Renten) oder substituierbaren Gütern die Differenzen zwischen theoretischen und tatsächlichen Marktpreisen ausgenutzt werden können.

Nach einigen Autoren⁷³ sind Arbitragegeschäfte die risikolose Ausnutzung von Differenzen in den Preisnotizen nur für gleiche Werte. An den Kapitalmärkten stellt die Arbitrage ein Bindeglied zwischen den räumlich, sachlich und zeitlich zu unterscheidenden Marktsegmenten dar. Im Hinblick auf den Anlegerschutz ist festzustellen, dass Arbitragegeschäfte theoretisch risikolos sind, da sie Preisdifferenzen durch gleichzeitigen Kauf und Verkauf ausnutzen. In der Praxis sind die Beispiele infolge der nicht unendlich großen Reaktionsgeschwindigkeit und der davon verursachten Execution Slippage dennoch risikobehaftet.

Es ist durchaus möglich, dass sich durch schneller reagierende Konkurrenten die Gewinn versprechende Preisdifferenz bereits ausgeglichen hat.

II. Finanzderivatgeschäfte und ihre Anwendung bei Hedgingsstrategien

1. Derivate der ersten Generation

a) Festgeschäfte (Financial Futures)⁷⁴

Bei den Festgeschäften handelt es sich um standardisierte „Terminkontrakte“, die an den Börsen (also organisierten Märkten) gehandelt werden. Das sind so genannte Financial Futures oder einfach Futures. Der Begriff Financial Futures umfasst unterschiedliche Arten von Terminkontrakten. Im Vordergrund stehen

⁷² Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 1083.

⁷³ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 1177 ff.

⁷⁴ Knipp, Die deutsche Terminbörse und ihre Produkte, S. 9.

heute die Zinsterminkontrakte.⁷⁵ Von großer praktischer Bedeutung sind aber auch Indexterminkontrakte und Währungsterminkontrakte. Währungsterminkontrakte werden jedoch meist außerbörslich abgeschlossen.⁷⁶

Ein Financial Future ist eine durch die Börse vermittelte Vereinbarung. Die Vereinbarung ist für beide Kontraktpartner unbedingt verpflichtend. Es geht darum, eine bestimmte Menge eines bestimmten Basiswertes zu einem im Voraus vereinbarten Preis und zu einem bestimmten Zeitpunkt zu kaufen bzw. zu verkaufen. Regelmäßig gibt es keine effektive Lieferung, sondern Barausgleich.⁷⁷

Wenn der Käufer im Einzelfall effektive Lieferung verlangt, so können ihm an Stelle der zu Grunde gelegten fiktiven Bundesanleihen andere vom Bund emittierte Anleihetitel mit entsprechender Restlaufzeit geliefert werden. Hierbei handelt sich um eine Wahlschuld i.S.v. § 262 BGB, bei der das Wahlrecht dem Verkäufer zusteht. Futures gehören zum standardisierten Geschäft. Die Menge, der Erfüllungszeitpunkt, die sonstigen Zahlungs- und Lieferungsbedingungen sind standardisiert und werden durch die Börse vorgegeben.⁷⁸

b) FRA (Forward Rate Agreement)

Die Grundidee von einem Forward Rate Agreement ist der eines Futures sehr ähnlich. Der Unterschied zu einem Futures liegt nur darin, dass bei einem Forward Rate Agreement die Vertragselemente individuell verhandelbar sind.⁷⁹ Forward Rate Agreement können nicht börsenmäßig gehandelt werden, weil hierfür ein Mindestmaß an Standardisierung erforderlich ist.⁸⁰ Funktionell entsprechen Forward Rate Agreement und Futures einander. Die Forward Rate Agreements werden zur Zinssicherung laufender und beabsichtigter Geldkredite oder Geldanlagen eingesetzt.⁸¹ Die Kontrahenten vereinbaren die Zahlung eines Betrages an einem bestimmten Zeitpunkt. Dieser Betrag ergibt sich unter Berücksichtigung des Nominalbetrages und der Abrechnungsperiode aus der

⁷⁵ Menninger, WM 1994, 970, 971.

⁷⁶ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 15 ff.

⁷⁷ Es geht um so genannte Derivate der II. Generation. Diese werden im Punkt II erörtert.

⁷⁸ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1643 ff.

⁷⁹ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 750.

⁸⁰ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 834.

Differenz zweier Zinssätze, dem bei Geschäftsabschluss vereinbarten Zinssatz und dem zukünftigen Marktzinssatz (Referenzzinssatz).⁸²

c) SWAP⁸³

Erst relativ spät wurde der Swap gefunden. Der Einzug des Swaps in das Zinsmanagement fand erst 1981 statt. Damals wurde der erste Währungsswap zwischen IBM und der Welt Bank abgeschlossen.⁸⁴ Wie der Name bereits andeutet, verpflichten sich bei einem SWAP zwei Vertragspartner, bestimmte Cashflows zu bestimmten Zeitpunkten auszutauschen, also zu swapen. Die Verringerung des Kontrahenten Risikos erfolgt über die Verkürzung der Zeitdauer des Kontraktes. Nach dem Gesetz über die Kapitalanlagegesellschaften (§ 8d Abs.1 Nr 5 KAGG) sind Swaps definiert worden als Vereinbarungen, über den Austausch von Zahlungsverpflichtungen, die auf verschiedene Währungen lauten und auf der Grundlage verschiedener Zinssätze ermittelt werden.

Mit Swapgeschäften können im Sinne des Risikomanagements Zinsänderungs- und Währungskursrisiken gleichzeitig vermieden oder zumindest verringert werden⁸⁵. Dabei dominiert das Zinsänderungsrisiko. Gegenüber standardisierten Termingeschäften haben Swapgeschäfte den Vorzug, dass sie flexibel sind. Sie können auf individuelle Kundenwünsche ausgerichtet werden. Hinzu kommt, dass ihre Laufzeiten über die üblichen Fristen der Terminkontrakte hinausgehen.

Nach der herrschenden Meinung der Literatur⁸⁶ handelt es sich bei Swapgeschäften um gegenseitige Verträge im Sinne des § 320 BGB. Die Leistungspflichten stehen in einem Abhängigkeitsverhältnis zueinander. Die Beträge werden auf der Grundlage von variablen oder festen Zinssätzen ermittelt.⁸⁷ Bei Swapgeschäften handelt es sich aber um keinen Tausch im Sinne des BGB, auf den die kaufrechtlichen Bestimmungen entsprechende Anwendung

⁸¹ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 833.

⁸² Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1666.

⁸³ Lerbinger, Die Bank 1985, 245.

⁸⁴ Erne, Die Swapgeschäfte der Banken, S. 87.

⁸⁵ Lerbinger, Die Bank 1985, 245.

⁸⁶ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1660 ff.

⁸⁷ Eller, Handbuch derivativer Instrumente, S. 178 ff.

finden würden⁸⁸. Swapgeschäfte beinhalten nach der herrschenden Meinung der Literatur auch keine Schuldübernahme im Sinne von § 414 BGB. Das wird damit begründet, dass kein Swappartner an die Stelle seines Partners als bisheriger Schuldner in dessen Zinsverbindlichkeit eintreten soll, wie es der § 414 BGB erfordert. Die Swapgeschäfte entsprechen keinem Vertragstyp des besonderen Teils des Schuldrechts. Swapgeschäfte sind auch keine typengemischten Verträge. Sie sind vielmehr atypische Verträge, die wegen der Bedürfnisse der Praxis von den Verkehrsteilnehmern herausgebildet wurden.⁸⁹ Das starke Wachstum des Swapgeschäfts hat zur Standardisierung der Verträge geführt, um den Arbeitsaufwand für ihre Erstellung und Prüfung möglichst gering zu halten. Die Zusammenarbeit der Spitzenverbände der Kreditwirtschaft führte dazu, dass ein Mustervertrag für Swapgeschäfte entwickelt worden ist.⁹⁰

d) Devisentermingeschäft⁹¹

Devisentermingeschäfte gehören nach § 2 Abs. 2 Nr 2 WpHG zu den Derivaten, die an einem organisierten Markt gehandelt werden.⁹² Die staatliche Aufsicht über die Einhaltung der Verhaltensregeln im Sinne §§ 31 ff. WpHG erfolgt nur, soweit sie im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen stehen und Tätigkeiten im Sinne des § 2 Abs. 3 Nr. 1 bis 4 WpHG zum Gegenstand haben. Wertpapierdienstleistungen im Sinne WpHG sind die Anschaffung und Veräußerung von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten oder Derivaten im eigenen Namen für fremde Rechnung oder im Wege des Eigenhandels für andere oder in fremden Namen für fremde Rechnung.

Ein Devisentermingeschäft ist die vertragliche Vereinbarung zwischen zwei Parteien, zwei vereinbarte Währungsbeträge zu einem bestimmten zukünftigen Termin auszutauschen. Bei den Devisentermingeschäften spielt neben der Vereinbarung der Währungsbeträge die Bestimmung des Erfüllungsortes des Devisentermingeschäfts eine wichtige Rolle. Zwischen dem Abschluss und der

⁸⁸ Füllbier, ZIP 1990, 680.

⁸⁹ Deutsche Bank, Basisinformationen über Finanzderivate, S. 43.

⁹⁰ Eller, Handbuch derivativer Instrumente, S. 178 ff.

⁹¹ Vossheinrich, Die Bank 1987, 447.

⁹² Werner/Machunsky, Rechte und Ansprüche geschädigter Kapitalanleger, S. 76.

Erfüllung des Devisentermingeschäfts liegen mindestens drei Arbeitstage. Jedoch bewegen sich die Laufzeiten üblicherweise im Bereich zwischen ein und zwölf Monaten bis hin zu 5 Jahren. Ausnahmsweise überschreitet die Laufzeit des Devisentermingeschäfts auch diese Grenze. Bei Devisentermingeschäften erfolgt die Leistung in Form von Bankgutschriften der Währungsbeträge. Am Fälligkeitstag tauschen die Vertragspartner wie vereinbart entsprechende Währungsbeträge aus.

Zur Glattstellungsmöglichkeit kommen zwei Wege in Betracht. Einerseits kann ein Devisentermingeschäft unter Berücksichtigung der relevanten Zinsvorteile und Zinsnachteile der involvierten Währungen vorzeitig als Devisentermingeschäft abgewickelt werden. Anfallende Zinsen werden zwischen den Vertragspartnern verrechnet.⁹³ Andererseits kann das Ursprungsgeschäft durch das Eingehen einer gegenläufigen Position neutralisiert werden. Eine Offendevisenposition auf der Aktivseite (z.B. Forderung) sichert man so beispielsweise durch einen Devisenterminverkauf gegen fallende Wechselkurse. Da der Wechselkurs des Ursprungsgeschäfts feststeht, ist mit der etwaigen Differenz beider Kurse zugleich der Gewinn bzw. Verlust dieser beiden Transaktionen festgeschrieben. Devisentermingeschäfte dienen auf diese Weise also vor allem der Wechselkurssicherung zukünftiger Zahlungseingänge bzw.- ausgänge.

e) Optionsgeschäft; Zinsoptionen

Im Vergleich zu den oben genannten Instrumenten sind Optionen grundsätzlich anders ausgestaltet.⁹⁴ Optionen sind Vereinbarungen zwischen zwei Vertragspartnern, wonach der Verkäufer der Option dem Käufer das Recht gewährt, innerhalb einer bestimmten Frist (amerikanische Option) oder zu einem vorab bestimmten Zeitpunkt (europäische Option) ein Zinsinstrument zu einem vorab bestimmten Preis zu kaufen oder zu verkaufen.⁹⁵ Also ist die Option eine Vereinbarung, die dem Käufer (Inhaber der Option) das berechtigt, nicht aber verpflichtet. Für dieses Recht hat der Käufer der Option einen Optionspreis an den

⁹³ Deutsche Bank, Basisinformationen über Finanzderivate, S. 37 ff.

⁹⁴ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 750.

⁹⁵ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 833 ff.

Verkäufer zu zahlen. Die Zahlung erfolgt schon bei Abschluss des Optionsgeschäftes. Im Gegensatz zu Futures, bei dem sich beide Vertragsparteien (Käufer und Verkäufer) zur Abnahme bzw. Lieferung des Vertragsgegenstandes verpflichten, hat bei einem Optionsgeschäft nur der Stillhalter (Verkäufer) die Verpflichtung zur Abnahme bzw. Lieferung, falls der Inhaber der Option das Recht ausübt. Dabei wird zwischen Kauf- und Verkaufsoptionen unterschieden.⁹⁶ Unter Berücksichtigung der Position der Kontrahenten kann man vier Situationen unterscheiden.

Der Käufer einer Kaufoption (Call) erwirbt das Recht, während der Laufzeit der Option jederzeit vom Verkäufer den Basiswert zu verlangen. Der Käufer (Inhaber der Option) muss an den Verkäufer (Stillhalter) für die Berechtigung eine Optionsprämie zahlen. Eine Kaufoption erwirbt man in Erwartung einer Wertsteigerung des Basisobjektes und Basiswertes. Der Gewinn aus der Kaufoption ist theoretisch für den Käufer der Option unbegrenzt. Der mögliche Verlust wird auf den gezahlten Optionspreis beschränkt.

Der Verkäufer einer Kaufoption ist verpflichtet, während der Laufzeit der Option auf Verlangen des Käufers jederzeit zum vereinbarten Basispreis zu liefern. Als Stillhalter bekommt er eine Vergütung für die Verpflichtung. Im Prinzip geht es darum, dass Investoren, die über die entsprechenden Werte im Portfolio verfügen, durch die entsprechenden Optionsprämien ihre Rendite verbessern können. Die Verlustgefahr besteht darin, dass im Fall einer Kurssteigerung der Basiswerte der Optionsinhaber sein Wahlrecht nutzt.

Der Käufer einer Verkaufsoption hat bis zum Verfallstag das Recht, den Basiswert zum vereinbarten Preis zu liefern. Der Inhaber zahlt für dieses Recht eine Optionsprämie an den Stillhalter. Diese Strategie wird in Erwartung deutlich fallender Kurse angewandt. Der maximale Verlust liegt in der gezahlten Optionsprämie.

Der Verkäufer einer Verkaufsoption ist auf Verlangen des Käufers verpflichtet, den Basiswert vom Käufer der Verkaufsoption zu übernehmen. Für diese Verpflichtung erhält er die Optionsprämie. Der Stillhalter erwartet nur geringe Kursverluste.

⁹⁶ Deutsche Bank, Basisinformationen über Finanzderivate S. 69 ff.

f) Zinsbegrenzungsverträge

Ein ähnliches Instrument zur Steuerung der Marktänderungsrisiken sind Zinsbegrenzungsverträge.⁹⁷ Diese weisen sowohl zu den Optionen als auch zu den Swaps Ähnlichkeiten auf. Während sie in verschiedenen Ländern als Swap behandelt werden, betrachtet man sie in den USA und Deutschland nach überwiegender Ansicht als Optionstyp und Sicherungsmittel.⁹⁸

Typen der Zinsbegrenzungsverträge sind Caps, Floors und Collars. Bei dem Kauf eines Caps will sich der Käufer vor steigenden Zinsen schützen. Nach der vertraglichen Vereinbarung muss der Verkäufer an den Käufer eine Ausgleichzahlung leisten, wenn der Referenzzinssatz an bestimmten Terminen die vertraglich vereinbarte Zinsobergrenze überschreitet. Die Bezeichnungen der Vertragskontrahenten als Käufer und Verkäufer sind von dem wirtschaftlich vergleichbaren Optionsgeschäft übernommen.

Der Käufer eines Floors kann sich auf diese Weise gegen fallende Zinsen sichern, ohne auf die Chance eines Zinsgewinnes aus steigenden Marktzinsen verzichten zu müssen. Gegen Zahlung einer Prämie verpflichtet sich der Verkäufer eines Floors über die vereinbarte Laufzeit immer dann zur Ausgleichzahlung an seinen Kaufkontrahenten, wenn der Referenzzinssatz an bestimmten Terminen die vertraglich vereinbarte Zinsuntergrenze unterschreitet.

Der Collar ist eine Kombination aus Cap und Floor und beinhaltet zwei Vereinbarungen. Es wird sowohl eine obere als auch untere Zinssatzgrenze vereinbart. Üblicherweise garantiert ein Kontrahent die Obergrenze und der andere Kontrahent die Untergrenze der Zinssätze.

⁹⁷ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 65.

2. Barausgleich

In der Bankenpraxis wird häufig ein Barausgleich vereinbart. Diese Variante der Finanz- und Warenderivate eignet sich zu Absicherungszwecken besser als das auf Erfüllung in Natur ausgerichtete Geschäft. Die Parteien werden dabei im Wesentlichen so gestellt, als ob der Geschäftsgegenstand geliefert und dann vom Erwerber sogleich zum Marktpreis veräußert worden wäre. Der Barausgleich vermeidet einen Zeitverlust sowie Kosten und Risiken, die mit der Lieferung und Weiterveräußerung verbunden sein können.

a) Terminkauf mit Barausgleich

Bei einem als Differenzgeschäft ausgestaltetem Terminkauf zahlt der Verkäufer typischerweise die Differenz zwischen dem vereinbarten Kaufpreis und dem Marktwert des Kaufgegenstandes zum Fälligkeitszeitpunkt, wenn dessen Marktwert höher ist als der Kaufpreis; im umgekehrten Fall zahlt der Käufer die Differenz.⁹⁹

aa) Devisentermingeschäfte mit Barausgleich (FX Non Delivarable Forward)

Das Devisentermingeschäft mit Barausgleich gehört zu den Festgeschäften. Dabei erfolgt ein Austausch von zwei Beträgen in unterschiedlichen Währungen auf der Grundlage des vereinbarten (Termin-) Kurses. Anders als bei der „physischen Belieferung“ als Grundform kommt es bei ihm jedoch nicht zur wechselseitigen Zahlung der verschiedenen Geldbeträge. An die Stelle des effektiven Leistungsaustausches tritt vielmehr die zu leistende Ausgleichzahlung am Fälligkeitstag für den Fall, dass der Wechselkurs der Vertragswährungen den vertraglich vereinbarten Terminkurs an einem bestimmten Stichtag (Fixingskurs am Feststellungstag) über- oder unterschreitet.¹⁰⁰ Ist der Fixingkurs, der den Marktwert der gehandelten Währung in der anderen Vertragswährung am

⁹⁸ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 750 ff.

⁹⁹ Bosch, WM 1995, 365, 370.

¹⁰⁰ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 32.

Feststellungstag ausdrückt, höher als der Terminkurs, trifft die Zahlungspflicht den „Verkäufer der gehandelten Währung“. Im umgekehrten Fall ist der „Käufer“ ausgleichspflichtig. Entspricht der Fixingkurs dem Terminkurs, muss keine Zahlung geleistet werden.¹⁰¹

Eine Stellungnahme zur Rechtsnatur des Devisentermingeschäfts mit Barausgleich findet sich im rechtswissenschaftlichen Schrifttum bislang nicht. Das Devisentermingeschäft mit Barausgleich kann in diesem Sinne als Differenzgeschäft (Contract for Differences)¹⁰² oder „Vertrag über eine Differenzzahlung“ charakterisiert werden.¹⁰³ Devisentermingeschäfte waren jedoch keine Differenzgeschäfte i.S.v. § 764 BGB a.F., der im Rahmen der Schuldrechtsmodernisierung auch aufgehoben wurde. Devisentermingeschäfte sind als Finanztermingeschäft zu begreifen. Sie erfüllen die Voraussetzungen des § 2 Abs. 2a WpHG.¹⁰⁴

Im bürgerlichrechtlichen Sinn ist das Devisentermingeschäft mit Barausgleich ein atypischer gegenseitiger Vertrag sui generis. Der Vertragsinhalt besteht in der wechselseitigen Begründung eines bedingten Anspruchs auf Differenzausgleich gegen die jeweils andere Vertragspartei.

bb) Terminsatz – Vereinbarung mit Barausgleich (Forward Rate Agreement)

Die Produktstruktur eines Forward Rate Agreement mit Barausgleich entspricht weitgehend derjenigen des Devisentermingeschäfts mit Barausgleich. Auch das Forward Rate Agreement ist ein Termingeschäft in Form des Festgeschäfts, das für beide Vertragsparteien die bedingte Verpflichtung zur Leistung eines Differenzausgleichs begründet.¹⁰⁵ Die Vertragsparteien verpflichten sich einen Beitrag, an den jeweils anderen Teil zu Beginn einer in der Zukunft liegenden Zinsperiode (Berechnungszeitraum) in der Vertragswährung zu leisten, falls zu diesem Zeitpunkt ein als Basis vereinbarter Referenzzinssatz den von den Vertragsparteien festgelegten „Terminsatz“ über- oder unterschreitet. Eine

¹⁰¹ Smith, Corporate Risk Management: Theory and Practice, The Journal of Derivatives, S. 2.

¹⁰² Bosch, WM 1995, 365, 370.

¹⁰³ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 35.

¹⁰⁴ Reuschle, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, S. 142 ff.

¹⁰⁵ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 38.

Terminsatzvereinbarung (Forward Rate Agreement) ist von der Rechtsnatur wie das Devisentermingeschäft mit Barausgleich ein gesetzlich nicht typisiertes gegenseitiges Schuldverhältnis eigener Art.

cc) Zinssatzswap (Zinsswap, Interest Rate Swap)

Der Zinssatzswap ist das praktisch bedeutsamste Zinstermingeschäft in Form eines Festgeschäfts. Dieses Instrument beruht auf dem Austausch währungsgleicher Geldbeträge, die auf der Grundlage von variablen oder festen Zinssätzen ermittelt werden.¹⁰⁶ Alle Zahlungen erfolgen bargeldlos mittels – regelmäßig im Land der Vertragswährung geführten – Konten der Vertragsparteien.¹⁰⁷ Zinssatzswaps werden in einer Vielzahl von Varianten gehandelt. Am gebräuchlichsten ist der Kupon Swap (Fixed to Floating Interest Rate Swap).

Folgendes Beispiel soll die Struktur eines Zinssatzswaps verdeutlichen:

Die Parteien schließen am 26.06.2005 den Swap mit einem nominellen Bezugsbetrag von 25 Mio. Euro ab. Die Laufzeit beginnt am 01.07.03 und endet am 30.06.2008. Die Vertragsparteien A und B vereinbaren weiter, dass A als Zahler der Festbeträge jeweils am 10.07 der Jahre 2003 bis 2008 1,5 Mio. Euro zahlt und B an A jeweils am 10.01 und 10.07 der Jahre 2003 bis 2008 auf der Basis des 6 Monat Euribor variable Euro Beträge leistet, deren genaue Höhe nach Maßgabe der vertraglichen Bestimmungen für jeden Berechnungszeitraum einzeln ermittelt wird. Der von A jährlich zu erbringende Festbetrag errechnet sich als Produkt aus dem Bezugsbetrag von 25 Mio. Euro, dem vereinbarten Zins von 6 % per Anno und einem Quotienten als Maßzahl des Berechnungszeitraums. Entsprechend ergibt sich die Höhe der von B halbjährlich zu leistenden Zahlungen als Produkt des Bezugsbetrages, des Quotienten 180/360 und des vereinbarten variablen Satzes für den jeweils abgelaufenen Berechnungszeitraum. Dabei setzt sich der variable Satz aus dem Referenzzinssatz und gegebenenfalls einem Auf- oder Abschlag zusammen (beispielweise 6 Monats Euribor + 0,5%). Haben im vorliegenden Fall die Vertragsparteien als variablen Basis Satz den 6 Monat

¹⁰⁶ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 40.

Euribor ohne Aufschlag gewählt und wird dieser für den Berechnungszeitraum 01.07.03 bis 30.12.03 mit 4,5 % und für den folgenden vom 01.01.04 bis 30.06.04 mit 5% festgestellt, muss B an A am 10.01.04 550 000 Euro zahlen.

Die am 10.07.2004 fällig werdenden Zahlungen beider Vertragsparteien in Höhe von 1,5 Mio. Euro und 550 000 Euro werden miteinander verrechnet, so dass lediglich A als die Partei, die den höheren Betrag schuldet, die Differenz zu zahlen hat.¹⁰⁸ Diese Lösung ergibt sich direkt aus Nr. 3 Abs. 3 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte bzw. aus Nr. 2 c 1992 ISDA MA.¹⁰⁹

Rechtlich gesehen ist der Zinssatzswap ein atypischer gegenseitiger Vertrag sui generis im Sinne von §§ 305, 320 BGB und Finanztermingeschäft im Sinne von § 2 Abs.2a WpHG.

b) Optionsgeschäft mit Barausgleich

Optionen mit Barausgleich kennzeichnet, dass der Verkäufer einer Kaufoption (Call Option) die Differenz zwischen dem vereinbarten Erwerbspreis und dem Marktpreis schuldet, falls dieser am Ausübungstag höher ist als der vereinbarte Erwerbspreis. Ist in diesen Fällen nur ein einziger Ausübungzeitpunkt vorgesehen (europäische Option), so bedarf es keiner Ausübungserklärung, und das Recht des Optionskäufers kann vertraglich als lediglich bedingter Zahlungsanspruch ausgestaltet werden. Es wird dann nicht notwendigerweise als Optionsrecht bezeichnet. Bis auf den Abwicklungsmodus entspricht es materiell jedoch einem Optionsrecht.¹¹⁰

Devisenoption mit Barausgleich

Die Konstruktion einer Devisenoption mit Barausgleich im Prinzip basiert auf schon dargestellter Devisenoption. Wie bei dieser räumt der Optionsverkäufer (Stillhalter) der anderen Vertragspartei dem Käufer, ein Optionsrecht ein, das sich

¹⁰⁷ Clouth, Vertrags- und Formularbuch zum Handels-, Gesellschafts-, Bank- und Transportrecht, S. 1253.

¹⁰⁸ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 43.

¹⁰⁹ Krämer, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankenpraxis, S. 575 ff.

¹¹⁰ Bosch, WM 1995, 365, 370.

auf bestimmte Devisengeschäfte bezieht. Die Vertragsparteien vereinbaren den Optionstyp, die beiden Vertragswährungen, den Basispreis, den Verfallstag der Option, die Art der Optionsausübung (europäische oder amerikanische) und die vom Optionskäufer an den Verkäufer zu zahlende Prämie. Der Unterschied zur herkömmlichen Devisenoption beruht darin, dass die Optionsausübung bei der Barausgleichsoption nicht zum Zustandekommen des vereinbarten Devisengeschäfts führt. Der Optionsverkäufer schuldet vielmehr die Zahlung eines Ausgleichsbetrags (In the money Amount) für den Fall, dass der am Ausübungstag festgestellte Wechselkurs der Vertragswährungen (Fixing Kurs) den vertraglich vereinbarten Basispreis über- oder unterschreitet. Die Ausgleichszahlung erfolgt bargeldlos in der als Ausgleichswährung (Settlement Currency) vereinbarten Vertragswährung. Im Geschäft zwischen Banken und Nichtbanken ist dies regelmäßig die zweite Vertragswährung, d.h. nicht die „gehandelte“ Basiswährung, sondern die Währung gegen die gehandelt wird.¹¹¹

Auch Devisenoptionen mit Barausgleich sind ein gesetzlich nicht typisiertes gegenseitiges Schuldverhältnis eigener Art i. S. v. §§ 305, 320 BGB. Devisenoptionsgeschäfte erfüllen die Voraussetzungen eines Finanztermingeschäfts i.S.d. § 2 Abs. 2a WpHG.¹¹²

3. Kreditderivate als Instrumente eines aktiven Kreditrisikomanagements

a) Allgemeines

Derivative Finanzinstrumente wurden bislang in erster Linie dazu genutzt, einzelne Marktpreisrisiken, wie z.B. das Zinsänderungsrisiko und Währungsrisiko, vom zugrundeliegenden Geschäft abzuspalten und abzusichern. Durch die Produktkategorie der Kreditderivate werden jedoch seit einiger Zeit auch Kreditrisiken losgelöst von den zugrunde liegenden bilanziellen Forderungen oder Wertpapieren handelbar. Die Ähnlichkeit dieser Produkte mit traditionellen Sicherungsinstrumenten, wie Bürgschaften und Garantien, könnte den Eindruck

¹¹¹ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 48.

¹¹² Reuschle, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, S. 48.

vermitteln, es handele sich bei den Kreditderivaten nur um alte Instrumente in neuer Gestaltung (alter Wein in neuen Schläuchen).

Tatsächlich beinhalten Kreditderivate aber eine neue Qualität. Sie können erstens unabhängig davon ausgestaltet werden, ob das zugrunde liegende Kreditgeschäft zustande kommt und zweitens eröffnen sich durch den hohen Grad an Standardisierung in der vertraglichen Ausgestaltung neue Möglichkeiten zum Handel von Kreditrisiken.

Das Bundesaufsichtsamt reagierte auf die zunehmenden Aktivitäten der Institute in diesem Bereich und veröffentlichte im Juni 1999 ein Rundschreiben „Zur Behandlung von Kreditderivaten im Grundsatz I gemäß §§ 10, 10a KWG und im Rahmen der Großkredit- und Millionenkreditvorschriften“. Die Groß- und Millionenkreditregelungen bestimmen, wie die Verpflichtungen aus OTC-Derivaten berechnet werden (§§ 2, 4 GroMIKV), die von § 19 KWG erfasst sind.

Die Regelungen im Rundschreiben beziehen sich auf den Total Return Swap, den Credit Default Swap und Credit Linked Notes. Von diesen Grundformen kann jedoch auch auf komplexere Kreditderivatstrukturen geschlossen werden.

Da bislang weder der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht noch die EU international abgestimmte Regelungen für Kreditderivate herausgegeben hatten, achtete das Bundesaufsichtsamt bei dem Rundschreiben auf die Vereinbarkeit mit entsprechenden Verlautbarungen ausländischer Bankenaufsichtsbehörden. Die Übereinstimmung ist nach Auffassung des Bakred (a.F.)/ BaFin so wichtig, weil es sich bei den Kreditderivattransaktionen um weltweit bedeutsame Geschäfte handelt. Dem Ziel gleicher, internationaler Aufsichtsstandards kommt daher ein besonders hoher Stellenwert zu. Deshalb wurden zur Laufzeitenübereinstimmung entsprechende Regelungen anderer Mitgliedstaaten der EU übernommen. Bei der Entwicklung des Rundschreibens kam es ferner darauf an, die Konsistenz der bestehenden Systematik zur Erfassung und Anrechnung der Risiken zu wahren. Das bedeutete insbesondere, dass das BaKred an Kreditderivate keine geringeren bankaufsichtlichen Anforderungen als an die anerkannten Sicherungsinstrumente stellen wollte.

b) Voraussetzungen und Grundformen der Kreditderivate

Bei einem Kreditderivat handelt es sich um ein Kapitalmarktprodukt, dessen wirtschaftlicher Wert sich von der Kreditwürdigkeit einer dritten Partei, dem Referenzschuldner, ableitet.¹¹³ Zweck des Instruments ist es, das Kreditrisiko des Referenzschuldners an den Erwerber des Kreditderivats, den Sicherungsgeber (Protection Seller), zu übertragen, ohne ihm eine Rechtsposition gegenüber dem Referenzschuldner einzuräumen.¹¹⁴ Die Partei, die sich gegen ein Risiko schützen will und für diesen Schutz eine oder mehrere Zahlungen erbringen muss, heißt Schutznehmer oder „Käufer des Schutzes vor Risiko“ (credit protection buyer). Der Verkäufer heißt Schutzgeber (credit protection provider). In der Literatur kritisiert man, dass die früher gebräuchlichen Bezeichnungen „Risikoverkäufer“ (credit risk seller) und „Risikokäufer“ (credit risk buyer) verdreht werden.¹¹⁵ Das an den Sicherungsgeber für die Übernahme des Kreditderivats zu zahlende Entgelt orientiert sich regelmäßig an der Wahrscheinlichkeit, mit der sich das Kreditrisiko des Referenzschuldners realisieren wird.¹¹⁶ Kreditderivate werden derzeit überwiegend nach englischem oder New Yorker Recht unter Zugrundelegung der 1999 ISDA Credit Derivatives Definitions und unter Einbettung in das 2002 ISDA Master Agreement vereinbart.

Kreditderivate werden individuell vereinbart und nur auf außerbörslichen Märkten (over the counter) gehandelt.¹¹⁷ In der Bankenpraxis unterscheidet man mehrere Grundformen der Kreditderivate, die als aktives Sicherungsinstrument der Risikovermeidung angewendet werden können.

aa) Kreditsicherungsswap (Credit Default Swap)

Der Credit Default Swap stellt gleichsam die Keimzelle der Kreditderivate dar. Der Sicherungsgeber übernimmt bei einem Credit Default Swap das Kreditrisiko eines zuvor bestimmten Referenzschuldners. Dafür erhält er eine Zahlung, den

¹¹³ Brandt, BKR 2002, 243.

¹¹⁴ Brandt, BKR 2002, 243, 244.

¹¹⁵ Jahn, Bankrechts-Handbuch, §114 Rn. 24.

¹¹⁶ Brandt, BKR 2002, 243, 245.

¹¹⁷ Nordhues/Benzler, WM 1999, 461, 463.

sogenannten Festsatz (Fixed Rate). Kommt es bei dem Referenzschuldner zu einem zwischen den Vertragsparteien vereinbarten Kreditereignis (Credit Event), so hat der Sicherungsgeber an den Sicherungsnehmer eine Ausgleichzahlung, den sog. Ausgleichsbetrag (Floating Payment) zu leisten. Der Betrag dieser Ausgleichszahlung kann bei Abschluss des Credit Default Swap fest vereinbart werden, steht jedoch im Regelfall in einer Beziehung zum Wertverfall eines vom Referenzschuldner geschuldeten und eingangs spezifizierten Referenzaktivums (Referenzverbindlichkeit).

Damit trägt der Sicherungsnehmer weiterhin diejenigen Wertänderungsrisiken, die ihre Ursachen nicht in einem bestimmten Kreditereignis haben, wie z.B. politische Risiken. Tritt das Kreditereignis ein, so hat der Sicherungsnehmer nach Maßgabe der vertraglichen Vereinbarung der Parteien entweder einen bestimmten, vom Referenzaktivum abgeleiteten Geldbetrag zu zahlen oder ist verpflichtet, die vom Referenzschuldner emittierten Wertpapiere zu liefern bzw. gegen den Referenzschuldner gerichtete Forderungen auf den Sicherungsgeber zu übertragen.¹¹⁸ Generell kann man feststellen, dass bei allen Credit Default Swap der Sicherungsgeber eine Ausgleichszahlung schuldet, wenn das vertraglich vereinbarte Kreditereignis eintritt. Vertragsgegenstand ist also eine durch den Eintritt des Kreditereignisses bedingte Leistungsverpflichtung.¹¹⁹ Im Falle eines Cash Settlements werden die gegenläufigen Forderungen des Sicherungsnehmers und des Sicherungsgebers gegeneinander aufgerechnet.

Bei der Bewertung der Sicherungsqualität eines Credit Default Swap muss berücksichtigt werden, dass der Risikoverkäufer das Risiko des Ausfalls des Risikokäufers (Kontrahentenrisiko) trägt. Der Vertragspartner sollte daher so ausgewählt werden, dass kein Ausfallrisiko besteht oder sein Ausfallrisiko eine möglichst geringe Korrelation mit dem Ausfallrisiko des Risikokäufers aufweist. Das Kontrahentenrisiko erlangt nämlich nur Bedeutung, wenn eine Defaultzahlung erfolgen soll. Daher kommt es für den Risikoverkäufer darauf an, dass die Ereignisse „Default des Underlyings“ und „Ausfall des Risikokäufers“ nicht gemeinsam eintreten. Der Risikokäufer trägt bei sofortiger Zahlung der

¹¹⁸ Brandt, BKR 2002, 243.

¹¹⁹ Nordhues/Benzler, WM 1999, 461, 462.

Abschlussgebühr kein Kontrahentenrisiko, anderenfalls trägt er ein relativ geringes Kontrahentenrisiko in Höhe der noch ausstehenden Prämien.¹²⁰

Wegen der asymmetrischen Risikostruktur bewertet das Bakred (a.F.)/ BaFin die Credit Default Swaps als Optionen und unterstellt sie den für Optionen einschlägigen Bestimmungen der Groß- und Millionenkreditverordnung. Im Schrifttum geht man davon aus¹²¹, dass ein Credit Default Swap unmittelbar ein Kreditrisiko abbildet und in der Wertentwicklung an die Entwicklung dieses Risiko gebunden ist, was gegen eine Einordnung als Option spricht.¹²²

bb) Gesamtrisikoswap (Total Return Swap)

Bei dem so genannten Gesamtrisiko (Total Return Swap) zahlt der Schutznehmer z.B. die gesamten Erträge eines Referenzwertpapiers oder aus einem Referenzdarlehen an den Schutzgeber, während dieser periodisch eine Gegenleistung erbringt.¹²³ Mit Total Return Swap wird neben dem Kreditrisiko des Referenzschuldners auch ein etwaiges Kursrisiko des Referenzaktivums auf den Sicherungsgeber übertragen.

Es gibt zwei Möglichkeiten der Erbringung der Leistung aus einem Total Return Swap. Das ist entweder der Barausgleich (Cash Settlement) oder die tatsächliche Lieferung (Physical Delivery). Durch die übliche Aufrechnung der gegenläufigen Forderungen ist zu den Zahlungsterminen immer nur ein Ausgleichsbetrag durch die mit der höheren Zahlungsverpflichtung belastete Partei zu entrichten.¹²⁴ Im Ergebnis übernimmt der Sicherungsgeber damit das Kredit-, Markt¹²⁵- und Preisrisiko¹²⁶ eines bestimmten Aktivums.

cc) Spannensicherungsswap (Credit Spread Swap)

Der Spannensicherungsswap ähnelt dem Gesamtrisikoswap. Der Credit Spread ist die Differenz der Renditen zwischen einem risikobehafteten und einem quasi-

¹²⁰ Schwintowski/Schäfer, Bankrecht, Commercial Banking – Investment Banking, S. 904.

¹²¹ Brandt, BKR 2002, 243, 244.

¹²² Burghof/Henke/Rudolph, ZBB 1998, 277, 279.

¹²³ Jahn, Bankrecht-Handbuch, § 114 Rn. 26.

¹²⁴ Brandt, BKR 2002, 243, 244.

¹²⁵ Brandt, BKR 2002, 243, 244.

risikolosen Instrument. Er ist eine auf Marktwerten basierende Kreditrisikomessgröße, die das Risiko einer Veränderung der Bonität des Schuldners angibt.¹²⁷ In der Bankenpraxis und in der Literatur differenziert man zwei Arten von Spannensicherungswaps.

Der Schutznehmer erwirbt gegen Zahlung einer Prämie das Recht, ein Wertpapier am Ausübungstag der Option zu einem bestimmten Preis an den Schutzgeber zu verkaufen, so dass er vor einem Wertverlust dieses Referenzpapiers geschützt ist. Der Schutznehmer braucht das Referenzwertpapier im Zeitpunkt des Abschlusses des Geschäfts nicht zu besitzen. Es kann auch ein Barausgleich vereinbart werden, so dass der Schutzgeber am Ausübungstag die Differenz zwischen dem Wert des Wertpapiers am Anfang der Laufzeit und dem Wert am Ausübungstag auszahlt.¹²⁸

dd) Verbriefte Kreditderivate (Credit Linked Notes)

Die Credit Linked Note ist strukturell eine Kombination aus einer Ausleihe und einem Kreditderivat. Credit Linked Note verbreiten die Rückzahlungs- und Zinsforderungen aus der Anleihe und sind deshalb Schuldverschreibungen gem. § 793 BGB. Daher spricht man bei den Vertragsparteien regelmäßig auch von Emittenten und Investoren.

Am häufigsten wird die Credit Linked Note mit einem Credit Default Swap verbunden. Hierbei verkauft der Schutznehmer das verbriefte Kreditderivat an den Schutzgeber. Der Kapitalbetrag der Anleihe wird ebenso wie der Kupon nur an den Investor gezahlt, wenn nicht zuvor ein bestimmtes Kreditereignis beim Referenzschuldner eingetreten ist.¹²⁹ Kommt es während der Laufzeit der Anleihe zu einem Kreditereignis, so tritt an die Stelle der Rückzahlung des Anleihebetrages nach Maßgabe der Anleihebedingungen meist ein Cash Settlement oder Physical Delivery.

Dadurch wird das Ausfallrisiko des Underlyings in gleicher Weise wie ein Credit Default Swap übertragen. Im Vergleich zum Credit Default Swap hat sie aber für

¹²⁶ Nordhues/Benzler, WM 1999, 461, 462.

¹²⁷ Burghof/Henze/Rudolph, ZBB 1998, 277, 280.

¹²⁸ Jahn, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rn. 27.

¹²⁹ Brandt, BKR 2002, 243, 244; Nordhues/Benzler, WM 1999, 461 ff.

den Risikoverkäufer den Vorteil, dass das Kreditrisiko ohne Übernahme eines zusätzlichen Kontrahentenrisikos übertragen werden kann. Der Risikokäufer zahlt nämlich den vollen Preis bei Übergabe des verbrieften Kreditderivats.¹³⁰ Andererseits muss bei dieser Konstruktion der Risikokäufer das Kreditrisiko des Risikoverkäufers übernehmen.¹³¹

c) Kreditereignisse

Der Kernpunkt der Kreditderivate bezieht sich auf die Kreditereignisse, die einen wesentlichen Bestandteil der ISDA 2002 Credit Derivate Definitions ausmachen. Darin werden die auslösenden Momente definiert, bei deren Eintritt eine Transaktion aufgelöst, eine Ausgleichszahlung des Sicherungsgebers bei einem Swap fällig oder der Kapitalbetrag einer Anleihe nicht an den Investor zurückgezahlt wird. Damit sind sie letztlich das Element der Transaktion, mit dem das Kreditrisiko des Referenzschuldners auf den Sicherungsgeber übertragen wird.

Die ISDA – International Swap and Derivatives Association definierte 1999 zum ersten Mal Kreditereignisse. Die detailliert formulierten Kreditereignisse wurden 2002 neu gefasst. Credit Events sind demnach Insolvenz (Bankruptcy), Vorzeitige Fälligkeit (Obligation Acceleration), Verzug (Obligation Default), Nichtzahlung (Failure to Pay), Nichtanerkennung (Moratorium) und Restrukturierung.¹³² Diese Kreditereignisse sehen spezielle Schwellenwerte und Fristen zur Ausschaltung nicht kreditrisikospezifischer Risiken vor, deren Überschreiten erst ein Kreditereignis auslöst. Diese Kreditereignisse stellen gegenwärtig den Marktstandard dar und werden regelmäßig zum Kernbestandteil einer jeden Kreditderivatetransaktion gemacht. Denn letztlich kann nur durch eine Vereinheitlichung sichergestellt werden, dass die durch ein Kreditderivat übernommenen Risiken am Kapitalmarktrecht weitergegeben, also handelbar gemacht werden können.¹³³ Nur bei Basket- oder Portfoliotransaktionen, die in der

¹³⁰ Jahn, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rn. 29.

¹³¹ Bank of England, Developing a Supervisory Approach to Credit Derivatives 1996, S. 7; Burghof/Henke/Rudolph, ZBB 1998, 277, 279.

¹³² Beck, Kreditderivate, Internes Trainingsprogramm, S. 2.

¹³³ Brandt, BKR 2002, 243, 246.

Regel der Eigenkapitalentlastung des Sicherungsgebers dienen sollen, werden noch spezielle Kreditereignisse für jede Transaktion individuell definiert. Eine solche gegenüber den sonst üblichen Definitionen der Kreditereignisse in der Regel knappere Definition ist insbesondere auch aus wirtschaftlicher Sicht angemessen, da sich in einem Portfolio regelmäßig die unsystematischen Kreditrisiken, also diejenigen Risiken, die sich auf den Schuldner als Individuum beziehen, durch Diversifikation reduzieren.¹³⁴

aa) Insolvenz

Insolvenz als Kreditereignis setzt nicht, wie der Terminus vermuten lassen könnte, zwangsläufig ein Insolvenzverfahren voraus. Vielmehr knüpft es an die tatsächliche Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung¹³⁵ des Referenzschuldners an und beschreibt Fallgruppen, die den Insolvenzgründen entsprechen.¹³⁶ Somit ist das Kreditereignis der Insolvenz bereits gegeben, wenn etwa ein besicherter Gläubiger einen wesentlichen Teil der Vermögenswerte des Referenzschuldners in Besitz nimmt oder ein Verwertungsverfahren über diese Werte einleitet.

bb) Vorzeitige Fälligkeit von Verbindlichkeiten (Obligation Acceleration)

Das Kreditereignis vorzeitige Fälligkeit von Verbindlichkeiten ist nach Maßgabe der ISDA Credit Derivative Definitions erfüllt, wenn eine Verbindlichkeit des Referenzschuldners wegen einer Vertragsverletzung durch den Referenzschuldner zur vorzeitigen Rückzahlung fällig gestellt worden ist - etwa durch eine Kündigung des Gläubigers. Nicht von diesem Ereignis erfasst sind indes Nichtzahlungen auf fällige Forderungen, da diese ein eigenständiges Kreditereignis begründen.¹³⁷

¹³⁴ Burghof/Henke/Rudolph, ZBB 1998, 277, 283.

¹³⁵ Obermüller/Hess, Insolvenzordnung, Rn. 84.

¹³⁶ Brandt, BKR 2002, 243, 247.

¹³⁷ Brandt, BKR 2002, 243, 248.

cc) Vertragsverletzung (Obligation Default)

Das Kreditereignis Vertragsverletzung ähnelt der vorzeitigen Fälligkeit. Es hängt ebenfalls davon ab, dass der Referenzschuldner Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommt, die sich direkt aus dem Vertrag ergeben. Anders als bei der vorzeitigen Fälligkeit von Verbindlichkeiten ist hier nicht erforderlich, dass aufgrund dieser Vertragsverletzung die Schuld unmittelbar zur sofortigen Rückzahlung fällig gestellt wird. Dieses Kreditereignis ist daher häufiger als das der vorzeitigen Fälligkeit. Es erfasst auch Verstöße eines Kreditnehmers oder Anleiheschuldners gegen sog. Covenants¹³⁸, also vertragliche Zusicherungen, wenn diese dadurch geheilt werden, dass die Gläubiger einen sog. Waiver erklären und darauf verzichten, Rechtsfolgen aus dem Vertragsverstoß herzuleiten.

dd) Nichtzahlung (Failure to Pay)

Die Nichtzahlung birgt bereits nach dem allgemeinen Sprachgebrauch die geringsten Probleme bei der Subsumtion unter dem Oberbegriff Kreditereignis.¹³⁹ Allerdings kann daraus gefolgert werden, dass jeder Nichtzahlung des Referenzschuldners im allgemeinen Wortsinn unmittelbar ein Kreditereignis darstellt und damit eine Leistungspflicht des Sicherungsgebers unter einem Kreditderivat generiert. Kreditereignisse sollen aber ausschließlich das Kreditrisiko des Referenzschuldners abbilden. Zu diesem Zweck wurden sie insbesondere in den 1999/2002 ISDA Credit Derivative Definitions so gefasst, dass mit einer Forderung verbundene Risiken, wie etwa technische Störungen in Settlement Systemen oder Transferrisiken, eliminiert werden. Um das Kreditereignis „Nichtzahlung“ von anderen Risiken abzugrenzen, die ebenfalls dazu führen können, dass eine Forderung nicht beglichen wird, knüpfen die 2002 ISDA Credit Derivative Definitions an die Nichtzahlung einige Bedingungen. Die Bedingungen beziehen sich darauf, dass zunächst ein bestimmter, als Payment Requirement bezeichneter Mindestbetrag nicht gezahlt worden sein muss. Dadurch werden Bagatelleforderungen ausgeschlossen, deren Nichtzahlung keine Aussage

¹³⁸ Wittig, WM 1999, 985.

über die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Referenzschuldners enthält. Ferner muss die „Nichtzahlung“ über einen gewissen Zeitraum andauern. Dieser Zeitraum ist mindestens so bemessen, dass er einen Verzug des Referenzschuldners begründet, der den Gläubiger berechtigt, die Forderungen vollständig zur sofortigen Rückzahlung fällig zu stellen.

In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass entgegen einem vielfach anzutreffenden Irrtum nicht die Nichtzahlung auf die Referenzverbindlichkeit immer maßgeblich ist. Es genügt vielmehr, dass der Referenzschuldner, dessen Kreditrisiko abgebildet werden soll, eine beliebige, von ihm geschuldete Forderung nicht bezahlt. Die allgemein anzutreffende Festlegung einer Referenzverbindlichkeit hat aber zwei Gründe. Im Fall des Cash Settlement besteht damit eine feste Determinante für die Berechnung des vom Sicherungsnehmer zu zahlenden Betrages. Sie kann aber auch der Eingrenzung der Nichtzahlung als Kreditereignis dienen.

Dem Begriff der Verbindlichkeit geben die ISDA 1999 und 2000 eine eigene, abgestufte Bedeutung, indem sie verschiedene Kategorien definieren. Sie überlassen den Parteien, festzulegen, welche Stufe für eine bestimmte Transaktion maßgeblich sein soll. Auf der ersten Stufe stehen Zahlungsverbindlichkeiten, wobei die Beschränkung auf Referenzverbindlichkeiten die stärkste Eingrenzung darstellt. Haben sich die Parteien auf diese Stufe geeinigt, kann das Kreditereignis der Nichtzahlung nur eintreten, wenn die zuvor festgelegte Referenzverbindlichkeit vom Referenzschuldner nicht bezahlt wird. Letztlich wird es in der Bankenpraxis wesentlich von den Schutzinteressen des Sicherungsnehmers abhängen, auf welche Kategorie sich die Parteien einigen. Wenn sich der Sicherungsnehmer wegen eines vom Referenzschuldner emittierten Wertpapiers absichern will, muss er dieses jedoch nicht als Referenzverbindlichkeit wählen. In diesem Zusammenhang muss berücksichtigt werden, dass nämlich ein Zahlungsverzug des Referenzschuldners auch bei einer seiner sonstigen Verbindlichkeiten materiellen Einfluss auf den Marktwert der von ihm begebenen Wertpapiere haben kann.

¹³⁹ Brandt, BKR 2002, 243, 247.

ee) Nichtanerkennung (Moratorium)¹⁴⁰

Die Kreditereignisse „Nichtanerkennung und Moratorium“ umfassen zwei verschiedene Situationen, denen im Grunde nur gemeinsam ist, dass sie nicht schlechthin das Kreditrisiko des Referenzschuldners reflektieren und damit zunächst einen Fremdkörper in den ISDA Credit Derivative Definitions bilden. Die Nichtanerkennung ist die Zurückweisung einer Leistungspflicht durch den Referenzschuldner wegen der Unwirksamkeit der zugrunde liegenden Verpflichtung. Ein Moratorium stellt demgegenüber ein Kreditereignis dar, wenn eine staatliche Stelle Zahlungsschwierigkeiten hat.

Damit realisiert sich im ersten Fall grundsätzlich das Rechtsrisiko einer Forderung, während der zweite Fall primär ein politisches Risiko darstellt. Gleichwohl können beide Fälle auch eine Aussage über die Kreditwürdigkeiten des Referenzschuldners treffen. Ein Schuldner in Zahlungsschwierigkeiten wird eher geneigt sein, sich auf die mangelnde Rechtswirksamkeit einer Verpflichtung zu berufen. Das Kreditereignis Moratorium vermag demgegenüber Rückschlüsse auf die Kreditwürdigkeit von hoheitlichen Schuldern zu lassen und ist daher in diesem Zusammenhang eine durchaus taugliche Determinante.¹⁴¹ In ISDA 2002 hat diese Kreditereignisse neu formuliert. Die Definition der Nichtanerkennung/Moratorium lautet wie folgt:

“Repudiation /Moratorium means a Reference Entity (...) a) disaffirms, disclaims, repudiates or rejects, in whole or in part, or challenges the validity of, one or more Obligations (...), or (b) declares or imposes a moratorium, standstill or deferral, whether de facto or de jure, with respect to one or more Obligations (...) and a Failure to Pay (...), or a Restructuring (...) with respect to such Obligation occurs on or prior to the Repudiation/Moratorium Evaluation Date.”¹⁴²

Die 2002 ISDA Credit Derivative Definitions erweitern die Kreditereignisse „Nichtanerkennung und Moratorium“ im Vergleich zur Fassung von 1999. Seit dem werden auch die Nichtzahlungen und Restrukturierungen von Verbindlichkeiten erfasst, die vor „Nichtanerkennung und Moratorium“ passieren.

¹⁴⁰ Brandt, BKR 2002, 243, 247.

¹⁴¹ Hüttemann, Kreditderivate im europäischen Kapitalmarktrecht, S. 20 ff.

¹⁴² Beck, Kreditderivate, Internes Trainingsprogramm, S. 2.

ff) Restrukturierung

Das Kreditereignis Restrukturierung umfasst Umschuldungen, die infolge nachteiliger Veränderungen der Kreditwürdigkeit oder der finanziellen Verhältnisse des Referenzschuldners geschehen. Dieses Kreditereignis und seine in den 1999 Credit Derivative Definitions enthaltene Begriffsbestimmung waren erheblich in die Kritik geraten. Sie wurden schließlich durch das Restrukturierung Supplement vom 11 Mai 2001 ergänzt. Auslöser der Diskussion war eine Restrukturierung kurzfristiger Kreditverbindlichkeiten eines Verbraucherkreditinstituts der USA.¹⁴³ Da diese Umschuldung nach dem Verständnis der Marktteilnehmer ein Kreditereignis im Sinne der 1999 ISDA Credit Derivative Definitions darstellte, wurden die auf diesen Referenzschuldner gezeichneten Derivate abgewickelt. Allerdings kamen zahlreiche Sicherungsnehmer ihren Lieferverpflichtungen dadurch nach, dass sie langfristige Anleihen des Referenzschuldners an die Sicherungsgeber lieferten, die erheblich stärker im Wert gefallen waren als die umgeschuldeten Kredite. Eine solche missbräuchliche Ausnutzung einer begrenzten Restrukturierung zu vermeiden, war das Ziel des Restrukturierungs-Supplement (Restructuring Supplement). Wenn bei einer Kreditderivattransaktion die Restrukturierung als Kreditereignis vorgesehen ist, dürfen im Falle der Abwicklung der Transaktion nur Verbindlichkeiten an den Sicherungsgeber geliefert bzw. als Referenzverbindlichkeit für den Barausgleich herangezogen (Cash Settlement) werden, die eine ähnliche Laufzeit wie die umgeschuldeten Verbindlichkeiten haben.

¹⁴³ Brandt, BKR 2002, 243, 248.

d) Dokumentation der Kreditderivate

Kreditderivate werden meist in vertraglich standardisierter Form abgeschlossen und in einen zwischen den Parteien bestehenden Rahmenvertrag einbezogen.¹⁴⁴ Als Vorbild für den Rahmenvertrag dient in Deutschland meist das Master Agreement der International Swap and Derivatives Association oder der deutsche Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte. Grundsätzlich wäre zwar auch eine einzelvertragliche Gestaltung möglich. Die Verwendung allgemein anerkannter Rahmenverträge bietet jedoch die Möglichkeit, Geschäfte schneller abzuwickeln, da eine zeitintensive individuelle Vertragsgestaltung nicht für jede einzelne Transaktion entfällt.¹⁴⁵

Ein Rahmenvertrag erleichtert die Dokumentation der einzelnen Geschäfte, weil auf die Begriffsbestimmung verwiesen werden kann. Im Übrigen werden mehrere abgeschlossene Geschäfte durch einen Rahmenvertrag rechtlich zu einem einheitlichen Vertrag zusammengefasst, der nur einheitlich dadurch beendet werden kann, dass der saldierte Marktwert aller Einzelgeschäfte zwischen den Parteien ausgeglichen wird (Liquidationsnetting).

Wenn man den Abschluss eines Kreditderivats (Credit Default Swap) unter einem ISDA MA dokumentiert, so tauschen die Parteien für das Geschäft verhältnismäßig kurze Bestätigungen aus (Confirmation). In denen wird einerseits auf das Master Agreement und andererseits auf die ISDA Credit Derivative Definitions Bezug genommen. Die darin enthaltenen Bestimmungen finden sich in mehr oder weniger modifizierter Form auch in den Anleihebedingungen, so dass man ihnen zugestehen kann, dass sie den Marktstandard widerspiegeln. Die 1999 ISDA Credit Derivative Definitions gliedern sich in zehn Abschnitte, von denen sich die ersten beiden mit der Definition von für die Transaktion wesentlichen Begriffen befassen.¹⁴⁶ Der dritte Abschnitt enthält die formellen Zahlungsvoraussetzungen und der vierte Abschnitt die Beschreibungen der Kreditereignisse und damit die zentralen Aspekte einer Derivattransaktion. Der fünfte Abschnitt bezieht sich auf die Berechnung des von dem Sicherungsnehmer

¹⁴⁴ Nordhues/Benzler, WM 1999, 461.

¹⁴⁵ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1665.

¹⁴⁶ Brandt, BKR 2002, 243.

zu zahlenden Festsatzes. Die Abschnitte sechs bis acht regeln die Abwicklung der Transaktion im Falle eines Kreditereignisses. Für den Barausgleich (Cash Settlement) enthält der siebte Abschnitt detaillierte Regelungen. Insbesondere durch die Einholung mehrerer Angebote für die Referenzverbindlichkeit nach dem Kreditereignis soll sichergestellt werden, dass der Sicherungsgeber einen Betrag bekommt, der dem aktuellen Marktwert der Referenzverbindlichkeit entspricht.¹⁴⁷ Der neunte Abschnitt sieht einen Barausgleich vor, wenn eine Lieferung oder Übertragung der Referenzverbindlichkeit zwar vereinbart wurde, aber insbesondere aus Rechtsgründen nicht möglich ist. Zur Vereinfachung und Verbesserung der Geschäftsabwicklung ist den 1999 ISDA Credit Derivative Definitions schließlich noch ein Muster für eine Einzelgeschäftsbestätigung als Anlage beigefügt. Mit der Verwendung dieses Musters ist sichergestellt, dass die Terminologie der Bestätigung mit der von dem Rahmenvertrag übereinstimmt. Es ergeben sich dazu keine wesentlichen Abweichungen, wenn die Vertragsgestaltung auf der Grundlage eines deutschen Rahmenvertrags für Finanztermingeschäfte erfolgt. Da gegenwärtig kein Anhang für Kreditderivate zum deutschen Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte existiert, wird durchgängig eine sog. Bridge-Lösung verwendet. Dabei werden sowohl eine englische Bestätigung nach Maßgabe der ISDA Credit Derivative Definitions wie auch die Definitions insgesamt verwendet. An Stelle der Bestimmungen des ISDA Master Agreement treten lediglich die des deutschen Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte. Unter dem rechtlichen Aspekt ist diese Vertragsgestaltung nicht ganz unproblematisch, da die ISDA Credit Derivative Definitions nach den Grundsätzen der angelsächsischen Rechtsordnung konzipiert wurden. Bei der Bridge Lösung werden sie durch Ziffer 11 Abs. 2 des deutschen Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte deutschem Recht unterstellt. Das daraus resultierende Risiko wird von den Marktteilnehmern jedoch als vertretbar erachtet, da die ISDA Credit Derivatives Definitions in ihren wesentlichen Bestimmungen sehr detaillierte Schilderungen von Lebenssachverhalten enthalten und bewusst auf die Verwendung unbestimmter Rechtsbegriffe verzichten. Sofern abstrakte Begriffe nicht vermieden werden können, werden diese in den einzelnen Bestimmungen

¹⁴⁷ Brandt, BKR 2002, 243, 246.

umfassend definiert, so dass selbst dort kaum Spielraum für Auslegungen bleibt. Um letzte Unsicherheiten zu beseitigen wird die ISDA einen USER`s Guide zu den 1999 ISDA Credit Derivative Definitions herausgeben, dessen zweiter Vorentwurf gegenwärtig von den Marktteilnehmern beraten wird. Allerdings birgt bereits die englische Sprache ein Risiko, da in einem Rechtsstreit vor einem deutschen Gericht eine Übersetzung gefertigt werden müsste, die möglicherweise das übliche Verständnis der Marktteilnehmer von ISDA Credit Derivative Definitions nicht vollkommen richtig wiedergibt.¹⁴⁸

Mit der Einordnung der Kreditereignisse als Bedingung ist die Vorschrift des § 796 BGB zu berücksichtigen. Denn nach § 796 BGB kann der Aussteller dem Inhaber der Schuldverschreibung nur solche Einwendungen entgegensetzen, welche die Gültigkeit der Ausstellung betreffen, sich aus der Urkunde ergeben oder dem Aussteller unmittelbar gegenüber dem Inhaber zustehen. Zu diesen Einwendungen zählen Bedingungen, die Inhalt der Urkunde sind und die Leistungsverpflichtung einschränken.¹⁴⁹ Zweifelhaft ist, ob die Kreditereignisse in der Schuldverschreibungsurkunde genau definiert werden müssen oder auch außerhalb der Urkunde liegende Umstände bei der Auslegung berücksichtigt werden können. Es könnte dann auf die ISDA Credit Derivatives Definitions verwiesen werden. Versteht man die Vorschrift des § 796 BGB mit dem Wortlaut „aus der Urkunde“ eng, so müssen die Kreditereignisse in der Schuldverschreibungsurkunde so genau beschrieben sein, dass sich alles Wesentliche entweder dem Text der Urkunde oder dem Gesetz entnehmen lässt. Eine Einbeziehung der Regelung zu den Kreditereignissen durch Verweisung auf außerhalb der Urkunde liegende Dokumente scheidet dann aus.¹⁵⁰ Nach anderer Auffassung kann sich der Aussteller auch auf Einwendungen i.S.d. § 796 BGB berufen, wenn diese sich aus einem anderen Dokument ergeben, auf das die Urkunde verweist. In der Kapitalmarktpraxis erhalten Anleihegläubiger jedenfalls bei Emission eine Dauerglobalurkunde nach 9a Abs. 3 Satz 2 DepotG, die bei der Wertpapiersammelbank verwahrt wird. Kenntnis von den darin abgedruckten

¹⁴⁸ Brandt, BKR 2002, 243, 246.

¹⁴⁹ Zahn/Lemke, WM 2002, 1536, 1538.

¹⁵⁰ BGHZ 28, 259, 263; BGH WM 1958, 1441.

Anleihebedingungen erlangen sie tatsächlich allein durch den Emissionsprospekt. Es ist allerdings hervorzuheben, dass angesichts der unterschiedlichen Auslegung des § 796 BGB eine Unwirksamkeit der Einbeziehung nicht auszuschließen ist. Darüber hinaus ist die Einbeziehung durch Verweisung im Hinblick auf das Transparenzgebot Allgemeiner Geschäftsbedingungen und den Schutz vor überraschenden Klauseln nicht unproblematisch. Dies gilt zumindest dann, wenn man mit der wohl herrschenden Meinung die Anleihebedingungen als AGB ansieht.¹⁵¹ Will der Emittent das Risiko einer unwirksamen Übertragung der Kreditrisiken vermeiden, empfiehlt sich eine umfassende Regelung der Kreditereignisse in der Schuldverschreibungsurkunde.

e) Aufsichtsrechtliche Aspekte der Kreditderivate

Die Entwicklung eines Marktes für Kreditderivate in Deutschland wird von der Klärung aufsichtsrechtlicher Frage abhängen. Einige amerikanische und europäische Aufsichtsbehörden haben bereits vorläufige Regulierungsrichtlinien und Diskussionspapiere zur Eigenkapitalunterlegung und den Anforderungen an das Risikomanagement dieser Instrumente veröffentlicht.¹⁵² In Deutschland verfasste das Bundesaufsichtsamt ein Rundschreiben im Juni 1999 über die „Behandlung von Kreditderivaten im Grundsatz I gemäß §§ 10, 10a KWG und im Rahmen der Großkredit- und Millionenkreditvorschriften“. Die derzeit geltenden internationalen bankaufsichtlichen Rahmenbedingungen gelten auch für die Vorschriften, die die Behandlung von Kreditderivaten zum Gegenstand haben. In den entsprechenden Gremien wird die Behandlung von Kreditderivaten gegenwärtig mit dem Ziel besprochen, eine international abgestimmte Lösung zu finden. Die folgenden Anrechnungsregeln stellen deshalb nur eine vorläufige Lösung bis zur abschließenden Klärung der Angelegenheit in den zuständigen EU-Gremien bzw. beim Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht dar.

Für die Kreditderivate gilt bis dahin auch die bestehende Anrechnungssystematik. Danach erfolgt eine Anrechnung jedes einzelnen Risikoaktivums. Demgemäß werden risikomindernde Effekte, die im Rahmen eines aktiven Kreditportfolios

¹⁵¹ BGH WM 1992, 612 ff.

entstehen können, nur im Rahmen des bestehenden Mischausatzes hinsichtlich der Eigenkapitalanforderung berücksichtigt. Sollte sich jedoch bei einzelnen Instituten eine erkennbare Verschlechterung der Risikostruktur durch Anhäufung besonderer Risiken einstellen, wird man darauf mit der Berücksichtigung negativer Sonderverhältnisse reagieren.

Sofern die vertragliche Ausgestaltung eines Kreditderivats zu einer hinreichenden Übertragung von Kreditrisiken führt, kann dies bei der Ermittlung der gewichteten Risikoaktiva und bei hinreichender Übertragung von Kursrisiken bei der Berechnung der Anrechnungsbeträge für die Marktrisikopositionen berücksichtigt werden. Ein sicherungsnehmendes Institut hat die Einhaltung der Voraussetzungen zu dokumentieren. Die Dokumentation ist der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht auf Verlangen vorzulegen.

Für die bankaufsichtliche Anerkennung der Besicherungswirkung eines Kreditderivats setzt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht voraus, dass die betreffenden Kredit- und Kursrisiken nachweislich in wirksamer Weise auf Sicherungsgeber übertragen werden und eine Gleichartigkeit von Referenzaktivum und zu besicherndem Aktivum vorliegt.

Bei der wirksamen Übertragung der Kredit- bzw. Kursrisiken auf den Sicherungsgeber ist sicherzustellen, dass für die Bewertung des zu besichernden Aktivums die festgelegten Kreditereignisse berücksichtigt werden müssen. Die Wirksamkeit und Rechtsverbindlichkeit der Risikoübertragung ist von dem Sicherungsnehmenden Institut zu dokumentieren. Bei Verwendung von Rahmenverträgen mit standardisierten Einzelabschlüssen kann die Dokumentationspflicht durch einen diesbezüglichen Hinweis erfüllt werden.¹⁵³

Sind Kreditderivate und zu besicherndes Aktivum in unterschiedlichen Währungen denominiert, so ist die Besicherungswirkung durch regelmäßige Marktbewertung dieser Währung zu überprüfen.

Ob eine Gleichartigkeit von Referenzaktivum und zu besicherndem Aktivum vorliegt, wird ist abhängig von der Zuordnung des Kreditderivats zum Anlagebuch oder zum Handelsbuch.¹⁵⁴

¹⁵² Burghof/Henke/Rudolph, ZBB 1998, 277, 283.

¹⁵³ Boos/Meyer-Ramloch, Die Bank 1999, 644, 645.

¹⁵⁴ Boos/Meyer-Ramloch, Die Bank 1999, 644, 645.

aa) Anlagebuch

Die Berücksichtigung der Besicherungswirkung eines Kreditderivats für die Eigenkapitalanrechnung eines Risikoaktivum ist nur dann möglich, wenn das Referenzaktivum von derselben Person geschuldet wird wie das betreffende Risikoaktivum, im Falle der Insolvenz des Schuldners nicht vorrangig gegenüber diesem Risikoaktivum bedient werden darf und in Bezug auf das die Zahlung auslösende Kreditereignis durch entsprechende Vertragsklauseln verbunden ist. Die letzte Voraussetzung orientiert sich an der Cross Default Klausel, die vielfach in Musterverträgen enthalten ist. Danach wird die Zahlung aus dem auf das Referenzaktivum bezogene Kreditderivat fällig, sobald das Kreditereignis beim Risikoaktivum eingetreten ist.

Bei der Eigenkapitalunterlegung des Kreditrisikos differenziert das BaFin im Rundschreiben 10/99 einerseits zwischen bestimmten Arten von Kreditderivaten und andererseits des Sicherungsnehmers und Sicherungsgebers. Die Sicherungswirkung eines anerkennungsfähigen Credit Default Swap oder Total Return Swap entspricht beim Sicherungsnehmer derjenigen einer Garantie. Gleichermaßen wird für eine Credit Spread Option gelten müssen. Damit kann das zu besichernde Risikoaktivum mit dem Bonitätsgewicht des Sicherungsgebers angerechnet werden. Bei dem Sicherungsgeber ist die Transaktion als außerbilanzielles Geschäft i.S.v. § 4 Satz 2 Nr. 2 Grundsatz I anzusehen, das nach § 8 Nr. 1 Grundsatz 1 mit 100 % der Bemessungsgrundlage anzurechnen und dem Bonitätsgewicht des Referenzschuldners zu gewichten ist.¹⁵⁵

Eine Credit Linked Notes wirkt auf Seiten des Emittenten wie eine Barsicherheit und befreit ihn nach § 13 Abs. 1 Nr. 2 Grundsatz I von der Verpflichtung zur Eigenkapitalunterlegung. Der Investor muss das jeweils höhere Kreditrisiko des Emittenten (Sicherungsnehmers) oder Referenzschuldners berücksichtigen.¹⁵⁶

¹⁵⁵ Brandt, BKR 2002, 243, 253.

¹⁵⁶ Brandt, BKR 2002, 243, 254.

bb) Handelsbuch¹⁵⁷

Das System der Eigenkapitalanrechnung des Handelsbuchs und des Anlagebuchs unterscheiden sich erheblich. Es sind nicht wie im Anlagebuch Risikoaktiva, sondern Marktpreispositionen mit Eigenkapital zu unterlegen. Zur Berücksichtigung des allgemeinen und des speziellen Kursrisikos und des Kontrahentenausfallrisikos werden deshalb Verkaufs- und Kaufpositionen unterschieden¹⁵⁸. Die Basis für die Ermittlung der Anrechnungsbeträge bilden die Nettopositionen nach § 19 Grundsatz I. Dem Handelsbuch zugeordnete Kreditderivate wären demnach für die Ermittlung der Nettopositionen¹⁵⁹ relevant. Das Bundesaufsichtsamt ist allerdings der Ansicht, dass mit einem Credit Default Swap lediglich das Kursrisiko hinsichtlich des Kreditereignisses abgesichert

¹⁵⁷ Nach der Systematik des Kreditwesengesetzes sind die Bestände und Geschäfte, die in den Anwendungsbereich des § 1 Abs. 12 KWG fallen, von den Instituten entweder dem Handelsbuch oder dem Anlagebuch zuzuordnen. Diese Teilung dient der Klärung der Frage, ob ein Institut Handelsbuchinstitut oder Nichthandelsbuchinstitut ist, und somit der Festlegung der anzuwendenden Vorschriften des Kreditwesengesetzes und des Grundsatzes I sowie der Bestimmung des Umfangs der Geschäfte. Nur so kann nachhaltig sichergestellt werden, dass ein Institut, das die Privilegierung als Nichthandelsbuchinstitut nach § 2 Abs. 11 KWG in Anspruch nehmen möchte, die Voraussetzungen hierfür einhält. Als Nichthandelsbuchinstitut kann sich ein Institut ansehen, das die Bagatellgrenzen nach § 2 Abs. 11 Satz 1 KWG einhält. Die Einhaltung der Bagatellgrenzen führt jedoch nicht zwangsläufig zur Einordnung als Nichthandelsbuchinstitut. Ein Institut muss sich entscheiden, ob es die Bagatellregelung des § 2 Abs. 11 Satz 1 KWG in Anspruch nehmen möchte. Es kann sich freiwillig als Handelsbuchinstitut einordnen, auch wenn es die Bagatellgrenzen ständig einhält. Ein Nichthandelsbuchinstitut hat intern die erforderlichen organisatorischen Vorkehrungen zu schaffen, um die Einhaltung der Bagatellgrenzen zu überwachen. Die organisatorischen Vorkehrungen müssen sicherstellen, dass auch nur kurzfristige Überschreitungen einer Bagatellgrenze unverzüglich festgestellt und für Zwecke der Revision nachprüfbar festgehalten werden. Institute, die sich als Handelsbuchinstitute eingeordnet haben, brauchen diese organisatorischen Vorkehrungen nicht zu treffen. Die Einstufung als Handelsbuchinstitut oder Nichthandelsbuchinstitut ist durch Vorstandsbeschluss zu dokumentieren und dem Bundesaufsichtsamt sowie der zuständigen Landeszentralbank nach § 2 Abs. 11 Satz 4 KWG schriftlich anzuzeigen. Bestände und Geschäfte sind dem Handelsbuch gemäß § 1 Abs. 12 Satz 1 Nr. 2 KWG zuzuordnen, wenn sie der Absicherung von Marktpreisrisiken aus dem Handelsbuch dienen. Absicherungsgeschäfte sind solche Geschäfte, die abgeschlossen werden, um Marktpreispositionen des Handelsbuches zu verringern bzw. zu eliminieren. In der Praxis dienen solche Geschäfte der Festschreibung von Gewinnen oder der Begrenzung von Verlusten. Es ist eine eindeutige und stetige Zuordnung dieser Geschäfte vorzunehmen. Die Absicherungsinstrumente müssen zu einer oder mehreren Positionen des Handelsbuches direkt oder wenigstens im Wege einer Portfoliobetrachtung zuordenbar sein. Wird die durch ein derivatives Geschäft abgesicherte Position des Handelsbuchs aufgelöst, ist der Tatbestand des § 1 Abs. 12 Satz 1 Nr. 2 KWG nicht länger erfüllt, so dass eine weitere Zuordnung zum Handelsbuch gegebenenfalls anderweitig zu begründen ist. Die Einbeziehung von derivativen Geschäften des Anlage- und des Handelsbuches in eine Nettingvereinbarung ist prinzipiell zulässig. Der Saldo ist für die Zwecke der Erfassung und Begrenzung des Adressenausfallrisikos entweder dem Anlagebuch oder Handelsbuch zuzurechnen. Die Entscheidung hat sich an einer Schwerpunkt betrachtung zu orientieren. Die institutsinternen Kriterien nach § 1 Abs. 12 Satz 5 KWG müssen exakte Vorgaben enthalten, aus denen sich die Zuordnung im Einzelfall eindeutig ergibt.

¹⁵⁸ Scharpf/Luz, Risikomanagement, Bilanzierung und Aufsicht von Finanzderivaten, S. 90 ff.

¹⁵⁹ Nettopositionen sind die Unterschiedsbeträge aus Options- und Swapgeschäften, die die gleichen Wertpapiere zum Gegenstand haben oder sich vertraglich auf die gleichen Wertpapiere beziehen.

werden kann. Ein Credit Default Swap überträgt jedoch dann das gesamte Kursrisiko (Adressenausfallrisiken und andere Kursänderungsrisiken), wenn seine Laufzeit mindestens der Laufzeit der Referenzforderung entspricht und er die Zahlung des Nominalbetrages gegen Zahlung des Restwertes der Referenzforderung bzw. Lieferung der Referenzforderung vorsieht. In diesem Fall werden Verluste der Referenzforderung durch Gewinne des Credit Default Swaps aufgewogen.

Für die Verrechnung der besicherten Position mit dem Referenzaktivum eines Total Return Swaps gelten die Anforderungen des § 19 Abs. 3 Grundsatz 1. Diese sind neben der Laufzeitkongruenz auch die Währungsidentität von Risikoaktivum und Referenzaktivum. Wenn Risikoaktivum und Referenzaktivum demnach auf unterschiedliche Währungen lauten, ist die Verrechnung trotz einer Vereinbarung ausgeschlossen, die ein Währungsrisiko ausschließt.¹⁶⁰ Hat das sicherungsnehmende Institut entgegengerichtete Kauf- und Verkaufspositionen in Kreditderivaten (Credit Default Swap oder Credit Linked Notes) in seinem Handelsbuch, können diese unter den Voraussetzungen des § 19 Abs. 3 Grundsatz I miteinander verrechnet werden.

Für die Anerkennung traditioneller Sicherheiten wie Bürgschaften oder die Garantien setzt die deutsche Bankenaufsicht bekanntlich voraus, dass die Laufzeit der Sicherheit mindestens der Laufzeit des besicherten Aktivums entsprechen muss. Bei Kreditderivaten wird eine hiervon in engen Grenzen abweichende Behandlung vorgesehen.

Beträgt die Restlaufzeit des Kreditderivats mindestens ein Jahr, wird auch bei Laufzeitunterdeckung eine Besicherungswirkung anerkannt. Das verbleibende Terminrisiko ist mit 50 % der Bemessungsgrundlage zusätzlich zum verminderten Anrechnungsbetrag für das Risikoaktivum zu berücksichtigen.

Führt dies zu einer höheren Eigenkapitalunterlegungspflicht als vor dem Abschluss des Kreditderivatekontraktes, so kann die Berücksichtigung des Kreditderivats als Sicherheit beim Sicherungsnehmer unterbleiben. Wenn die

¹⁶⁰ Boos/Meyer-Ramloch, Die Bank 1999, 644 ff.

Restlaufzeit des Kreditderivats bei Laufzeitkongruenz kürzer ist als ein Jahr, ist eine eigenkapitalreduzierende Sicherungswirkung ausgeschlossen.¹⁶¹

f) Insolvenzrechtliche Aspekte bei Kauf eigenen Risikos

aa) Allgemeines

Kreditderivate befinden sich in einem Stadium ständiger Weiterentwicklung. Manche Konzepte, die im angelsächsischen Rechtsraum erfunden worden sind, stehen jedoch mit dem deutschen Insolvenzrecht nicht im Einklang. Folgendes Beispiel soll dies verdeutlichen:

Eine SPV (Zweckgesellschaft) schließt mit einer AG einen Vertrag ab, demzufolge die SPV eine Schuldverschreibung mit einem günstigen Zinssatz ausstellt auf die AG, die die Summe von Mio. Euro an die SPV zahlt. Die Rückzahlungspflicht der SPV (Zweckgesellschaft) aus der Anleihe soll sich aber ändern, wenn bei der AG ein Kreditereignis eintritt. Die Rückzahlungspflicht soll mit demselben Prozentsatz verzinst werden, den die AG im Insolvenzverfahren ihren Gläubigern zahlt oder der sich an dem Börsenkurs von anderen Anleihen der AG orientiert.

Es stellt sich die Frage, ob die im vorliegenden Fall geplante Ausgestaltung der gegenseitigen Leistungen mit der Insolvenzordnung in Einklang steht.

Rechtshandlungen, die vor der Eröffnung des Insolvenzverfahrens vorgenommen worden sind und die Insolvenzgläubiger benachteiligen, kann der Insolvenzverwalter nach Maßgabe der § 129 ff. InsO anfechten. § 129 InsO entspricht § 31 Nr. 1 KO.

Die insolvenzrechtliche Anfechtung dient dem Zweck, Gegenstände des Schuldnervermögens, die vor der Eröffnung des Insolvenzverfahrens veräußert oder belastet wurden, in die Insolvenzmasse zurückzuführen oder von ihrer Belastung zu befreien um ihre Verwertung zugunsten der Insolvenzgläubiger zu ermöglichen.¹⁶²

¹⁶¹ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 43.

¹⁶² Eickmann, § 129 Rn. 1.

Der Begriff der Rechtshandlung ist weit auszulegen. Rechtshandlung ist jede Handlung, die eine rechtliche Wirkung auslöst. Entscheidend ist, dass die Handlung das Vermögen des Schuldners zum Nachteil der InsO verändern kann.¹⁶³ Rechtshandlungen sind Willenserklärungen als Bestandteile von Rechtsgeschäften aller Art, rechtsgeschäftsähnliche Handlungen¹⁶⁴, Beschlüsse von Gesellschaftsorganen, aber auch Verwendungen auf eine fremde Sache oder einen Miteigentumsanteil, Verbindung, Vermischung, Verarbeitung, die Aufgabe von Rechten sowie ferner Prozesshandlungen wie Verzicht, Rücknahme von Klage oder Rechtsmittel oder Rechtsmittel, Anerkenntnis, Geständnis und Vergleich.¹⁶⁵

Im Hinblick auf die Benachteiligungsabsicht wird in der Rechtsprechung sowie im Schrifttum hervorgehoben, dass sie nicht der ausschließliche Zweck der Rechtshandlung gewesen zu sein braucht. Es genügt, wenn der Schuldner die Benachteiligung neben anderen Zielen im Auge gehabt hat.¹⁶⁶

Der BGH hat eine Entscheidung über die Anfechtbarkeit einer Rechtshandlung getroffen, die einem Beteiligten Vermögensnachteile im Fall der Insolvenz auferlegt.¹⁶⁷

Danach kann ein Vertrag anfechtbar sein, durch den einem Beteiligten für den Fall seiner Insolvenz Vermögensnachteile auferlegt werden, die über die gesetzlichen Folgen hinausgehen und nicht zur Erreichung des Vertragszwecks geboten sind. Dies gilt insbesondere für die Bestellung einer Sicherheit mit der Maßgabe, dass sie erst bei Eintritt des Insolvenzfalles wirksam wird oder erst dann verwertet werden darf. Eine Verpflichtung der Kunden, nach Zahlungsunfähigkeit oder Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens, jedoch noch vor der Eröffnung des Insolvenzverfahrens der Bank eine Sicherheit zu bestellen, ist sittenwidrig und damit nichtig, weil sie bezweckt, dem Gläubiger eine ihm nicht zustehende Vorzugsstellung nur im Insolvenzfall zu verschaffen.¹⁶⁸ Bestellt der Kunde der Bank eine Sicherheit mit der Maßgabe, dass die Bank erst im Insolvenzfall zur Verwertung berechtigt sein soll, so führt letztere Beschränkung ebenfalls zur

¹⁶³ Eickmann, § 129 Rn. 10.

¹⁶⁴ BGH WM 1975, 1184.

¹⁶⁵ Eickmann, § 129 Rn. 11.

¹⁶⁶ BGH WM 1962, 1371.

¹⁶⁷ BGH NJW 1994, 449 ff.

¹⁶⁸ RGZ 93, 138.

Nichtigkeit der Sicherheitsbestellung.¹⁶⁹ Ist ein Vertrag nur wegen einer einzelnen, gläubigerbenachteiligenden Klausel anfechtbar, so kann Rückgewähr auch so zu leisten sein, wie wenn er ohne Klausel abgeschlossen worden wäre.

Es ist hervorzuheben, dass eine bloß mittelbare Benachteiligung genügt. Es ist ausreichend, dass ein Nachteil nach Abschluss des Vertrages tatsächlich erst durch das Hinzutreten weiterer Umstände entsteht. Ob eine Benachteiligungsabsicht im Einzelfall vorliegt, hat zwar grundsätzlich der Tatsächter aufgrund des Gesamtergebnisses der Verhandlung und einer etwaigen Beweisaufnahme zu entscheiden. Sein Urteil muss jedoch erkennen lassen, dass der Begriff der Benachteiligungsabsicht zutreffend verwandt sowie die entscheidungserheblichen Umstände erschöpfend berücksichtigt und gewürdigt worden sind. Zwar kann ein Vertrag grundsätzlich nur insgesamt angefochten werden, doch ist damit nicht ausgeschlossen, dass die Anfechtung unter Umständen lediglich die Wirkung einer Teilanfechtung hat. Hiervon ist insbesondere auszugehen, wenn die anfechtbare Handlung das Schuldvermögen nur in der begrenzten Masse geschmälert hat und das Rechtsgeschäft insoweit teilbar ist.¹⁷⁰ Dabei ist eine Teilbarkeit nicht allein in einem rein zahlenmäßigen Sinne zu verstehen oder ausschließlich auf den Leistungsinhalt zu beziehen. Teilbar im hier maßgeblichen Sinne ist auch ein allgemein ausgewogener Vertrag, der lediglich und gezielt für den Fall der Insolvenz den späteren Gemeinschuldner einseitig und unangemessen benachteiligt.

bb) Vermögensnachteile einer Credit Linked Note

Eine Credit Linked Note besteht ebenfalls aus einer Anleihe und einem Kreditderivat. Für die Anfechtung muss jedoch auf die anzufechtende einheitliche Rechtshandlung, also auf den einheitlichen Kreditderivatvertrag (Credit Linked Note) insgesamt abgestellt werden. Anfechtbare Rechtshandlungen sind die Willenserklärungen, die im Rahmen der Kreditderivate abgegeben wurden.

Ein insgesamt ausgewogener Vertrag mit gleichwertigen Gegenleistungen ist auch dann anfechtbar, wenn er für den Fall der Insolvenz eines Teils für diesen nicht

¹⁶⁹ RGZ 133, 242; BGHZ 26, 193; Flume, NJW 1950, 841.

unerhebliche nachteilige Ausnahmen festschreibt, die auch bei einer Gesamtbetrachtung aller Umstände zur Erreichung des Vertragszweckes nicht unbedingt geboten sind.¹⁷¹

Bei Credit Linked Notes sind im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses die gegenseitigen Ansprüche gleichwertig. Im Zeitpunkt der vorzeitigen Vertragsbeendigung mag zwar ein Ungleichgewicht entstanden sein, doch schadet dies nicht, wenn die Chancen und Risiken für beide Parteien bestanden, dass die Entwicklung zu ihren Gunsten oder ihren Lasten ausgeht.¹⁷² Der Vertragszweck liegt aber auch darin, als werbendes Unternehmen höhere Zinsen zu erreichen, auf Kosten erheblich geringerer Zahlungen (im Rahmen der Anleihe) nach dem Eintritt des Insolvenzfallen.

Credit Linked Notes dienen in solchen Konstruktionen nicht der Absicherung, sondern der Spekulation auf die Insolvenz der anderen Partei. Abgesehen von dem spekulativen Charakter verstößt dies gegen das Verbot der einseitigen Belastungen der Insolvenzmasse. Gemäß § 6 Derivatverordnung können die Kreditderivate (Credit Default Swap) nur zu den Absicherungszwecken eingesetzt werden. Spekulation ist verboten.

cc) Zusammenfassung

Im untersuchten Sachverhalt sind die Leistungen der beiden Parteien nicht ausgewogen. Die Anfechtbarkeit des Kreditderivatgeschäfts, insbesondere einer Credit Linked Note, ist im Hinblick auf den Gläubigerschutz gerechtfertigt.

4. Wetterderivate

¹⁷⁰ BGH NJW 1994, 449 ff.

¹⁷¹ BGH NJW 1994, 449, 451.

¹⁷² Obermüller, FS Kümpel S. 3, 4.

a) Allgemeines

Der wirtschaftliche Erfolg einer Vielzahl von Wirtschaftszweigen wird vom Wetter beeinflusst. In einem kühlen Sommer ist der Absatz von Getränken und Eiscreme niedriger als in einem heißen Sommer. Zu heiße, zu kühle, zu trockene oder zu feuchte Sommer beeinflussen die Qualität und die Quantität der Ernten in der Landwirtschaft. In einem milden Winter werden weniger Brennstoffe verbraucht als in Jahren mit starkem Frost. Hoteliers in den Bergen verzeichnen in Jahren mit wenig Schnee Verdienstausfälle. Die Liste der vom Wetter beeinflussten Wirtschaftszweige lässt sich fast beliebig fortsetzen. Bis 1997 konnten sich Unternehmen gegen solche Wetterrisiken, wenn überhaupt, nur durch klassische Versicherungspolicen absichern. Das erste Wetterderivat wurde im September 1997 in den USA zwischen zwei Energieversorgern abgeschlossen. Ziel des Derivats war, durch Temperaturschwankungen ausgelöste Veränderungen in den Stromabsatzmengen der beiden Energieversorger während der Wintersaison 1997/1998 monetär auszugleichen und damit auch abzusichern. Das einfache Produktkonzept analog zu seit Jahrzehnten bekannten Finanzoptionen sowie der einleuchtende ökonomische Nutzen führten in der Folgezeit zu der Entwicklung der Wetterderivate. Bis zum Sommer 2000 wurden insgesamt mehr als 2500 Transaktionen mit einem Gegenwert von über 7 Mrd. US\$ gemeldet. Die umsatzstärksten Marktteilnehmer sind bisher große Investmentbanken, Rückversicherungen und eine Reihe von Energieversorgern. Aktive Marktteilnehmer kommen aber auch aus der Landwirtschaft, dem produzierenden Gewerbe, der Freizeit-Lebensmittel- und Getränkeindustrie sowie der Bau- und Textilwirtschaft.

b) Grundstrukturen und gesetzliche Behandlung von Wetterderivaten

Ein Wetterderivat ist ein Vertrag zwischen zwei Parteien, der eine Verrechnung darstellt, die von der Entwicklung eines Basisobjektes abhängt. Bei diesem Basisobjekt handelt es sich selbstverständlich um objektiv mess- und überprüfbare meteorologische Daten. Der Käufer des Derivats ist normalerweise die Partei, die

sich gegen die nachteiligen Finanzfolgen ungewöhnlicher Wetterbedingungen absichern möchte.

Der Verkäufer des Derivats kann ein Vorlieferant, ein Finanzinstitut oder ein Rückversicherer sein. Es ist auf alle Fälle ein Unternehmen mit gegensätzlichem Risikoprofil bzw. gegensätzlichen Erwartungen hinsichtlich des Wetters.

Rund $\frac{3}{4}$ aller Wetterderivate werden in der Form von Optionen¹⁷³ gehandelt, etwa $\frac{1}{4}$ aller Wetterderivate sind Swaps. Daneben gibt es nur noch wenige komplexere Transaktionen wie Collars, Straddles, Strangles und andere. Alle genannten Arten von Wetterderivaten zeichnen sich durch gemeinsame Spezifikationsparameter aus. In der Regel beziehen sich Wetterderivate auf eine Messstation an einem bestimmten Ort. Die gebräuchlichsten Indizes sind HDD (Heating Degree Days) und CDD (Cold Degree Days). Darüber hinaus sind die Niederschlagsmenge, die Windgeschwindigkeit und andere Wettermerkmale aber auch möglich. Wetterderivate beziehen sich in der Regel auf monatliche oder saisonale Perioden, z.B. Heizperiode von Oktober bis März eines Jahres. In den meisten Fällen wird der Ausübungspunkt in HDD (Heating Degree Days) oder CDD (Cold Degree Days) angegeben. Er kennzeichnet den Wert, ab dem eine Vertragsseite der anderen finanzielle Ausgleichszahlungen leisten muss. Der Nominalbetrag ist die Summe, die eine Vertragsseite an die andere zahlen muss. Obergrenze (Cap) bzw. Untergrenze (Floor) begrenzen die maximale Auszahlung, die sich aus einem Wetterderivat ergeben kann. Bei Optionskontrakten zahlt der Käufer der Option an den Verkäufer eine individuell vereinbarte Prämie. Swaps kommen aufgrund der systematischen Zahlungsstruktur in der Regel ohne Prämienzahlungen aus.

Obwohl sich Wetterderivate nicht von Aktien-, Zins- oder Währungstermingeschäften unterscheiden, sind gesetzliche und steuerliche Regelungen für Letztere nicht automatisch in allen Ländern auch für

¹⁷³ Absicherung mit einem Put: Stromlieferant Energiedirekt stellt fest, dass sein Stromabsatz bei einem Temperaturanstieg von 1 Grad C um 400 Mwh pro Tag zurückgeht. Bei einem durchschnittlichen Preis von Euro 18/ Mwh entspricht dies über einem Monat einem Umsatzverlust von 223 200 Euro(Euro/Mwh x 400 Mwh x31 Tage). Dies bedeutet, dass der Stromlieferant in milden Wintern wesentlich weniger Energie verkaufen kann als in kalten Wintern. Der Kauf des Puts für den Monat Januar wirkt für den Stromlieferanten in dem obigen Beispiel wie eine Versicherung. Ist der Januar relativ warm, bekommt er von der Investmentbank seine Umsatzeinbußen erstattet. Ist der Januar relativ kalt, so bekommt er zwar keine Zahlung aus der Option, setzt aber eine größere Strommenge ab. Durch den Einsatz der Wetteroption verringert der Stromlieferant Energiedirekt daher die Schwankungsbreite seines Umsatzes und wird von extremen Temperaturentwicklungen

Wetterderivate gültig. In Europa unterscheiden sich die gesetzlichen Regelungen zu Wetterderivaten von Land zu Land. In Frankreich, Holland und Schweden fallen Wetterderivate unter die gesetzlichen Regelungen für Wareterminkontrakte. In Großbritannien werden Wetterderivate von der Securities and Futures Authority reguliert. In Deutschland, Italien und Spanien gibt es keine Regelungen für Wetterderivate. Unsicherheiten über den gesetzlichen Rahmen, die steuerliche Behandlung und die Bilanzierung können Marktteilnehmer davon abhalten, ein eigentlich sinnvolles Instrument zur Risikosteuerung einzusetzen. Die Erfahrungen aus anderen neu entstandenen Derivatmärkten zeigen aber, dass fehlende Regelungen keine unüberwindlichen Hindernisse für die Entwicklung eines Derivatmarktes darstellen. Bei einer weiter zunehmenden Verbreitung von Wetterderivaten ist aber davon auszugehen, dass Branchenverbände und staatliche Regulierer ähnlich schnell Vorschläge unterbreiten und konkrete Regelungen erlassen werden wie bei den Kreditderivaten.

c) Wetterderivate an der Börse – Eurex AG

Die Wetterindizes der Deutschen Börse sind einfach nachzuvollziehen und sollen in einer späteren Phase als Grundlage für Wetterderivate an der Eurex verwendet werden. Bevor ein Börsenhandel von Wetterderivaten jedoch mit ausreichender Liquidität stattfinden kann, müssen die vorab genannten Handelshindernisse überwunden werden. Unabdingbar ist auch eine deutliche Verbreiterung der derzeitigen Anwenderbasis. Denn erst wenn Banken, (Rück-) Versicherungen und andere Market Maker so viele individuelle Wetterrisiken übernommen haben, dass sie aufgrund des Erreichens ihrer Kapazitätsgrenzen ohne Absicherung keine weiteren Risiken übernehmen können, wird die Eurex mit standardisierten Wetterderivaten die geeigneten Instrumente zur Steuerung von Wetterrisiken auf Portfoliobasis anbieten können.

Wann der europäische Markt für Wetterderivate diese Reife erlangen wird, ist aus heutiger Sicht noch nicht absehbar. Rasante Umsatzsteigerungen in anderen

nicht mehr nachteilig betroffen. An positiven Temperaturentwicklungen partizipiert er jedoch weiterhin

Märkten zeigen aber, dass sich diese Entwicklungen auch kurzfristig vollziehen können.

Bei sich abzeichnender Marktreife werden die endgültigen Kontraktspezifikationen von der Eurex zusammen mit aktiven und interessierten Marktteilnehmern festgelegt. Dieses bewährte Vorgehen soll von vornherein zu einer maximalen Marktakzeptanz führen.

III. Zusammenfassung

Das große Interesse an Derivaten der I. und II. Generation sowie Kredit- und Wetterderivaten ist nicht auf Spekulations- und Arbitragemotive zurückzuführen, sondern überwiegend auf ihr Potenzial als Hedginginstrument.

Kreditderivate ermöglichen eine dynamische Steuerung des Kreditportfoliorisikos, ohne die im traditionellen Kreditgeschäft zentrale Beziehung zwischen dem Kreditinstitut und dem einzelnen Kunden zu beeinträchtigen. Vielmehr gewinnt die Geschäftsbank durch Kreditderivate Spielraum für erstrebenswerte, risikopolitisch aber eher unattraktive Kreditausweitung und damit an Flexibilität bei der Kreditvergabe. Übersteigt der Kreditbedarf eines für die Bank wichtigen Kunden beispielsweise das intern gesetzte Risikolimit, so kann die Bank Kreditderivate einsetzen um das Limit einzuhalten. Der Bankkunde wird über die Verwendung von Kreditderivaten nicht informiert, da die Basisforderung weiterhin bei der Bank verbleibt. Andererseits können weitere Kreditrisiken erworben werden, um eine stärkere Risikostreuung über alle Marktsegmente zu erreichen. Durch die gezielte Übernahme und Veräußerung von Kreditrisiken kann eine portfoliotheoretisch fundierte Optimierung des Kreditportfolios realisiert werden. Investmentbanken können mit Hilfe von Kreditderivaten die Kreditrisiken ihrer großen Bondportfolios ebenso wie Konzentrationen bezüglich der Kontrahentenrisiken aus außerbörslichen (OVER THE COUNTER) Derivaten steuern. Universalbanken, die sowohl im traditionellen Kreditgeschäft als auch im Bond- und Derivatgeschäft aktiv sind, können ihre Kreditrisiken aus beiden Geschäftsbereichen integriert steuern. Finanzinstitute können Kreditderivate auch

vollständig. Lediglich die Optionsprämie wird unabhängig von der Temperaturentwicklung fällig.

im Aktiv–Passiv Management einsetzen, um zukünftige Refinanzierungskosten festzuschreiben. Mit Kreditderivaten können also nicht nur Risikokonzentrationen hinsichtlich einzelner Schuldner abgebaut werden, sondern auch in Bezug auf bestimmte Branchen, Prognosen, oder Laufzeiten Portfoliostrukturierungen erfolgen.

Hervorzuheben ist auch, dass Derivate nicht nur für Banken interessant sind, sondern ebenfalls für Unternehmen, die Fremdkapital aufnehmen möchten. Die Investoren können durch den zusätzlichen Einsatz von Kreditderivaten, Zins- und Währungsderivate absichern. Besonders attraktiv scheint der Einsatz von Kreditderivaten auch für Industrieunternehmen, die sich mit Hilfe dieser Instrumente gegen den Ausfall eines wichtigen Kunden oder Lieferanten absichern können. Kreditderivate können überdies herangezogen werden, um inakzeptable Länderrisiken auszuschalten, die insbesondere aus Projektfinanzierungen bestehen. Der größte Anteil am insgesamt ausstehenden Nominalvolumen aller Kreditderivate sind Emerging–Market–Instrumente. Diese Tatsache verdeutlicht, wie wichtig das Management von Länderrisiken für alle potenziellen Endnutzer ist und dass hierbei Kreditderivate eine große Rolle spielen können.¹⁷⁴

Im Schrifttum geht man davon aus, dass Kreditderivate als risikoreduzierende Instrumente in der Zukunft noch an Bedeutung gewinnen.¹⁷⁵ Entscheidend für die Geschwindigkeit der Entwicklung des Marktes für Kreditderivate dürfte jedoch sein, wie schnell ein höherer Grad an Standardisierung der Geschäfte sowie an Transparenz im Rahmen der Bewertung des Adressenausfallrisikos und somit der Preisstellung der jeweiligen Instrumente zu erreichen ist.¹⁷⁶

Für die aufsichtsrechtliche Behandlung von Kreditderivaten ist festzustellen, dass die deutsche Bankenaufsicht im Rahmen der Regelungen des Rundschreibens 10/99 die risikoreduzierende Wirkung von Kreditderivaten in einem hohen Maße anerkannt und damit den Einsatz dieser Instrumente fördert. Es bleibt allerdings abzuwarten, inwieweit künftige international abgestimmte Regelungen zur

¹⁷⁴ Burghof/Henke/Rudolph, ZBB 1998, 277, 281 ff.

¹⁷⁵ Hashagen/Auerbach, Die Bank 1998, 625, 629.

¹⁷⁶ Hüttemann, Derivative Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken, S. 53.

Behandlung dieser Finanzinnovationen die nationalen Vorschriften noch beeinflussen werden.¹⁷⁷

¹⁷⁷ Boos/Meyer-Ramloch, Die Bank 1999, 644, 652.

Hauptteil C Handels- und kapitalmarktrechtliche Aspekte des Anlegerschutzes

I. Aufsichtsrechtliche Grundlage und Risikokontrolle mit Rücksicht auf Derivate

1. Aufsichtsrechtliche Ansatzpunkte

a) Allgemeines

Durch das Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht vom 22. April 2002 wurde zum 1. Mai 2002 die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gegründet. Im Rahmen der neuen Anstalt sind die Aufgaben der ehemaligen Bundesaufsichtsämter für das Kreditwesen, das Versicherungswesen und den Wertpapierhandel zusammengeführt worden. Damit existiert in Deutschland eine staatliche Aufsicht über Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute und Versicherungsunternehmen, die sektorübergreifend den gesamten Finanzmarkt umfasst. Diese Einrichtung der Allfinanzaufsicht bildet eine tragende Säule des Kunden- und Anlegerschutzes.

b) Bankenaufsicht

Grundlagen der Bankenaufsicht sind das Kreditwesengesetz und einige Spezialgesetze. Gemäß § 6 Abs. 2 KWG hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht Missständen im Kredit- und Finanzdienstleistungswesen entgegenzuwirken, die die ordnungsgemäße Durchführung der Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für die Gesamtwirtschaft herbeiführen können.¹⁷⁸

Gemäß § 6 Abs. 3 KWG kann die Bundesanstalt im Rahmen der ihr gesetzlich zugewiesenen Aufgaben gegenüber den Instituten und ihren Geschäftsleitern

¹⁷⁸ Reischauer/Kleinhans, § 6 Rn. 11.

Anordnungen treffen, die geeignet und erforderlich sind, um Verstöße gegen aufsichtsrechtliche Bestimmungen zu unterbinden oder um Missstände in einem Institut zu verhindern oder zu beseitigen, welche die Sicherheit der dem Institut anvertrauten Vermögenswerte gefährden können oder die ordnungsgemäße Durchführung der Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen beeinträchtigen. Die oben aufgeführten Vorschriften beziehen sich nicht unmittelbar auf Derivativgeschäfte, sondern auf Bankgeschäfte. Zu den Bankgeschäften gehören aber nach § 1 Satz 2 Nr. 4 KWG die Anschaffung und die Veräußerung von Finanzinstrumenten im eigenen Namen und für fremde Rechnung. Die Finanzinstrumente sind nach dem Wortlaut des § 1 Abs. 11 Nr. 1 KWG Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Devisen, Rechnungseinheiten sowie Derivate.¹⁷⁹

Die Bundesanstalt und die Deutsche Bundesbank arbeiten gemäß § 7 Abs. 1 S. 1 KWG zusammen. Unbeschadet weiterer gesetzlicher Maßgaben umfasst die Zusammenarbeit nach § 7 Abs. 1 S. 2 KWG die laufende Überwachung der Institute durch die Deutsche Bundesbank. Die laufende Überwachung beinhaltet nach § 7 Abs. 1 S. 3 KWG insbesondere die Auswertung der von den Instituten eingereichten Unterlagen, der Prüfungsberichte nach § 26 und der Jahresabschlussunterlagen sowie die Durchführung und Auswertung der bankgeschäftlichen Prüfungen zur Beurteilung der angemessenen Eigenkapitalausstattung und Risikosteuerungsverfahren der Institute und das Bewerten von Prüfungsfeststellungen.¹⁸⁰ Diese Unterlagen sollen auch Auskünfte über das Engagement im Derivatgeschäft enthalten. Ein Schwerpunkt der Bankenaufsicht liegt in der Stärkung der Eigenverantwortlichkeit der Marktteilnehmer durch die Förderung wirksamer Risikoüberwachungs- und Steuerungssysteme. Die zunehmende Komplexität der Derivativgeschäfte erfordert von den Instituten geeignete Vorkehrungen, um die vielfältigen Risiken aus diesen Instrumenten zu überwachen.¹⁸¹ Dazu empfehlen sich klare Verantwortlichkeiten und Verfahrensabläufe, die funktionale Trennung des Handels, der Abwicklung und Kontrolle, die vorsichtige und verbindliche Limitierung von Risikopositionen

¹⁷⁹ Kuempel/Hammen/Ekkenga, Kapitalmarktrecht, Rn. 705.

¹⁸⁰ Boss/Fischer/Schulte-Mattler, Kreditwesengesetz – Kommentar, § 7 Rn. 35.

¹⁸¹ Knapps, Enzyklopädisches Lexikon, S. 363, Rn. 2.2.

und eine sachgerechte und verantwortungsbewusste Überwachung aller Risikopositionen durch die Geschäftsleitung. Zu der Aufsicht gehört aber auch, dass der Bankaufseher sich laufend über die wirtschaftliche Situation des Instituts, seine Geschäftsstrategien und Geschäftsfelder sowie über geplante Projekte informiert und diese beurteilt. Zu den wesentlichen Informationsquellen der Bankenaufsicht zählen Anzeigen und vor allem die Prüfungsberichte der Jahresabschlüsse. Schließlich kann sich das BaFin durch Sonderprüfungen Informationen über die wirtschaftliche Lage einer Bank verschaffen.¹⁸²

Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht gehört zu den internationalen Organisationen, die im Rahmen ihrer ständigen Arbeit an Themen der internationalen Bankenaufsicht mitwirken, um die Aufsicht und den Anlegerschutz hinsichtlich des Geschäfts mit Derivaten zu gewährleisten und zu verbessern. Um dieses Ziel zu erreichen, hat der Ausschuss Richtlinien für das Risikomanagement im Derivativgeschäft erarbeitet. Die Richtlinien erleichtern die weitere Entwicklung eines umfassenden Aufsichtskonzepts für das Risikomanagement im Derivatgeschäft. Sie dienen den Aufsichtsbehörden als nützliche Grundlage für eine Überprüfung ihrer eigenen Methoden und Verfahren. Bei der Entwicklung dieser Richtlinien hat der Ausschuss Regelungen in den Mitgliedstaaten sowie Empfehlungen des Finanzgewerbes berücksichtigt. Die Richtlinien werden von dem Baseler Ausschuss den Aufsichtsorganen weltweit zugänglich gemacht.

Um die Belange der Anleger möglichst wirksam abzusichern, sollte danach ein Bankinstitut auch im Derivatgeschäft über schriftlich niedergelegte Grundsätze und Verfahren verfügen, die klare Leitlinien für das Risikomanagement enthalten. Die Grundsätze sollten zumindest die vom obersten Verwaltungsorgan bestimmten Risikotoleranzen enthalten und die Verantwortung sowie Befugnisse für die Handhabung der mit dieser Tätigkeit verbundenen Risiken genau abgrenzen. Nach den Richtlinien sollen Personen, die mit dem Derivatgeschäft befasst sind, über alle Änderungen und Verfahren ständig informiert werden, die sich auf ihre jeweiligen Pflichten beziehen. Darüber hinaus sollte das oberste Verwaltungsorgan alle wichtigen Grundsätze im gesamten Institut, einschließlich jener für das Derivativgeschäft, genehmigen. Diese Grundsätze sollten mit der allgemeinen

¹⁸² Schwark, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 12.

Geschäftsstrategie des Instituts, seiner Eigenkapitalbasis, Geschäftserfahrung und allgemeinen Risikobereitschaft in Einklang stehen. Nach den Richtlinien des Ausschusses soll die Geschäftsleitung dafür verantwortlich sein, dass entsprechende Grundsätze und Verfahren für die Durchführung von Derivativgeschäften in langfristigen Planungen sowie im Tagesgeschäft beachtet werden. Es ist vor dem Einstieg in das Geschäft mit Derivaten zu beachten, dass nicht nur alle nötigen Genehmigungen eingeholt werden, sondern auch Risikokontrollsysteme vorhanden sind.

Um das Risiko bei Derivaten zu vermindern, hat der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht im Zusammenhang mit der International Organisation of Securities Commision (IOSCO) Richtlinien für ein solides Risk Management von Kreditinstituten und Wertpapierhäusern herausgegeben. Es handelt sich hierbei um Mindestanforderungen. Diese stellen ein wichtiges Instrument der Bankenaufsicht dar, um die ordnungsgemäße Organisation im Handelsbereich der Kreditinstitute sicherzustellen.¹⁸³

Darüber hinaus hat der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, einen internationalen Standard für das Adressenausfallrisiko gesetzt. Er wurde konzipiert, um Ausfallrisiken zu verringern. Nach diesem Standard müssen international tätige Kreditinstitute ihre Adressenausfallrisiken mit mindestens 8 % Eigenkapital unterlegen.

Die Richtlinien sind zwar nicht für die Aufsichtsbehörden verbindlich, jedoch sind diese eine nützliche Grundlage für die Überprüfung ihrer eigenen Methoden und Verfahren, mit denen sie das Risikomanagement der Banken im Derivativgeschäft überwachen. Das genaue Vorgehen der einzelnen Aufsichtsbehörden bei der Kontrolle hängt von ihren rechtlichen Befugnissen ab, der Durchführung der Aufsicht innerhalb oder außerhalb des Instituts und der Einschaltung externer Rechnungsprüfer.

Es gibt an den Finanzmärkten die zunehmende Tendenz, dass große Institute als wichtiges Instrument der Risikomessung und des Risikomanagements immer häufiger komplizierte Modelle einsetzen. Die Aufsichtsorgane müssen daher über Mitarbeiter mit ausreichenden mathematischen Kenntnissen verfügen, die die

¹⁸³ Knapps, Enzyklopädisches Lexikon, S. 343, Rn. 2.3.

damit verbundenen Fragen verstehen und die Zuverlässigkeit der Verfahren überprüfen können.

c) Wertpapieraufsicht/ Asset-Management

Der Teilbereich „Wertpapieraufsicht/ Asset-Management“ verantwortet die Funktionsfähigkeit des deutschen Wertpapier- und Derivatemarktes, insbesondere die Erfüllung der Pflichten nach dem WpHG. Die Veröffentlichungspflichten des WpHG führen zu mehr Transparenz, die eine notwendige Voraussetzung für die Sicherheit der Anleger ist. Informationspflichten sind für private und institutionelle Investoren nötig, um entsprechende Anlageentscheidungen vorzunehmen. Börsennotierte Unternehmen sind daher zur unverzüglichen Veröffentlichung von neuen Tatsachen verpflichtet, sofern diese Informationen den Börsenkurs erheblich beeinflussen können.

2. Schutz des Pfandbriefgläubigers bei Derivatgeschäften

Derivativgeschäfte werden in großer Vielfalt von Hypothekenbanken getätigt. Gleichwohl gab es bis zum Inkrafttreten des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes keine gesetzlichen Regelungen. Der Gesetzgeber gestattete dann den Hypothekenbanken ausdrücklich in § 5 Abs. 1 Nr. 4a HypBankG Geschäfte über Derivate i.S.d. § 1 Abs. 11 Satz 4 Nr. 1 bis 4 KWG abzuschließen.

Die Hypothekenbanken unterliegen als Spezialbanken wegen des Schutzes der Pfandbriefgläubiger besonderen gesetzlichen Beschränkungen. Diese betreffen nicht nur die Zulässigkeit der Derivativgeschäfte im Rahmen von standardisierten Verträgen, sondern nach § 5 Abs. 1 Nr. 4a HypBankG auch Optionen, sofern die Hypothekenbank eine Stillhalterposition einnimmt.

3. Gesellschaftsrechtliche Möglichkeiten der Risikominderung bei Derivaten

a) Allgemeines

Auf den Anlegerschutz würden sich auch klare, einheitliche bilanzrechtliche Vorschriften positiv auswirken, da damit die Risiko- und Zwecktransparenz gewährleistet werden wäre. Klare Berichtspflichten gegenüber dem Aufsichtsrat und Auskunftspflichten gegenüber Aktionären wären ebenfalls eine gesellschaftsrechtliche Möglichkeit zur Risikominderung bei Derivaten.¹⁸⁴

b) Risiko- und Zwecktransparenz

Ein erfolgreiches Risikomanagement setzt voraus, dass man die unternehmensspezifischen Gefahren sowie die Zwecke und Risiken der Derivate¹⁸⁵ erkennt und aufeinander abstimmt. Entscheidungs- und Ergebniskontrollen des Einsatzes von Derivaten sollten daher transparent sein. Die Transparenz lässt sich verwirklichen durch Berichtspflichten des Vorstandes gegenüber dem Aufsichtsrat, Einzelauskünfte gegenüber den Anteilseignern und entsprechende Angaben im Jahresabschluss.

Es ist eine Sache der Geschäftsführung, wann und zu welchen Zwecken Derivativinstrumente einzusetzen sind.¹⁸⁶ Mit Berichtspflichten gegenüber dem Aufsichtsrat wird der Einsatz von Derivaten auch zum Gegenstand dessen Recht- und Zweckmäßigkeitsskontrolle. Die Berichtspflichten des Vorstandes sind damit die Nahtstelle für eine effektive Überwachung und Beratung durch den Aufsichtsrat.

Bei der Antwort auf die grundsätzlichen Fragen des „Ob“ und „Wozu“ eines Engagements in Derivaten sind die § 90 Abs. 1 Satz 1 Nr.1 i.V.m. § 90 Abs. 2 Nr.1 AktG zu berücksichtigen.

Die Berichtspflicht ergibt sich aus § 90 Abs. 1 Nr. 1 AktG, da das Engagement in Derivaten als Form des Risikomanagements eine Grundsatzfrage der Geschäftspolitik und Unternehmensplanung darstellt. Diese berührt die Produktions-, Absatz-, Ertrags-, Finanz- und Investitionsplanungen. Die Bestimmungen des Unternehmens über das Risikomanagement durch Derivate und die damit verbundene Strategie und Risikotoleranz, die sehr stark von den

¹⁸⁴ Ransom, Derivate und Corporate Governance, S. 25.

¹⁸⁵ Körner, WPg 1976, 430.

¹⁸⁶ Sharpf/Luz, Risikomanagement, Bilanzierung und Aufsicht von Finanzderivaten, S. 26.

wirtschaftlichen Aspekten geprägt werden, bedürfen der beratenden Begleitung und Überwachung durch den Aufsichtsrat. Diese Informationen müssen daher dem Aufsichtsrat offen gelegt werden, um die Belange der Anleger und Gläubiger abzusichern. Diese Offenlegung versetzt den Aufsichtsrat erst in die Lage, die Funktion der beabsichtigten und den Erfolg der getätigten Geschäfte zu beurteilen. Nach § 90 Abs. 4 S. 1 AktG haben die Berichte den Grundsätzen einer gewissenhaften und getreuen Rechenschaft zu entsprechen. Ungeklärt ist, in welchem Umfang über den Sinn und Zweck der gewählten Strategie zu berichten ist. Vielfach wird darauf hingewiesen, dass die Offenlegung vom Vorstand gegenüber dem Aufsichtsrat sehr konkret sein muss.¹⁸⁷ Jedoch kann diese Frage nicht einheitlich beantwortet werden. Es kommt vielmehr auf den konkreten Zweck an, zu dem Derivate eingesetzt werden. Es ist deshalb danach zu differenzieren, ob Derivate (Optionen, Futures, Swap) gewährleisten sollen, dass ausreichende Mittel der Binnenfinanzierung vorhanden sind oder die Derivativgeschäfte vor allem dazu dienen, die Außenfinanzierung günstiger zu gestalten oder etwa mit ihrem Einsatz ein Gewinn abgesichert werden soll. Über den Verwendungszweck i.S.d. Gesamtstrategien hat der Vorstand dem Aufsichtsrat nach § 90 Abs. 1 Nr. 1 und Abs. 4 AktG Bericht zu erstatten.¹⁸⁸ Der Vorstand muss dabei auch seine Erwartungen an die Unternehmens- und Marktentwicklung darstellen, die der gewählten Strategie des Derivateeinsatzes zu Grunde liegen und unter welchen Umständen eine Änderung angezeigt wäre. Wenn durch den Einsatz von Derivaten Gewinn erzielt werden soll, muss auch erklärt werden, weshalb das Unternehmen gegenüber dem Markt über einen systematischen Wissensvorsprung verfügt. Im Fall der Binnenfinanzierung hat der Vorstand Rechenschaft abzulegen, warum dem Unternehmen günstige, kurzfristige externe Finanzierungsmöglichkeiten verschlossen sind. Von großer Relevanz ist § 90 Abs. 1 Satz 2 des AktG. Dieser ordnet eine Berichtspflicht gegenüber dem Vorsitzenden des Aufsichtsrats aus sonstigen wichtigen Anlässen an. Ein solcher wichtiger Anlass liegt vor, wenn aktuelle Risiken des

¹⁸⁷ Ransom, Derivate und Corporate Governance, S. 26.

¹⁸⁸ Lutter/Krieger, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrates, § 2 Rn. 18.

Derivateeinsatzes einmal über das hinausgehen, was der Vorstand bei der Bestimmung seiner Strategie festgelegt hat.¹⁸⁹

c) Auskunftspflichten gegenüber Aktionären nach § 131 AktG

Näherer Erläuterung bedarf, ob die Gesamtstrategie des Derivateeinsatzes auf Anfrage auch den Anteilseignern gemäß § 131 AktG mitzuteilen ist. Die Entscheidung, zu welchen Zwecken Derivate eingesetzt werden sollen, ist eine „Angelegenheit der Gesellschaft“ i.S.d. § 131 AktG¹⁹⁰. Zweifelhaft ist jedoch, ob die Verwendung von Derivaten „zur sachgemäßen Beurteilung des Gegenstandes der Tagesordnung“ erforderlich sein kann. Auskünfte über die Ziele, die mit Derivaten verfolgt werden, sind für eine Reihe von Gesichtspunkten von großer Bedeutung. Besondere Relevanz hat der Einsatz von Derivaten bei Maßnahmen der Kapitalbeschaffung (§ 119 Abs. 1 Nr. 6 AktG), insbesondere wenn die zu emittierenden Finanztitel Derivatkomponenten haben. Der Einsatz von Derivaten ist aber auch relevant für die Beurteilung der zu bestellenden Mitglieder des Aufsichtsrates (§ 119 Abs. 1 Nr. 1 AktG) und der Abschlussprüfer, da die Kontrolle eines auf Gewinnerzielung gerichteten Engagements besondere Expertise verlangt, sowie bei der Bestellung von Sonderprüfern wegen Vorgängen im Rahmen des Derivateeinsatzes, aus denen Verluste der Gesellschaft resultierten (§ 119 Abs. 1 Nr. 7 AktG) und schließlich ganz allgemein für die Entlastung der Mitglieder des Vorstandes und des Aufsichtsrates (§ 119 Abs. 1 Nr. 3 AktG).

II. Die Gewährleistung der Risikotransparenz im Rahmen der Buchführung und des Jahresabschlusses¹⁹¹

1. Allgemeines

¹⁸⁹ Rando, Derivate und Corporate Governance, S. 27.

¹⁹⁰ Rando, Derivate und Corporate Governance, S. 31.

¹⁹¹ Gebhardt, WPg, 1995, 600.

Auf gesellschaftsrechtlicher Ebene ist dem Gebot der Zweck- und Risikotransparenz auch im Rahmen des Jahresabschlusses Rechnung zu tragen. Es ist daher zu erörtern, wie Derivate im Rahmen der Buchführung und bei dem Jahresabschluss behandelt werden.¹⁹²

2. Rechtsnatur und Arten der Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung (GOB)

Die Rechtsnatur der GOB ist umstritten.¹⁹³ Die GOB können im Einzelfall Rechtsnormen oder Verkehrsanschauung sein. Der Versuch der Bestimmung der GOB durch eine einheitliche Rechtsfigur wurde aufgegeben. Am ehesten entsprechen sie Handelsbräuchen.

Gem. § 264 Abs. 2 HGB hat der Jahresabschluss der Kapitalgesellschaft unter Beachtung der GoB ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögen-, Finanz-, und Ertragslage der Kapitalgesellschaft zu vermitteln. Für Derivate existieren keine GOB. Weder in den Vorschriften für alle Kaufleute (§§ 238 – 263 HGB) noch in den ergänzenden Vorschriften für Kapitalgesellschaften (§§ 264 – 289 HGB), Kreditinstitute oder Versicherungsunternehmen befinden sich Regelungen, die ausdrücklich Derivate berücksichtigen. Spezielle GOB für Derivate wurden bislang von der Wissenschaft und der Bilanzpraxis, insbesondere den Banken und Abschlussprüfern, entwickelt. Von großer Relevanz für die Entwicklung der GoB für Derivate und für die Verbesserung der Risiko- und Zwecktransparenz ist der Bankenfachausschuss des Instituts der Wirtschaftsprüfer IDW. Dieser leistete einen großen Beitrag mit seinen Stellungnahmen BFA 2/ 1993 (Bilanzierung und Prüfung von Financial Future und Forward Rate Agreement) und BFA 2/ 1995 Bilanzierung von Optionsgeschäften.¹⁹⁴

a) Vollständigkeitsprinzip

¹⁹² Beisse, Gläubigerschutz – Grundprinzip des deutschen Bilanzrechts, S. 23.

¹⁹³ Alsheimer/Herbert, Die Rechtsnatur derivativer Finanzinstrumente und ihre Darstellung im Jahresabschluss, S. 111.

¹⁹⁴ Radow, Derivate und Corporate Governance, S. 33 ff.

Gemäß § 246 Abs. I HGB muss der Jahresabschluss vollständig sein. Er muss sämtliche Vermögensgegenstände, Schulden, Rechnungsabgrenzungsposten, Aufwendungen und Erträge enthalten. Derivativinstrumente sind daher in den Jahresabschluss aufzunehmen. Sie sind den Aktiva oder Passiva zuzurechnen, soweit sie zu den vorgenannten Bilanzierungsposten gehören. Die Ergebnisse von Derivatgeschäften sind in der Gewinn- und Verlustrechnung zu verzeichnen.¹⁹⁵

b) Grundsatz der Einzelbewertung¹⁹⁶

Der in § 252 Abs. 1 Nr. 3 HGB kodifizierte Grundsatz der Einzelbewertung bestimmt, dass die Vermögensgegenstände und Schulden einzeln zu bewerten sind. Dieses Prinzip geben auch vier EG-Richtlinien vor. Der Zweck dieser Kodifikation liegt darin, die Verrechnung zwischen verschiedenen Bilanzpositionen zu verhindern. Dieses Prinzip spielt eine besondere Rolle bei der Bilanzierung von Derivattransaktionen, die auf verschiedene Weise eingeordnet und verrechnet werden können. Der Grundsatz der Einzelbewertung ist bei Derivatgeschäften erforderlich, um Ungenauigkeiten und Fehlerquellen auszuschließen. Von großer Bedeutung für einen Anleger ist, dass das Einzelbewertungsprinzip die erforderliche Bewertung des Betriebsvermögens objektivierbar macht.

c) Grundsatz der Vorsicht

Das Vorsichtsprinzip prägt das deutsche Bilanzrecht. Es ist in § 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB zu finden. Diese Regel wird für alle Kaufleute als unbedingte Bewertungsanweisung behandelt. Die Bilanzentscheidungen sollen konkret erkennbare Risiken sofort vollständig berücksichtigen, vergleichbare Chancen jedoch solange unberücksichtigt lassen, bis sich ihre Verwirklichung als wirtschaftlich hinreichend sicher abzeichnet. Dieser Grundsatz dient der Kapitalerhaltung und damit dem Schutz des Gläubigers bzw. Anlegers. Er gewährleistet Wirtschafts- und Rechtssicherheit.

¹⁹⁵ Beisse, FS Moxter, S. 3.

3. Jahresabschluss als Konkretisierung der GOB¹⁹⁷

Von großer Relevanz für die Zweck- und Risikotransparenz ist die Gewinn- und Verlustrechnung des Jahresabschlusses. Daraus kann man den Umfang der Derivatgeschäfte erkennen, ob daraus Erträge resultierten und welche Bedeutung sie im Verhältnis zu anderen Ertragsquellen der Gesellschaft hatten. In diesem Zusammenhang spielt vor allem die Einordnung der Ergebnisse aus Derivatgeschäften in die Gewinn- und Verlustrechnung eine wichtige Rolle.¹⁹⁸

Nach § 277 Abs. 4 Satz 1 HGB sind Erträge und Aufwendungen unter den Posten „außerordentliche Erträge“ und „außerordentliche Aufwendungen“ auszuweisen, die außerhalb der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit der Kapitalgesellschaft anfallen. Diese Posten sind hinsichtlich ihres Betrags und ihrer Art im Anhang zu erläutern, soweit sie nicht von untergeordneter Bedeutung sind. Gewinne aus Derivattransaktionen, die einen wesentlichen Anteil am Umsatz und Ertrag des Unternehmens ausmachen, könnten als außerordentliche Erträge im Sinne der §§ 275 Abs.2 Nr.15, 277 Abs. 4 Satz 1 HGB eingeordnet werden. Allerdings wird dies vielfach auf solche Transaktionen reduziert, die nicht- auch nicht mittelbar den satzungsgemäßen Gegenstand des Unternehmens oder den Umkreis seines typischen Leistungsangebotes betreffen.¹⁹⁹ Dadurch gewährleistet der deutsche Jahresabschluss keine hinreichende Zweck- und Risikotransparenz in Bezug auf Derivate. Lediglich auf freiwilliger Basis geben die Unternehmen den Einsatz von Derivaten in ihren Geschäftsberichten bekannt.²⁰⁰

4. Zusammenfassung

¹⁹⁶ Körner, WPg 1976, 430.

¹⁹⁷ Menninger, RIW 1994, 43.

¹⁹⁸ Moxter, Bilanzauffassungen in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, S. 5.

¹⁹⁹ Rindow, Derivate und Corporate Governance, S. 28.

²⁰⁰ So heißt es im Geschäftsbericht der Volkswagen AG: „Es werden ... weder isolierte spekulative Geschäfte noch Transaktionen, die ausschließlich dem Handel mit diesen Instrumenten dienen, durchgeführt“.

Demgegenüber nutzt die Mannesmann AG „derivative Finanzinstrumente ausschließlich zur Absicherung gegen

Die Risikokontrolle und Überwachung des Einsatzes derivativer Instrumente ist nicht sehr ausgeprägt. Die GOB und der Jahresabschluss sichern im deutschen Recht auch die Risiko- und Zwecktransparenz nicht hinreichend.²⁰¹ Standards der Zwecktransparenz und der Zweckbeschreibung entwickeln sich nur langsam. Ein Vergleich zwischen unterschiedlichen Unternehmensstrategien wird dadurch unmöglich.

In den Vereinigten Staaten²⁰² sind allerdings schon erste Schritte zur Standardisierung unternommen worden. Nach den Financial Accounting Standards 119 sind „the entity's objectives for Holding or issuing the derivative financial instruments, the context needed to understand those objectives, and general strategies for achieving those objectives“ zu veröffentlichen. Es ist wünschenswert, dass sich auch in Deutschland ein entsprechender Konsens einstellt.²⁰³ Das würde die Risikokontrolle und –überwachung der Derivativgeschäfte vereinfachen.²⁰⁴

III. Börsenrechtliche Rahmenbedingungen am Beispiel der Eurex Deutschland AG

1. Allgemeines

Den börsenrechtlichen Rahmen für Derivatgeschäfte bilden das Börsengesetz, die Börsenordnung und die Clearing Bedingungen der Eurex Deutschland. Diese Vorschriften beziehen sich direkt auf den Börsenterminhandel. Vorschriften zum Schutz der Anleger befinden sich auch in den Bedingungen für den Handel an der Eurex Deutschland. Diese Regelungen betreffen nicht nur die Handelsüberwachungsstelle und ihrer Aufgaben. Sie bestimmen auch die Voraussetzungen der Erteilung, Beendigung und des Ruhens der Clearing-Lizenz.

2. Sicherungsvorkehrungen nach der Börsenordnung für die Eurex Deutschland AG und nach dem neuen Börsengesetz

Zins- und Währungsrisiken“ und der Daimler Benz AG dienen „derivative Finanzinstrumente der Absicherung von Zins- und Währungsrisiken“.

²⁰¹ Bertsch/Kärscher, Derivative Instrumente im Jahresabschluss und in der Steuerbilanz, S. 734.

²⁰² Waldersee, FS Weber, S. 5, 7.

²⁰³ Steiner/Tebroke/Wallmeier, WPg 1995, 533.

²⁰⁴ Radow, Derivate und Corporate Governance, S. 29.

a) Börsenaufsichtsbehörde und Handelsüberwachungsstelle

aa) Börsenaufsichtsbehörde

Gemäß Nr. 1.3 der Börsenordnung wird die Aufsicht über die Eurex Deutschland durch die zuständige oberste Landesbehörde des Landes Hessen ausgeübt. Die eingehenden Bestimmungen bezüglich der Aufsichtsmaßnahmen und Befugnisse der Börsenaufsichtsbehörde enthält das Börsengesetz. Die Aufsicht über die Handelsteilnehmer an der Eurex AG erfolgt durch ein Auskunfts- und Einsichtsrecht. Handelsteilnehmer sind Unternehmen und Börsenhändler sowie die bestellten Kursmakler, die nach § 16 BörsG zur Teilnahme am Börsenhandel zugelassen werden. Die Börsenaufsichtsbehörde kann jederzeit Auskünfte und Unterlagen von ihnen verlangen oder Prüfungen vornehmen. Die Börsenaufsichtsbehörde ist gemäß § 2 Abs. 1 S. 3 BörsG befugt, von den Handelsteilnehmern die Angabe der Identität der Auftraggeber und der aus den getätigten Geschäften berechtigten oder verpflichteten Personen sowie der Veränderungen der Bestände von Handelsteilnehmern in an der Börse gehandelten Wertpapieren oder Derivaten zu verlangen, sofern Anhaltspunkte vorliegen, welche die Annahme rechtfertigen, dass börsenrechtliche Vorschriften oder Anordnungen verletzt werden oder sonstige Missstände vorliegen, welche die ordnungsmäßige Durchführung des Handels an der Börse oder die Börsengeschäftsabwicklung beeinträchtigen können. Die Angabe der Identität der Auftraggeber dient der wirksamen Überwachung über die Einhaltung der börsenrechtlichen Vorschriften und Anordnungen sowie eines ordnungsgemäßen Börsenhandels. Die Kenntnis von Auftraggebern oder Handelsteilnehmern durch die Börsenaufsichtsbehörde stellt den Anlegerschutz sicher, da sich erst dadurch weitere Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen börsenrechtliche Vorschriften und Anordnungen ergeben können. Diese Regelung beruht auf einer Stellungnahme des Bundesrates.²⁰⁵

Durch die Befugnis Bestandsveränderungen von Handelsteilnehmern abzufragen, ist die Überwachung der Handelsteilnehmer effizienter. Die Börsenaufsichtsbehörde kann die Angaben eines Handelsteilnehmers über

Bestandsveränderungen durch Auskunftsverlangen bei zuständigen Einrichtungen wie Wertpapiersammelbanken und Systemen zur Sicherung der Erfüllung der Termingeschäfte (Clearingstelle) überprüfen.

Die Börsenaufsichtsbehörde kann nach § 2 Abs. 2 BörsG Anordnungen treffen, um Missstände und Verstöße gegen die Terminhandelsvorschriften zu verhindern. Das bezieht sich besonders darauf bestimmte Verhaltensweisen und Geschäftspraktiken zu untersagen, Auflagen oder den Ausschluss vom Handel anzutragen.

bb) Handelsüberwachungsstelle

Die Börse hat nach Maßgabe der Börsenaufsichtsbehörde eine Handelsüberwachungsstelle als Börsenorgan einzurichten und zu betreiben. Aufgabe dieser Einrichtung ist die Überwachung der Börsengeschäftsabwicklung. Der Umfang der Überwachung ergibt sich aus dem BörsG und der Börsenordnung. Die Handelsüberwachungsstelle hat die Börsengeschäftsabwicklung systematisch und lückenlos zu erfassen und auszuwerten sowie notwendige Ermittlungen durchzuführen. Die Börsenordnung der Eurex Deutschland sieht vor, dass alle Daten über den Terminhandel und die Börsengeschäftsabwicklung systematisch und lückenlos erfasst und ausgewertet werden müssen. Es handelt sich dabei um eine konstante und umfassende Kontrolle des Tagesgeschäfts. Die ständige Kontrolle der Einhaltung von Geschäftsbedingungen, Handelsusancen und die Beobachtung der Eigengeschäfte gehören zu den Hauptaufgaben der internen Überwachung der Börse, die durch die Handelsüberwachungsstelle durchgeführt wird. Diese Regelungen bestätigen und verstärken die Sicherheit der Anleger, die am amtlichen Markt Derivativgeschäfte abwickeln.²⁰⁶

Von sehr großer Bedeutung für die Interessen und Sicherheit der Anleger ist auch der von der Handelsüberwachungsstelle vorgenommene Preisvergleich zwischen den Börsenplätzen und anderen Handelssystemen sowie die Beobachtung des Kassa-Marktes wegen dessen Bedeutung für den Terminmarkt. Dadurch sollen Preisunterschiede zwischen verschiedenen Börsenplätzen verringert werden.

²⁰⁵ BT-Drucks. 13/7143, S. 39.

Derivativgeschäfte sind an der Börse durch Kurssprünge geprägt. Deren Vermeidung oder zumindest Verringerung gehört zu den Aufgaben der Handelsüberwachungsstelle.

Die Handelsüberwachungsstelle verfolgt insgesamt das Ziel, Spekulativ- und Arbitragegeschäfte an der Terminbörse zu auszuschließen.²⁰⁷

cc) Marktüberwachung

Für die Marktüberwachung der Derivativgeschäfte an der Terminbörse Eurex Deutschland AG ist die Geschäftsführung zuständig. Die EUREX Frankfurt AG als Träger der EUREX Deutschland kann nach Nr. 3.7.1 der Börsenordnung von den Börsenteilnehmern jederzeit Auskünfte und Nachweise verlangen, soweit diese zur Erledigung der Überwachungstätigkeit sachdienlich sind.²⁰⁸

b) Ordnungsgemäße Abwicklung der Derivatgeschäfte

Mit Derivativgeschäften sind Betriebs- und Organisationsrisiken verbunden. Um diese Arten der Risiken ist die Zulassung Unternehmens zum Terminhandel davon abhängig, dass die Anforderungen der Börsenordnung EUREX erfüllt werden.

Hinsichtlich des erforderlichen Personals werden von jedem Börsenteilnehmer entsprechende Qualifikationen gefordert. Jeder Börsenteilnehmer ist gem. § 3.3.1. der Börsenordnung verpflichtet, zur ordnungsgemäßen Durchführung der Derivativgeschäfte mindestens einen qualifizierten Mitarbeiter einzusetzen. Eine ausreichende Qualifikationen der eingesetzten (Backoffice) Mitarbeiter für die Abwicklung der Derivatgeschäfte ist gegeben, wenn der von der Eurex Clearing angebotene Eignungstest für Backoffice Mitarbeiter erfolgreich abgelegt wird.

Die Börsenordnung stellt weitere Voraussetzungen an die Ausstattung des Börsenteilnehmers. Sie beziehen sich auf technische Anforderungen. Gemäß der

²⁰⁶ Kümpel/Hammen/Ekkenga, Kapitalmarktrecht, § 2 Rn. 471.

²⁰⁷ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsewesen, S. 836 ff.

²⁰⁸ Kümpel/Hammen/Ekkenga, Kapitalmarktrecht, § 3.7 Rn. 471.

Börsenordnung der EUREX Deutschland AG sind die technischen Anforderungen zum Anschluss an das System der EUREX erfüllt, wenn dem Börsenteilnehmer EDV-Einrichtungen zur Verfügung stehen. Diese Einrichtungen müssen den Durchführungsbestimmungen der EUREX Deutschland über technische Einrichtungen entsprechen.

Die Regelung der Börsenordnung EUREX im Hinblick auf die ordnungsgemäße Abwicklung der Derivativgeschäfte ist hinreichend, um den Gefahren auf Grund menschlichen Versagens und Unzulänglichkeiten der EDV vorzubeugen. Die Betriebs- und Organisationsrisiken sind dementsprechend gering.

c) Market Maker

Zum Schutz der Anleger genügt nicht nur eine ordnungsgemäße Organisation des Terminhandels. Es muss auch eine hinreichende Liquidität bestehen. Zum geordneten, amtlichen Handel werden nur Futures und Optionen gemäß Nr. 4.1 der Börsenordnung EUREX zugelassen.²⁰⁹ Der Market Maker ist gehalten, Kauf- und Verkaufsangebote gegenüber den interessierten Marktteilnehmern abzugeben. Dies dient der Liquidität des Marktes und damit dem Funktionsschutz des Kapitalmarkts. Die Market-Maker-Zulassung wird von der Geschäftsführung erteilt. Die Geschäftsführung ist nach der Börsenordnung EUREX auch berechtigt, die Zulassung zurückzunehmen. Das kann geschehen, sofern dies zum Schutz der Anleger geboten erscheint.

d) Sicherung von Termingeschäften am Beispiel der EUREX CLEARING AG

Regelungen zum Schutz der Anleger enthalten auch die Bedingungen für den Handel der EUREX Clearing AG. Verbindliche Geschäfte können an den Eurex Börsen nur von Clearing Mitgliedern geschlossen werden. Um ein Clearing Mitglied zu werden, ist eine Clearing Lizenz erforderlich. Die Clearing Bedingungen für den Handel sehen zwei verschiedene Typen von Lizenzen vor. Eine General Clearing Lizenz setzt ein haftendes Eigenkapital des antragstellenden

²⁰⁹ Kümpel/Hammen/Ekkenga, Kapitalmarktrecht, § 4 Rn. 471.

Instituts in Höhe von Mindestens 125 Millionen Euro oder dem dementsprechenden Gegenwert in der Währung des Staates voraus, in dem das antragstellende Institut seinen Sitz hat. Für die Direkt Clearing Lizenz genügt haftendes Eigenkapital in Höhe 12,5 Millionen Euro.

Die Voraussetzungen der Lizenzerteilung beschränken sich nicht nur auf die Kapitalanforderungen des antragstellenden Instituts. Die Sicherheitsmaßnahmen beim Derivathandel am amtlichen Markt umfassen auch Sicherheitsleistungen gemäß § 19 BörsG und den Clearing Bedingungen für den Handel. Auch § 10 KWG legt den Kreditinstituten und Wertpapierfirmen eine Verpflichtung auf, die laufenden Risiken aus ihrer Geschäftstätigkeit mit Eigenkapital zu unterlegen. Im Börsenterminhandel besteht ein besonderes Bedürfnis nach Absicherung. Der Terminmarkt ist durch rasch wechselnde Marktsituationen geprägt. Die Gefahr von erheblichen Kursdifferenzen ist hoch. Um die Erfüllung von Ansprüchen zu sichern, besteht eine Pflicht zur Sicherheitsleistung. Die Höhe der zu leistenden Sicherheitsleistung bestimmen die Börsenordnung und die Clearing Bedingungen für den Handel der EUREX AG. Die Sicherheitsleistung darf hinsichtlich ihrer Bewertung keine Probleme aufwerfen und muss jederzeit verfügbar sein. Sicherheit kann in Geld, Wertpapieren und Wertrechten geleistet werden.²¹⁰ Der Vorstand der EUREX CLEARING AG legt fest, in welchen Währungen Sicherheitsleistungen zugelassen werden.

e) Zusammenfassung

Diese Sicherheitsmaßnahmen sind von großer Relevanz hinsichtlich des Adressenausfallrisikos. Relativ hohe Kapitalanforderungen sowie Sicherheitsleistungen vermindern die Gefahr des Ausfalls des Kontrahpartners des Derivativgeschäfts. Infolgedessen bekommen die Anleger des amtlichen Marktes die Sicherheit, dass ein Vertragspartner nicht ausfällt. Ob das ein völlig wirksames System ist, kann man nicht eindeutig sagen. Sicher ist, dass im Vergleich zum Freiverkehr die Vorkehrungen zu mehr Sicherheit führen.

²¹⁰ Kümpel/Hammen/Ekkenga, Kapitalmarktrecht, § 4.8 Rn. 471.

IV. Risikomessung und Risikomanagement beim Einsatz von Derivaten

1. Die Grundsätze des Einsatzes der Derivatinstrumente gemäß der Richtlinie 2001/108/EG

Die Problematik des Risikomanagements und des Einsatzes von Derivaten ist auf europäischer Rechtsebene Gegenstand der Richtlinie 2001/108/EG des Europäischen Parlaments und Rates vom 21. Januar 2002 „zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte *Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren* (OGAW)²¹¹ hinsichtlich der Anlagen der OGAW“.

In den Erwägungsgründen zu der Richtlinie werden Anlagepolitik und Sicherungszweck bei Anlagen in Derivaten erörtert. Gemäß Erwägungsgrund der Richtlinie 2001/108 soll es einem OGAW ausdrücklich gestattet werden, im Rahmen seiner Allgemeinen Anlagepolitik und/oder zu Sicherungszwecken in abgeleitete Finanzinstrumente (Derivate) zu investieren, wenn damit ein in seinem Prospekt genantes Finanzziel oder Risikoprofil verwirklicht werden soll. Um den Anlegerschutz zu gewährleisten ist es erforderlich, das mit Derivaten verbundene maximale Risiko zu begrenzen, damit es den Gesamtnettowert des Anlageportfolios des OGAW nicht überschreitet. Um die durchgehende Beachtung der Risiken und des Engagements im Zusammenhang mit Derivatgeschäften sicherzustellen und die Einhaltung der Anlagegrenzen zu überprüfen, müssen diese Risiken und Engagements kontinuierlich bewertet und überwacht werden. Schließlich sollte ein OGAW zur Gewährleistung des Anlegerschutzes durch öffentliche Informationen seine Strategien, Techniken sowie Anlagegrenzen in Bezug auf Derivate beschreiben.

Nach Erwägungsgrund 12 sind im Hinblick auf abgeleitete Finanzinstrumente, die nicht an einer Börse gehandelt werden (OTC-Derivate), zusätzliche

²¹¹ Als OGAW sind diejenigen Unternehmen anzusehen, deren ausschließlicher Zweck es ist, beim Publikum beschaffte Gelder für gemeinsame Rechnung in Wertpapieren anzulegen, und deren Anteile auf Verlangen der Anteilsinhaber zu Lasten des Vermögens dieser Organismen zurückgenommen oder ausgezahlt werden. OGAW benötigen zur Ausübung ihrer Geschäftstätigkeit die Zulassung durch die Stellen des Mitgliedstaates, in dem sie ihren Besitz haben. Diese Zulassung gilt für sämtliche Mitgliedstaaten.

Anforderungen in Bezug auf die Eignung der Gegenpartei und der Instrumente, die Liquidität und die laufende Bewertung der Position vorzuschreiben. Mit zusätzlichen Vorschriften soll ein angemessenes Anlegerschutzniveau gewährleistet werden, das dem Niveau nahe kommt, das Anlegern beim Erwerb von auf geregelten Märkten gehandelten Derivaten geboten wird.

Gemäß Erwägungsgrund 13 dürfen Geschäfte mit Derivaten niemals dazu verwendet werden, die Grundsätze und Bestimmungen dieser Richtlinie zu umgehen. Für Freiverkehrsderivate sind zusätzliche Risikostreuungsvorschriften für Engagements gegenüber einer einzigen Gegenpartei oder Gruppe von Gegenparteien einzuführen. Nach dem neuen Art. 21 RiLi-85/611/EWG muss die Verwaltungs- und Investmentgesellschaft ein Risikomanagementverfahren verwenden, das es ihr erlaubt, das mit Anlagepositionen verbundene Risiko sowie ihren jeweiligen Anteil am Gesamtrisikoprofil des Anlageportfolios jederzeit zu überwachen und zu messen sowie eine präzise und unabhängige Bewertung des Werts der OTC-Derivate erlaubt. Sie muss den zuständigen Behörden entsprechend dem von diesen festgelegten Verfahren für jeden von ihr verwalteten OGAW die Arten der Derivate im Portfolio, die mit den jeweiligen Basiswerten verbundenen Risiken, die Anlagegrenzen und die verwendeten Methoden zur Messung der mit den Derivatgeschäften verbundenen Risiken mitteilen. Die Mitgliedstaaten können dem OGAW nach dem neuen Art. 21 Abs. 2 RiLi-85/611/EWG gestatten, sich unter Einhaltung der von ihnen festgelegten Bedingungen und Grenzen der Techniken und Instrumente zu bedienen, die Wertpapiere und Geldmarktinstrumente zum Gegenstand haben, sofern die Verwendung dieser Techniken und Instrumente im Hinblick auf effiziente Verwaltung der Portfolios geschieht. Beziehen sich diese Transaktionen auf die Verwendung von Derivaten, so müssen die Bedingungen und Grenzen mit den Bestimmungen dieser Richtlinie im Einklang stehen. Der OGAW stellt nach der neuen Fassung des Art. 21 Abs. 3 RiLi-85/611/EWG sicher, dass das mit Derivaten verbundene Gesamtrisiko den Gesamtnettowert seines Portfolios nicht überschreitet. Bei der Berechnung des Risikos werden der Marktwert der Basiswerte, das Ausfallrisiko, künftige Marktfluktuationen und die Liquidationsfrist der Positionen berücksichtigt. Das Ausfallrisiko bei Geschäften

eines OGAW mit OTC-Derivaten ist nach Art. 22 Abs. 1 RiLi-85/611/EWG begrenzt. Diese Grenze liegt grundsätzlich bei 10 %, wenn die Gegenpartei ein Kreditinstitut im Sinne von Art. 19 Abs. 1 ist, und ansonsten bei 5 % des Sondervermögens.

Damit OGAW Derivate auch als eigenständige Vermögensanlage und nicht nur zu Zwecken der Absicherung erwerben dürfen, könnte es auch reine Derivate Fonds geben, die bisher nicht in Deutschland zugelassen waren. Das mit der Anlage in Derivaten verbundene Risiko darf jedoch nach dem Wortlaut des Art. 21 Abs. 3 RiLi-85/611/EWG n.F. nicht den Gesamtnettowert des Portfolios des OGAW übersteigen. Nach einer Lesart des Art. 21 Abs. 3 RiLi-85/611/EWG n.F. kann das Marktrisiko der Derivate noch einmal so hoch sein wie der Gesamtnettoinnenwert. Dadurch darf der Fond sein Marktrisiko durch den Einsatz von Derivaten folglich um 100 % erhöhen und damit seinen Investitionsgrad auf 200 % heben. Der deutsche Gesetzgeber wird entsprechend der Auffassung einer Mehrheit der Mitgliedstaaten im Gesetzentwurf von 200 % ausgehen, auch wenn auf EU-Ebene noch keine verbindliche Auslegung gefunden wurde. Die Beschaffenheit von notwendigen Risikomesssystemen und Einzelheiten zur Festlegung des Marktrisikopotenzials werden in einer Novelle festgelegt.

2. Bestimmung einer Obergrenze des Marktrisikopotenzials

a) Gesamtgrenze beim Einsatz der Derivate gemäß Investmentmodernisierungsgesetz

Gemäß § 51 Abs. 1 InvG darf das Sondervermögen²¹² in Derivate, die von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten, Investmentanteilen, anerkannten Finanzindizes, Zinssätzen, Wechselkursen oder Währungen in die das Sondervermögen nach seinen Vertragsbedingungen investieren darf, abgeleitet sind, zu Investmentzwecken investieren. Für Derivate, deren Wertentwicklung zur

²¹² Sondervermögen sind Investmentfonds, die von einer Kapitalanlagegesellschaft für Rechnung der Anleger nach Maßgabe des Investmentgesetzes und den Vertragsbedingungen, nach denen sich das Rechtsverhältnis der Kapitalanlagegesellschaft zu den Anlegern bestimmt, verwaltet werden und bei denen der Anleger das Recht zur Rückgabe der Anteile hat.

Wertentwicklung des zugehörigen Basiswertes entgegengesetzt verläuft, muss ein Barausgleich möglich sein. Das Marktrisikopotenzial eines Sondervermögens darf sich durch den Einsatz von Derivaten höchstens verdoppeln. Art. 51 Abs. 3 des InvG stellt fest, dass das Bundesministerium der Finanzen nach Anhörung der Deutschen Bundesbank durch Rechtsverordnung ermächtigt wird die Beschaffenheit von zulässigen Risiko–Messsystemen für Derivate einschließlich der Bemessungsmethode des Marktrisikopotenzials festzulegen und vorzuschreiben, wie die Derivate auf die Grenzen gemäß den §§ 60, 61 InvG anzurechnen sind, nähere Bestimmungen über Derivate, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen oder in einen anderen organisierten Markt einbezogen sind, einschließlich deren Anlagegrenzen, zu erlassen, Aufzeichnungs- und Unterrichtungspflichten festzulegen und weitere Voraussetzungen für den Abschluss von Geschäften, die Derivate zum Gegenstand haben, festzulegen, insbesondere für Derivate, deren Wertentwicklung zur Wertentwicklung des dazugehörigen Basiswertes entgegengesetzt verläuft. Die Rechtsverordnung bedarf nicht der Zustimmung des Bundesrates. Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht übertragen.

Die weitere Konkretisierung und Umsetzung des Art. 21 RiLi-85/611/EWG erfolgt in einer Rechtsverordnung. Diese soll insbesondere die Beschaffenheit der zulässigen Risikomesssysteme, Einzelheiten der Festlegung des Marktrisikopotenzials und der Anrechnung von Derivaten auf die Ausstellgrenzen regeln sowie nähere Bestimmungen für OTC–Derivate und Aufzeichnungs- und Unterrichtungspflichten enthalten. Die Festlegung der Beschaffenheit der zulässigen Risikomesssysteme soll zum einen sicherstellen, dass eine Kapitalanlagegesellschaft über ein System zur Messung und Überwachung der Risiken verfügt, das den erweiterten Geschäftsmöglichkeiten angemessen ist.

Zum anderen soll es Kapitalanlagegesellschaften, die von den erweiterten Möglichkeiten keinen Gebrauch machen, ermöglicht werden, das Marktrisiko des Sondervermögens grundsätzlich nach dem bisherigen Risikomesssystem zu managen. Durch das Instrument der Rechtsverordnung kann neueren Entwicklungen flexibel Rechnung getragen werden.

b) Risikomanagement und Risikomessung nach der Derivate-Verordnung²¹³

Auf Grund des § 51 Abs. 3 Satz 1 und des § 44 Abs. 7 Satz 1 Investmentgesetzes vom 15 Dezember 2003 hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht nach Anhörung der Deutschen Bundesbank die Verordnung über Risikomanagement und Risikomessung beim Einsatz von Derivaten in Sondervermögen (DerivateV) erlassen.

Die DerivateV ist eine wichtige Maßnahme zur Umsetzung der RiLi-85/611/EWG. Kapitalanlagegesellschaften erhalten damit neue Freiheiten bei der Auswahl der Anlageprodukte. Damit sind aber auch höhere Anforderungen an das Risikomanagement und an die Risikomessung bei den Sondervermögen zu stellen, wenn diese in Derivaten investiert sind. Die Kapitalanlagegesellschaften stehen somit vor einer Herausforderung. Das BaFin stellt mit der DerivateV an die Asset Manager die gleichen Anforderungen, die sie an ein modernes Risikomanagement in Banken stellt.

Gemäß § 1 Abs. 1 DerivateV muss die Kapitalanlagegesellschaft für jedes ihrer Sondervermögen, in denen Derivate enthalten sind, über ein Risikomanagement verfügen, das die Risiken des Sondervermögens unter Verwendung von hinreichend fortgeschrittenen Risikomanagementtechniken fortlaufend erfasst, misst und steuert. Dabei sind sowohl die Risikoprofile der einzelnen Vermögensgegenstände eines Sondervermögens als auch das vollständige Risikoprofil des gesamten Sondervermögens zu beachten. Die angewendeten Risikomanagementtechniken haben sich am aktuellen Stand der Entwicklung zu orientieren. Wenn eine Bemessung der einzelnen Risikoarten nach dem aktuellen Stand der Entwicklung nicht möglich ist, so darf die Kapitalanlagegesellschaft nach § 1 Abs. 2 DerivateV an deren Stelle eine qualifizierte Schätzung vornehmen. Nach § 1 Abs. 3 DerivateV hat die Kapitalanlagegesellschaft für jedes ihrer Sondervermögen, in denen Derivate enthalten sind, für dessen Risikoprofil ein

²¹³ BaFin, Jahresbericht, 2005 (Internet http://www.bafin.de/cln_011/nn_721290/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Jahresberichte/2005/jb_2005_kapitel_VI.templateId=raw,property=publicationFile.pdf/jb_2005_kapitel_VI.pdf).

Limitsystem zu erstellen und zu beachten. Das Limitsystem muss nachvollziehbar dokumentiert sein. Überschreitungen des Limits und Reaktionen darauf sind gleichfalls zu dokumentieren. Nach § 1 Abs. 4 DerivateV ist die Erfassung und Messung der Risiken, die Entwicklung und Pflege der dazu erforderlichen Methoden und Verfahren sowie die Erstellung der zugehörigen Richtlinien und Dokumentationen einer von der Portfolioverwaltung organisatorisch unabhängigen Stelle innerhalb der Kapitalanlagegesellschaft zu übertragen. Die Unabhängigkeit ist bis auf die Ebene der Geschäftsleitung sicherzustellen.

Nach § 2 Abs. 1 DerivateV darf der Einsatz von Derivaten nicht zu einer Veränderung des nach dem Investmentgesetz und den jeweiligen Vertragsbedingungen zulässigen sowie des im ausführlichen und vereinfachten Verkaufsprospekt beschriebenen Anlagecharakters des Sondervermögens führen. Gemäß § 2 Abs. 2 DerivateV darf die Kapitalanlagegesellschaft für ein Sondervermögen nur solche Derivate abschließen, deren Basiswerte nach Maßgabe des Investmentgesetzes und der jeweiligen Vertragbedingungen für das Sondervermögen erworben werden dürfen oder wenn die Risiken, die diese Basiswerte repräsentieren, auch durch die nach dem Investmentgesetz und den jeweiligen Vertragsbedingungen zulässigen Vermögensgegenstände im Sondervermögen eingegangen werden dürfen.

Der zweite Abschnitt der DerivateV enthält Vorschriften über die Anrechnung des Marktrisikos. Standardmäßig hat die Kapitalanlagegesellschaft nach § 6 Abs. 1 DerivateV zur Ermittlung der Auslastung der nach § 51 Abs. 2 des InvestmentG festgesetzten Marktrisikogrenze für den Einsatz von Derivaten (Grenzauslastung) den qualifizierten Ansatz anzuwenden. Die Kapitalanlagegesellschaft darf aber den einfachen Ansatz nach den §§ 15 ff DerivateV anwenden, wenn dadurch alle im Sondervermögen enthaltenen Marktrisiken hinreichend genau erfasst und bemessen werden können. Nach dem § 6 Abs. 2 DerivateV darf die Kapitalanlagegesellschaft unbeschadet des § 1 DerivateV regelmäßig von einer hinreichend genauen Erfassung und Bemessung der Marktrisiken ausgehen, wenn sie sich darauf beschränkt, ausschließlich Terminkontrakte auf die Basiswerte nach § 51 Abs. 1 InvestmentG, Optionen oder Optionsscheine auf die Basiswerte nach § 51 InvestmentG, Zinsswap, Währungsswap oder Zins- Währungsswap, Optionen

auf Swap nach Nummer 3 und Credit Default Swap (Kreditderivate) sofern sie ausschließlich und nachvollziehbar der Absicherung des Kreditrisikos von genau zuordenbaren Vermögensgegenständen des Sondervermögens dienen oder Kombinationen aus Vermögensgegenständen mit diesen Derivaten im Sondervermögen einzusetzen.

Die Derivate Verordnung normiert ebenfalls Aufzeichnungs- und Anzeigepflichten. Gemäß § 7 DerivateV hat der Abschlussprüfer das in den einzelnen Sondervermögen zur Ermittlung der Grenzauslastung nach § 51 Abs. 2 des Investmentgesetzes verwendete Verfahren im Prüfungsbericht gemäß § 44 Abs. 5 des Investmentgesetzes aufzuführen. Die Kapitalanlagegesellschaft hat den Wechsel vom einfachen zum qualifizierten Ansatz für ein Sondervermögen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht unverzüglich anzuzeigen. Der Wechsel vom qualifizierten Ansatz zum einfachen Ansatz ist für ein Sondervermögen nur mit vorheriger Zustimmung der Bundesanstalt zulässig.

§ 8 DerivateV regelt die Risikobegrenzung beim qualifizierten Ansatz. Danach darf der einem Sondervermögen zuzuordnende potenzielle Risikobetrag für das Marktrisiko zu keinem Zeitpunkt das Zweifache des potenziellen Risikobetrags für das Marktrisiko des zugehörigen Vergleichsvermögens übersteigen. Das zugehörige Vergleichsvermögen ist gemäß § 9 Abs. 1 DerivateV ein derivatfreies Vermögen, dessen Marktwert dem aktuellen Marktwert des Sondervermögens entspricht. Die Zusammensetzung des Vergleichsvermögen muss nach § 9 Abs. 2 DerivateV den Vertragsbedingungen und den Angaben des vollständigen und vereinfachten Verkaufsprospektes zu den Anlagezielen und der Anlagepolitik des Sondervermögens entsprechen sowie die Anlagegrenzen des Investmentgesetzes mit Ausnahme der Ausstellergrenzen nach den §§ 60 und 61 des Investmentgesetzes einhalten.²¹⁴

§ 10 DerivateV regelt die Bestimmung und Veröffentlichung des potenziellen Risikobetrages für das Marktrisiko. Der potenzielle Risikobetrag für das Marktrisiko ist danach mit Hilfe eines geeigneten, eigenen Risikomodells im Sinne des § 1 Abs. 13 des Kreditwesensgesetzes in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 zu ermitteln. Die für das Sondervermögen im

²¹⁴ § 60 InvestmentG enthält die Regulierung bezüglich der Anlagegrenzen der Kapitalanlagegesellschaft.

Geschäftsjahr ermittelten potentiellen Risikobeträge für das Marktrisiko sind im Jahresbericht zu veröffentlichen. Dabei sind mindestens der kleinste, der größte und der durchschnittliche potenzielle Risikobetrag anzugeben. Risikomodelle²¹⁵ sind nach § 10 Abs. 2 DerivateV dann als geeignet anzusehen, wenn bei der Ermittlung der risikobeschreibenden Kennzahlen die quantitativen Größen nach § 11 DerivateV zugrunde gelegt²¹⁶, mindestens die Risikofaktoren nach § 12 DerivateV erfasst und die qualitativen Anforderungen nach § 13 DerivateV eingehalten werden und das Modell eine befriedigende Prognosegüte aufweist.

Bei der Bestimmung des potenziellen Risikobetrages für das Marktrisiko sind nach § 12 Abs. 1 DerivateV alle nicht nur unerheblichen Marktrisikofaktoren in einer dem Umfang und der Struktur des Sondervermögens angemessenen Weise zu berücksichtigen. Die den einbezogenen Optionsgeschäften eigentümlichen, mit den Kurs-, Preis-, Zinsschwankungen nicht in linearem Zusammenhang stehenden Risiken sind nach § 12 Abs. 2 DerivateV in angemessener Weise zu berücksichtigen. Besondere Zinsänderungsrisiken für die nicht gleichförmige Entwicklung kurzfristiger und langfristiger Zinssätze (Zinsstrukturrisiken) und die nicht gleichförmige Entwicklung der Zinssätze verschiedener, auf die gleiche Währung lautender zinsbezogener Finanzinstrumente mit vergleichbarer Restlaufzeit (Spreadrisiken) sind gemäß § 12 Abs. 3 DerivateV gesondert in angemessener Weise zu berücksichtigen.

§ 16 Abs. 1 DerivateV regelt den Anrechnungsbetrag für das Marktrisiko bei Anwendung der Regeln des einfachen Ansatzes. Der Anrechnungsbetrag eines Sondervermögens für das Zins- und Aktienkursrisiko oder der Währungskurs ist die Summe der Anrechnungsbeträge für das Zins- und Aktienkursrisiko oder das Währungsrisiko der einzelnen Vermögensgegenstände des Sondervermögens.

Im vierten Abschnitt der DerivateV wird der Stresstest normiert. Dabei geht es darum, dass die Kapitalanlagegesellschaft für jedes Sondervermögen, in denen

²¹⁵ Risikomodelle im Sinne des KWG sind zeitbezogene, stochastische Darstellungen der Veränderungen von Marktkursen, -preisen oder -werten und ihrer Auswirkungen auf den Marktwert einzelner Finanzinstrumente oder Gruppen von Finanzinstrumenten auf der Basis der Empfindlichkeiten dieser Finanzinstrumente oder Finanzinstrumentengruppen gegenüber Veränderungen der für sie maßgeblichen risikobestimmenden Faktoren.

²¹⁶ Gemäß § 11 DerivateV ist bei Ermittlung des potenziellen Risikobetrages für das Marktrisiko anzunehmen, dass die zum Geschäftsabschluss im Sondervermögen befindlichen Finanzinstrumente oder Finanzinstrumentengruppen weitere zehn Arbeitstage im Sondervermögen gehalten werden und ein einseitiges

Derivate enthalten sind, risikoadäquat geeignete Stresstests nach Maßgabe des § 25 DerivateV durchzuführen hat. Nach § 23 Abs. 2 DerivateV sind in einem Stresstest mögliche außergewöhnlich große Wertverluste des Sondervermögens zu ermitteln, die aufgrund von ungewöhnlichen Änderungen der wertbestimmenden Parameter und ihrer Zusammenhänge entstehen können. Umgekehrt sind die Änderungen der wertbestimmenden Parameter und ihrer Zusammenhänge zu ermitteln, die einen außergewöhnlich großen oder vermögensbedrohenden Wertverlust des Sondervermögens zur Folge hätten. Die Stresstests müssen nach § 23 Abs. 4 DerivateV risikoadäquat in das Risikomanagement für das Sondervermögen integriert sein und ihre Ergebnisse müssen bei den Anlageentscheidungen für das Sondervermögen angemessen berücksichtigt werden. Stresstests sind dazu nur geeignet, wenn sie die Anforderungen des § 24 erfüllen. Nach § 24 Abs. 1 DerivateV müssen sich Stresstests auf alle Risiken erstrecken, die den Wert oder die Schwankungen des Werts des Sondervermögens nicht nur unwesentlich beeinflussen. Besonders Gewicht muss auf Zins-, Währungs-, Marktrisiken liegen. Die Stresstests müssen nach § 24 Abs. 2 DerivateV geeignet sein, mögliche Situationen zu analysieren, in denen der Wert des Sondervermögens infolge des Einsatzes von Derivaten oder infolge einer Kreditaufnahme zu Lasten des Sondervermögens mit negativen Vorzeichen behaftet ist. Die Stresstests müssen entsprechend § 24 Abs. 3 DerivateV in Gestaltung und Durchführung auch diejenigen Risiken angemessen berücksichtigen, die möglicherweise erst infolge einer Stresssituation Bedeutung erlangen, beispielsweise das Risiko ungewöhnlicher Korrelationsveränderungen. Die Stresstests sind nach § 25 Abs. 1 DerivateV mindestens monatlich durchzuführen. Darüber hinaus sind Stresstests dann durchzuführen, wenn eine wesentliche Änderung des Werts oder der Zusammensetzung des Sondervermögens oder durch eine Änderung in den Marktgegebenheiten nicht ausgeschlossen werden kann. Die Gestaltung der Stresstests ist gemäß § 25 Abs. 2 DerivateV fortlaufend an die Zusammensetzung des Sondervermögens und die für das Sondervermögen relevanten Marktgegebenheiten anzupassen. Bei jeder

Prognoseintervall mit einem Wahrscheinlichkeitsniveau in Höhe von 99 % sowie ein effektiver Beobachtungszeitraum vom mindestens einem Jahr zu Grunde zu legen.

Änderung der Gestaltung der Stresstests sind mindestens einmal der bisherige und der geänderte Stresstests parallel durchzuführen.

Die Kapitalanlagegesellschaft muss gemäß § 26 Abs. 1 DerivateV für die Gestaltung und die fortlaufende Anpassung der Stresstests nachvollziehbare Richtlinien erstellen. Auf Grundlage der Richtlinie ist für jedes Sondervermögen ein Programm für die Durchführung von Stresstests zu entwickeln. Die Geeignetheit des Programms für das Sondervermögen ist darin darzulegen. Die durchgeführten Stresstests sind für jedes Sondervermögen mit den Ergebnissen nachvollziehbar zu dokumentieren. Abweichungen von dem Programm sind zu begründen.

Hauptteil D Rahmenverträge

I. Allgemeines

Bei Geschäften mit außerbörslich gehandelten Finanz- und Warenderivaten hat sich die Verwendung formularmäßiger Rahmenverträge, sog. Master Agreements durchgesetzt. Marktstandard für das inländische bilaterale OTC-Derivatgeschäft ist der Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte aus dem Jahr 1993. Im grenzüberschreitenden Geschäft kommt diese Rolle dem „International Swap and Derivatives Association Master Agreement“ zu.²¹⁷

Bereits 1996 bzw. 1997 hat das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen die Verwendung dieser beiden in der Bundesrepublik gebräuchlichsten Rahmenverträge unter bestimmten Voraussetzungen vorläufig als risikomindernd anerkannt. Diese Anerkennung führt dazu, dass die Institute für ihre Berechnungen nicht die Bruttoniskobeträge ihrer OTC-Geschäfte, sondern nur den in der Regel deutlich niedrigeren "genetteten" Saldo zugrunde legen. Damit lassen sich in diesem Bereich deutliche Entlastungseffekte in den Eigenkapitalerfordernissen und damit in den Eigenkapitalkosten erzielen.²¹⁸

Die Herausbildung allgemein anerkannter Rahmenverträge trägt auch dem Bedürfnis der Praxis nach Vereinfachung und Vereinheitlichung der Vertragsbedingungen Rechnung.²¹⁹ Der Drang zur möglichst weitergehenden Standardisierung und verstärkten Vereinbarung von Rahmenverträgen beruht auf dem Wunsch nach Beschleunigung der Bearbeitung, Verminderung telefonischer Missverständnisse und Vermeidung daraus resultierender pathologischer Fälle und Rechtsrisiken. Der Rahmenvertrag bietet nämlich den Vorteil, dass nur noch die wirtschaftlichen Daten der Einzelabschlüsse erörtert und vereinbart werden müssen. In der Bankenpraxis können dann die einzelnen Swapgeschäfte telefonisch abgeschlossen und anschließend schriftlich bestätigt werden.²²⁰ Haben die Parteien im Einzelfall nichts Abweichendes geregelt, gelten die Bestimmungen des Rahmenvertrages für jedes so zustande gekommene Geschäft. Nach dem Rahmenvertrag obliegt es der Bank, ihrem Vertragspartner schriftlich, telegrafisch,

²¹⁷ Jahn, Die Bank 1987, 197.

²¹⁸ Jahn, Die Bank 1987, 197.

²¹⁹ Clouth, Vertrags- und Formularbuch zum Handels-, Gesellschafts-, Bank-, und Transportrecht, S. 1253.

²²⁰ Ebenroth/ Messer, ZvgIRWiss, 1988, 13, 14.

fernsschriftlich oder in ähnlicher Weise den Inhalt des Einzelabschlusses zu bestätigen. Auf diese schriftliche Bestätigung sind die Grundsätze über das kaufmännische Bestätigungsschreiben anzuwenden.²²¹ Die marktüblichen Master Agreements erfüllen aber auch den typischen Zweck Allgemeiner Geschäftsbedingungen. Der Rahmenvertrag verbindet die Einzelgeschäfte auch zu einem „einheitlichen Vertrag“. Die einzelnen Einzeltransaktionen zwischen den Parteien werden durch den Rahmenvertrag dergestalt zusammengefasst, dass die daraus resultierenden Forderungen miteinander verrechnet werden und nur ein Anspruch in Höhe der Differenz entsteht. Es geht insbesondere auch darum, dass der Vertrag im Fall von Leistungsstörungen und der Insolvenz als Ganzes beendet werden kann. Auf diese Weise wird eine feste Kalkulationsgrundlage geschaffen²²² und das Ausfallrisiko abgesichert.

II. Sachlicher Geltungsbereich des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte

1. Zweck und Gegenstand des Vertrages

Der Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte beschreibt in Ziffer 1 Abs. 1 Zweck und Gegenstand des Vertrages. Ziffer 1 Abs. 2 Satz 2 bestimmt, dass alle Einzelabschlüsse untereinander und zusammen mit dem Rahmenvertrag einen einheitlichen Vertrag bilden. Ziffer 2 Abs. 3 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte legt fest, dass im Falle sich widersprechender Regelungen die Bestimmungen des jeweiligen Einzelabschlusses den Bestimmungen des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte vorgehen.²²³

In den bisherigen Stellungnahmen der Literatur wird streitig diskutiert, ob wegen der Zweckbestimmung nach Ziffer 1 Abs. 1 entsprechende Rahmenverträge für Finanztermingeschäfte nur zu Absicherungszwecken²²⁴ (Hedgingzwecken) geschlossen werden können. Nach einer Auffassung würden Rahmenverträge dann in aller Regel nur wirtschaftlich berechtigte Geschäfte erfassen. Ein Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte müsste jedenfalls eine ausdrückliche

²²¹ Decker, WM 1990, 1001, 1010.

²²² Decker, WM 1990, 1001, 1006.

²²³ Krämer, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankenpraxis, S. 493.

Erklärung mit dem Inhalt enthalten, dass die Finanz- und Swapgeschäfte Absicherungszwecken (Hedgingzwecken) dienen.²²⁵

Die Beschränkung des Anwendungsbereiches dieses Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte wäre ein Schritt in die falsche Richtung.²²⁶ Heutzutage spielen Spekulationsgeschäfte bei Finanztermingeschäften eine große Rolle und die Umsätze bei Spekulationsgeschäften sind häufig größer als bei Hedginggeschäften. Der Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte muss sowohl Absicherungsgeschäfte als auch Spekulationsgeschäfte erfassen. Für eine Differenzierung besteht im Hinblick auf die Eigenkapitalerfordernisse kein Grund. In dem Punkt muss den Verwendern daher die Freiheit gelassen werden. Die Formulierung „zur Gestaltung von Zinsänderungs-, Währungskurs- und sonstigen Kursrisiken im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit“ in Ziffer 1 Abs. 1 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte ist daher als Appell zu verstehen. Dieser ist darauf gerichtet, dass sämtliche unter dem Rahmenvertrag abgeschlossene Einzelgeschäfte einer einheitlichen Risikobetrachtung unterliegen. Diese Zweckbeschreibung ersetzt daher auch weder die Produktaufklärung des Kunden noch die ordnungsgemäße Dokumentation des vom Kunden mitgeteilten Verwendungszwecks.

2. Voraussetzungen und Rechtsfolgen einer Kündigung.

Die Problematik der Kündigung wurde im Vergleich zu dem ISDA Master Agreement im deutschen Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte allgemein geregelt. Statt „Event of Defaults“ benutzt man den Ausdruck „Beendigung aus wichtigen Gründen“. Eine abschließende oder auch nur beispielhafte Nennung der Kündigungsgründe erschien nach Auffassung der deutschen Marktteilnehmer und der Bankenpraxis entbehrlich, weil der Rechtsbegriff des wichtigen Grundes zum einen von der Rechtsprechung ausgefüllt worden ist und zum anderen nicht von dem Begriff des wichtigen Grundes nach Nr. 19 Abs. 3 der AGB-Banken abgewichen werden sollte.

²²⁴ Erne, Die Swapgeschäfte der Banken, S. 87.

²²⁵ Jahn, Die Bank 1992, 349.

²²⁶ Krämer, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankenpraxis, S. 496.

Eine Abweichung der Kündigungsgründe erscheint sich aus Ziffer 7 Abs.1 Satz 2 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte zu ergeben. Danach genügt auch, dass eine fällige Zahlung oder sonstige Leistung – aus welchem Grund auch immer - nicht innerhalb von fünf Bankarbeitstagen nach Benachrichtigung des Zahlungs- oder Leistungspflichtigen vom Ausbleiben des Eingangs der Zahlung oder sonstigen Leistung beim Empfänger eingegangen ist. In dem angloamerikanischen Rechtskreis wird dieser Zeitraum als „Cure Period“ bezeichnet. Das ISDA Master Agreement²²⁷ sieht eine kürzere Frist von drei Bankarbeitstagen vor. Dieser Kündigungsgrund beruht auf dem Interesse des Kündigungsberichtigten, sich im Falle einer drohenden Zahlungsunfähigkeit seines Vertragspartners baldmöglichst im Markt eindecken zu können und auf diese Weise drohende Schäden abzuwenden bzw. deren weitere Ausdehnung zu verhindern.²²⁸ Diese Lösung ist aber auch im Interesse des Leistungspflichtigen, da die korrespondierende Verpflichtung des Kündigungsberichtigten zum unverzüglichen Abschluss von Ersatzgeschäften die Schadenshöhe tendenziell vermindert und Prognoserisiken hinsichtlich eines Schadens wirksam begrenzt. Bei der Angemessenheit von Ziffer 7 Abs. 1 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte ist auch zu berücksichtigen, dass im Falle des Ausbleibens oder der Verspätung der Zahlung die kündigungsberichtigte Partei lediglich berechtigt, nicht jedoch verpflichtet ist, den einheitlichen Vertrag zu kündigen. Die leistungsberechtigte Partei kann jede verspätete Einzelleistung als selbstständige Leistung behandeln und Schadensersatz wegen Nichterfüllung hinsichtlich dieser Einzelleistung verlangen. Diese Möglichkeit wird durch Ziffer 7 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte nicht ausgeschlossen, denn sowohl diese Kündigungsregeln als auch die Schadensersatzregelung gemäß Nr. 8 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte betreffen nur die Beendigung des einheitlichen Vertrages. Aus Gründen der Transparenz wäre eine Klarstellung im „Deutschen Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte“ zwar empfehlenswert, doch liegt darin kein Verstoß gegen die §§ 305c Abs. 1, 312 Abs. 1 S. 2 BGB. Die gestufte Reaktionsmöglichkeit der kündigungsberichtigten Partei kommt nämlich

²²⁷ Jahn, Die Bank 1993, 235.

der säumigen Vertragspartei zugute und gewährleistet eine verhältnismäßige Reaktion des Gläubigers.²²⁹

Wegen der einheitlichen Risikobetrachtung aller Einzellabschlüsse gemäß Ziffer 1 Abs. 2 S. 2 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte ist eine Teilkündigung gemäß Ziffer 7 Abs. 1 Satz 4 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte ausgeschlossen.²³⁰ Der Ausschluss der Teilkündigung erscheint aber dann problematisch, wenn nach einem (Einzel-) Vertragsabschluss objektive Hinderungsgründe auftreten, die dessen ordnungsgemäße Abwicklung behindern. Solche Hinderungsgründe können die nachträgliche Einführung von Steuern, Zahlungen oder Lieferungen sowie Devisenkontrollbestimmungen sein. Derartige Umstände werden in Ziffer 12 Abs. 5 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte berücksichtigt.²³¹

Die in Ziffer 7 Abs. 2 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte enthaltene Regelung über die automatische Beendigung des (Einheits-) Vertrages im Insolvenzfall ist durch Art. 105 EGInsO und § 104 Abs. 2 InsO nicht überflüssig. Nach Ziffer 7 Abs. 2 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte endet nämlich der Vertrag ohne Kündigung im Insolvenzfall.

3. Schadensersatz, Vorteilsausgleich und Abschlusszahlung

Gemäß Ziffer 8 des Rahmenvertrags für Finanztermingeschäfte steht dem Kündigenden im Fall der Beendigung ein Anspruch auf Schadensersatz zu. Der Schaden wird nach Ziffer 8 Abs. 1 S. 2 des Rahmenvertrags für Finanztermingeschäfte auf der Grundlage von unverzüglich abzuschließenden Ersatzgeschäften ermittelt, die dazu führen, dass die ersatzberechtigte Partei alle Zahlungen und sonstigen Leistungen erhält, die ihr bei ordnungsgemäßer Vertragsabwicklung zugestanden hätten. Die solvente Partei ist nach Ziffer 8 Abs. 1 S. 3 des Rahmenvertrags für Finanztermingeschäfte berechtigt nach ihrer

²²⁸ Krämer, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankenpraxis, S. 520.

²²⁹ Krämer, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankenpraxis, S. 521 ff.

²³⁰ Clouth, Vertrags- und Formularbuch zum Handels-, Gesellschafts-, Bank-, und Transportrecht, S. 1256.

²³¹ Clouth, Vertrags- und Formularbuch zum Handels-, Gesellschafts-, Bank-, und Transportrecht, S. 1251, 1258.

Auffassung dazu geeignete Verträge abzuschließen. Wenn sie vom Abschluss derartiger Ersatzgeschäfte gemäß Ziffer 8 Abs. 1 S. 4 des Rahmenvertrags für Finanztermingeschäfte absieht, kann sie denjenigen Betrag der Schadensberechnung zugrunde legen, den sie für solche Ersatzgeschäfte auf der Grundlage von Zinssätzen, Termsätzen, Kursen und Marktpreisen, Indizes und sonstigen Wertmessern sowie Kosten und Auslagen zum Zeitpunkt der Kündigung bzw. der Kenntniserlangung von dem Insolvenzfall hatte aufwenden müssen. Der Schaden wird nach Ziffer 8 Abs. 1 S. 5 des Rahmenvertrags für Finanztermingeschäfte unter Berücksichtigung aller Einzelabschlüsse berechnet.

Ziffer 8 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte bestimmt insoweit übereinstimmend mit Art. 105 Abs. 2 EGInsO und § 104 Abs. 3 InsO als Folge der Vertragsbeendigung eine vollständig zweiseitig ausgestaltete Ausgleichsregelung (sog. „Full Two Way Payment“) im Gegensatz zu Glattstellungsklauseln, die lediglich der solventen Partei, nicht aber der Masse einen Ausgleichsanspruch einräumen.²³²

Erwächst der ersatzberechtigten Partei aus der Beendigung von Einzelabschlüssen insgesamt ein Vorteil, begründet Ziffer 8 Abs. 2 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte einen vertraglichen Anspruch der anderen Partei auf die Zahlung dieses Betrages, jedoch höchstens in der Höhe ihres Schadens. Die von der zwei – Tage – Regelung in Art. 105 Abs. 2 EGInsO und § 104 Abs. 3 InsO abweichende Berechnung der Ausgleichsforderung ist zulässig. Die gesetzlichen Bestimmungen enthalten nur für die von ihnen erfassten Tatbestände der Beendigung bei Verfahrenseröffnung zwingendes Recht. Die Möglichkeit der Vertragsparteien, neben der Vertragsbeendigung auch deren Rechtsfolgen abweichend zu regeln, wird nicht generell eingeschränkt.²³³

Die in Ziffer 9 Abs. 1, 2 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte vorgesehene Ermittlung der Ausgleichsforderung erfolgt durch eine Zusammenfassung rückständiger Beträge und sonstiger Leistungen mit dem nach

²³² Clouth, Vertrags- und Formularbuch zum Handels-, Gesellschafts-, Bank- und Transportrecht, S. 1257.

²³³ Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht hatte im April 1993 in seinem Vorschlag zur aufsichtsrechtlichen Anerkennung des Nettings bei der Eigenkapitalberechnung im Rahmen der Eigenkapitalvereinbarung 1988 festgestellt, dass Derivatkontrakte mit einer „walk away Klausel“ bei der Eigenkapitalvereinbarung nicht risikomindernd einbezogen werden können.

Ziffer 8 Abs. 1 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte zu leistenden Schadensersatz. Dies entspricht der Einheitlichkeit des beendeten Vertrages. Eine Ausgleichsforderung gegen die ersatzberechtigte Partei wird gemäß Ziffer 9 Abs. 2 S. 1 und 2 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte nur fällig, soweit dieser keine Gegenansprüche zustehen. Gemäß Ziffer 9 Abs. 2 S. 4 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte kann die ersatzberechtigte Partei gegen die Ausgleichsforderungen des anderen Vertragsteils aufrechnen. Die Fälligkeits- und Aufrechnungsregelungen dienen dem Schutz der ersatzberechtigten Partei.

III. Inhaltskontrolle des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte

1. Anwendbarkeit der AGB Bestimmungen

Soweit Rahmenverträge für Finanztermingeschäfte einer Inhaltskontrolle unterworfen werden, wird ausdrücklich oder stillschweigend unterstellt, dass es sich bei dem Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte um Allgemeine Geschäftsbedingungen im Sinne der §§ 305 ff BGB handelt.²³⁴

Eine nähere Prüfung der Voraussetzungen des § 305 BGB führt zu Zweifeln, ob die Regelungen des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte als Allgemeine Geschäftsbedingungen zu qualifizieren sind. Sowohl bei Derivatgeschäften unter ISDA-Mitgliedern als auch zwischen Banken, die zu den unter dem zentralen Kreditausschuss zusammengeführten Bankenverbänden gehören, fehlt es an dem Merkmal des „Stellens“ der Vertragsbedingungen durch die andere Vertragspartei.²³⁵ Damit fehlt es auch an einem Verwender. Sofern Vertragsbedingungen von Verbänden oder Organisationen, in denen beide Vertragsparteien Mitglieder sind, erstellt und empfohlen werden, handelt es sich um einen beiderseitigen Einbeziehungsvorschlag im Sinne des § 305 Abs. 1 BGB.

²³⁴ Decker, WM 1990, 1001.

²³⁵ Mit dem Merkmal des „Stellens“ wollte der Gesetzgeber die Einseitigkeit von AGBs ohne Verhandlungsmöglichkeit zum Ausdruck bringen. In Umsetzung der RiLi 93/13 EWG sieht § 24 a Nr. 1 AGBG für Verträge zwischen Unternehmern und Verbrauchern vor, dass verwendete AGB als vom Unternehmer gestellt gelten. Damit wird das Stellen fingiert und braucht nicht mehr im Einzelfall bewiesen zu werden.

In dem ökonomisch wichtigsten Teilbereich, dem Interbankengeschäft sind die §§ 315 ff. BGB daher nicht anwendbar. Teilweise sollen die §§ 305c, 306, 307 BGB jedoch analoge Anwendung im Internbankengeschäft finden.²³⁶ Zutreffend betont diese Auffassung die von den AGB vorausgesetzte Antinomie zwischen Verwender und dessen Vertragspartner.²³⁷ Sofern beide Vertragspartner jedoch die Einbeziehung derselben AGB wünschen, fehlt es am einseitigen „Stellen“, so dass kein Grund für die Anwendung der §§ 305 ff. BGB besteht. Die §§ 305 ff. BGB schützen nicht die Interessen des Verwenders, sondern die des anderen Vertragspartners. Wenn beide Parteien die Vertragbedingungen einführen, wären jedenfalls auch beide Verwender, so dass eine Inhaltskontrolle nicht zu ihren Gunsten stattfinden kann.²³⁸

Es ist jedoch festzuhalten, dass es sich sowohl bei dem „ISDA-Rahmenvertrag“ als auch beim „Deutschen Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte“ nebst einbezogenen Anhängen grundsätzlich um Allgemeine Geschäftsbedingungen handeln kann.

2. Das Transparenzgebot bei Derivatverträgen

Aufgrund der Kombination von Einzelabschlüssen, Bestätigungen dieser Einzelabschlüsse sowie einer ständig zunehmenden Komplexität der Vertragswerke ist eine widerspruchsfreie Gestaltung schwierig und wird in der Praxis nicht immer erreicht. So können widersprüchliche Bestimmungen etwa über Fälligkeitsströme oder Optionsinhalte im Rahmenvertrag oder einen seiner Anhänge zur Intransparenz des gesamten Regelwerks führen. Manchmal weist ein umfangreiches Derivatvertragswerk seiner Natur nach für einen nicht professionellen Vertragspartner ein Transparenzdefizit auf, ohne deshalb schon unwirksam zu sein.

²³⁶ Wolf/Horn/Lindacher, § 1 Rn. 23.

²³⁷ Krämer, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankenpraxis, S. 444.

²³⁸ BGH NJW 1987, 837 ff.

Die jeweiligen Anforderungen richten sich nach dem Durchschnittsanleger.²³⁹ Bei der Beurteilung der Transparenz des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte ist nicht nur ein im kaufmännischen Geschäftsverkehr ohnehin gemindertes Konkretisierungsniveau hinsichtlich der wirtschaftlichen Vertragsfolgen zu beachten²⁴⁰, sondern darüber hinaus auf den Verständnishorizont eines durchschnittlich transaktionserfahrenen Vertragspartners abzustellen.²⁴¹ Hat die konkrete Vertragspartei jedoch ein wesentlich niedrigeres Verständnisvermögen, wie dies häufig bei kleinen Unternehmen ohne Finanzabteilung, Gemeinden oder gar bei Privatpersonen der Fall ist, so kann dem Transparenzgebot erst durch zusätzliche Aufklärung vor Vertragsabschluss Genüge getan werden.²⁴² Die Banken sind daher verpflichtet, gegenüber diesen Vertragspartnern die Einbeziehungstransparenz durch zusätzliche Erläuterungen zu gewährleisten. Hier kommt wieder das Konzept „Schutz durch Aufklärung“ zum Tragen.

IV. Sicherungsfunktion²⁴³

1. Netting

a) Allgemeines

Das englisch klingelnde Wort „Netting“ bedeutet Saldierung bzw. Verrechnung. Es wird auch für die Ermittlung des Nettobetrages aus dem Bruttobetrag verwendet, also für die Verrechnung positiver und negativer Marktwerte. In der Bankenpraxis unterscheidet man das bilaterale Netting zwischen zwei Parteien und das multilaterale Netting in einem mehrere Parteien berührenden Verfahren oder System.²⁴⁴

²³⁹ BGHZ 110, 241, 244.

²⁴⁰ BGH NJW 1983, 1491.

²⁴¹ Krämer, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankenpraxis, S. 468 ff.

²⁴² Zur Notwendigkeit und Möglichkeit individueller Unterrichtung vor Vertragsschluss und dadurch eintretender Heilung etwaiger Transparenzverstöße durch Hinweise und Erklärungen siehe: Wolf/Horn/Lindacher, § 9 Rn 144.

²⁴³ Schulte-Mattler, Die Bank 1994, 302.

b) Ziel des Nettings

Ziel einer Netting-Vereinbarung ist die Verringerung des Kreditrisikos. Eine ausdrückliche vertragliche Regelung über die Saldierung ist für alle Beteiligten vorteilhaft, da hierdurch eine Bündelung aller einbezogenen Derivatgeschäfte erreicht wird, ohne dass die Voraussetzungen der §§ 387 ff. BGB erfüllt sein müssen.²⁴⁵

c) Anerkennung von Nettingvereinbarungen

Im April 1993 legte der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht einen Vorschlag zur aufsichtsrechtlichen Anerkennung des „Netting“ bei der Eigenkapitalberechnung im Rahmen der Eigenkapitalvereinbarung von 1988 vor. In seinem Konsultationspapier schlug er vor, die Eigenkapitalvereinbarung dahingehend zu ändern, dass neben dem Netting durch Novation auch andere Arten des bilateralen Nettings anerkannt werden, soweit sie nach den einschlägigen anwendbaren Rechtsordnungen wirksam sind und den anderen im Lamfalussy-Report aufgestellten Mindestanforderungen genügen.²⁴⁶ Anerkannt wurde das bilaterale Netting (Close out Netting). Ferner wird darin festgestellt, dass Kontrakte mit einer Ausstiegsklausel (walk-away clause) für die Zwecke der Eigenkapitalberechnung nach dieser Eigenkapitalvereinbarung nicht anerkannt werden können. In diesem Vorschlag wird ausgeführt, dass eine Netting-Vereinbarung auch nicht anerkannt werden kann, wenn eine der Aufsichtsbehörden nicht von der Durchsetzbarkeit des Nettings nach dem Recht ihres Landes überzeugt ist. Wäre beispielsweise die niederländische Bankaufsichtsbehörde von der Durchsetzbarkeit des Nettings nach niederländischem Recht nicht überzeugt, wären alle anderen Aufsichtsbehörden an die Auffassung der niederländischen Aufsichtsbehörde in Bezug auf das niederländische Recht gebunden. Im Juli 1994 hat der Baseler Ausschuss für

²⁴⁴ Bosch, WM 1995, 365, 370.

²⁴⁵ Jahn, Bankrechts – Handbuch, § 114 Rn. 147; Krämer, Finanzswap und Swapderivate in der Bankenpraxis, S. 49.

²⁴⁶ Jahn, Bankrechts – Handbuch, § 114 Rn. 112.

Bankenaufsicht eine Änderung der Baseler Eigenkapitalvereinbarungen vom Juli 1988 verabschiedet, mit der die Anerkennung des bilateralen Nettings bei der Eigenkapitalvereinbarung erweitert wird. Inhaltlich aber sind die Bestimmungen des Vorschlags vom April 1993 voll übernommen worden.²⁴⁷

Bezüglich des Baseler Vorschlags ist eine inhaltlich weitgehende identische EU-Richtlinie ergangen (Richtlinie 96/10/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. 8. 1996 zur Änderung der Richtlinie 89/647/EWG im Hinblick auf die aufsichtsrechtliche Anerkennung von Schuldumwandlungsverträgen auf Aufrechnungsvereinbarungen).²⁴⁸ Hierin wird das vertragliche Netting unter den Voraussetzungen des Lamfalussy-Reports anerkannt. In der Einleitung des Kommissionsvorschlags wird auf die Abstimmung mit den Arbeiten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ausdrücklich Bezug genommen.

d) Netting und seine Arten

aa) Automatische Zahlungsaufrechnung (Payment-Netting)

Das Payment-Netting ist von großer praktischer wirtschaftlicher Bedeutung. Es geht dort indessen nicht vorrangig um die Risiken der noch unerfüllten Termingeschäfte, sondern um die Erleichterung und Sicherheit des Zahlungsverkehrs.²⁴⁹ Die automatische Verrechnung verringert aber auch das Ausfallrisiko der Parteien.²⁵⁰

Soweit englisches oder amerikanisches Recht anzuwenden ist, kommt vertraglichen Aufrechnungsklauseln anders als im deutschen Recht eine besondere Bedeutung zu. Die Möglichkeit einseitiger rechtsgeschäftlicher Aufrechnungserklärungen ist dort stark begrenzt, und der Gläubiger ist in der Regel auf das Instrument der Prozessaufrechnung („Judicial Set-Off“) durch richterlichen Gestaltungsakt verwiesen.

²⁴⁷ Jahn, Bankrecht-Handbuch, § 114 Rn. 147 ff.

²⁴⁸ ABI. EG 4. 84 von 26. 03. 1997.

²⁴⁹ Bosch, WM 1995, 365, 370.

²⁵⁰ Ebenroth/Reiner, OTC Derivate nach dem 1992 Multicurrency Cross-Border Master Agreement, S. 1249.

bb) Schuldersetzende Verrechnung (Novation-Netting)

Neben dem Payment-Netting wird häufig ein Novation-Netting vereinbart. Bei Netting durch Novation werden alle am selben Tag fälligen gegenseitigen Forderungen und Verpflichtungen in derselben Währung, welche durch einen Schuldumwandlungsvertrag zwischen der Bank und der Gegenpartei so zusammengefasst, dass diese Schuldumwandlung einen einzigen Nettobetrag ergibt und somit einen rechtsverbindlichen neuen Vertrag schafft, der die früheren Verträge erloschen lässt (Netting-by-Novation). Die Verrechnung beruht also auf Neugestaltung bestehender Vertragsbeziehungen.²⁵¹

cc) Cross–product Netting und Multibranch–Netting

Bei der Verrechnung von unterschiedlichen Derivatarten spricht man von „Cross product Netting und Multibranch–Netting“.

dd) Liquidations-Netting

Die Vereinbarung eines Liquidations-Nettings führt zur Verrechnung aller nicht realisierten Gewinne und Verluste, bei Ausfall der Gegenpartei aufgrund von Zahlungsunfähigkeit, Insolvenz, Liquidation oder ähnlichen Umständen. Ein Anspruch steht derjenigen Partei zu, für die diese Verrechnung einen positiven Wert ergibt. Die Verrechnung bezeichnet man im Englischen auch als Clouse-out-Netting.²⁵²

e) Nettingvereinbarungen im Insolvenzfall

Die Schaffung einer Saldierungsbefugnis kraft Gesetzes oder die gesetzliche Anerkennung einer vertraglich vereinbarten Saldierung dient im Fall der Insolvenz

²⁵¹ Bosch, WM 1995, 365, 367; Klingner–Schmidt, Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, § 48 Rn. 44; Coleman, Netting a Red Herring, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, 1994, 391, 392.

²⁵² Bosch, WM 1995, 365, 368; Klingner–Schmidt, Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, § 48, Rn. 44.

der Risikobegrenzung. Eine klare Rechtslage im Sitzland ist zudem von Bedeutung für die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Marktteilnehmer dieses Landes im Geschäft mit Finanzderivaten, da solche Geschäfte mit ihnen als weniger risikoreich eingeschätzt werden, wenn bei Insolvenz eines solchen Marktteilnehmers zweifelsfrei ein Netting möglich und die Höhe der Ausfallrisiken der Gegenpartei dadurch vermindert ist.

Nach § 103 InsO hat der Insolvenzverwalter das Wahlrecht, ob er bei nicht oder nicht vollständig erfüllten gegenseitigen Verträgen Erfüllung verlangt oder diese ablehnt.²⁵³ Das Gegenseitigkeitsverhältnis verschiedener Einzelgeschäfte wird durch den Rahmenvertrag nach § 104 Abs. 2 S. 2 InsO begründet. § 104 InsO ist lex specialis zu § 103 InsO und schränkt das Wahlrecht des Insolvenzverwalters ein, um eine rasche Fixierung der Rechtslage zu erreichen. Die Forderung wegen der Nichterfüllung nach § 104 Abs. 1 InsO richtet sich gemäß § 104 Abs. 3 InsO auf die Differenz zwischen dem vereinbarten Preis und dem Markt- oder Börsenpreis, der am zweiten Werktag nach Verfahrenseröffnung am Erfüllungsort für einen Vertrag mit der vereinbarten Erfüllungszeit maßgeblich ist. Die Wirkung des § 104 InsO besteht also darin, dass die Verfahrenseröffnung das Lieferungsgeschäft in ein Differenzgeschäft umwandelt.²⁵⁴

2. Aufrechnung

Zulässigkeit und Reichweite der Aufrechnung bestimmt sich nach § 387 BGB und den Vereinbarungen der Parteien. Gegenüber den Zahlungsansprüchen aus Zinsbegrenzungsverträgen, Swapverträgen oder Forward Rate Agreements kann mit Gegenansprüchen aus jeweils denselben Finanzinstrumenten aufgerechnet werden. Durch ein solches gegenständlich beschränktes Aufrechnungsverbot wird nicht etwa die Pflichtenstruktur der betroffenen Derivatarten verändert, sondern im Gegenteil der Risikostruktur einschließlich der Vorleistungspflichten Rechnung getragen. Dies gilt insbesondere für die Zulassung einer Aufrechnung von Prämienforderungen.

²⁵³ Bosch, WM 1995, 365, 369.

Dagegen besteht grundsätzlich ein stillschweigend vereinbartes Aufrechnungsverbot bezüglich aller Zahlungsansprüche aus anderen Derivatarten. Ein solches Aufrechnungsverbot ist im Wege der Auslegung zu gewinnen.²⁵⁵ In Rahmenverträgen aufgeführte Aufrechnungsvereinbarungen enthalten ebenfalls ein konkludentes Aufrechnungsverbot für Forderungen jeglicher Art außerhalb der Rahmenverträge. Es handelt sich dabei um Aufrechnungsausschlüsse, die auf bestimmte Gegenforderungen beschränkt sind. Infolgedessen ist ein Aufrechnungsverbot um so umfassender, je enger der Rahmenvertrag gefasst ist, je weniger also Derivatarten unter seinem Geltungsbereich abgeschlossen werden können.

3. Zurückbehaltungsrechte nach §§ 273, 320 BGB und § 369 HGB²⁵⁶

Zurückbehaltungsrechte haben bei Rahmenverträgen eine wichtige Schutzfunktion. Besonders gefährdet ist der Leistungsaustausch bei der Vorleistungspflicht einer Vertragspartei und Forderungen in unterschiedlicher Vertragswährung. Dies gilt besonders bei Währungsswaps.²⁵⁷ Die Voraussetzungen der Aufrechnung liegen nicht vor. Nach § 387 BGB müssen Haupt- und Gegenforderung grundsätzlich den gleichen Inhalt haben und fällig sein. Gleichartigkeit ist bei allen Gattungsschulden denkbar, kommt aber idR nur bei Geldschulden vor.²⁵⁸ Bei unterschiedlichen Währungen, fehlt es jedoch an der Gleichartigkeit der Forderungen. Zudem sind die Forderungen meist zu unterschiedlichen Zeitpunkten fällig.²⁵⁹ Haben beide Parteien an demselben Tag aufgrund des Vertrages Zahlungen in der gleichen Währung zu leisten, ist wegen der Aufrechnungsvereinbarungen gemäß Ziffer 3 Abs. 3 des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte die Aufrechnung vorrangig.

²⁵⁴ Eickmann, § 104 Rn. 2.

²⁵⁵ Krämer, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankenpraxis, S. 425 ff.

²⁵⁶ Schwintowski/Schäfer, Bankrecht Commercial Banking - Investment Banking, S. 890.

²⁵⁷ Dieses soll folgendes Beispiel verdeutlichen: Vertragspartei A und B vereinbaren, dass am 01.06.04 A an B 10 Mio USD zahlt und von B 9 Mio Euro erhält (Anfangtausch). Wenn nun eine Vertragspartei A einen fälligen USD Betrag unter einem Währungsswap nicht fristgerecht zahlt, könnte sein Vertragspartner B einen gleichzeitig oder später fälligen Euro-Differenzbetrag gemäß § 320 BGB verweigern.

²⁵⁸ Kropholler, § 320 Rn. 1.

²⁵⁹ Krämer, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankenpraxis, S. 428.

Erbringt eine Vertragspartei im Rahmen eines einzelnen Währungsswapvertrages ihre fällige Leistung nicht termingerecht, so steht ihrem Vertragspartner hinsichtlich der von ihm später zu erbringenden Leistung innerhalb desselben Einzelabschlusses ein Leistungsverweigerungsrecht gemäß § 320 BGB zu.

Nach § 321 BGB kann eine vorleistungspflichtige Währungsswapvertragspartei einen von ihr geschuldeten fälligen Differenzbetrag bei bisheriger Vertragstreue des anderen Vertragspartners verweigern, wenn nach dem Abschluss des Swaps erkennbar wird, dass der Anspruch auf die später fällige Gegenleistung durch die mangelnde Leistungsfähigkeit des anderen Teils gefährdet wird.²⁶⁰

Die Sicherungswirkung der §§ 320 ff. BGB wird durch Abschluss eines Rahmenvertrages beträchtlich erweitert. Die Mindermeinung hält dennoch § 320 Abs. 1 BGB bei Rahmenverträgen nicht für anwendbar, weil die Leistungen aus verschiedenen Swapverträgen zueinander nicht in einem Gegenseitigkeitsverhältnis stünden.²⁶¹ Diese verkennt jedoch, dass die Parteien privatautonom ein Gegenseitigkeitsverhältnis begründen können, das § 104 Abs. 1 S. 3 InsO insoweit auch anerkennt.

Einer Vertragspartei des Rahmenvertrags steht das Zurückbehaltungsrecht gemäß § 320 BGB grundsätzlich deshalb auch dann zu, wenn ihr Vertragspartner eine fällige Leistung unter irgendeinem anderen Einzelabschluss nicht fristgerecht erbracht hat. Beide Ansprüche beruhen auf demselben Vertragsverhältnis, da beide Parteien entsprechend ihrem Willen sämtliche Swapgeschäfte zu einem einheitlichen Rechtsgeschäft zusammengefasst haben. Das Zurückbehaltungsrecht aus § 320 BGB setzt jedoch auch voraus, dass die Partei nicht vorleistungsverpflichtet ist. Eine Vorleistungspflicht kann jedoch nur bestehen, wenn die andere Partei vertragstreu war, also ihrerseits alle vorher oder gleichzeitig zu erbringenden vertraglichen Leistungen auch erbracht hat.²⁶²

Im Rahmen des § 321 BGB ist zwar die vorleistungsverpflichtete Vertragspartei bei einer wesentlichen Verschlechterung der Vermögenslage ihres Vertragspartners aufgrund der Zusammenfassung unter einem einheitlichen

²⁶⁰ Decker, WM 1990, 1001, 1011.

²⁶¹ Erne, Die Swapgeschäfte der Banken, S. 87.

²⁶² Decker, WM 1990, 1001, 1011.

Rahmenvertrag grundsätzlich auch dann zur Leistungsverweigerung berechtigt, wenn unter einem Einzelabschluss ausschließlich von ihr selbst fällige Zahlungen zu leisten wären, die andere Vertragspartei jedoch noch später fällig werdende Zahlungen aufgrund anderer Einzelabschlüsse zu leisten hat.²⁶³ Wegen der Anspruchsgefährdung als selbstständige Voraussetzungen des § 321 BGB gilt dies jedoch nur bis zur Höhe der später fällig werdenden Zahlungen.²⁶⁴

Forderungen aus unterschiedlichen Einzelabschlüssen sind deutlich schlechter geschützt, wenn kein Rahmenvertrag besteht.

Ein Zurückbehaltungsrecht nach § 273 BGB kommt dann in Betracht, wenn zwischen zwei Vertragspartnern gegenseitige, aus isolierten Einzelabschlüssen resultierende fällige Forderungen bestehen. Erforderlich ist dazu jedoch, dass die Forderungen aus „demselben rechtlichen Verhältnis“ stammen. § 273 BGB erfordert damit jedoch keine juristische Verbindung der Rechtsgeschäfte. Ausreichend ist ein natürlicher wirtschaftlicher Zusammenhang.²⁶⁵ Hierfür kann eine dauernde Geschäftsbeziehung zweier Vertragspartner ausreichen, wie dies bei häufigem Abschluss verschiedener Derivatgeschäfte der Fall ist. Wenn die Forderung nicht aus „demselben rechtlichen Verhältnis“ resultiert, kann sich noch aus § 369 HGB ein Zurückbehaltungsrecht ergeben. § 369 HGB erfordert nämlich nicht, dass die Forderungen „demselben rechtlichen Verhältnis“ entspringen. Danach kann ein Kaufmann wegen der fälligen Forderungen, welche ihm gegen einen anderen Kaufmann aus den zwischen ihnen geschlossenen beiderseitigen Handelsgeschäften zustehen, ein Zurückbehaltungsrecht an den beweglichen Sachen und Wertpapieren des Schuldners geltend machen.

Soweit die Forderungen nicht fällig sind, bestehen allerdings keine gesetzlichen Sicherungsmittel.²⁶⁶ Die Einreden gemäß §§ 320, 321 BGB (Leistungsverweigerungsrecht) bestehen mangels gegenseitigen (Rahmen-) Vertrags nicht und für ein Zurückbehaltungsrecht gemäß § 273 BGB oder § 369 HGB fehlt es an einem fälligen Gegenanspruch.

²⁶³ Schwintowski/Schäfer, Bankrecht Commercial Banking – Investment Banking, S. 891.

²⁶⁴ Krämer, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankenpraxis, S. 434.

²⁶⁵ Krämer, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankenpraxis, S. 437.

²⁶⁶ Krämer, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankenpraxis, S. 436.

Festzustellen ist, dass das Zurückbehaltungsrecht nach § 273 BGB als auch das kaufmännische Zurückbehaltungsrecht gemäß § 369 HGB bei Derivatverträgen eine wichtige Rolle für die Sicherung der Parteien spielen.²⁶⁷

V. Zusammenfassung

Rahmenverträge dienen der Risikoverringerung und führen zu deutlichen Entlastungseffekten bei den Eigenkapitalerfordernissen. Die Vertragsauflösung „aus wichtigem Grund“ nach dem „Deutschen Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte“ stellt eine flexible und moderne Lösung dar. Zudem bestehen noch die Auflösungsgründe der Insolvenz und Zahlungsverzögerung. Die Auflösungsgründe gleichen damit im Ergebnis dem angloamerikanischen Konzept des ISDA Master Agreements, den so genannten Events of Defaults. Sie bietet jedoch mehr Flexibilität als der kasuistische angloamerikanische Ansatz.

Die §§ 305 ff. BGB gelten grundsätzlich auf den Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte. Im Interbankenhandel kommen sie aber mangels Auftretens eines „Verwenders“ im Sinne § 305 Abs. 1 BGB nicht zur Anwendung.

Netting-Vereinbarungen sind effektive Sicherungsmaßnahmen. Bei einem Netting werden gegenseitige Ansprüche und Verpflichtungen zweier Vertragsparteien über einen Rahmenvertrag miteinander verknüpft und verrechnet. Diese Saldierung hat eine deutliche Absenkung der einzelvertraglichen Risiken zur Folge. Dadurch vermindern sich die Eigenkapitalanforderungen erheblich.

²⁶⁷ Schwintowski/ Schäfer, Bankrecht Commercial Banking – Investment Banking, S. 891.

Hauptteil E Wirksamkeit der Börsen- und Finanztermingeschäfte

I. Begriff des Börsentermingeschäfts

1. Allgemeines

Der Begriff des Börsentermingeschäfts wurde maßgeblich durch das Börsengesetz von 1896 geprägt. Das Hauptziel dieser Regelung bestand darin, die Publikumsspekulation einzudämmen und Privatpersonen vor dem gefährlichen Terminhandel zu schützen. Die besondere Gefährlichkeit solcher Geschäfte wurde vor allem darin gesehen, dass durch den aufgeschobenen Erfüllungszeitpunkt und den geringen Kapitaleinsatz den unerfahrenen Beteiligten das eingegangene (überproportionale) Verlustrisiko nicht hinreichend bewusst wird. Dem Gesetzgeber ist es jedoch in hundert Jahren nicht gelungen, den Begriff des Börsentermingeschäfts klar zu umschreiben. Die Definition des Börsengesetzes von 1896 erwies sich in kürzester Zeit als unzureichend und wurde bereits im Börsengesetz von 1908 völlig aufgegeben. Die Börsengesetznovelle von 1989 enthielt ebenfalls keine Definition, wollte aber gleichwohl solche Geschäfte einbeziehen, „die wirtschaftlich den gleichen Zwecken dienen“ (§ 50 BörsG a.F.).²⁶⁸ Diese Lösung kann als ein Musterbeispiel gesetzgeberischer Hilflosigkeit bezeichnet werden. Die Definition des Börsentermingeschäfts wurde Rechtsprechung²⁶⁹ und Lehre²⁷⁰ überlassen und war höchst umstritten.²⁷¹ Die Neuregelung hat daher mit gutem Grund auf diesem Begriff ganz verzichtet. Im Börsengesetz von Juni 2002 ist ein besonderer Abschnitt über Börsentermingeschäfte nicht mehr enthalten.²⁷²

2. Börsentermingeschäft nach dem BörsG vom 09. 09. 1998 (a. F.)²⁷³

²⁶⁸ Dornseifer, Börsentermingeschäfte und Börsentermingeschäftsfähigkeit, S. 69.

²⁶⁹ RGZ 44, 103, 111; RGZ 86, 406, 410; BGH WM 1988, 289, 290; OLG Bamberg WM 1989, 745, 747.

²⁷⁰ Jaskulla, Die Einführung derivativer Finanzinstrumente, S. 106; Melzer, BKR 2003, 366, 368; Samtleben, ZBB 69, 70.

²⁷¹ RGZ 44, 103, 111; RGZ 86, 406, 410; BGH WM 1988, 289, 290; OLG Bamberg WM 1989, 745, 747; Jaskulla, Die Einführung derivativer Finanzinstrumente, S. 106; Melzer, BKR 2003, 366, 368; Samtleben, ZBB 69, 70.

²⁷² Samtleben, ZBB 2003, 69, 70.

²⁷³ Kümpel, WM 1997, 49.

Der Gesetzgeber hatte von einer Definition des Börsentermingeschäfts wegen seiner Komplexität abgesehen. Das bedeutet jedoch nicht, dass das Börsengesetz keine Vorschriften zu Börsentermingeschäften enthielt.

Nach § 50 Abs. 1 S. 2 BörsG (a.F.) gehören zu den Börsentermingeschäften auch Geschäfte, die wirtschaftlich gleichen Zwecken dienen, auch wenn sie nicht auf Erfüllung ausgerichtet sind. Das Börsentermingeschäft versteht der Gesetzgeber als einen komplexen, wirtschaftlichen Tatbestand, der einer fortlaufenden Entwicklung unterworfen ist. In dieser Art und Weise schrieb der Gesetzgeber also die Erweiterung eines Begriffes vor, den er jedoch selbst nicht definiert hatte.

In der Literatur gibt es die Auffassung, dass der Begriff Börsentermingeschäft nicht abstrakt und abschließend definiert werden soll, sondern lediglich als „Typus“ zu beschreiben ist.²⁷⁴ Das Verständnis als „Typus“ ist offener als eine Begriffsdefinition. Der Typus wird durch eine Reihe von Merkmalen beschrieben, die aber nicht alle vorliegen müssen. In ihrer Gesamtheit müssen die Merkmale lediglich in einer solchen Zahl und Stärke vorhanden sein, dass der zu beurteilende Sachverhalt im Ganzen dem Erscheinungsbild des Typus entspricht.²⁷⁵ Im Einklang mit der Gesetzesbegründung werden davon dann auch Indexoptionen und Futures erfasst. Bei der Begriffsbildung sind auch die Schutzzwecke des Börsengesetzes, nämlich der Anlegerschutz und die Interessen des Börsenverkehrs, an einem funktionsfähigen Terminhandel zu berücksichtigen.

3. Stellungnahme der Rechtsprechung

Die Definition des Börsengeschäfts enthält nach der Rechtsprechung vier kennzeichnende Merkmale.²⁷⁶ Nach der Rechtsprechung des BGH²⁷⁷ sind Börsentermingeschäfte „Verträge über Wertpapiere, vertretbare Sachen oder Devisen nach gleichartigen Bedingungen, die von beiden Seiten erst zu einem bestimmten, späteren Zeitpunkt zu erfüllen sind und die einen Bezug zu einem Terminmarkt haben, der es ermöglicht, jederzeit ein Gegengeschäft

²⁷⁴ Jaskulla, Die Einführung derivativer Finanzinstrumente, S. 115; Kuempel, WM 1989, 1313, 1317; Koller, WM 1985, 593.

²⁷⁵ Jaskulla, Die Einführung derivativer Finanzinstrumente, S. 114; Kuempel, WM 1991, Sonderbeilage 1.

²⁷⁶ BGH WM 1984, 1598, 1599; BGH NJW 1988, 1086; BGH WM 1989, 807; BGH WM 1990, 843, 844.

²⁷⁷ BGH WM 1984, 1598, 1599, BGH NJW 1988, 1086.

abzuschließen“.²⁷⁸ Diese Begriffdefinition des Börsentermingeschäfts hat schon vor der Börsengesetznovelle 1989 stattgefunden und wurde auf solche Geschäfte erweitert, die wirtschaftlich dem gleichen Zweck dienen.²⁷⁹ Diese Definition ist nicht sehr umfangreich und erfasst nicht alle auf dem Vermögensmarkt angebotenen Produkte. Aktienindexterminkontrakte und Zinstermkontrakte sind danach keine Börsentermingeschäfte, obwohl sie sich von diesen wirtschaftlich nicht unterscheiden. Nach einhelliger Meinung in der Fachliteratur ist der Vertragsgegenstand von Börsentermingeschäften in der Definition des BGH daher zu eng.²⁸⁰

Im Urteil vom 11. Oktober 1988 hat es der Bundesgerichtshof abgelehnt, den Begriff des Börsentermingeschäfts durch ein subjektives Merkmal einzuschränken. Vielmehr ist das Börsentermingeschäft eine bloße Handelsform, die volkswirtschaftlich berechtigten wie auch rein spekulativen Zwecken dienen kann.²⁸¹

4. Begriffsdefinitionen des Börsentermingeschäfts im Schrifttum

Da keine gesetzlichen Merkmale bezüglich des Börsentermingeschäfts vorhanden sind, versucht die Rechtswissenschaft die Kernmerkmale herauszuarbeiten. Es wird versucht, das Börsentermingeschäft durch notwendige Voraussetzungen zu beschreiben und sich damit einer Definition zu nähern.²⁸² In der Literatur²⁸³ wurden als maßgebend genannt a) ein hinausgeschobener Erfüllungszeitpunkt der rechtsgeschäftlichen Verbindlichkeiten, b) ein Anreiz zur Spekulation aufgrund der so genannten Hebelwirkung, c) das Risiko eines Totalverlustes der eingesetzten Geldmittel und d) das Risiko, zusätzliche Geldmittel zur Erfüllung der eingegangenen Verbindlichkeiten entgegen der ursprünglichen Absicht aufzubringen zu müssen.

²⁷⁸ BGH WM 1988, 289, 290.

²⁷⁹ BGH WM 1984, 1598, 1599; RGZ 45, 65, 68.

²⁸⁰ Hessler, Risiko als Vertragsgegenstand, S. 646; Jaskulla, Die Einführung derivativer Finanzinstrumente, S. 106; Kümpel, WM 1991, Sonderbeilage 1.

²⁸¹ BGH ZIP 1988, 1445.

²⁸² Werner/Machunsky, Bankenhaftung, S. 74.

a) Hinausgeschobener Erfüllungszeitpunkt

Der „hinausgeschobene Erfüllungszeitpunkt“²⁸⁴ ist ein typisches Merkmal für Börsentermingeschäfte. Sie stehen im Gegensatz zu den Kassageschäften, die sofort bzw. innerhalb einer dreitägigen Frist zu erfüllen sind. Bei den klassischen Börsentermingeschäften sind Erfüllung, Abnahme und Lieferung der Wertpapiere für einen späteren Termin vereinbart. Beide Geschäfte, Börsen- wie Kassageschäfte, unterscheiden sich aufgrund ihrer Rechtsnatur und ihres Geschäftszwecks. Letztere sind auf die Anschaffung oder Veräußerung von Wertpapieren und damit auf echte Umsatzgeschäfte gerichtet.

b) Anreiz zur Spekulation durch eine Hebelwirkung („Leverage-Effekt“)²⁸⁵

Eine Hebelwirkung ermöglicht es, mit geringem Kapitaleinsatz überproportionale Gewinne zu erzielen.²⁸⁶ Auf der anderen Seite kann die Hebelwirkung zu beträchtlichen Verlusten führen.²⁸⁷ Bereits das Reichsgericht hat darauf hingewiesen, dass Börsentermingeschäfte die Möglichkeit der Beteiligung weiter Bevölkerungskreise an der Kursspekulation eröffnen, obwohl sie die entsprechenden Mittel zum Erwerb der zugrunde liegenden Wertpapiere nicht zur Verfügung stellen könnten.²⁸⁸

c) Totalverlust

Das Risiko eines Totalverlustes der eingesetzten Geldmittel ist ähnlich der Hebelwirkung eng mit Börsentermingeschäften verbunden.²⁸⁹ Börsentermingeschäfte sind mit überproportionalem Risiko verknüpft, weil Kursschwankungen des Basiswertes sich stärker auf die Option auswirken. Gleichzeitig ist die Bonität oder Entwicklung des Basiswertes für den Optionsscheinkäufer meist schwerer abzuschätzen als für den Emittenten. Deshalb

²⁸³ Jaskulla, Die Einführung derivativer Finanzinstrumente, S. 135 ff.

²⁸⁴ Koller, WM 1985, 593.

²⁸⁵ Samtleben, NJW 1990, 2670.

²⁸⁶ Kleinschmitt, Das Informationsmodell bei Börsentermingeschäften, S. 39.

²⁸⁷ Jaskulla, Die Einführung derivativer Finanzinstrumente, S. 139.

²⁸⁸ RGZ 44, 103, 109; BGHZ 103, 84, 88.

sind Börsentermingeschäfte nicht nur mit einem hohen Verlust, sondern sehr oft sogar mit einem Totalverlust verbunden.²⁹⁰

d) Nachschussrisiko

Das Risiko, zusätzliche Geldmittel aufbringen zu müssen, droht besonders unerfahrenen Anlegern. Wenn sich die Kurse nicht entsprechend den Erwartungen des Anlegers entwickeln, können besonders bei Stillhalterposition (Verkäuferposition) noch ungeplante, zusätzliche Aufwendungen erforderlich werden.²⁹¹

5. Kritik an der Typuslehre

Die „Typuslehre“ hat ihre Ursache in der Innovationsfreudigkeit der Kapitalmarktteilnehmer, die häufig als Argument dafür angeführt wird, dass eine Definition des Begriffs des Termingeschäfts nicht möglich sei.²⁹² Es entstehen laufend neue Finanzprodukte, für die es an einem Präzedenzfall fehlt. Es liegt auf der Hand, dass es für die Marktteilnehmer äußerst unbefriedigend ist, erst zu erfahren, ob es sich bei dem vertriebenen Produkt um ein Finanztermingeschäft handelt, nachdem man entsprechende Geschäfte bereits viele Jahre abgeschlossen hat. In dieser Situation kann sich ein Finanzinstitut auch nicht damit behelfen, in allen Zweifelsfällen eine formalisierte Aufklärung des Vertragspartners vorzunehmen. Der Begriff des Finanztermingeschäfts hat neben dem Schutz des Anlegers nämlich auch eine Abgrenzungsfunktion gegenüber der Qualifikation von Geschäften als (unerlaubtes Glücks-)Spiel im Sinne des § 762 BGB und der §§ 284, 285 StGB zu erfüllen. So kann sich nach einem Urteil des BGH herausstellen, dass man jahrelang Geschäfte über unvollkommene Verbindlichkeit abgeschlossen oder sogar über Jahre hinweg strafbare Handlungen begangen hat.

Der so genannten „Typuslehre“ ist die Beliebigkeit der Merkmale entgegenzuhalten. Eine ausreichende Rechtssicherheit bei der Klassifizierung von

²⁸⁹ Schäfer, BörsenG, vor §§ 50 - 70 Rn. 34.

²⁹⁰ Schwark, WM 1988, 921, 926; Schwintowski, ZIP 1988, 1021, 1026.

²⁹¹ Jaskulla, Die Einführung derivativer Finanztermingeschäfte, S. 142; Kümpel, WM 1987, 1321, 1322.

Geschäften als Termingeschäfte anhand von austauschbaren Kriterien ist schwer zu erreichen.²⁹³ Dies folgt bereits daraus, dass unklar ist, wie viele Typusmerkmale ein Geschäft erfüllen muss, um als Termingeschäft zu gelten. Diese Unsicherheit wird auch nicht beseitigt, wenn man annimmt, die Typusmerkmale müssten „überwiegend“ vorliegen. Denn es wird in der Praxis bei Zweifelsfällen nicht gelingen - selbst bei Erlangung eindeutiger Erkenntnisse darüber, ob die einzelnen Kriterien der Typuslehre jeweils erfüllt sind oder nicht - eine sichere Aussage darüber zu treffen, ob die Typusmerkmale in ihrer Gesamtheit „überwiegend“ oder nicht „überwiegend“ erfüllt sind.²⁹⁴ Bis zu einer höchstrichterlichen Entscheidung über das umstrittene Geschäft ist keine Rechtssicherheit anhand der Typuslehre zu erreichen. Mit der Unbestimmtheit der Typuslehre wird faktisch „Case Law“ nach angelsächsischer Prägung praktiziert.

6. Zusammenfassende Stellungnahme

In Bezug auf die Problematik des Rechtsbegriffs oder die Typuslehre ist unter dem Aspekt des Anlegerschutzes der Stellungnahme von Canaris zuzustimmen,²⁹⁵ wonach beide methodischen Ansätze keine unüberwindbaren Gegensätze darstellen. Selbst wenn Termingeschäfte als Typus zu verstehen sind und nicht als Rechtsbegriff definiert werden können, müsse es doch wegen der gesetzlichen Verankerung einen festen Kernbereich von Merkmalen geben, die stets vorliegen müssen, um überhaupt eine Qualifizierung als Termingeschäft vornehmen zu können.²⁹⁶ Daneben gebe es typologische, d. h. variable Merkmale in einem Randbereich, die darüber entscheiden, ob derjenige Sachverhalt, der die Merkmale des Kernbereichs erfüllt, wirklich eine Typisierung als Termingeschäft rechtfertigt. Mit anderen Worten sind danach die Tatbestandmerkmale des Kernbereichs notwendige aber keine hinreichenden Voraussetzungen. Vielmehr bedarf es noch des Hinzutretens einiger, aber nicht notwendig aller typisierender Merkmale. Dieses Ergebnis wird auch von den Vertretern einer festen Definition erreicht, die

²⁹² Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 2422.

²⁹³ Melzer, BKR 2003, 366.

²⁹⁴ Melzer, BKR 2003, 366.

²⁹⁵ Canaris, WM 1988, Sonderbeilage 10, S. 3, 5; Casper, WM 2003, 161.

²⁹⁶ Casper, WM 2003, 161.

bei der Subsumtion unter festen Definitionsmerkmalen auf eine Vergleichbarkeit mit den klassischen Börsentermingeschäften abstellen²⁹⁷, wozu namentlich die neue Rechtsprechung neigt.²⁹⁸

Diese unverzichtbaren Kernmerkmale sind der herausgeschobene Erfüllungszeitpunkt, die Hebelwirkung und die unplanmäßige Aufwendung zusätzlicher Geldmittel. Der Erfüllungszeitpunkt ist hinausgeschoben. Das Börsentermingeschäft ist danach ein so genanntes Zeitgeschäft. Der Grund für die unterschiedliche Behandlung von Börsentermingeschäften und Kassageschäften liegt darin, dass bei Kassageschäften im Gegensatz zu Termingeschäften der Kunde wegen der kurzen Erfüllungsfristen, die gekauften Wertpapieren oder Waren sofort bezahlen muss. Die Hebelwirkung ermöglicht hohe Gewinne mit verhältnismäßig geringem Kapitaleinsatz. Dadurch ist die Verlockung sehr hoch, die von solchen Geschäften ausgeht. Ebenso können aber auch geringe Kursbewegungen hohe Verluste verursachen, mit denen unerfahrene Anlegern nicht rechnen.²⁹⁹

Diese typischen Merkmale eines Börsentermingeschäfts sollten sich aus dem Gesetz ergeben. Eine solche Legaldefinition, die auf flexible Weise den Begriff des Börsentermingeschäft definiert, würde auch neue Arten und Formen der Börsentermingeschäfte erfassen. Zugleich würde sie sowohl dem Anlegerschutz als auch der Sicherheit des Rechtsverkehrs im Terminhandel dienen.

II. Definition des Finanztermingeschäfts nach 4. FMFG

1. Allgemeines

Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz³⁰⁰ hat den Begriff des „Börsentermingeschäfts“ durch den des „Finanztermingeschäftes“ ersetzt und zugleich den Anlegerschutz bei solchen Geschäften neu gestaltet. Im folgenden

²⁹⁷ Casper, WM 2003, 161.

²⁹⁸ BGH, WM 1991, 981; BGH WM 1994, 2231, 2232.

²⁹⁹ RGZ 44, 103, 109.

³⁰⁰ Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (4. Finanzmarktförderungsgesetz) vom 21.06.2002.

Abschnitt werden die Verbesserungen gegenüber dem bisherigen Rechtszustand erläutert sowie Schwachstellen der Neuregelung aufgedeckt.

2. Legaldefinition nach dem WpHG

§ 2 Abs. 2a WpHG enthält eine Legaldefinition des Finanztermingeschäfts. Nach dieser Definition sind Finanztermingeschäfte Derivate im Sinne § 2 Abs. 2 WpHG und Optionsscheine. Erfasst werden daher zum einen sämtliche Derivate nach Abs. 2 Nr. 1 WpHG, die sich auf Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Waren oder Edelmetall, Zinssätze oder andere Erträge und Devisen beziehen. Optionsscheine werden gesondert aufgeführt, da diese nach § 2 Abs. 1 Nr. 1 WpHG unter den Wertpapierbegriff fallen.³⁰¹

Der Derivatbegriff des § 2 Abs. 2 WpHG umfasst Termingeschäfte in Form des Festgeschäfts und des Optionsgeschäfts, wobei auch Kombinationen denkbar sind. Bei der Definition des Derivats in § 2 Abs. 2 WpHG wird der Begriff des Termingeschäfts verwendet, jedoch nicht gesetzlich definiert. Der Verzicht auf eine Definition beruht darauf, dass bislang jeder Versuch einer genauen Definition fehlgeschlagen ist. Weder Rechtsprechung noch Literatur haben in den vergangenen Jahrzehnten eine Definition zu entwickeln vermocht, die allen Erscheinungsformen der Termingeschäfte gerecht wird. Dies spricht dafür, mit einer in der neueren Literatur zunehmend vertretenen Auffassung den Begriff des Termingeschäfts als Typus aufzufassen, der durch eine Reihe von Merkmalen bestimmt wird, die aber nicht alle stets vorliegen müssen, jedoch das Erscheinungsbild des Geschäfts als Ganzes als Termingeschäfts prägen.³⁰² Diese Typenmerkmale wurden schon in Punkt I eingehend aufgeführt.

3. Stellungnahme

Nach § 2 Abs. 2a WpHG sind Finanztermingeschäfte Derivate und Optionsscheine, so dass Derivate nach dieser Definition einen Unterfall der

³⁰¹ Melzer, BKR 2003, 366, 367; Reuschle, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, S. 144.

³⁰² Reuschle, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, S. 144, 145.

Finanztermingeschäfte darstellen.³⁰³ Der Kernpunkt liegt dieser Legaldefinition des Finanztermingeschäfts liegt bei dem Begriff des Derivates. In der Literatur stellt sich die Frage, warum eine gesetzliche Definition neu zu verstehen sein sollte, wenn per Gesetzesänderung eine Norm eingeführt wird, die auf diese bereits bestehende Definition verweist. § 2 Abs. 2 WpHG enthält nämlich bereits eine Definition des Begriffs Derivat. Zentraler Anknüpfungspunkt dieser Definition ist das Termingeschäft. In der Literatur hebt man hervor, dass die Definition der Finanztermingeschäfte nach § 2 Abs. 2a WpHG an eine Tautologie erinnert.³⁰⁴

Im Sinne der durch den Gesetzgeber angestrebten größeren Rechtssicherheit für die Anleger könnte der Begriff so zu verstehen sein, dass dessen einziges Merkmal der hinausgeschobene Erfüllungszeitpunkt ist.³⁰⁵ Wenn man den Begriff des Termingeschäfts auf das Merkmal des hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkts beschränkt, stellt sich aber die Frage, ob hierdurch die Funktionen des Rechts der Finanztermingeschäfte, der Anlegerschutz und der Marktöffnungszweck, erfüllt werden können. Literatur³⁰⁶ und Rechtsprechung³⁰⁷ hatten bislang den Begriff des Börsentermingeschäfts³⁰⁸ nicht auf das Merkmal eines hinausgeschobenen Erfüllungszeitraums reduziert. Vor dem Hintergrund des nicht definierten Begriffs des Börsentermingeschäfts konnte der hinausgeschobene Erfüllungszeitraum als einziges Kriterium nicht ausreichen. In der diesbezüglichen Literatur wird hervorgehoben, dass eine solche Definition die Reichweite der Marktöffnungsfunktion überhaupt nicht begrenzt hätte. Zudem wäre der Anlegerschutz auf alle Fälle der Stundung einer Zahlung gegenüber dem Nichtkaufmann ausgedehnt und damit überdehnt worden.³⁰⁹

Für den Bereich der Finanztermingeschäfte werden die notwendigen Eingrenzungen jedoch anderweitig vorgenommen und müssen daher nicht über eine restriktive Begriffsdefinition des Termingeschäfts erfolgen. Die Legaldefinitionen der § 2 Abs. 2 und 2a WpHG erfüllen auch den Zweck der

³⁰³ Samtleben, ZBB 2003, 69, 71.

³⁰⁴ Casper, WM 2003, 161, 162.

³⁰⁵ Melzer, BKR 2003, 366, 370.

³⁰⁶ Melzer, BKR 2003, 366, 370; Clouth, BKR 2001, 45, 46, 47.

³⁰⁷ BGH, BKR 2002, 393; BGH WM 1998, 2524, 2525; BGH WM 1994, 2231, 2232; BGH, WM 1991, 982.

³⁰⁸ Ausführlich erörtert im Hauptteil E I.

Marktöffnung. Derivate, die sich auf die aufgeführten Basiswerte beziehen, werden dem Anwendungsbereich der § 762 BGB und §§ 284, 285 StGB entzogen und sind damit zulässig und wirksam. Im Umkehrschluss lässt sich aber feststellen, dass Termingeschäfte, die sich nicht auf die Basiswerte beziehen, nicht a priori durch die Vorschriften legitimiert sind.³¹⁰ Der Markt wird somit im Rahmen des Rechts der Finanztermingeschäfte durch die Nennung bestimmter Basiswerte in § 2 Abs. 2 Nr. 1 WpHG nur beschränkt geöffnet.

Die Überdehnung des Anlegerschutzes auf alle Fälle eines hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunktes wird durch die Definitionen des § 2 Abs. 2 und 2a WpHG und die Regelung des § 37 d WpHG verhindert. Nach § 37 d WpHG trifft eine Informationspflicht lediglich die Unternehmen, die gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Finanztermingeschäfte abschließen oder solche Geschäfte anschaffen, veräußern, vermitteln oder nachweisen³¹¹. Ein einfacher Zahlungsaufschub gegenüber Verbrauchern in einem Einzelfall begründet daher keine Pflichten nach § 37d WpHG.³¹²

III. Verbindlichkeit der Börsentermingeschäfte

1. Verbindlichkeit der Börsentermingeschäfte nach dem BörsG vom 9.9.1998 (a.F.)

a) Börsentermingeschäftsfähigkeit kraft Gesetz³¹³

Der zentrale Begriff des Börsengesetzes vom 9.9.1998 (a. F.) bezüglich des Anlegerschutzes bei Börsentermingeschäften war die Börsentermingeschäftsfähigkeit. An diesen Begriff knüpfte die Verbindlichkeit der abgeschlossenen Verträge an. Die Börsengesetznovelle von 1989 hatte an dem tradierten und seit dem Erlass des BörsG verfolgten Regelungskonzept

³⁰⁹ Melzer, BKR 2003, 366, 370.

³¹⁰ Melzer, BKR 2003, 366, 370.

³¹¹ Reuschle, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, S. 186 ff.

³¹² Melzer, BKR 2003, 366, 370.

³¹³ Assmann, FS Heinsius, S. 1.

festgehalten. Nach diesem Konzept konnten verbindliche Börsentermingeschäfte nur durch einen engen Personenkreis, aber in einer weitgehend unreglementierten Börsenrechtssphäre geschlossen werden.³¹⁴ In § 53 Abs. 1 wurde an dem vor der Börsengesetznovelle 1989 verfolgten Ansatz einer statusorientierten Zuerkennung der Börsentermingeschäftsfähigkeit festgehalten. Ein Börsentermingeschäft war gem. § 53 Abs. 1 BörsG (a.F.) verbindlich, wenn beide Vertragsparteien Kaufleute waren. Die Kaufleute mussten in das Handelsregister oder Genossenschaftsregister eingetragen sein. Mit anderen Worten war eine Voraussetzung der Börsentermingeschäftsfähigkeit die Eintragung in ein Register. Ein Kaufmann nach § 1 Abs. 1 HGB, der nicht in das Handelsregister eingetragen war, war dadurch nicht börsentermingeschäftsfähig i.S.v. § 53 Abs. 1 BörsG (a.F.).

Den eingetragenen Kaufleuten wurden nach § 53 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 BörsG Unternehmen öffentlicher Körperschaften gleichgestellt, die nach der für das jeweilige Unternehmen maßgebenden gesetzlichen Regelung nicht eingetragen zu werden brauchten.³¹⁵

Den inländischen Kaufleuten waren auch die ausländischen Kaufleute gleichgestellt, die als juristische Personen oder Gesellschaften keinen Sitz oder als Einzelkaufmann keine Hauptniederlassung im Inland hatten und deswegen nicht in das Handelsregister eingetragen wurden.

Nach der Auffassung der Rechtsprechung³¹⁶ und der Literatur³¹⁷ waren Organe einer juristischen Person, also der Geschäftsführer einer GmbH oder der Vorstand einer AG, nicht allein aufgrund dieser Eigenschaft börsentermingeschäftsfähig. Für diese konnte jedoch eine Börsentermingeschäftsfähigkeit durch ein gewerbsmäßiges oder berufsmäßiges Betreiben von Börsentermingeschäften gem. § 53 Abs. 1 S. 2 BörsG in Betracht kommen.

Der Gesetzgeber hatte den Anwendungsbereich des § 53 Abs. 1 BörsG nämlich erweitert, wonach als Kaufleute auch Personen gelten, die zur Zeit des Geschäftsabschlusses oder früher gewerbsmäßig oder berufsmäßig Börsentermingeschäfte betrieben haben. Es wurden also Personen, die beruflich

³¹⁴ Schäfer, BörsenG, § 53 Rn. 1.

³¹⁵ Schäfer, BörsenG, § 53 Rn. 10.

³¹⁶ BGH WM 1988, 857 ff.

³¹⁷ Schäfer, BörsenG, § 53 Rn. 9.

oder gewerblich Erfahrungen gesammelt haben, für die Zwecke der Börsentermingeschäfte fiktiv als Kaufleute behandelt.³¹⁸

Nach der ständigen Judikatur betrieb man Börsentermingeschäfte berufsmäßig, wenn man im Rahmen eines planmäßigen Geschäftsbetriebs nicht nur gelegentlich, sondern in solchem Umfang Börsentermingeschäfte abschließt, dass man Erfahrungen mit derartigen Geschäften gewinnen konnte.³¹⁹

In der Literatur³²⁰ und Rechtsprechung³²¹ wird hervorgehoben, dass der berufs- oder gewerbsmäßige Abschluss von Börsentermingeschäften von privaten Tätigkeiten abzugrenzen ist. Die ständige Abwicklung von Börsentermingeschäften im Rahmen der eigenen Vermögensverwaltung führte trotz der hierbei gesammelten Erfahrungen nicht zur Termingeschäftsfähigkeit, solange sich die Tätigkeit nicht als berufsmäßige Ausübung darstellte. Die Einstufung als berufliche Tätigkeit hing davon ab, ob ein planmäßiger Geschäftsbetrieb mit entsprechend genutzter organisatorischer Ausstattung vorlag.³²²

Ein gewerbsmäßiges Betreiben von Börsentermingeschäften musste auf Dauer angelegt sein und der Gewinnerzielung dienen. Problematisch war dabei, dass der Gewerbebegriff im Gewerbe-, Handels- und Steuerrecht unterschiedlich verstanden wurde. Auch beim gewerblichen Handeln war daher ebenso wie beim beruflichen Handeln ein planmäßiger Geschäftsbetrieb erforderlich.³²³ Die Anforderungen an die organisatorische Ausstattung blieben bei der gewerbsmäßigen Betätigung allerdings unter denen, die an den berufsmäßigen Terminhandel gestellt wurden.³²⁴ Nicht ausreichend wurde jedoch von der Rechtsprechung erachtet, dass sich der Anleger über den Videotext eines Fernsehens und den regelmäßigen Bezug einer Fachzeitschrift informiert.³²⁵

b) Börsentermingeschäftsfähigkeit durch Information

³¹⁸ Schäfer, BörsenG, § 53 Rn. 15.

³¹⁹ BGH WM 1996, 1620, 1621; BGH WM 1995, 658.

³²⁰ Schäfer, BörsenG, § 53 Rn. 16.

³²¹ BGH WM 1998, 545 ff; WM 1996, 1620.

³²² Schäfer, BörsenG, § 53 Rn. 16.

³²³ OLG Saarbrücken ZIP 1984, 1284, 1285; Schäfer, BörsenG, § 53 Rn. 18.

³²⁴ Radow, Derivate und Corporate Governance, S. 43 ff.

³²⁵ OLG Saarbrücken WM 1997, 1750.

Seit dem 1. August 1989 konnten gemäß § 53 Abs. 2 BörsG (a.F.) Privatpersonen kraft Information termingeschäftsfähig werden. Mit dieser Möglichkeit war der Zugang auch privaten Kapitals zu den Terminmärkten eröffnet.³²⁶

Voraussetzung hierfür war, dass ein eingetragener Kaufmann, der der gesetzlichen Aufsicht über Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute oder Börsen unterliegt, vor Abschluss des Geschäfts seinen Vertragspartner über einzelne, im Gesetz aufgeführte und das Risiko aus Börsentermingeschäften kennzeichnende Aspekte schriftlich informierte.³²⁷ In der Praxis erfolgte die Aufklärung fast ausschließlich durch Kreditinstitute. Die Aufklärung erfolgte durch die Unterzeichnung der Unterrichtungsschrift „Wichtige Informationen über Verlustrisiken bei Börsentermingeschäften“. Diese Unterrichtungsschrift berücksichtigte ebenfalls den Handel von Optionsscheinen. Nach der Rechtsprechung³²⁸ des Bundesgerichtshofs entspricht die von der Kreditwirtschaft einheitlich verwendete Unterrichtungsschrift den gesetzlichen Anforderungen des § 53 BörsG. Eine Aufklärung durch Finanzdienstleistungsinstitute dürfte wegen der Relativität der Termingeschäftsfähigkeit nur selten relevant werden.³²⁹

Die Termingeschäftsfähigkeit kraft Information war eine Termingeschäftsfähigkeit auf Zeit. Um einen Gewöhnungseffekt vorzubeugen und den Anlegerschutz zu verstärken hatte der Gesetzgeber vorgesehen, dass die Unterrichtungen in bestimmten Zeitabständen zu wiederholen sind. Dabei ist zwischen folgenden Zeiträumen zu unterscheiden. Nach der ersten Unterrichtung des Nichtkaufmanns durch den Kaufmann war die Unterrichtung gemäß § 53 Abs. 2 Satz 4 BörsG vor dem Ablauf von zwölf Monaten, frhestens aber nach dem Ablauf von zehn Monaten zu wiederholen. Nach dieser ersten Wiederholung der Unterrichtung war sie alle drei Jahre zu wiederholen.³³⁰

c) Kritische Stellungnahme zur Börsentermingeschäftsfähigkeit nach alter Rechtslage

³²⁶ Schwennicke, WM 1997, 1265 ff.

³²⁷ Schäfer, BörsenG, § 53 Rn. 23.

³²⁸ BGH WM 1995, 658.

³²⁹ Schäfer, BörsenG, § 53 Rn. 25.

³³⁰ Schäfer, BörsenG, § 53 Rn. 25.

Die Regelung des § 53 Abs. 1 BörsG (a.F.), die unter dem Aspekt des Schutzes der Anleger eine Eintragung in ein besonderes Register voraussetzte, hatte sich schon bald als unpraktikabel erwiesen.³³¹ Vor allem war die formalistische Abgrenzung des Kreises der börsentermingeschäftsfähigen Personen unbefriedigend. So wurde der eingetragene Vollkaufmann als börsentermingeschäftsfähig angesehen, auch wenn er beruflich überhaupt nicht mit solchen Geschäften befasst war.

Zudem litt das Informationsmodell an einem Zielkonflikt.³³² Diese Reform hatte einerseits das Ziel, den Finanzplatz Deutschland zu stärken und die Rahmenbedingungen für die deutsche Terminbörse zu schaffen, die als Fundament ein breites Anlegerpublikum benötigte.³³³ Es sollte deshalb der „mündige Bürger“ auch auf diesem Rechtsgebiet in die Lage versetzt werden, seine wirtschaftlichen Dispositionen uneingeschränkt in eigener Verantwortung zu tätigen. Andererseits sollte aber auch der Anleger durch die Informationspflichten und die Unverbindlichkeit von Börsentermingeschäften geschützt werden. Das Informationsmodell des neu gefassten § 53 BörsG war deshalb von Anfang an zum Scheitern verurteilt. So rief die Novelle viele neue Zweifelsfragen hervor. Fraglich war, ob der Anleger den Inhalt verstehen musste oder verstehen konnte.³³⁴ Die Unterzeichnung der Unterrichtungsschrift „Wichtige Informationen über Verlustrisiken bei Börsentermingeschäften“ bot freilich keinen wirksamen Schutz vor unvernünftigen Dispositionen.³³⁵ Die Rechtsprechung³³⁶ entwickelte deshalb die Zweistufigkeit des Schutzes privater Anleger bei Börsentermingeschäften.

³³¹ Samtleben, ZBB 2003, 69, 72.

³³² Samtleben, ZBB 2003, 69, 72.

³³³ BGH ZIP 1989, 266.

³³⁴ BGH ZIP 1996, 1206, 1207.

³³⁵ Samtleben, ZBB 2003, 69, 72; Samtleben, NJW 1990, 2670 ff.

³³⁶ BGH WM 1996, 1260; OLG Zweibrücken ZIP 1995, 1251.

2. Anlegerschutz bei Börsentermingeschäften durch die „Zwei Stufen Theorie“

Nach der ständigen Rechtsprechung des BGH war unter der Geltung der §§ 50 ff. BörsG (a.F.) der Schutz der privaten Anleger bei Börsentermingeschäften zweistufig ausgestaltet.³³⁷

§ 53 Abs. 2 BörsG (a.F.) regelte als erste Stufe die Termingeschäftsfähigkeit des Anlegers und die Unverbindlichkeit der Geschäfte, die ohne Unterzeichnung der Informationsschrift geschlossen wurden.

Auf einer zweiten Stufe wurde ein über diese Vorschrift hinausgehender und durch die individuellen Verhältnisse des Anlegers oder die Eigenarten der jeweiligen Geschäfte bedingter Informationsbedarf durch eine (vor-) vertragliche zusätzliche Aufklärungspflicht gewährleistet.³³⁸

Im Rahmen dieser „Zweistufigkeit“ waren die beiden „Problembereiche“ streng voneinander zu trennen. Es kam „für die Termingeschäftsfähigkeit nicht entscheidend auf den materiellen Informationsstand des Kunden, sondern auf die strikte Einhaltung der gesetzlich festgelegten Formalien an“.³³⁹ Fehlte es an der Unterzeichnung der Unterrichtungsschrift, waren die geschlossenen Börsentermingeschäfte auch dann unverbindlich, wenn der Kunde über Termingeschäfte und deren Risiken sehr gut informiert war.³⁴⁰

Die Verletzung dieser zweiten Stufe konnte zu Schadensersatzansprüchen aus c.i.c. oder pVV führen.³⁴¹

3. Informationspflichten nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz

a) Allgemeines

Während das Börsengesetz von 1908 auch nach der Gesetznovelle von 1989 dem Privatanleger zu seinem Schutz den so genannten „Termineinwand“ gewährte, also Geschäfte mit nicht unterrichteten Anlegern für unverbindlich erachtete, hat das 4.

³³⁷ BGH WM 1996, 1260, 1261; 1997, 811, 812; 1998, 1441.

³³⁸ BGH WM 1996, 1260; 1997, 811; 1998, 1441.

³³⁹ BGH WM 1998, 1281.

³⁴⁰ BGH WM 1996, 1620.

³⁴¹ Allmendinger, EWiR 1996, 699.

Finanzmarktförderungsgesetz diesen Ansatz grundsätzlich aufgegeben. Es sieht stattdessen bei Verletzung von Informationspflichten einen Schadensersatzanspruch vor.³⁴² Dieser ergibt sich aus § 37d Abs. 4 S. 1 WpHG.³⁴³ Es dürfte entgegen der Auffassung des Bundesrates kein Zweifel daran bestehen, dass der Schadensersatzanspruch ein Verschulden des Unternehmers voraussetzt. Dies ergibt sich eindeutig aus dem Umkehrschluss zu § 37d Abs. 4 S. 2 WpHG, wonach dem Unternehmer die Beweislast für ein fehlendes Verschulden auferlegt wird.³⁴⁴

Die Berechnung und der Umfang des Schadensersatzes wegen fehlender oder fehlerhafter Belehrung blieben jedoch offen. Die neue Regelung ist in dieser Hinsicht lückenhaft. Nach § 249 S. 1 BGB hätte der Verbraucher stets einen Anspruch auf Rückabwicklung des gesamten Vertrages, wenn der Abschluss von Finanztermingeschäften durch nicht informierte Verbraucher verhindert werden soll.³⁴⁵ Allerdings ist aber auch denkbar, dass sich der Schadensersatz auf eingetretene Kursverluste beschränkt. Weiter ist zu überlegen, ob dem gut informierten Anleger, der der unterbliebenen Belehrung gar nicht bedürft hätte, mangels Kausalität kein Schadensersatzanspruch zusteht.

b) Inhalt und Umfang der Informationspflichten nach § 37d Abs. 1 Satz 1 WpHG

Der Inhalt der Informationspflichten entspricht sachlich und vollständig den Anforderungen des alten § 53 Abs. 2 BörsG. Die bisher von der Rechtsprechung³⁴⁶ für genügend befundenen Informationsblätter der Kreditinstitute können weiterhin verwendet werden. Die Information hat weiterhin schriftlich und isoliert vorzuliegen und ihre Kenntnisnahme ist vom Verbraucher zu unterschreiben. Auf die tatsächliche Kenntnisnahme durch den Verbraucher kommt es auch weiterhin nicht an, selbst wenn sie infolge der Unterschrift unter einer gesonderten Belehrung regelmäßig vorliegen wird.

³⁴² Samtleben, ZBB 2003, 69, 72.

³⁴³ Casper, WM 2003, 161, 166.

³⁴⁴ Casper, WM 2003, 161, 166.

³⁴⁵ Assmann, ZIP 2001, 2061, 2081; Casper, WM 2003, 161, 166.

³⁴⁶ Die ausführliche Darstellung der Informationspflichten bei Finanztermingeschäften wurde im Hauptteil E einbezogen.

Die Information hat vor Vertragschluss zu erfolgen. Eine Belehrung im unmittelbaren Zusammenhang mit dem Vertragsschluss (also bei Abschluss des Vertrages) ist aber noch als ausreichend zu erachten. Entscheidend ist, dass der Verbraucher im Zeitpunkt der Unterzeichnung der Informationsschrift noch nicht an das Finanztermingeschäft gebunden ist.

Bei unbefangener Lektüre des § 37d Abs. 1 Satz 1 WpHG könnte man einen Eindruck gewinnen, dass eine Information vor jedem Vertragsschluss erneut zu erfolgen hat. Doch folgt aus § 37d Abs. 1 S. 3 WpHG, dass die einmal erteilte Unterrichtung für alle Verträge innerhalb der nächsten zwei Jahre gilt. Ein anderer Unternehmer kann sich jedoch nicht auf die erfolgte Unterrichtung berufen.³⁴⁷ Die Unterrichtung ist jeweils vor Ablauf von zwei Jahren zu wiederholen. Insoweit ist der neue Rechtsstand im Vergleich zum alten BörsG unverändert geblieben.

Es fehlt jedoch die gesetzliche Klarstellung des § 53 Abs. 2 S. 4 BörsG, ab wann frühestens vor Ablauf der zwei Jahre die erneute Information erfolgen darf, damit sie ihrerseits weitere zwei Jahre nach Ablauf der ersten zwei Jahre wirkt. Es ist zu befürchten, dass sich eine ähnlich unfruchtbare Kasuistik wie vor der Klarstellung in § 53 Abs. 2 S. 4 BörsG (a.F.) entwickelt.

c) Schadensersatzumfang bei Verletzung des § 37d Abs. 1 Satz 1 WpHG

Für eine Begrenzung des Schadenseratzes auf den Differenzschaden und gegen eine Rückabwicklung des Vertrages könnte die Gleichbehandlung mit der Verletzung des § 20a WpHG sprechen. Allerdings hat im Fall des § 20a WpHG³⁴⁸ der falsch oder zu spät informierte Anleger seine Anlage zu teuer gekauft oder zu billig verkauft. Diese Konstellation des § 20a WpHG unterscheidet sich erheblich von der Fallgruppe des § 37d Abs. 4 WpHG.

Die Hauptfunktion der Unterrichtungspflicht über Gefahren von Finanztermingeschäften liegt in der Warnung. Der Anleger soll sich überlegen, ob er mit Finanztermingeschäften die gesetzten Ziele erreichen kann und er eine so risikobehaftete Anlageform wirklich wählen will. Anders als bei verspäteten oder fehlerhaften Ad-hoc Mitteilungen geht es nicht um einen konkreten Hinweis

³⁴⁷ Casper, WM 2003, 161, 166.

hinsichtlich der Werthaltigkeit einer bestimmten Anlage. Das Ziel des Gesetzgebers war nicht, durch § 37d WpHG die Informationsasymmetrie zwischen Anleger und Emittent zu vermeiden oder zumindest zu verringern. Der § 37d WpHG verfolgt eine Warnfunktion vor abstrakt gefährlichen Anlageformen. Deshalb ist der Schutzzweck von § 37d WpHG und § 20a WpHG nicht vergleichbar. Für die Naturalrestitution kommt es nicht darauf an, ob der Anleger zu teuer gekauft hat. Vielmehr ist zu unterstellen, dass sich der Anleger bei erfolgter Information risikoscheu verhalten hätte und von der Anlage Abstand genommen hätte. Die Rückabwicklung nach § 249 S. 1 BGB passt auch besser zu der mit § 37d WpHG bezeichneten standardisierten Information, für die es auf eine tatsächliche Kenntnisnahme gar nicht ankommt. Dem kann auch nicht entgegengehalten werden, dass dieses Verständnis zu einer nicht sachgerechten Verteilung der allgemeinen Kapitalmarktrisiken führen würde, wonach dem Anleger nur das Irreführungsrisiko, nicht aber auch das allgemeine Marktrisiko abgenommen werden soll. Bei der standardisierten Information geht es um die Warnung vor der besonderen Gefährlichkeit einer ganzen Produktpalette im Kapitalmarktrecht. Man kann der Rückabwicklung nach § 249 Satz 1 BGB also auch nicht entgegenhalten, der Anleger könnte so nach Entdeckung des Verstoßes gegen § 37d Abs. 1 WpHG munter weiterspekulieren. Schlussendlich lässt sich § 37d Abs. 4 S. 1 WpHG nicht entgegnen, dass sich so keine wesentliche Veränderung gegenüber der bisherigen Rechtslage ergebe, wonach das unwirksame Börsentermingeschäft nach Bereicherungsrecht rückabzuwickeln war. Als Zwischenfazit bleibt festzuhalten, dass über § 37d Abs. 4 Satz 1 WpHG die Rückabwicklung des Finanztermingeschäfts verlangt werden kann.³⁴⁹ Daneben besteht eine Möglichkeit, unnötig aufgewandte Transaktionskosten wie Gebühren und den entgangenen Gewinn aus unterlassenen alternativen Anlagen zu verlangen.³⁵⁰

4. Verbotene Finanztermingeschäfte gemäß § 37g WpHG

³⁴⁸ § 20a bezieht sich auf das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation.

³⁴⁹ Casper, WM 2003, 161, 166.

³⁵⁰ Assmann, ZIP 2001, 2061, 2080.

Das alte Börsengesetz enthielt in den §§ 63 – 70 differenzierte Regeln über das Verbot von Börsentermingeschäften, die mehrfach geändert worden sind. Nach dem neuen § 37g WpHG wurden die bisherigen Vorschriften in der Weise vereinheitlicht, dass das Bundesfinanzministerium ermächtigt wird, bestimmte Finanztermingeschäfte zu verbieten, zu beschränken oder von Bedingungen abhängig zu machen „soweit dies zum Schutz des Anlegers erforderlich ist“.³⁵¹ Damit wurde eine flexible Regelung geschaffen, die das Bundesfinanzministerium ermächtigt, auf gefährliche Entwicklungen oder etwaige Missbräuche schnell zu reagieren.³⁵² Zur Stärkung des Anlegerschutzes werden verbotene Finanztermingeschäfte gemäß § 37g Abs. 2 allerdings nicht als unvollkommene Verbindlichkeit ausgestaltet, sondern es wird ihre Nichtigkeit angeordnet.³⁵³ Darüber hinaus ist festzuhalten, dass die Bezugnahme auf den Schutz der Anleger nach dem § 37g Abs. 1 WpHG stärker als bisher die Zielrichtung der Verbote verdeutlicht.

5. Verleitung zu Börsentermingeschäften

Daneben findet sich in § 23 BörsG ein strafbewehrtes Verbot, das die Verleitung zu Börsenspekulationsgeschäften betrifft. Diese Regulierung entspricht dem früheren § 89 BörsG in der Fassung, die dieser durch das Zweite Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität von 1986 erhalten hatte.³⁵⁴ Damals wollte der Gesetzgeber angesichts der zunehmenden Verbreitung der Termingeschäfte den Schutz des Anlegerpublikums vor unseriösen Händlern strafrechtlich absichern.³⁵⁵

Der Gesetzgeber versuchte diese Geschäfte mit einer eigenen Definition zu erfassen, die wörtlich in den § 23 BörsG übernommen wurde, aber in merkwürdiger Diskrepanz zu dem neuen Begriff des Finanztermingeschäftes steht. Börsenspekulationsgeschäfte im Sinne des § 23 Abs. 1 BörsG sind insbesondere An- oder Verkaufsgeschäfte mit aufgeschobener Laufzeit, auch wenn sie

³⁵¹ Reuschle, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, S. 193 ff.

³⁵² Samtleben, ZBB 2003, 69, 74.

³⁵³ Reuschle, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, S. 194.

³⁵⁴ Zweites Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität vom 15.05.1986.

³⁵⁵ Samtleben, ZBB 2003, 69, 75.

außerhalb einer inländischen oder ausländischen Börse abgeschlossen werden, und Optionen auf solche Geschäfte, die darauf gerichtet sind, aus dem Unterschied zwischen dem für die Laufzeit festgelegten Preis und dem zur Lieferzeit vorhandenen Börsen- oder Marktpreis einen Gewinn zu erzielen.

Diese Vorschrift über die „Verleitung zu Börsenspekulationsgeschäften“ wirkt wie ein Relikt des früheren Rechtszustandes, zumal sie allein das Verhältnis Händler/Kunde betrifft und deshalb nach der neuen Konzeption nicht in das Börsengesetz gehört. Strafbar ist danach die Verleitung anderer zu Termingeschäften unter Ausnutzung ihrer Unerfahrenheit. Als „unerfahren“ gilt eine Person, die infolge fehlender Einsicht die Tragweite des konkreten Geschäfts in seiner ganzen Bedeutung nicht verlässlich überblicken kann, wobei es auf die Verhältnisse des Einzelfalles ankommt. Dabei kann aus der Tatsache allein, dass ein Anleger bereits vorher bei Warenterminoptionsgeschäften Kapitalverluste erlitten hatte oder sich allgemein der Möglichkeit von Verlusten bewusst war, nicht auf die Einsicht in deren Funktionsweise und grundlegenden Prinzipien geschlossen werden.³⁵⁶ Neben der strafrechtlichen Bedeutung ist § 23 BörsG ebenso wie der frühere § 89 BörsG als Schutzgesetz anzusehen.³⁵⁷

IV. Zusammenfassung

Als Zwischenergebnis ist festzuhalten, dass die Reform der Termingeschäftsfähigkeit ein notwendiger, richtiger und sehr wichtiger Schritt für die Marktoffnung war. Die Fortführung des standardisierten Informationsmodells „in anderem Gewand“ bleibt aber auf halben Weg stehen. Sachgerecht ist allein die Anknüpfung an die Aufklärung über die konkreten Produktstrukturen, Eigenschaften und (Verlust-) Risiken eines bestimmten Finanzinstruments. Die entsprechende Pflicht regelt bereits § 31 Abs. 2 WpHG, so dass eine zusätzliche Warnung entbehrlich ist. Das Nebeneinander von § 37d WpHG und § 31 Abs. 2 WpHG führt auch nicht zu einem verbesserten Anlegerschutz.

³⁵⁶ BGH EWIR 2002, 477; BGH ZBB 2002, 330.

³⁵⁷ OLG Düsseldorf ZIP 1989, 220; OLG Düsseldorf WM 1989, 175; Samtleben ZBB 2003, 69; Schwark, EWiR 1989, 147.

Die Definition des Finanztermingeschäfts in § 2 Abs. 2, 2a WpHG ist nicht gelungen. Wie bereits im bisherigen Recht sollte man sich nicht zu sehr auf die methodische Diskussion um Rechtsbegriff oder Typus versteifen, sondern die Verwendung des Begriffs Termingeschäft als offenen Tatbestand begreifen, der neben einem unabdingbaren Kern an Tatbestandsmerkmalen zusätzlichen Raum für eine typisierende Betrachtung lässt. Konkret bedeutet das, dass auf einen hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt sowie auf die Abhängigkeit des Preises des Finanztermingeschäfts von dem Börsen- oder Marktpreis bzw. Zinssatz des Basiswertes verbunden mit einer Hebelwirkung nicht verzichtet werden kann. Fraglich ist, ob ein Termingeschäft zwingend voraussetzt, dass ein Verlust des eingesetzten Kapitals infolge der Hebelwirkung droht, weitere Verluste über das eingesetzte Kapital hinaus möglich sind und sich das Geschäft - abstrakt - zur Kurssicherung eignet.³⁵⁸

Schließlich werden Devisentermingeschäfte, Wetterderivate und andere neuartige Produkte von §§ 37d WpHG nicht erfasst. Es stellt sich die Frage, ob für diese § 762 BGB gilt, da § 37e WpHG keine Anwendung findet.

Der Vertrieb von Finanztermingeschäften und strukturierten Wertpapieren unterfällt den aufsichtsrechtlichen Verhaltensregeln des WpHG.

Für die Aufklärungspflichten bleibt es bei der „Zwei - Stufen Theorie“ des BGH.³⁵⁹

Ein weiteres Problem birgt der Begriff des Verbrauchers. Es ist nicht einzusehen, dass ein und dieselbe Person, je nachdem ob sie privat oder für ihr Gewerbe handelt, einmal aufklärungsbedürftig und im nächsten Fall nicht aufklärungsbedürftig sein soll.

In diesem Zusammenhang erscheint auch die zweijährige Wiederholung der Unterrichtung nicht sachgerecht. Schließlich fällt der informierte bzw. gewarnte Verbraucher am ersten Tag des dritten Jahres nicht in den Stand der totalen Unkenntnis zurück, wenn er zwei Jahre intensiv Termingeschäfte getätigt hat.

³⁵⁸ Casper, WM 2003, 161, 168.

³⁵⁹ BGH WM 1996, 1260, 1261; 1997, 811, 812; 1998, 1441; Clouth, Aktuelle Rechtsfragen der Finanztermingeschäfte, S. 1.

Hauptteil F Anlegerschutz bei Derivaten in der Rechtsprechung

I. Die Aufklärungs- und Beratungspflicht³⁶⁰ der Kreditinstitute bei Derivatgeschäften

1. Allgemeines

Das ganze Bankrecht wird im Hinblick auf den Anlegerschutz von Aufklärungs- und Beratungspflichten sehr stark geprägt. Die Anleger, die insbesondere in Finanztermingeschäften tätig werden, hoffen auf der einen Seite auf Sicherheit, andererseits auf Ertragsaussichten, die besonders in letzter Zeit sehr schwer nachzuprüfen sind. Wegen des größeren Risikos bei Finanztermingeschäften ist es nicht erstaunlich, dass zusätzliche Aufklärungs- und Beratungspflichten an Bedeutung gewonnen haben.³⁶¹ Der einzelne Anleger ist in der Regel nicht in der Lage, eine sachgerechte Bewertung seiner Anlage vorzunehmen. Unerfahrene Anleger sind daher über die wirtschaftlichen Zusammenhänge, die Risiken solcher Geschäfte, die Bedeutung von Prämien und Provisionsaufschlägen schriftlich aufzuklären. Die Aufklärung muss, wie es in vielen Entscheidungen dargestellt wurde, anleger- und anlagegerecht sein.³⁶² Es ist bemerkenswert, dass bereits seit Beginn der achtziger Jahre der BGH entsprechende Grundsätze für immer weitere Geschäftstypen entwickelt hat³⁶³. Diese hat er beginnend mit den Londoner Wareterminoptionen auf Aktien- und Aktienindexoptionen sowie Wareterminkontrakte ausgedehnt und verfeinert.³⁶⁴

Die Rechtsprechung hinsichtlich der Aufklärungs- und Beratungspflichten im Bereich der Finanztermingeschäfte beschäftigte sich bisher überwiegend mit Aufklärungspflichten im Rahmen von Optionsscheinen sowie der Vermittlung ausländischer Waretermingeschäfte.³⁶⁵ Insbesondere bei der Vermittlung von Aktien, Aktienoptionsgeschäften sowie allen Formen von Waretermingeschäften

³⁶⁰ Horn, ZBB 1997, 139.

³⁶¹ Schwark, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 12.

³⁶² BGH WM 1993, 1455; OLG Frankfurt a.M. WM 1994, 542.

³⁶³ BGHZ 80, 80, 81; 105, 108, 111..

³⁶⁴ Schwark, Anlegerschutz bei Derivaten, S. 45.

³⁶⁵ BGH WM, 1993, 1457, 1458; 1999, 2300; 1994, 149; 1994, 492, 493; 1994, 2195.

hat die Rechtsprechung deutlich erhöhte Anforderungen an die Aufklärung und Beratung des Anlegers gestellt³⁶⁶. Diese erhöhten Anforderungen finden ihre materielle Berechtigung in der Tatsache, dass Vermittler von Finanz- oder Warentermingeschäften nicht selten mit unseriösen Vertriebsmethoden vorgehen und zumindest bisher keiner staatlichen Marktaufsicht unterlagen.

Weite Anlegerkreise haben mit Termingeschäften bisher keine Erfahrungen und verfügen im Hinblick auf ihre Funktionsweise über nur geringe Kenntnisse. Diese verbreitete Unkenntnis sowie die gegenüber Kassageschäften höheren Gefahren rechtfertigen insoweit erhöhte Pflichtenstandards.³⁶⁷ Die Rechtsprechung trennt sorgfältig zwischen Aufklärungs- und Beratungspflichten.

2. Abgrenzung von Aufklärung und Beratung.

Die höchstrichterliche Rechtsprechung unterscheidet Aufklärungs- und Beratungspflichten.³⁶⁸ Ein Überblick über die in neueste Rechtsprechung des BGH zu Kapitalmarktanlagen macht deutlich, dass es sich dabei nicht nur um eine rein terminologische Auseinandersetzung handelt.³⁶⁹

a) Aufklärung

Nach ständiger Rechtsprechung³⁷⁰ versteht man unter Aufklärung die Mitteilung von Tatsachen. Dem stimmt auch die Literatur grundsätzlich zu, die Aufklärung als die Verschaffung von Wissen sowie die Belehrung über bestimmte Tatsachen versteht.³⁷¹

Die Aufklärung beschränkt sich auf die Übermittlung von Fakten, die allerdings anders als bei der einfachen Auskunft in aller Regel ausführlich erläutert werden. Nach der Aufklärung sollen die Kunden der Kreditinstitute die Zusammenhänge, Risiken und Gefahren des Geschäfts verstehen. Die Aufklärung ist ähnlich wie die

³⁶⁶ BGH NJW 1993, 2433; BGH WM 1992, 479, 481; 2000, 1441, 1442. ,

³⁶⁷ Schwintowski/Schäfer, Bankrecht Commercial Banking - Investmenbanking, S. 904.

³⁶⁸ Schwark, Anlegerschutz bei Derivaten, S. 46.

³⁶⁹ BGH WM 1992, 479, 480; 1997, 811; Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 152..

³⁷⁰ BGH NJW 1992, 1630, 1632; WM 1993, 1277, 1278; 1996, 1214, 1215;1997, 811; NJW 1998, 2358, 2359; WM 1998, 1391.

Information eher neutral gehalten. Die Aufklärungspflicht wird im Schrifttum sogar als Informationspflicht bezeichnet, obwohl diese Begriffe in der Rechtsprechung differenziert werden.³⁷²

Die Aufklärungspflicht kann auch ohne vertragliche Verpflichtung auf der Grundlage von Treu und Glauben (§ 242 BGB) bestehen. Für die Pflichtenstellung des Kreditinstituts ist entscheidend, ob durch die individuellen Verhältnisse des Anlegers oder die Eigenarten der konkreten Geschäfte Informationsbedarf besteht, mithin die Erteilung zweckdienlicher Informationen im Kundeninteresse erforderlich ist.³⁷³ Entstehen, Inhalt und Umfang einer Pflicht zur Aufklärung sind von den konkreten Umständen des jeweiligen Einzelfalls abhängig.

Der BGH konzentriert sich auf den Zusammenhang zwischen der Aufklärungsbedürftigkeit des Anlegers und der Art des Anlageobjektes. Bezuglich der Anleger, die über einschlägige Erfahrungen verfügen oder bei Abschluss der Geschäfte sachkundig vertreten sind, besteht nach der Rechtsprechung des BGH keine oder eine lediglich auf besondere Umstände beschränkte Aufklärungspflicht.³⁷⁴

b) Beratung

Ältere sowie neuere Entscheidungen des BGH heben hervor, dass die Beratung die Voraussetzungen des Begriffes Aufklärung beinhaltet. Die Beratung umfasse eine wertende Beurteilung im Hinblick auf die individuellen Verhältnisse des Kunden und die hierauf fußende anlegergerechte Empfehlung.³⁷⁵

Nach der ständigen Rechtsprechung besteht eine Verpflichtung zur Beratung des Kapitalanlegers für das Kreditinstitut nicht ohne weiteres.³⁷⁶ Eine Beratungspflicht besteht nur bei Abschluss eines gesonderten Beratungsvertrags, der allerdings auch konkludent zustande kommen kann.³⁷⁷ Das Vertragsangebot kann entweder in dem an die Bank herangetragenen Beratungswunsch des Anlegers liegen oder einfach

³⁷¹ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 154

³⁷² Lang, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen, S. 33.

³⁷³ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 154.

³⁷⁴ BGH WM 1999, 2300.

³⁷⁵ BGH WM 1987, 531, 532; 1997, 811; 1998, 1391.

³⁷⁶ BGH WM 1987, 495, 496; 1993, 1455, 1456; 1996, 906; 2000, 1441, 1442.

in den Kundenverhandlungen. Die Beratungspflicht enthält als Kern eine Information über Tatsachen, die für den Kunden zur Vorbereitung einer bestimmten geschäftlichen Entscheidung von Belang sind.³⁷⁸ Zu der Information treten aber Werturteile des Kreditinstituts über Risiken und wirtschaftliche Zusammenhänge hinzu. Die Beratung setzt sich also aus zwei Komponenten zusammen, nämlich der Mitteilung von Tatsachen und einer Empfehlung.

3. Umfang und Inhalt der Beratungs- und Aufklärungspflicht nach der Judikatur³⁷⁹

a) Allgemeines

Die Rechtsprechung hinsichtlich des Umfanges und Inhaltes der Aufklärungs- und Beratungspflicht ist stark vom so genannten Bond-Urteil³⁸⁰ geprägt. Obwohl sich das Urteil nicht auf Derivativgeschäfte bezieht, sondern auf andere Wertpapiere, sind dessen Grundsätze übertragbar. Diese Entscheidung stellt fest, dass Inhalt und Umfang der Beratungspflicht von einer Reihe von Faktoren abhängig sind. Diese Faktoren beziehen sich einerseits direkt auf die Person des Kunden und andererseits auf das Anlageobjekt. Die konkrete Ausgestaltung der Pflicht hängt entscheidend von den Umständen des Einzelfalles ab.

aa) Anlegergerechtigkeit

Ob Aufklärung- und Beratung anlegergerecht sind, ist sowohl nach dem Wissen des Kunden über die besondere Art des Anlagegeschäfts als auch nach dessen Risikobereitschaft zu beurteilen. Demnach ist zu berücksichtigen, ob es sich bei dem Kunden um einen erfahrenen Anleger mit ausreichendem und einschlägigem Fachwissen handelt und welches Anlageziel der Kunde verfolgt.

Manchmal ist es so, dass der Kunde nach seinen Angaben angeblich keine wirtschaftliche Erfahrung hat. Wenn die geplante Anlage ein hochspekulatives

³⁷⁷ Schwark, Anlegerschutz bei Derivaten, S. 47.

³⁷⁸ Lang, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen, S. 30.

³⁷⁹ BGH WM 1987, 531, 532; 1992, 479; NJW 1993, 2433.

³⁸⁰ BGH WM 1993, 1455.

Geschäft ist, kann dies ein Hinweis für die Berater sein, dass die Angaben des Kunden hinsichtlich seiner Erfahrung falsch sind. Die Kenntnis von solchen Umständen kann die Bank auch aus langjährigen Geschäftsbeziehungen mit dem Kunden gewonnen haben. Verfügt das Kreditinstitut nicht über entsprechendes Wissen, muss es den Informationsstand und das Anlageziel des Kunden erfragen. Nach der Rechtsprechung hat sich die Beratung daran auszurichten, ob das beabsichtigte Anlagegeschäft der sicheren Anlage dienen soll oder mehr durch einen spekulativen Charakter geprägt wird.³⁸¹

Eine „anlegergerechte Beratung“ hat sich also nach der Rechtsprechung an dem Wissenstand über Anlagegeschäfte, den Erfahrungen auf dem Kapitalmarkt und der Risikobereitschaft des Kunden auszurichten.³⁸²

bb) Anlageobjekt

Die Beratungspflicht hinsichtlich des Anlageobjektes, insbesondere im Derivatebereich, hat sich an denjenigen Eigenschaften und Risiken zu orientieren, die für die jeweilige Anlageentscheidung eine wesentliche Bedeutung haben oder haben können. Nach der Auffassung des BGH ist zwischen den allgemeinen Risiken und speziellen Risiken zu unterscheiden.³⁸³ Die allgemeinen Risiken umfassen solche Komponenten wie Konjunkturlage oder Entwicklung des Börsenmarktes. Die speziellen Risiken ergeben sich nach ständiger Rechtsprechung aus den individuellen Gegebenheiten des Anlageobjektes.³⁸⁴ Es handelt sich dabei insbesondere um Kurs-, Zins- und Währungsrisiken. Die Beratung des Kreditinstituts hinsichtlich des Anlageobjektes muss einerseits richtig und sorgfältig andererseits für den Kunden völlig verständlich und vollständig sein. Das Kreditinstitut muss zeitnah den Kunden über alle Umstände unterrichten, die für das Anlagegeschäft von großer Wichtigkeit sind. Wenn das Kreditinstitut über derartige Kenntnisse nicht verfügt, so hat es das dem Kunden

³⁸¹ BGHZ 123, 126, 128; BGH WM 1982, 90.

³⁸² BGH WM 1982, 90.

³⁸³ BGHZ 123, 126, 129; BGH WM 2000, 1441, 1442.

³⁸⁴ BGH WM 1987, 531; BGHZ 123, 126, 129.

mitzuteilen. Es muss offen legen, dass es zu einer Beratung bezüglich dieses Geschäftes mangels eigener Information nicht in der Lage ist.³⁸⁵

b) Vollständige und unmissverständliche Aufklärung und Beratung

Die Vollständigkeit und Verständlichkeit der Aufklärung und Beratung von Kunden, die Derivativgeschäfte abwickeln, ist besonders problematisch. Es stellt sich aber auch die Frage, von wem der Kunde (z.B. ein Optionskäufer) Beratung und Aufklärung fordern kann. Nach der Rechtsprechung ist der Geschäftsführer einer Optionsvermittlungs GmbH, die hohe Provisionen verlangt, für deren Geschäftsgebaren verantwortlich. Der Geschäftsführer der Gesellschaft hat dafür Sorge zu tragen, dass die GmbH die Kunden über die wirtschaftlichen Zusammenhänge und die Risiken der vermittelten Optionsgeschäfte schriftlich aufklärt, wenn diese in die Einzelheiten der Geschäftsabwicklung nicht eingeweiht sind.

Den Kaufinteressenten müssen die Kenntnisse vermittelt werden, die sie in die Lage versetzen, den Umfang des ihnen aufgebürdeten Verlustrisikos und die durch die Höhe der Vermittlungsprämie eingetretene Verringerung ihrer Gewinnchancen zutreffend einzuschätzen.³⁸⁶ Dazu bedarf es insbesondere eines Hinweises darauf, dass jeder Aufschlag auf die Börsenoptionsprämie die Gewinnerwartung verschlechtert, weil ein höherer Kursausschlag als der vom Börsenfachhandel als realistisch angesehene notwendig ist, um in die Gewinnzone zu kommen, ein Aufschlag also nicht nur zu einem höheren Preis für dasselbe Objekt führt, sondern das Verhältnis von Chancen und Risiken aus dem Gleichgewicht bringt.³⁸⁷ Diese Zusammenhänge sind Kunden, die in Derivativgeschäften anlegen wollen, nicht notwendig bekannt.

³⁸⁵ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 154.

³⁸⁶ BGH WM 1994, 454.

³⁸⁷ BGH WM 1993, 149.

Nach der ständigen Judikatur des BGH sind Beratung und Aufklärung in unmissverständlicher und in auch für flüchtige Leser auffälliger Form vorzunehmen.³⁸⁸

Die Rechtsprechung hebt dabei hervor, dass im Interesse des Anlegerschutzes die Aussagekraft dieses Hinweises weder durch Beschönigungen noch durch Werbeaussagen noch auf andere Weise beeinträchtigt werden darf.³⁸⁹ Dies soll durch folgende Fälle exemplifiziert werden:

„Risikobelehrung und Informationsbroschüre“ – Fall

In einem vom BGH³⁹⁰ entschiedenen Fall erteilte der Kläger drei Aufträge zum Kauf von Optionen. Er unterzeichnete eine Auftragserteilung mit Risikobelehrung und der Erklärung, das Informationsmaterial über das Optionsgeschäft durchgelesen und verstanden zu haben. Die drei Optionsgeschäfte endeten für den Kläger mit einem Verlust von insgesamt 44.912,54 DM. Diesen Betrag zuzüglich Zinsen sowie Kosten aus mehreren vorangegangenen Geschäften verlangte der Kläger ersetzt.

Der BGH hat festgestellt, dass die Informationsbroschüre ebenso wie die Risikobelehrung nicht hinreichend über die spezifischen Gefahren der von der Beklagten vermittelten Optionsgeschäfte aufzuklären.

In der Informationsbroschüre wurde unter der irreführenden Überschrift „Um unsere Kunden optimal betreuen zu können, erheben wir folgende Kosten“ darauf hingewiesen, dass jeder Aufschlag auf die Optionsprämie die Gewinnerwartung verschlechtere, „weil ein höherer Kursaufschlag erforderlich ist, als er vom Börsenfachhandel eingeschätzt wird, um in die Gewinnzone zu gelangen“.³⁹¹

In der Broschüre wurde ebenfalls gesagt, dass es sich bei dem Aufschlag „nicht um einen höheren Preis für dasselbe Objekt“ handelt, sondern „das Verhältnis von Chance und Risiko entscheidend zu Ungunsten des Anlegers“ verändert wird. Ferner wurde unter der bereits erwähnten Überschrift mitgeteilt: „Wer Geld ins

³⁸⁸ BGH WM 1994, 492; 1994, 453, 454; 1994, 149, 150; 1994, 960, 961; 1991, 1410, 1411; 1984, 221, 222.

³⁸⁹ BGH WM 1994, 454; 1994, 149, 150.

³⁹⁰ BGH WM 1994, 453.

³⁹¹ BGH WM 1994, 453, 454..

Termingeschäft einsetzt, tätigt keine Kapitalanlage im herkömmlichen Sinne, sondern macht ein Wettgeschäft, spielt lediglich Roulette oder Lotto und sollte es abschreiben. Die Wahrscheinlichkeit, daß er verliert, ist sehr groß, da die meisten Spekulanten verlieren.“

Unter den oben genannten Informationen fehlt aber nach Ansicht des BGH der erforderliche, unmissverständliche Hinweis auf den entscheidenden Gesichtspunkt, dass nämlich wegen des verlangten hohen Aufschlags ein Gewinn kaum zu erwarten ist und zwar um so weniger, je mehr Optionsgeschäfte abgeschlossen werden. Vielmehr wird sogar der gegenteilige falsche Eindruck erweckt, eine auf längere Zeit angelegte Spekulation mit Optionen werde schließlich erfolgreich sein. Anders kann der unbefangene Leser die Sätze „Jeder Spekulant muss das Risiko des Verlustes – seines Einsatzes – im Interesse einer Vervielfachung seines Einsatzes einkalkulieren. Wer jedoch die Fähigkeit besitzt, schnell zu handeln und Durchhaltevermögen hat, der wird auch im Rohstoff- Termingeschäft schließlich Erfolg haben, auch dann, wenn es keine todsicheren Rezepte gibt“ nicht verstehen. Infolgedessen genügt die Broschüre, auf deren Inhalt und Gestaltung der Beklagte entscheidenden Einfluss hatte, den zu stellenden Anforderungen nicht.³⁹²

In einem ähnlichen Fall befasste sich der BGH mit einer Informationsbroschüre, die unter der Überschrift „Warum schnelle Entscheidung“ die Gewinnchancen des Anlegers verschleierte.³⁹³ In der Broschüre konnte man weiter lesen „Um als Spekulant erfolgreich zu sein, muss dieser schnell reagieren können, da sich preisbildende Nachrichten durch unseren heutigen Stand der Technik in minutenschnelle weltweit verbreiten“. Derartige Informationen erwecken beim unbefangenen Anleger den Eindruck, das Risiko und der Erfolg einer Spekulation mit Terminoptionen seien vor allem von nachrichtentechnischen Verbindungen und schnellen Entscheidungen abhängig. Das traf jedenfalls bei den von der Beklagten vermittelten Optionen wegen des verlangten Aufschlags und der dadurch bedingten entscheidenden Veränderung des Verhältnisses von Chancen und Risiken nicht zu.³⁹⁴ Die weiteren Ausführungen in der oben genannten

³⁹² BGH WM 1994, 453; 1994, 149, 151, OLG Hamm WM 1992, 1145, 1147.

³⁹³ BGH WM 1994, 149, 151, .

³⁹⁴ BGH WM 1994, 149, 151; 1994, 453, 454.

Informationsbroschüre lauteten wie folgt: „Neben gewinnbringenden Transaktionen wird es auch immer wieder Verluste an der Börse geben. Somit gilt das Ziel für Warenterminspekulationen, dass die Gewinne unter dem Strich die Verluste ausgleichen“. Der unbefangene Leser konnte die Ausführungen der Broschüre nur so verstehen, dass die Erzielung eines insgesamt positiven Spekulationsergebnisses wesentlich von seinem Durchhaltevermögen bei Verlusten abhängt. Diese Meinung bzw. Information war jedoch falsch. Wegen des hohen Aufschlages auf alle Optionsprämien nahm die Wahrscheinlichkeit, insgesamt einen Gewinn zu erzielen, mit jedem weiteren Optionsgeschäft ab.³⁹⁵ Auch in diesem Fall genügte die Infobroschüre der Beklagten den strengen Anforderungen an die Unmissverständlichkeit der Aufklärungs- und Beratungspflicht nicht.

Der BGH hat in einer anderen Entscheidung³⁹⁶ die Voraussetzungen der Unmissverständlichkeit so beschrieben, dass der Anleger in der „gebotenen Klarheit und Deutlichkeit über die außergewöhnlich hohen Risiken von angebotenen Terminoptionsgeschäften“ aufzuklären sei. Die sachgerechten, wesentlichen Informationen sollen von unwesentlichen abgetrennt werden.

Die ständige Rechtsprechung hebt aber auch hervor, dass die Formulierung des Aufklärungstextes Sache der Optionsvermittler ist³⁹⁷. Diese haben sich dabei an den Durchschnittserwartungen und –erkenntnismöglichkeiten des Publikums zu orientieren. Sachkenntnisse oder gar Erfahrungen in Optionsgeschäften sind beim Publikum in aller Regel nicht vorhanden.³⁹⁸ Infolgedessen sollen die Optionsvermittler den unerfahrenen Anlegern ein möglichst breites Spektrum der Gefahren aufzeigen.

c) Bedeutung der Erfahrung der Kunden für den Umfang der Beratungspflicht³⁹⁹

³⁹⁵ BGH WM 1994, 149, 151; 1994, 453; 1994, 492 ff.

³⁹⁶ BGH WM 1994, 492 ff.

³⁹⁷ BGH WM 1994, 492, 493; 1994, 149, 150; 1994, 453; OLG Frankfurt a.M. WM 1994, 542.

³⁹⁸ BGH WM 1994, 492.

³⁹⁹ Horn, WM 1999, 1.

Wenn es im Vorfeld eines Derivatgeschäfts nicht zum Abschluss eines gesonderten Beratungsvertrags kommt, hat das Kreditinstitut seinen potentiellen Vertragspartner dennoch unaufgefordert über bestimmte Tatsachen zu informieren. Es geht um Tatsachen, die von großer Bedeutung sind oder sein können.

Auf der anderen Seite erlegt § 31 Abs. 2 WpHG⁴⁰⁰ dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Verpflichtung auf⁴⁰¹, von seinen Kunden Angaben über ihre Erfahrungen oder Kenntnisse in Geschäften, die Gegenstand von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebendienstleistungen sein sollen, über ihre mit den Geschäften verfolgten Ziele und über ihre finanziellen Verhältnisse zu verlangen. Wertpapierdienstleistungen sind auch die Anschaffung, die Veräußerung, der Nachweis und die Verwaltung der derivativen Instrumente. Die Vorschrift konkretisiert das in § 242 BGB verankerte Prinzip von Treu und Glauben.⁴⁰²

aa) Geschäfte mit „professionellen Marktteilnehmern“

Unter „professionellen Marktteilnehmern“ versteht man in der Rechtsprechung⁴⁰³ und Fachliteratur⁴⁰⁴ Subjekte, die über ein vertieftes Fachwissen über Derivatprodukte, deren Einsatzmöglichkeiten und Handhabung verfügen. Die dem Kundensegment zugeordneten Unternehmen nehmen regelmäßig an Derivatgeschäften teil. Professionelle Marktteilnehmer treten als gleichwertige Handelspartner einander gegenüber. Sie tätigen die Geschäfte allgemein ausschließlich nach eigenen Vorstellungen⁴⁰⁵.

Aufklärungspflichten dienen der Beseitigung von Wissensdefiziten und der Sicherstellung einer informierten Entscheidung.⁴⁰⁶ Bei den standardisierten Derivatgeschäften scheitert deshalb die Annahme einer Aufklärungspflicht des Kreditinstituts über Inhalt, Funktionsweise, Verlustrisiken von Finanzderivaten deshalb an der fehlenden Aufklärungsbedürftigkeit des Geschäftspartners. Der

⁴⁰⁰ Kümpel, WM 1995, 689.

⁴⁰¹ Schwennicke, WM 1998, 1101.

⁴⁰² Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 224.

⁴⁰³ BGH WM 1999, 2300, 2302; 1998, 1391.

⁴⁰⁴ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 225.

⁴⁰⁵ Horn, FS Schimansky, S. 2.

fehlende Informationsbedarf „professioneller Marktteilnehmer“ schließt aber eine auf spezielle Umstände bezogene Aufklärungspflicht des Kreditinstituts nicht aus. Es handelt sich dabei um Finanz- und Warenderivate der zweiten und dritten Generation. Zu denken ist beispielsweise an die Präsentation neuartiger Produkte, über deren produktspezifischen Eigenarten und Risiken auch einem „professionellen Marktteilnehmer“ keine Informationen vorliegen können. Gleichermaßen gilt für hochstrukturierte Instrumente,⁴⁰⁷ die konstruktionsbedingt gesteigerte und nicht ohne weiteres verifizierbare Verlustrisiken in sich bergen. Das Erfordernis, den Kunden über die Gegebenheiten zu unterrichten, ergibt sich aus den besonderen Gefahren der Finanzderivate.

Das BAWe (a.F.) hat in seiner „Verhaltensrichtlinie“ den Versuch unternommen, die aufsichtsrechtliche Handhabung des Art. 31 Abs. 2 WpHG mit Blick auf professionelle Kundengruppen zu standardisieren. Danach können Kreditinstitute „bei Geschäften mit anderen Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder sonstigen Marktteilnehmern, die im Zusammenhang mit ihrer gewerblichen Tätigkeit regelmäßig Geschäfte in Wertpapieren und/ oder in Derivaten in einem Umfang abschließen, der wegen der wirtschaftlichen Bedeutung für die vorgenannten Unternehmen insoweit vertiefte Fachkenntnisse voraussetzt“, von einer Kundenbefragung und –aufklärung unter bestimmten Bedingungen absehen. Gefordert wird, dass die beabsichtigte Vorgehensweise dem betroffenen Kunden zuvor schriftlich unter Hinweis auf die unterstellten Fachkenntnisse mitgeteilt wird, dieser der Professionalitätsvermutung nicht unverzüglich widerspricht und die Bank die Gründe für die Einstufung des Kunden als hinreichend fachkundig schriftlich dokumentiert.

bb) Geschäfte mit „mittelständischen Firmenkunden“⁴⁰⁸

⁴⁰⁶ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 226.

⁴⁰⁷ USD–Libor Barier Swap zählt zu den exotischen Swapgeschäften, das auch als Leveraged Barier Swap bezeichnet wird.

⁴⁰⁸ Der Begriff des Firmenkunden steht im Folgenden für Industrie- und Handelsunternehmen, deren Derivatennutzung nach Art und Umfang die Annahme einer professionellen „Gleichwertigkeit“ mit den das Derivatgeschäft betreibenden Finanzintermediären nicht oder nur in Teilbereichen rechtfertigt.

§ 31 Abs. 2 Satz 1 WpHG i.V.m § 242 BGB fordert auch bei Firmenkunden von dem Kreditinstitut, dass es vom Geschäftspartner über Wissenstand, Ziele und die finanziellen Verhältnisse des Unternehmens unterrichtet wird, wenn ihm die entsprechenden Kundendaten nicht bereits aus den bisherigen Geschäftsbeziehungen bekannt sind. Es handelt sich dabei um die Ermittlung der „in dem Unternehmen vorhandenen Sachkunde“. Die Beschaffung der Informationen über das verfolgte Ziel kann sich auf die Art der beabsichtigten Nutzung beschränken. Der Einsatzzweck von Derivaten bestimmt dabei die Erforderlichkeit der Aufklärung über typische anwendungsbezogene Verlustrisiken. Angaben zu den finanziellen Verhältnissen des Unternehmens sind insbesondere dann erforderlich, wenn der Firmenkunde beabsichtigt, nicht grundgeschäftsbezogene, spekulativ motivierte Derivativgeschäfte zu tätigen.⁴⁰⁹

cc) Geschäfte mit „kleinen Firmenkunden“⁴¹⁰

Hauptziel der Devisentermingeschäfte von kleinen Firmenkunden ist die Absicherung von Währungsrisiken. Die Aufklärungs- und Beratungspflicht ist von den einschlägigen Fachkenntnissen des Geschäftspartners abhängig. Bei den kleinen Firmenkunden kommt die Anwendung einer vergleichsweise unkomplizierten Produktstruktur der Devisentermingeschäfte in Betracht. Kundengespräche und Aufklärungspflichten kommen allenfalls beim erstmaligen Abschluss derartiger Geschäfte zu Kurssicherungszwecken zustande.

Der Verkauf von komplizierten Derivatgeschäften ist dagegen häufig mit dem Abschluss eines gesonderten Beratungsvertrags verbunden. Jedenfalls muss aber bei kleinen Firmenkunden angesichts ihrer typischerweise sehr begrenzten Erfahrungen mit derivativen Finanzinstrumenten und der hieraus resultierenden Aufklärungsbedürftigkeit eine Verpflichtung der Bank zur Ermittlung der Erfahrung und Fachkenntnisse der Vertragspartei angenommen werden.⁴¹¹

⁴⁰⁹ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate S. 230.

⁴¹⁰ Die Gruppe der „kleinen Firmenkunden“ umfasst als dritte Kategorie kaufmännische Geschäftspartner der Kreditinstitute im Derivatgeschäft Unternehmen, die derivative Finanzinstrumente - dem Zuschnitt ihres Geschäftsbetriebs entsprechend - nur unregelmässig und in geringerem Umfang einsetzen. Die Unternehmen sind regelmäßig als GmbH, Personenhandelsgesellschaft oder einzelkaufmännisch organisiert.

⁴¹¹ Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 230.

Discount-Broker-Fall

Discount Broker, die sich ausdrücklich nur an gut informierte und erfahrene Anleger wenden, jede Beratung ablehnen und lediglich Order ausführen, unterliegen nur reduzierten Aufklärungspflichten, die grundsätzlich durch Übermittlung standardisierter Informationen an den Kunden bei Aufnahme der Geschäftsbeziehung erfüllt werden können.

In dem Fall handelte sich darum, dass ein Anleger bei der beklagten Discount Bank ein Konto mit Wertpapierdepot eröffnet hatte.⁴¹² Im Kontoeröffnungsantrag gab er an, sich bereits seit fünf – zehn Jahren mit Wertpapieren zu beschäftigen, unter anderem Optionen, Optionsscheine und Devisen als Anlageformen zu bevorzugen und die Anlagestrategie zu verfolgen, hohe laufende Erträge bei Eingehung angemessener Risiken zu erzielen. Nach Erhalt von Broschüren der Beklagten über Geschäfte mit Optionsscheinen, die damit verbundenen Risiken und die Beschränkung der Informationsbereitschaft der Beklagten bei Abschluss von Optionsscheingeschäften sowie nach Unterzeichnung der Informationsschrift "Wichtige Informationen über Verlustrisiken bei Börsentermingeschäften" erzielte er aus Geschäften mit Bandbreiten-Optionsscheinen einen Gewinn von 82.699,47 DM. Nachdem er die vorgenannte Informationsschrift nochmals unterzeichnet hatte, erwarb er, angeregt durch Anzeigen in der Zeitschrift "Börse Online", in der Zeit von Mai bis November drei verschiedene Bandbreiten-Optionsscheine und erlitt damit Verluste in Höhe von insgesamt 353.077,08 DM. Der Kläger verlangte Schadenersatz, da die Beklagte ihn über die besonderen Risiken der von ihm erworbenen Bandbreiten-Optionsscheine nicht aufgeklärt habe.

Der BGH lehnte eine Aufklärungspflichtverletzung zu Recht ab.⁴¹³ Inhalt und Umfang von Aufklärungspflichten hängen vom Anleger, seiner Aufklärungsbedürftigkeit, vom Anlageobjekt und von den Risiken ab.⁴¹⁴ Das Wertpapierhandelsgesetz steht dem nicht entgegen. Nach § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG, der in erster Linie aufsichtsrechtlicher Natur ist, aber auch eine

⁴¹² BGH WM 1999, 2300.

⁴¹³ BGH WM 1999, 2300, 2301.

anlegerschützende Funktion und damit Bedeutung für Inhalt und Umfang (vor-)vertraglicher Aufklärungspflichten hat, sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet, ihren Kunden alle zweckdienlichen Informationen mitzuteilen, soweit dies zur Wahrung der Interessen der Kunden und im Hinblick auf Art und Weise der beabsichtigten Geschäfte erforderlich ist. An der Erforderlichkeit fehlt es nicht nur, wenn der Anleger nicht aufklärungsbedürftig ist, sondern grundsätzlich auch dann, wenn er zum Ausdruck bringt, dass er keine Information benötigt. Darauf darf die Bank grundsätzlich vertrauen und weitere Informationen für entbehrlich halten. § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG hat nicht den Sinn, Anleger vor sich selbst zu schützen.

Die Beklagte hatte dem Kläger vor Abschluss der Geschäfte mit Bandbreiten Optionsscheinen außer der Informationsschrift nach § 53 Abs. 2 BörsG (a.F.) zwei Aufklärungsbroschüren übersandt. Eine der Broschüren klärt in eindringlicher Form über die speziellen Risiken von Geschäften mit Optionsscheinen einschließlich des Totalverlustrisikos sowie über die preisbildenden Faktoren und die Hebelwirkung auf und weist ausdrücklich darauf hin, dass Optionsscheine vorrangig den Charakter einer Portefeuillebeimischung haben und daher einen bestimmten Prozentsatz des insgesamt zur Verfügung stehenden Anlagekapitals nicht übersteigen sollten. In der Broschüre waren Bandbreiten-Optionsscheine und ihre Besonderheiten zwar nicht besonders angesprochen. Eine Aufklärungspflichtverletzung ergab sich daraus aber deshalb nicht, da es an der Aufklärungsbedürftigkeit des Klägers fehlte.⁴¹⁵

„Türkische Arbeiternehmer“ - Fall⁴¹⁶

In einem anderen vom BGH entschiedenen Fall war die Situation bezüglich der Fachkenntnisse und Erfahrungen im Vergleich zum Discount-Broker-Fall genau umgekehrt.⁴¹⁷

⁴¹⁴ BGH WM 1998, 1441; 1998, 274; 1996, 1214, 1216.

⁴¹⁵ BGH WM 1999, 2300, 2303.

⁴¹⁶ BGH WM 1997, 811.

⁴¹⁷ BGH WM 1997, 811, 812.

Die Kläger, türkische Arbeitnehmer, eröffneten bei einer Bank je ein Girokonto und zahlten 181.000 DM und 30.000 DM ein. Den Beklagten (Anlageberater der Bank) bevollmächtigten sie, in ihrem Namen und für ihre Rechnung "Wertpapierkauf- und -verkaufsaufträge zu erteilen" und zu diesem Zweck über das Kontoguthaben zu verfügen. Die Kläger unterzeichneten das Informationsblatt „Verlustrisiken bei Börsentermingeschäften (a.F.)“. Die Einlagen wurden zum überwiegenden Teil spekulativ in Aktienoptionsscheinen angelegt. Infolgedessen erlitten die Kläger wesentliche Verluste. Die Kläger verlangen vom Beklagten Ersatz ihrer Einlagen.

Schadenersatzansprüche der beiden Kläger aus vorvertraglichem Aufklärungsverschulden des Beklagten wurden nicht mit der Begründung abgelehnt, dass die Kläger durch das Informationsblatt „Verlustrisiken bei Börsentermingeschäften“ über abgeschlossene Risiken umfassend und ausreichend aufgeklärt worden seien. Zwar genügte das Informationsblatt den Anforderungen des § 53 Abs. 2 Satz 1 BörsG (a.F.). Es vermittelte aber nur die erforderliche Grundaufklärung über Funktionsweise und Risiken der verschiedenen Arten von Derivativgeschäften. Bei einem erfahreneren Anleger mag dies nach Lage des Falles ausreichen. Häufig ist aber eine ausführlichere und weitergehende Aufklärung des Kunden erforderlich. Der Schutz privater Anleger ist dann auch nach der Konzeption des Gesetzgebers der Börsengesetznovelle 1989 zweistufig ausgestaltet. Auf der ersten Stufe tritt die Unverbindlichkeit geschlossener Börsentermingeschäfte ein, wenn keine ausreichende Informationsschrift zur Erlangung der Börsentermingeschäftsfähigkeit kraft Information unterschrieben wurde. Ein darüber hinausgehender, durch individuelle Verhältnisse des Anlegers oder Besonderheiten der konkreten Geschäfte bedingter zusätzlicher Informationsbedarf ist nach allgemeinen Grundsätzen auf einer zweiten Stufe durch eine anleger- und objektgerechte individuelle Aufklärung zu erfüllen. Andernfalls stünden Personen, die die Börsentermingeschäftsfähigkeit kraft Information erlangt haben, bei zumeist besonders risikoreichen Börsentermingeschäften oftmals schlechter als bei anderen Anlagegeschäften. Das Informationsblatt mit seinen abstrakten und typisierten Risikohinweisen genügte weder den Anforderungen an die Anlegergerechtigkeit noch denen an die

Anlagegerechtigkeit. Bei den Klägern handelte es sich um türkische Arbeitnehmer ohne Erfahrungen am Kapitalmarkt und ohne Kenntnisse über Geschäfte mit Optionsscheinen. Ihnen hätte in einer ihren Verständnismöglichkeiten entsprechenden Art und Weise insbesondere erklärt werden müssen, dass der Einsatz ihrer Ersparnisse für hochspekulative Optionsscheingeschäfte beabsichtigt sei, was Optionsscheingeschäfte sind, welche erheblichen Risiken damit verbunden sind und worin sie genau bestehen.⁴¹⁸ Überdies hätten sie unmissverständlich und ohne jede Beschönigung darauf hingewiesen werden müssen, dass die vom Beklagten verfolgte Anlagestrategie, jeweils nahezu das gesamte Kontoguthaben der Kläger in einen bestimmten Optionsschein zu investieren, besonders risikoreich ist.⁴¹⁹

d) Überwachung der Verhaltensregeln der Wertpapierdienstleistungsunternehmen

Die Verhaltensregeln der Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die sich aus § 31 Abs. 2 Satz 1 und 2 WpHG und § 37d WpHG ergeben, müssen eingehalten werden. Nach § 35 WpHG und nach dem Gesetz über integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht wurde dieser die Berechtigung eingeräumt, die Einholung zweckdienlicher Informationen und Angaben über Erfahrungen und Kenntnisse der Kunden in Derivativgeschäften durch die Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu überwachen. Es handelt sich hierbei insbesondere um die Prüfung der Auskünfte, die von Wertpapierdienstleistungsunternehmen hinsichtlich der Derivativgeschäfte getätigt werden und um die damit verbundenen Unterlagen. Die vorgenannten Prüfungen dürfen auch ohne besonderen Anlass vorgenommen werden und bedürfen keiner Ankündigung.⁴²⁰ Die Bundesanstalt kann somit auch außerhalb der jährlichen Prüfung nach § 36 WpHG die Einhaltung der Verhaltenspflichten kontrollieren.⁴²¹

⁴¹⁸ BGH WM 1996, 1260, 1261; 1995, 658, 659; 1994, 834, 835.

⁴¹⁹ BGH WM 1997, 811, 813.

⁴²⁰ Schäfer, BörsenG, § 35 Rn. 1.

⁴²¹ Reuschle, Viertesfinanzmarktförderungsgesetz, S. 179.

Es geht aber auch um die Überwachung der Meldepflichten der Kreditinstitute gegenüber der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 9 Abs. 1 WpHG. Danach sind Finanzdienstleistungsinstitute verpflichtet, jedes Geschäft in Derivaten, die zum Handel an einem organisierten Markt in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderem Vertragstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zugelassen oder in den geregelten Markt oder Freiverkehr einer inländischen Börse einbezogen sind, zu melden, wenn sie das Geschäft im Zusammenhang mit einer Wertpapierdienstleistung oder als Eigengeschäft abschließen. Um eine effiziente Überwachung sicherzustellen, haben Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 35 WpHG den Bediensteten der Bundesanstalt und den von ihr beauftragten Personen Zugang zu verschaffen, soweit dies zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben erforderlich ist. Das Betreten der Geschäftsräume und Grundstücke ist während der üblichen Arbeitszeit zu gestatten.⁴²²

Die genannten Vorkehrungen beziehen sich aber nur auf Derivate, die an Börsen gehandelt werden. Die überwiegende Zahl der Derivativgeschäfte findet auf dem außerbörslichen Markt statt und wird von § 9 WpHG nicht erfasst. Dadurch verlieren diese Vorkehrungen an Effizienz.

4. Form und Zeitpunkt der Aufklärung, Beratung und Information

a) Allgemeines

Nach § 37d WpHG ist ein Unternehmen, das gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Finanztermingeschäfte abschließt oder solche Geschäfte anschafft, veräußert, vermittelt oder nachweist, verpflichtet, vor dem Vertragsabschluss einen Verbraucher *schriftlich* über bestimmte Risiken zu informieren.

b) Schriftliche oder formlose Aufklärung und Beratung

⁴²² Reuschle, Viertesfinanzmarktförderungsgesetz, S. 180.

Heftig umstritten ist die Frage, ob eine Anlageberatung im Bereich von Termingeschäften formbedürftig ist und deshalb schriftlich zu erfolgen hat.⁴²³ Sie kann nach dem BGH grundsätzlich nur schriftlich und nicht ausschließlich fernmündlich erfolgen.⁴²⁴ Da der von Warenterminvermittlungsfirmen angesprochene Personenkreis typischerweise im Warenterminhandel unerfahren ist, kann nur durch eine schriftliche Belehrung erreicht werden, dass Kaufinteressenten in die Lage versetzt werden, ein zutreffendes Bild von solchen Geschäften zu gewinnen. Eine ähnliche Ansicht wird vom BGH auch in Bezug auf komplizierte Warenterminoptionen vertreten.⁴²⁵ Für diese fordert der BGH eine schriftliche Beratung und Aufklärung. Die Broschüre muss zutreffend, vollständig, gedanklich geordnet und auch von der Gestaltung her zur Aufklärung geeignet sein. Darüber hinaus muss die Broschüre einem unbefangenen, mit Warentermingeschäften nicht vertrauten Leser einen realistischen Eindruck von den Eigenarten und Risiken solcher Geschäfte vermitteln.⁴²⁶ Stark umstritten ist, ob diese Rechtsprechung auch auf andere Termingeschäftsformen übertragen werden soll. Die h. L. befürwortet die Ausdehnung auch auf die Vermittlung von ausländischen Aktien- und Aktienindexoptionen, lehnt aber eine generelle Übernahme eines Schriftformerfordernisses für die Anlageberatung im Bereich der Börsentermingeschäfte bzw. Finanztermingeschäfte ab.⁴²⁷ Der BGH hat auch ein generelles Schriftformerfordernis bei Börsentermingeschäften (a.F.) ausdrücklich abgelehnt.⁴²⁸ Die Rechtsprechung der Oberlandesgerichte folgt dem BGH und lehnt gleichermaßen ein Schriftformerfordernis für die Aufklärung bei Optionsscheingeschäften ab.⁴²⁹ Zu Recht wird dies damit begründet, dass der Grundsatz der Formfreiheit vom Gesetzgeber im Zusammenhang mit der Börsengesetznovelle von 1989 ausdrücklich nur in Bezug auf die Herbeiführung

⁴²³ Schwintowski/Schäfer, Bankrecht Commercial Banking - Investmentbanking, S. 900 ff.

⁴²⁴ BGH WM 1993, 1457, 1458; 1991, 1410, 1411, 1412; OLG Frankfurt a.M. WM 1994, 2195, 2196; OLG Düsseldorf WM 1997, 562, 563, 564.

⁴²⁵ BGH WM 1992, 770.

⁴²⁶ BGH WM 1992, 770.

⁴²⁷ Schwintowski/Schäfer, Bankrecht Commercial Banking – Investment Banking, S. 906; Drygala, ZHR 1995, 686, 729; ders., WM 1992, 1213, 1217; Kleinschmitt, Informationsmodell bei Börsentermingeschäften, S. 94; Horn, ZIP 1990, 1, 16.

⁴²⁸ BGH WM 1994, 2231, 2232, 2233.

⁴²⁹ OLG Frankfurt a.M. WM 1994, 542.

der Termingeschäftsfähigkeit oder – nach aktuellem Rechtsstand – die schriftliche Information bei Finanztermingeschäften eingeschränkt wurde.⁴³⁰

c) Zeitpunkt der Aufklärung bei Derivatgeschäften

Der Zeitpunkt der Aufklärung ist von großem Belang für Anleger. Aufklärung und Beratung bei Finanztermingeschäften haben rechtzeitig zu erfolgen. Nach der Rechtsprechung müssen zu Recht die Informationen, die für eine sachgerechte Entscheidung über Optionsgeschäfte notwendig sind, dem Kunden bereits zu dem Zeitpunkt schriftlich vorliegen, in dem er sich mit Bindungswillen für den Erwerb entscheidet.⁴³¹ Maßgeblich ist danach grundsätzlich der Zeitpunkt der Auftragserteilung, d.h. der Zugang des Vertragsantrags durch den Kunden. In diesem Zeitpunkt müssen dem Kunden spätestens schriftliche Informationen über die Risiken und wirtschaftlichen Zusammenhänge vom Optionsvermittler vorgelegt werden.⁴³² Nach der neuen Rechtslage muss die Information nach zwei Jahren wiederholt werden.⁴³³

II. Zusammenfassung

Die Rechtsprechung zum Anlegerschutz bei Derivaten konzentriert sich vor allem auf Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bzw. der Wertpapierdienstleistungsunternehmen.

Kritisch ist die unterschiedliche Verwendung der Begriffe „Aufklärungs-, Beratungs- und Informationspflichten“ in den Gesetzen zu bewerten. Rechtsprechung und Schrifttum definieren und erörtern diese Begriffe. Aus Gründen der Rechtseinheit und Rechtssicherheit sollten die Begriffe vereinheitlicht werden.

Hauptsächlich beschäftigen sich die Gerichte mit dem Zusammenhang zwischen Inhalt und Umfang der Aufklärungs- und Beratungspflicht einerseits und den

⁴³⁰ Reuschle, Viertesfinanzmarktförderungsgesetz, S. 186.

⁴³¹ BGH WM 1993, 1457, 1458; 1991, 1410.

⁴³² BGH WM 1993, 1457.

⁴³³ Reuschle, Viertesfinanzmarktförderungsgesetz, S. 186.

Erfahrungen und Kenntnissen der Anleger andererseits. Im Kern schuldet der Anlagevermittler/ Berater eine anlagegerechte und anlegergerechte Beratung. Diese Kategorien lassen sich nicht verallgemeinern. Sie müssen im konkreten Fall ausgefüllt werden. Dazu muss die Beratung auf die Eigenschaften und Risiken der Derivativgeschäfte, die für die Anlageentscheidung von Belang sind, und auf die persönlichen Verhältnisse des Anlegers zugeschnitten werden. Die nach § 31 Abs. 2 WpHG einzuholenden Informationen müssen dabei sorgfältig ausgewertet werden. Die Aufklärungs- und Beratungspflichten richten sich daran aus, ob das beabsichtigte Anlagegeschäft der sicheren Anlage dienen soll oder einen Spekulationscharakter hat. Bei einem spekulativen Charakter ist eine ausführliche Beratung abzulehnen.

Zeit und Form der Aufklärung und Beratung rufen nicht viele Kontroversen hervor.

Schlusswort

Viele Anleger denken bei Derivaten sofort an unbegrenzte oder wilde Spekulation und horrende Verluste. Mit der Realität hat dies nichts zu tun. Die spekulative Verwendung von Derivaten stellt nur einen kleinen Einsatzbereich dar. Vielmehr dienen innovative Finanzinstrumente der Optimierung und Steuerung von Risiken, insbesondere Zinsänderungs-, Währungskursänderungs-, Marktpreisänderungs-, Kredit- und Bonitätsrisiken.

Als Muster für den Abschluss von Finanztermingeschäften und Derivaten im inländischen Rechtsverkehr dient derzeit der Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte, der - als Alternative zu den international anerkannten Verträgen – darüber hinaus auch im grenzüberschreitenden Geschäft eingesetzt werden kann. Der Rahmenvertrag enthält als wichtigste Regelung eine Nettingvereinbarung. Die vertragliche Verrechnung dehnt die Möglichkeiten zur Aufrechnung aus. Darin besteht ein effizientes Instrument zur Reduzierung der Risiken.

Zu den Vorkehrungen gegen Risiken von Derivaten, die direkt vom Gesetzgeber vorgesehen werden, gehört die Regelung der Termingeschäftsfähigkeit. Sachgerecht ist auch das Konzept der Rechtsprechung des BGH bezüglich anlage- und anlegergerechten Aufklärung- und Beratungspflichten.

Literaturverzeichnis der Dissertation „Anlegerschutz bei Derivaten“

- Allmendinger, Stefan:* Anmerkung zu BGH, Urteil vom 11. 6. 1996 – XI ZR 172/95, EWiR 1996, 699.
- Alsheimer, Constantin/ Herbert, Otto:* Die Rechtsnatur derivativer Finanzinstrumente und ihre Darstellung im Jahresabschluss, Frankfurt am Main (u.a.) 2000.
- Assmann, Heinz-Dieter:* Börsentermingeschäftsfähigkeit, in: Festschrift für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag, Berlin (u.a.) 1991, S. 1 (zit.: Assmann, FS Heinsius).
- ders.:* Irrungen und Wirrungen im Recht der Termingeschäfte, ZIP 2001, 2061.
- Bank of England:* Developing a Supervisory Approach to Credit Derivatives, Discussions Paper, November 1996.
- BaFin*, Jahresbericht 2005, (Internet:
http://www.bafin.de/cln_011/nn_721290/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Jahresberichte/2005/jb_2005_kapitel_VI,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/jb_2005_kapitel_VI.pdf).
- Basler Ausschuss für Bankenaufsicht:* Änderung der Eigenkapitalvereinbarung zur Einbeziehung der Marktrisiken, Januar 1996.
- ders.:* Netting, Marktrisiken, Zinsänderungsrisiko als Gegenstand der Aufsicht (Vorbemerkungen zu den Vorschlägen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht zur Konsultation)- Aufsichtsrechtliche Behandlung von Marktrisiken Aufsichtsrechtliche Anerkennung von Netting bei der Eigenkapitalberechnung, Messung des Zinsänderungsrisikos der Banken, 1993.
- ders.:* Richtlinien für das Risikomanagement im Derivatgeschäft, Juli 1994.
- Beck, Peter:* Kreditderivate, Internes Trainingsprogramm, Frankfurt am Main 2003.
- Beisse, Heinrich:* Gläubigerschutz – Grundprinzip des deutschen Bilanzrechts, Berlin 1993.
- ders.:* Zum neuen Bild des Bilanzrechtssystems, in: Bilanzrecht und Kapitalmarkt, Festschrift für Adolf Moxter zum 65. Geburtstag, Düsseldorf 1994, S. 3 (zit.: Beisse, FS Moxter).
- Bertsch, Andreas/ Kärscher, Ralph:* Derivative Instrumente im Jahresabschluss und in der Steuerbilanz, Stuttgart 1996.
- Boos, Karl-Heinz/ Meyer-Ramloch, Dorothea:* Kreditderivate: Die Regeln der Bankenaufsicht, Die Bank 1999, 644.

- Boss, Karl – Heinz/ Fischer, Reinfrid/ Schulte – Mattler, Hermann:* Kreditwesengesetz Kommentar zu KWG und Ausführungsvorschriften, 2 Auflage, München 2004 (zit.: Boss/Fischer/Schulte – Mattler, Krediwesengesetz – Kommentar).
- Bosch, Ulrich:* Finanztermingeschäfte in der Insolvenz – Zum Netting im Insolvenzverfahren - Teil I, WM 1995, 365.
- Brandt, Sven:* Kreditderivate, BKR 2002, 243.
- Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen:* Entwurf eines Rundschreibens zur Behandlung von Kreditderivaten, Berlin, 10. Juni 1998.
- Burghof, Hans-Peter/ Henke, Sabine/ Rudolph, Bernd:* Kreditderivate als Instrumente eines aktiven Kreditrisikomanagements, ZBB 1998, 277.
- Canaris, Claus-Wilhelm:* Die Verbindlichkeit von Optionsscheingeschäften, WM-Sonderbeilage 10, 1988, S. 3.
- Carstensen, Meinhard:* Finanzinnovationen in der praktischen Anwendung einer Geschäftsbank, Die Bank 1987, 352.
- Casper, Mathias:* Das neue Recht der Termingeschäfte, WM 2003, 161.
- Coleman:* Netting a Red Herring, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law , 1994, 391, 392.
- Clouth, Peter:* Aktuelle Rechtsfragen der Finanztermingeschäfte, WM Tagung zum Bankrecht, Karlsruhe, 16/17 September 2003, S. 1.
- ders.:* Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate. Produktstrukturen und Verlustrisiken. Beratung und Information durch Kreditinstitute, München 2001 (zit.: Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate).
- ders.:* Vertrags- und Formularbuch zum Handels-, Gesellschafts-, Bank- und Transportrecht (Hrsg. Klaus Hopt), 2. Auflage, München 2000.
- ders.:* Anmerkung zu LG Berlin, Urteil vom 16. 5. 2001 – 29 U 7237/00, BKR 2001, 42.
- Commerzbank AG:* Finanzmanagement mit modernen Zins- und Deviseninstrumenten, Frankfurt 1994
- Damm, Ulrich:* Derivate zwischen Nutzen und Risiko, Die Bank 1993, 506.
- Decker, Ernst:* Zinssatz- und Währungsswap unter rechtlichen Aspekten, dargestellt anhand des Muster-Rahmenvertrages für Swapgeschäfte, WM 1990, 1001.

Deutsche Bank AG: Basisinformationen über Finanzderivate, Grundlagen, wirtschaftliche Zusammenhänge, Anwendungsmöglichkeiten und Risiken, Köln 1998 (zit.: Deutsche Bank, Basisinformationen über Finanzderivate).

Deutsche Bundesbank: Bankinterne Risikosteuerungsmöglichkeiten und deren bankaufsichtliche Eignung, Monatsbericht, Oktober 1998.

Dornseifer, Hanno: Börsentermingeschäfte und Börsentermingeschäftsfähigkeit: zur börsengesetzlichen Behandlung von finanzwirtschaftlichen Festgeschäften, Options- und Optionsscheingeschäften, Frankfurt am Main (u.a.) 1999 (zit.: Dornseifer, Börsentermingeschäfte und Börsentermingeschäftsfähigkeit).

Drygala, Tim: Termingeschäftsfähigkeit und Aufklärungspflicht beim Handel mit Optionsscheinen, ZHR 1995, 686.

ders.: Gesetzliches Schriftformerfordernis bei der Anlegeraufklärung? WM 1992, 1213, 1217.

Ebenroth, Carsten-Thomas/ Reiner, Günther: OTC-Derivate nach dem 1992 Multicurrency Cross-Border Master Agreement: Swap, Swap-Derivate, Futures und Optionen, in: Münchener Vertragshandbuch, Band III Wirtschaftsrecht, 2. Halbband: Internationales Wirtschaftsrecht, München 1997, S. 1249 (zit.: Ebenroth/ Reiner, OTC Derivate nach dem 1992 Multicurrency cross - border MA).

Ebenroth, Carsten-Thomas/ Messer, Ulrich: Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Waehrungswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen aufgrund vertraglicher Lösungsklausel, ZVglRWiss 1988, 13.

Eickmann, Dieter: Heidelberger Kommentar zur Insolvenzordnung, 3. Auflage, Heidelberg 2003.

Eilenberger, Guido: Währungsrisiken, Währungsmanagement und Devisenkurssicherung, 2. Auflage, Frankfurt a. M. 1986.

Eller, Roland: Handbuch derivativer Instrumente: Produkte, Strategien, Risikomanagement (Hrsg. Roland Eller), Stuttgart 1996 (zit.: Eller, Handbuch derivativer Instrumente).

Erne, Roland: Die Swapgeschäfte der Banken: eine rechtliche Betrachtung der Finanzwaps unter besonderer Berücksichtigung des deutschen Zivil-, Börsen-,

- Konkurs- und Aufsichtsrechts, Berlin 1992 (zit.: Erne, Die Swapgeschäfte der Banken).
- Flume, Werner*: Der verlängerte und erweiterte Eigentumsvorbehalt, NJW 1950, 841.
- Füllbier, Andreas*: Swap-Verträge – Internationale Standardisierung, ZIP 1990, 680.
- Gebhardt, Günther*: Berichterstattung deutscher Unternehmen über den Einsatz derivativer Finanzinstrumente, WPg 1995, 600.
- Hashagen, Jörg/ Auerbach Dirk*: Bilanzierung und Bewertung von Kreditderivaten, Die Bank 1998, 625.
- Henssler, Martin*: Risiko als Vertragsgegenstand, Tübingen 1994.
- Horn, Norbert*: Anlageberatung im Privatkundengeschäft der Banken - Rechtsgrundlagen und Anforderungsprofil, WM 1999, 1.
- ders.*: Der Ausschluss von Aufklärung und Beratung im Anlegerschutzrecht, in: Bankrecht - Schwerpunkte und Perspektiven, Festschrift für Herbert Schimansky, Köln 1999, S. 2 (zit.: Horn, FS Schimansky).
- ders.*: Die Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken, ZBB 1997, 139.
- ders.*: Boersentermingeschäfte nach neuem Recht, ZIP 1990, 2, 16.
- Hüttemann, Petra*: Derivative Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken, in: Oehler, Andreas, Credit Risk und Value at Risk Alternativen – Herausforderungen für das Risk Management, Stuttgart 1998, S. 53 (zit.: Hüttemann, Derivative Instrumente für den Transfer von Kreditderivaten).
- ders.*: Kreditderivate im europäischen Kapitalmarkt, Wiesbaden 1997.
- Jahn, Uwe*: Außerbörsliche Finanztermingeschäfte (OTC Derivate), in: Schimansky, Herbert/ Bunte, Hermann Josef/ Lwowski, Hans-Jürgen: Bankrechts-Handbuch, Band III 2. Auflage, München 2001 (zit.: Jahn, Bankrechts-Handbuch).
- ders.*: Internationale Rahmenverträge für Finanztermingeschäfte (I), Die Bank 1992, 349.
- ders.*: Internationale Rahmenverträge für Finanztermingeschäfte (II), Die Bank 1993, 235.
- ders.*: Vereinheitlichung von Swap-Verträgen, Die Bank 1987, 197.
- Jaskulla, Ekkehard M.*: Die Einführung derivativer Finanzinstrumente an den deutschen Wertpapierbörsen als Regelungsproblem, Frankfurt am Main 1995 (zit.: Jaskulla, Die Einführung derivativer Finanzinstrumente).
- Klingner-Schmidt, Ulrike*: Ausserbörsliche Finanztermingeschäfte (OTC – Derivate), in: Derleder, Peter/ Knops, Kai-Oliver/ Bamberger, Heinz – Georg: Handbuch zum

- deutschen und europäischen Bankrecht, Berlin (u.a.) 2004 (zit.: *Klingner – Schmidt*, Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht).
- Knapps, Fritz*: Enzyklopädisches Lexikon, S. 363, Rn. 2.2.
- Knipp, Thomas*: Die deutsche Terminbörse und ihre Produkte, in: Die deutsche Terminbörse (Hrsg. Gerald Braunberger) Frankfurt am Main 1989.
- Kleinschmitt, Martin*: Das Informationsmodell bei Börsentermingeschäften, Berlin 1992.
- Kollar, Axel*: Derivate Produkte – ein Wachstumsmarkt, Sparkasse 1991, S. 366.
- Koller, Ingo*: Die Klagbarkeit von Prämienforderungen aus Aktienoptionen, WM 1985, 593.
- Körner, Werner*: Das Prinzip der Einzelbewertung, WPg 1976, 430.
- Krämer, Lutz*: Finanzswaps und Swapderivate in der Bankenpraxis, Eine zivil-, AGB- und aufsichtsrechtliche Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung der Kautelarpraxis, Berlin (u.a.) 1999 (zit.: Krämer, Finanzswaps und Swapderivate in der Bankenpraxis).
- Kropholler, Jan*: BGB-Studienkommentar, 7. Auflage, München 2004.
- Kümpel, Siegfried*: Rechtsfragen des Differenzgeschäfts in der Bankpraxis, WM 1987, 1321.
- ders.*: Börsengesetznovelle 1989, WM 1989, 1313.
- ders.*: Sonderbedingungen für Börsentermingeschäfte – Kurzkommentar, WM - Sonderbeilage 1, 1991, S. 3.
- ders.*: Die allgemeinen Verhaltensregeln des Wertpapierhandelsgesetzes, WM 1995, 689.
- ders.*: Zur Neugestaltung des Termin-, Differenz- und Spieleinwandes für den Bereich der Derivate, WM 1997, 49.
- ders.*: Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, Köln 2004.
- Kümpel, Siegfried/ Hammen, Horst/ Ekkenga, Jens*: Kapitalmarktrecht – Handbuch für die Praxis, Berlin 1995 (zit.: Kümpel/Hemmen/Ekkenga, Kapitalmarktrecht).
- Lang, Volker*: Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen: Pflichten und Haftung der Banken, München 2002 (zit.: Lang, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen).
- Lerbinger, Paul*: Ölpreisswaps, Die Bank 1991, 36.
- ders.*: Swaptransaktionen als Finanzinstrumente, Die Bank 1985, 245.

Lutter, Marcus/ Krieger, Gerd: Rechte und Pflichten des Aufsichtsrates, 4. Auflage, Köln 2002.

Menichetti, Marco-J.: Währungsrisiken bilanzieren und hedgen: Auswirkungen der deutschen Rechnungslegung auf die Hedge-Entscheidung, Wiesbaden 1993 (zit.: Menichetti, Währungsrisiken bilanzieren und hedgen).

Menninger, Jutta: Börsen- und zivilrechtlicher Charakter von Financial Futures, WM 1994, 970.

ders.: Die Abbildung der Financial Futures im Jahresabschluss, RIW 1994, 43.

Melzer, Philipp: Zum Begriff des Finanztermingeschäfts, BKR 2003, 366.

Moxter, Adolf: Bilanzauffassungen, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft (hrsg. von Waldemar Wittmann u.a.), 5. Auflage, Teilband 1, Stuttgart 1993.

Nordhues, Hans-Günther/ Benzler, Marc: Risikosteuerung durch Kreditderivate, WM 1999, 461.

Obermüller, Manfred: Zero Recovery Swap, in: Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag, Frankfurt am Main, 2003, S. 5 (zit.: Obermüller, FS Kümpel).

Obermüller, Manfred/ Hess, Harald: Insolvenzordnung – eine systematische Darstellung des neuen Insolvenzrechts, Frankfurt a.M. 1993 (zit.: Obermüller/Hess, Insolvenzordnung).

Obst, Georg/ Hintner, Otto: Geld-, Bank- und Börsenwesen: Handbuch des Finanzsystems, 40. Auflage, Stuttgart 2000 (zit.: Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsewesen).

Randow, Philipp von: Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Studie, Arbeitspapier 3/96, Frankfurt am Main 1996 (zit.: Randow, Derivate und Corporate Governance).

Rettberg, Udo: EU fordert verstärkte Aufsicht für Derivate, Handelsblatt 2003.11.14, S. 1.

Reuschle, Fabian: Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, München 2002.

Reischauer, Friedrich/ Kleinhans, Joachim: Kreditwesengesetz-Kommentar, Band 1, Bonn 1998.

Rudolph, Bernd.: Derivative Finanzinstrumente, Stuttgart 1995.

ders.: Management des Zinsänderungsrisikos, in: Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens (Hrsg. Wolfgang Gerke u.a.), Stuttgart 1995, S. 2044 (zit.: Rudolph, Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens).

- ders.*: Risikomanagement in Kreditinstituten – Betriebswirtschaftliche Konzepte und Lösungen, ZIR 1993, 117.
- Samtleben, Jürgen*: Das Börsentermingeschäft ist tot - es lebe das Finanztermingeschäft?, ZBB 2003, 69.
- ders.*: Termingeschäfte an Auslandsbörsen - Zur Neuregelung des Börsengesetzes, NJW 1990, 2670.
- Saxinger, Raimund*: Traditionelle und neuere Risikomaße im Asset-Management, in: Handbuch des Risikomanagements (Hrsg. Roland Eller), Stuttgart 1998, S. 336 (zit.: Saxinger, Traditionelle und neuere Risikomaße im Asset-Management).
- Schäfer, Frank-A.*: Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV. Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV. Düsseldorf 1999.
- Scharpf, Paul/ Luz, Günther*: Risikomanagement, Bilanzierung und Aufsicht von Finanzderivaten, 2. Auflage, Stuttgart 2000.
- Schmidt, Martin*: Derivative Finanzinstrumente, 2. Auflage, Stuttgart 2002.
- Schulte-Mattler, Hermann*: Ausfallrisiko und bilaterales Netting von OTC-Finanzderivaten, Die Bank 1994, 302.
- ders.*: Baseler Vorschlag zur Erfassung und Begrenzung von Marktrisiken, Die Bank 1994, 28.
- Schwark, Eberhard*: Anlegerschutz bei Derivaten, in: Das Anlagegeschäft der Banken, Rostock 2000, S. 35 (zit.: Schwark, Anlegerschutz bei Derivaten).
- ders.*: Anlegerschutz durch Wirtschaftrecht, München 1979.
- ders.*: Zur sittenwidrigen Schädigung durch überhöhte Vermittlungsprovision für Warentermindirektgeschäfte, EWiR 1989, 147.
- ders.*: Börsentermin- und Differenzeinwand im Optionsscheinhandel, WM 1988, 921.
- Schwennicke, Andreas*: Die Dokumentation der Erfüllung von Verhaltenspflichten nach § 31 Abs. 2 WpHG durch die Bank, WM 1998, 1101.
- ders.*: Die neuere Rechtsprechung zur Börsentermingeschäftsfähigkeit und zu den Aufklärungs- und Beratungspflichten bei Börsentermingeschäften, WM 1997, 1265.
- Schwintowski, Hans-Peter/ Schäfer, Frank-A.*: Bankrecht Commercial Banking - Investment Banking, Köln (u.a.), 2004.
- dies.*: Bankrecht Commercial Banking – Investment Banking, Köln (u.a.) 1997.

- Schwintowski, Hans-Peter:* Das Optionsscheingeschäft: Naturalobligation oder vollkommene Verbindlichkeit?, ZIP 1988, 1021, 1026.
- Smith, Clifford:* Corporate Risk Management: Theory and Practice, The Journal of Derivatives, S. 2.
- Steiner, Manfred/ Tebroke, Hermann-Josef/ Wallmeier, Martin:* Konzepte der Rechnungslegung für Finanzderivate, WPg 1995, 533.
- Vossheinrich, Burkhard:* Devisentermingeschäft: Kurssicherungsinstrument oder Spekulationsvehikel, Die Bank 1987, 447.
- Waldersee, Georg-Graf:* Bilanzierung von Finanzderivaten nach HGB, IAS und US GAAP, in: Internationale Rechnungslegung (Hrsg. Karlheinz Küting) Festschrift für Claus-Peter Weber zum 60. Geburtstag, Stuttgart 1999, S. 5 (zit.: Waldersee, FS Weber).
- Walther, Wolfgang:* Risiko Management im derivativen Geschäft, in: Derivative Finanzinstrumente (Hrsg. Bernd Rudolph), Stuttgart 1995, S. 287 (zit.: Walther, Risiko Management im derivativen Geschäft).
- Werner, Horst-S./ Machunsky, Jürgen:* Bankenhaftung für Börsenverluste. Anlageberatung, Verrmoegensverwaltung, Börsentermingeschäfte – Schadensersatzansprüche von Kapitalanlegern, Göttingen 1989, S. 74 (zit.: Werner/Machunsky, Bankenhaftung).
- dies.:* Rechte und Ansprüche geschädigter Kapitalanleger, 3. Auflage, Göttingen 1991.
- Wittig, Arne:* Representations and Warranties, WM 1999, 985.
- Wolf, Manfred/ Horn, Norbert/ Lindacher, Walter-F.:* AGB-Gesetz: Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen; Kommentar, 3. Auflage, München 1994.
- Zahn, Andreas/ Lemke, Rudolf:* Die Credit Linked Note – Anleihe mit integriertem Kreditderivat, WM 2002, 1536.

