

Einführung in das Kapitalmarktrecht

Grunewald / Schlitt

4., vollständig überarbeitete Auflage 2020
ISBN 978-3-406-72400-8
C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei
beck-shop.de

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

beck-shop.de hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird beck-shop.de für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

Wandlungszeitraums oder einem früheren für die Rückzahlung festgesetzten Tag eintreten.²¹⁴

Für den Fall einer Kapitalerhöhung der Zielgesellschaft mit Bezugsrecht der Altaktionäre wird eine wirtschaftliche Gleichstellung der Anleihegläubiger vor allem durch eine **Anpassung des Wandlungsverhältnisses** unter Berücksichtigung des Verhältnisses der ausstehenden Aktien vor der Kapitalerhöhung zu den ausstehenden Aktien nach der Kapitalerhöhung und des Dividendennachteils der neuen Aktien erreicht.²¹⁵ Denkbar ist alternativ auch die Zahlung eines **Barausgleichs**.²¹⁶ Entsprechende Mechanismen werden regelmäßig auch für die vergleichbaren Fälle der Gewährung von Bezugsrechten auf eigene Aktien (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG) und die Ausgabe weiterer Wandelanleihen vorgesehen.²¹⁷

Bei der Kapitalerhöhung aus **Gesellschaftsmitteln** (§§ 207 ff. AktG) besteht im Ausgangspunkt die gleiche Interessenlage. Anders als bei der Kapitalerhöhung mit Bezugsrechten ist ein Schutz der Inhaber von Wandelanleihen aber schon gesetzlich ausdrücklich vorgesehen (§§ 216 Abs. 3, 218 AktG).²¹⁸ Während insoweit Anpassungsklauseln also nur klarstellender Natur sind, bedarf es zum Schutz der Inhaber von Umtauschanleihen, für die §§ 216 Abs. 3, 218 AktG nicht gelten, zwingend einer ausdrücklicher Regelungen in den Anleihebedingungen.²¹⁹

Beispiel 3: Die X-AG verfügt über ein in 10 Mio. Stückaktien zerlegtes Grundkapital von 10 Mio. EUR. Eine von der Y-AG emittierte Umtauschanleihe berechtigt nach dem Umtauschverhältnis zum Umtausch jeder Teilschuldverschreibung in 1.000 Aktien der X-AG. Während der Laufzeit der Anleihe führt die X-AG eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln auf 15 Mio. EUR durch und teilt ihren Aktionären entsprechend deren bisheriger Beteiligung am Grundkapital (§ 212 AktG) 5 Mio. neue Aktien zu. Die Anleihebedingungen sehen vor, dass das Umtauschverhältnis in diesem Fall nach der Formel

$$\text{Neues Umtauschverhältnis} = \text{Altes Umtauschverhältnis} \times \frac{\text{Aktienzahl nach der Kapitalerhöhung}}{\text{Aktienzahl vor der Kapitalerhöhung}}$$

angepasst wird. Nach Durchführung der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln verbrieft daher jede Teilschuldverschreibung ein Umtauschrecht in 1.500 Aktien der X-AG.

Kapitalherabsetzungen, außerordentliche Dividendenzahlungen oder die Ausschüttung von Sachdividenden, s. dazu *Zahn/Lemke* BKR 2002, 527 (532) und *HMS Unternehmensfinanzierung/Schlitt/Kammerlohr* § 12 Rn. 12.33 f.

²¹⁴ *HMS Unternehmensfinanzierung/Schlitt* § 11 Rn. 11.67; *HMS Unternehmensfinanzierung/Schlitt/Kammerlohr* § 12 Rn. 12.26; *Spindler/Stilz/Seiler* AktG § 221 Rn. 153 (198).

²¹⁵ *HMS Unternehmensfinanzierung/Schlitt/Kammerlohr* § 12 Rn. 12.31; *HMS Unternehmensfinanzierung/Schlitt* § 11 Rn. 11.68; Zu der Frage, ob zumindest Wandelanleihegläubigern ebenfalls verhältnismäßig Bezugsrechte auf neue Aktien eingeräumt werden können, s. ausführlich *MüKoAktG/Habersack* § 221 Rn. 294 ff.

²¹⁶ *MüKoAktG/Habersack* § 221 Rn. 299; *HMS Unternehmensfinanzierung/Schlitt* § 11 Rn. 11.68.

²¹⁷ *KölnKommAktG/Florstedt* § 221 Rn. 358 ff.; *Zahn/Lemke* BKR 2002, 527 (532).

²¹⁸ *Hüffer/Koch/Koch* AktG § 216 Rn. 14.

²¹⁹ *HMS Unternehmensfinanzierung/Schlitt/Kammerlohr* § 12 Rn. 12.27.

b) Sonstige Strukturmaßnahmen

Neben den dargestellten Kapitalmaßnahmen sind weitere Vorgänge auf der Ebene der Zielgesellschaft denkbar, die sich auf die zukünftige Mitgliedschaft der Investoren auswirken können. Hierzu zählen insbesondere umwandlungsrechtliche Maßnahmen und die Übernahme der Zielgesellschaft durch einen Dritten.²²⁰

Charakteristisch für umwandlungsrechtliche Maßnahmen ist die Vereinigung des Vermögens der Zielgesellschaft mit einem anderen Unternehmensvermögen (so bei der **Verschmelzung** nach §§ 2 ff. UmwG) oder dessen Aufteilung durch **Spaltung** (§§ 123 ff. UmwG).²²¹ Diese Maßnahmen haben nicht nur erhebliche Konsequenzen für die Rechtsstellung der Aktionäre der Zielgesellschaft. Auch für die Inhaber aktienverwandter Produkte treten gegenüber der Situation zum Zeitpunkt des Erwerbs der Anleihe Veränderungen ein. Ähnlich wie im Fall der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§ 216 Abs. 3 AktG) enthält das UmwG Schutzvorschriften (lediglich) zugunsten der Inhaber von Wandel- und Optionsanleihen (§§ 23, 26, 125 UmwG).²²² Für Inhaber von Umtauschanleihen gilt dieser Schutz nicht.²²³ Insoweit bedarf es also der Aufnahme entsprechender Schutzvorschriften in die Anleihebedingungen, die den Inhabern ein Recht auf Umtausch in Aktien des übernehmenden oder neu entstehenden Rechtsträgers einräumen und eine Anpassung des Umtauschverhältnisses unter Berücksichtigung des Erwerbsrechts der Aktionäre der Zielgesellschaft (also des Anleiheemittenten) an Aktien des übernehmenden Rechtsträgers vorsehen.²²⁴

Ein **Übernahme- oder Pflichtangebot** nach §§ 29 ff., 35 Abs. 2 S. 1 WpÜG löst, solange nicht ein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag geschlossen wird, keine besonderen Schutzmechanismen zugunsten der Inhaber aktienverwandter Produkte aus.²²⁵ Gleichwohl führt der Umstand, dass sich der infolge eines Übernahme- oder Pflichtangebots möglicherweise eintretende Kontrollwechsel (*change of control*) negativ auf die Kreditwürdigkeit der Zielgesellschaft auswirken oder eine Änderung der Strategie herbeiführen kann, regelmäßig zur Aufnahme von Schutzvorschriften in die Anleihebedingungen, etwa durch eine Verbesserung des Wandlungsverhältnisses.²²⁶ Üblich sind insoweit Klauseln, die den Investoren im Falle des Kontrollwechsels ein Kündigungsrecht einräumen.²²⁷

9. Inhaltskontrolle

Anleihebedingungen werden von der höchstrichterlichen Rechtsprechung als allgemeine Geschäftsbedingungen qualifiziert und unterliegen folglich der richterlichen Inhaltskontrolle.²²⁸ In der Literatur wird dieser Befund zwar kriti-

²²⁰ S. zu Squeeze-Out (§§ 327a ff. AktG, §§ 39a ff. WpÜG) und Delisting HMS Unternehmensfinanzierung/*Schlitt* § 11 Rn. 11.75 ff.; zur Konzernierung MüKoAktG/*Habersack* § 221 Rn. 317 ff.

²²¹ HMS Unternehmensfinanzierung/*Schlitt/Kammerlobr* § 12 Rn. 12.35.

²²² HMS Unternehmensfinanzierung/*Schlitt/Kammerlobr* § 12 Rn. 12.35.

²²³ Semler/Stengel/*Kalss* UmwG § 23 Rn. 5.

²²⁴ HMS Unternehmensfinanzierung/*Schlitt/Kammerlobr* § 12 Rn. 12.35.

²²⁵ MüKoAktG/*Habersack* § 221 Rn. 324.

²²⁶ HMS Unternehmensfinanzierung/*Schlitt* § 11 Rn. 11.74.

²²⁷ *Schlitt/Seiler/Singhof* AG 2003, 254 (267); zur Differenzierung zwischen Change of Control Put und Merger Put, s. HMS Unternehmensfinanzierung/*Schlitt* § 11 Rn. 11.74 mwN.

²²⁸ S. für Inhaberschuldverschreibungen BGHZ 163, 311 (314 ff.) = NJW 2005 2917 und für Genussrechte bereits BGHZ 119, 305 (312) = NJW 1993 57.

siert,²²⁹ angesichts der eindeutigen Rechtsprechung für die Praxis aber von der Anwendbarkeit der §§ 307 ff. BGB ausgegangen.²³⁰

VI. Börsenzulassung und Transparenzpflichten

Um für den Handel in aktienverwandten Produkten einen liquiden Sekundärmarkt zu eröffnen, werden die Instrumente regelmäßig nach ihrer Platzierung **prospektfrei** in den **Freiverkehr** der Frankfurter Wertpapierbörse einbezogen.²³¹

Im Hinblick auf wertpapierhandelsrechtliche **Meldepflichten** kommt vor allem den §§ 38, 39 WpHG Bedeutung zu. Inhaber von Wandelanleihen müssen nach Auffassung der BaFin eine Meldung nach § 39 WpHG abgeben, wenn der Emittent zur Lieferung eigener Aktien im Fall der Wandlung berechtigt ist – was die Wandelanleihebedingungen regelmäßig vorsehen. Die Inhaber von Umtauschanleihen können ebenfalls in den Anwendungsbereich des § 38 Abs. 1 WpHG fallen, wenn ihr Umtauschrecht weder von äußeren Umständen (wie dem Erreichen eines bestimmten Kursniveaus) abhängt, noch dem Emittenten ein Recht zur Leistung eines Barausgleichs anstelle der Lieferung von Aktien zusteht.²³² Die Mitteilungspflicht des § 38 Abs. 1 WpHG richtet sich nach den Schwellen des § 33 Abs. 1 S. 1 WpHG und greift bei Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten derselben. Eine Mitteilungspflicht besteht nicht bei einer Schwelle von 3 % für unmittelbare oder mittelbare Inhaber von Instrumenten, die die Ausnahmetatbestände des § 38 Abs. 1 Nr. 1 und Nr. 2 erfüllen.

beck-shop.de
DIE FACHBUCHHANDLUNG

VII. Umstrukturierung

Dem Emittenten stehen verschiedene Instrumente zur Umstrukturierung aktienverwandter Produkte zur Verfügung. Hervorzuheben ist die Möglichkeit eines Rückkaufs des Instruments.²³³ Ein solcher kommt aus Gründen der Liquiditätsschonung insbesondere in Betracht, wenn der Marktwert einer Anleihe deutlich unter ihrem Nennbetrag liegt.²³⁴ Die Abwicklung kann entweder im Wege eines öffentlichen Rückkaufangebots, bei Börsennotierung der Anleihe auch über die Börse, oder auf individualvertraglicher Grundlage (*negotiated repurchase*) erfolgen.²³⁵

²²⁹ S. etwa MüKoAktG/*Habersack* § 221 Rn. 255 ff. und HMS Unternehmensfinanzierung/*Schlitt/Kammerlohr* § 12 Rn. 12.43 ff., jeweils mit umfangreichen Nachweisen zum Meinungsstand.

²³⁰ Einigkeit besteht jedenfalls insoweit, als aktienverwandte Produkte bis zum Aktienerwerb keine mitgliedschaftliche Stellung gewähren und eine AGB-Kontrolle deshalb nicht bereits gemäß § 310 Abs. 4 BGB ausgeschlossen ist, s. etwa Spindler/Stilz/*Seiler* AktG § 221 Rn. 169 f.; → § 5 VI 1a). Zu den Einzelheiten der Inhaltskontrolle, s. ausführlich HMS Unternehmensfinanzierung/*Schlitt/Kammerlohr* § 12 Rn. 12.47 ff.

²³¹ *Schlitt/Schäfer* CFL 2010, 252 (256); *Seibt* CFL 2010, 165 (168).

²³² *Schlitt/Schäfer* AG 2007, 227 (233 f.).

²³³ S. zum Rückerwerb von Wandelschuldverschreibungen durch die emittierende Gesellschaft *Wieneke* WM 2013, 1540.

²³⁴ HMS Unternehmensfinanzierung/*Schlitt* § 11 Rn. 11.89; *Wieneke* WM 2013, 1540 (1540).

²³⁵ HMS Unternehmensfinanzierung/*Schlitt* § 11 Rn. 11.89.

Die Umstrukturierung aktienverwandter Produkte nach dem SchVG folgt weitgehend der von »gewöhnlichen« Anleihen.²³⁶



²³⁶ S. § 5 VII. und ausführlich auch HMS Unternehmensfinanzierung/*Schlitt* Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt § 12 Rn. 12.64 ff.

§ 7. Derivate

Literatur (Auswahl): *Ehricke*, Finanztermingeschäfte im Insolvenzverfahren, ZIP 2003, 273; *Fleckener*, Zum Anwendungsbereich der §§ 37d ff. WpHG im Devisenterminalhandel nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZBB 2005, 96; *Fleischer/Schmolke*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz nach §§ 21 ff. WpHG und „Hidden Ownership“, ZIP 2008, 1501; *Merkner/Sustmann*, Erste „Guidance“ der BaFin zu den neuen Meldepflichten nach §§ 25, 25a WpHG, NZG 2012, 241; *Salewski*, Zertifikate – reguläre Finanzinstrumente oder unerlaubtes Glücksspiel?, BKG 2012, 100; *Schlitt/Löschner*, Abgetrennte Optionsrechte und Naked Warrants, BKR 2002, 150; *Schmid/Mühlhäuser*, Rechtsfragen des Einsatzes von Aktienderivaten beim Aktienrückkauf, AG 2001, 493.

I. Einführung

Derivative Finanzinstrumente bilden einen großen Anteil des Handelsvolumens an den internationalen Finanzmärkten. Dieses wird weniger durch Privatanleger aufgebracht; vielmehr nutzen institutionelle Investoren die unterschiedlichen Typen von Derivaten vor dem Hintergrund ihrer jeweiligen Anlagestrategie.

Aufgrund der sich stetig verändernden Anforderungen der Märkte und ihrer Teilnehmer unterliegen derivative Finanzinstrumente dabei einem fortwährenden Innovationsprozess. Durch die große Vielfalt ihrer Einsatzmöglichkeiten, aber auch wegen der durch ihre Komplexität und Intransparenz bestehenden Risiken, stehen derivative Finanzinstrumente – nicht zuletzt durch ihre Rolle bei dem Ausbruch der globalen Finanzmarktkrise im Jahre 2008 und der sich anschließenden Staatsschuldenkrise – seit jeher im Fokus der Öffentlichkeit.

1. Begriff des Derivats

Derivate (von lateinisch *derivare* = ableiten) sind Finanzinstrumente, deren Wert sich aus einem anderen Wert, dem sog. Basiswert¹ (entsprechend dem englischen Sprachgebrauch häufig als Underlying bezeichnet) ableitet.

Derivate sehen zu einem bestimmten Zeitpunkt und zu vorher festgelegten Konditionen das Recht bzw. die Pflicht zum Kauf bzw. Verkauf des auf den Basiswert bezogenen Handelsguts vor. Man bezeichnet sie daher auch als **Termingeschäfte**, deren wichtigste Ausprägungen das Festgeschäft und die Option sind. Die Abhängigkeitsbeziehung zwischen dem derivativen Finanzinstrument und dem Basiswert ist vielfach sehr komplex, so dass sich Wertveränderungen nicht stets parallel nachvollziehen, sondern je nach der individuellen Ausgestaltung sogar entgegengesetzt verlaufen können.² Derivate können ihrerseits **börsennotiert** sein.

¹ Dazu → I. 1. b).

² KMFS BankKapMarktR/Oulds Rn. 19.54.

In § 2 Abs. 3 Nr. 1 WpHG werden derivative Geschäfte³ als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte definiert, deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar vom Preis oder Maß von Basiswerten ableitet (sog. Termingeschäfte), wie etwa von Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten, Devisen, Rechnungseinheiten, Zinssätzen oder anderen Erträgen, Indizes der vorgenannten Basiswerte oder anderen Finanzindizes, Finanzmessgrößen, anderen derivativen Geschäften oder Emissionszertifikaten.⁴ Nach § 2 Abs. 3 Nr. 2 WpHG sind derivative Geschäfte auch Termingeschäfte⁵ mit Bezug auf Waren, Frachtsätze, Klima- oder andere physikalischen Variablen, Inflationsraten oder andere volkswirtschaftliche Variablen oder sonstige Vermögenswerte, Indizes oder Messwerte als Basiswerte, sofern sie gewissen Bedingungen entsprechen (zB Erfüllung durch Barausgleich,⁶ Handel auf einem organisierten Markt oder einem multilateralem Handelssystem). Derivative Geschäfte umfassen zudem finanzielle Differenzgeschäfte, Kreditderivate⁷ und Termingeschäfte mit Bezug auf die in Art. 8 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 genannten Basiswerte (§ 2 Abs. 3 Nr. 3–5 WpHG).

a) Termingeschäft

Im Gegensatz zum gewöhnlichen Wertpapierhandel im Bereich des Kassamarkts, wo Handelsgeschäfte innerhalb von 2 bis 3 Werktagen abgewickelt werden, sind derivative Finanzinstrumente sog. (Finanz-)Termingeschäfte. Als Finanztermingeschäfte gelten nach § 99 S. 2 WpHG derivative Geschäfte iSd § 2 Abs. 3 WpHG und Optionsscheine.

Termingeschäfte teilen sich in Festgeschäfte und Optionsgeschäfte auf.⁸ Festgeschäfte beinhalten eine Abnahme- bzw. Lieferverpflichtung hinsichtlich des Basiswertes.⁹ Die Parteien gehen deshalb die Verpflichtung eines Kaufvertrages ein, bei dem lediglich der Erfüllungszeitpunkt hinausgeschoben ist.¹⁰ Im Zusammenhang mit bedingten Geschäften (**Optionen**) hat der Optionsinhaber ein Wahlrecht hinsichtlich der tatsächlichen Erfüllung durch Lieferung des entsprechenden Basiswertes.¹¹ Es handelt sich dabei um ein Gestaltungsrecht, welches durch seine Ausübung den Abschluss eines Kaufvertrages herbeiführt.¹² Besonderheiten ergeben sich dann, wenn der Basiswert nicht geliefert werden kann, weil er zB eine Rechnungsgröße

³ Bis zum Inkrafttreten des 2. FiMaNoG enthielt § 2 Abs. 2 Nr. 1 WpHG eine Bestimmung des Derivatebegriffs. Mit Inkrafttreten des 2. FiMaNoG wurde der Begriff des Derivats durch den Begriff der derivativen Geschäfte ersetzt, um mögliche Widersprüche mit dem nunmehr in Art. 4 Abs. 1 Nr. 49 der Richtlinie 2014/65/EU iVm Art. 2 Abs. 1 Nr. 29 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 definierten und in § 2 Abs. 38 umgesetzten Begriff des Derivats zu vermeiden.

⁴ Dem Derivatebegriff des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) liegt in § 1 Abs. 11 S. 4 eine identische Definition zugrunde, ohne dass der Begriff des Derivats durch den des derivativen Geschäfts ersetzt worden wäre.

⁵ Durch das FRUG wurde eine Legaldefinition des Termingeschäfts eingeführt. Zu dieser nachfolgend → I. 1. a).

⁶ Vgl. → IV. 3. zu den verschiedenen Erfüllungsmöglichkeiten (*settlement*) bei Derivaten, insbesondere durch Barausgleich (*cash settlement*) oder durch effektive Lieferung (*physisches Settlement*).

⁷ Vgl. → II. 5. b).

⁸ § 2 Abs. 3 Nr. 1 WpHG; vgl. *Fleckner* ZBB 2005, 96 (100); dazu → II.

⁹ Näher hierzu → II. 1.

¹⁰ *Lenenbach* Rn. 1.61.

¹¹ S. hierzu → II. 2.

¹² *MüKoBGB/Busche* Vor § 145 Rn. 70 ff.; *Palandt/Heinrichs* BGB Vor § 145 Rn. 23.

(Index oÄ) beschreibt. In diesem Zusammenhang wird vom Abschluss eines Kaufvertrages, teilweise aber auch von einem Vertrag *sui generis* ausgegangen.¹³

b) Basiswert (*underlying*)

Als Basiswerte, dem einem Derivat zugrunde liegenden Handelsobjekt, kommen eine Vielzahl von tatsächlich gehandelten Bezugswerten in Betracht, wie etwa Aktien, Währungen und Waren (auch Energie), aber auch bloße Rechnungsgrößen und Indikatoren wie Zinssätze und Indizes, sowie spezielle Parameter wie etwa Kredit- und sonstige Risiken.¹⁴

2. Einsatzmöglichkeiten von Derivaten

Derivate können zur Verfolgung verschiedener wirtschaftlicher Zwecke verwandt werden. Sie werden in der Regel zur Risikoabsicherung, Arbitrage und/oder Spekulation eingesetzt. Allen Formen ist gemein, dass sie von nicht unerheblichen Risiken geprägt sind, welche dazu führen können, dass durch ihren Einsatz zum Teil erhebliche finanzielle Verluste auftreten.

a) Risikomanagement (*hedging*)

Eine Einsatzmöglichkeit derivativer Finanzinstrumente besteht in der Absicherung (*hedging*) und flexiblen Steuerung bestehender oder antizipierter Risikopositionen.¹⁵ Zu diesem Zweck wird mit den eingesetzten Derivaten eine Gegenposition (Sicherungsgeschäft) aufgebaut, die die bei Eintritt der abgesicherten Marktpreisrisiken in der Grundposition entstehenden Verluste ganz oder teilweise kompensiert.¹⁶ Die Absicherung kann sich auf ein einzelnes Geschäft (*micro-hedge*), auf eine Gesamtheit von Risikopositionen (*macro-hedge*) oder auf eine zusammengefasste Gruppe von Geschäften beziehen (*portfolio-hedge*).¹⁷

Beispiel 1: Der X Fund hält 100.000 Aktien der Y-AG, deren Kurs derzeit 100 EUR beträgt. Der Fund Manager ist nach seiner Anlagestrategie bereit, maximal einen Kursverlust von 5 % zu tragen. Zur Absicherung gegen einen darüber hinausgehenden Kursrückgang kauft der Fund Manager eine Put-Option über die gehaltenen Aktien mit Differenzausgleich und einem Ausübungspreis von 95 EUR. Steht der Kurs der Y Aktien im Verkaufszeitpunkt beispielsweise auf 90 EUR, übt der Fund Manager die Option aus und erhält vom Stillhalter der Option einen Barausgleich in der Höhe, als hätte er die Aktien zu 95 EUR verkauft. Der X Fund hat somit anstelle des tatsächlich eingetretenen Kursverlusts von 10 % nur einen von der Anlagestrategie tolerierten Verlust von 5 % (zuzüglich des gezahlten Optionspreises) realisiert.

Beispiel 2: Die in Deutschland produzierende X-AG verkauft Waren in die USA. Sie strebt eine Gewinnmarge von 20 % an und will daher bei Produktionskosten von 1.000 EUR t/ Stück einen Stückpreis von 1.200 EUR erzielen. Bei einem Euro/Dollar-Kurs von 1,12 bietet sie die Waren dementsprechend in den USA zu einem Stückpreis von 1.344 US-

¹³ Dazu näher *Alsbeimer* S. 54 und 79 f. mwN.

¹⁴ Vgl. § 2 Abs. 3 WpHG; KMFS BankKapMarktR/*Oulds* Rn. 19.12 (19.23).

¹⁵ KMFS BankKapMarktR/*Oulds* Rn. 19.34 ff.; *Lenenbach* Rn. 1.65 und 9.107.

¹⁶ KMFS BankKapMarktR/*Oulds* Rn. 19.38.

¹⁷ Näher dazu KMFS BankKapMarktR/*Oulds* Rn. 19.38 ff.

Dollar an. Würde der Dollar im Wert auf einen EUR/Dollar-Kurs von beispielsweise 1,20 fallen, die X-AG die Waren aber wegen sonst drohender Absatzrückgänge nicht zu einem höheren Preis anbieten können, würde sie nur einen Stückpreis von umgerechnet etwa 1.120 EUR erzielen und somit bei gleich bleibenden Produktionskosten die angestrebte Gewinnmarge verfehlen. Sie erwirbt daher zur Absicherung entweder eine Call-Option auf den Euro oder eine Put-Option auf den Dollar jeweils mit einem der kalkulierten Gewinnmarge entsprechenden Ausübungskurs von EUR/Dollar 1,12 bzw. von Dollar/0,89 EUR. Sofern die Optionen in einem den Umsätzen der X-AG entsprechendem Volumen im Markt verfügbar sind, kann die X-AG somit ihre erstrebte Marge (abzüglich der Kosten für die Optionen) auch bei sinkendem Dollarkurs erreichen.

b) Trading

Derivate können unter Ausnutzung der sog. Hebelwirkung (*Leverage Effect*) zu spekulativen Zwecken genutzt werden. Durch den *Leverage Effect* ist es möglich, die Eigenkapitalrendite durch den Einsatz von vergleichsweise geringem Fremdkapital in einem vergleichsweise hohen Maß zu erhöhen und dadurch Gewinn zu erzielen. Voraussetzung dafür ist, dass zu diesem Zeitpunkt der Fremdkapitalzins unter der Gesamtrendite des Unternehmens liegt¹⁸

c) Arbitrage und Spreading

Unter Arbitrage versteht man einen durch Marktineffizienzen (dh eine vorübergehende, wesentlich voneinander abweichende Angebots- und Nachfragemenge) entstehenden Kursunterschied zwischen verschiedenen, aber im Zusammenhang stehenden Märkten (zB eine Aktie ist an zwei verschiedenen Börsen notiert).¹⁹ Ein Arbitrageur versucht ua durch den Einsatz von Termingeschäften Differenzen zwischen Termin- und Kassamarkt gewinnbringend zu nutzen.²⁰ Die Bewertungsunterschiede zwischen den beiden Märkten müssen dabei durch möglichst gleichzeitige und regelmäßig gegenläufige Aktivitäten im Termin- und Kassamarkt ausgenutzt werden. Ist zB ein Future (ein standardisierter börsengehandelter Terminkontrakt; → II. 1. a) überbewertet, kann dieser auf dem Terminmarkt verkauft werden und gleichzeitig der Basiswert am Kassamarkt gekauft werden. Umgekehrt kann ein Kauf eines unterbewerteten Futures unter gleichzeitigem Verkauf des Basiswertes am Kassamarkt erfolgen (*cash and carry arbitrage* bzw. *reverse cash and carry arbitrage*).²¹ Die unterschiedlichen Börsenentwicklungen an Kassa- und Terminmarkt können somit – ähnlich der örtlichen Arbitrage – zu einer zeitlichen Arbitrage führen, welche gewinnbringend ausgenutzt werden kann.²² Die Ausnutzung von Marktpreisunterschieden durch Arbitragegeschäfte führt dazu, dass die Preise der verschiedenen Marktsegmente kongruent verlaufen und nur bis maximal zur Höhe der Transaktionskosten des Arbitrageurs differenzieren.²³ Arbitragegeschäfte werden überwiegend als volkswirtschaftlich nützlich angesehen (insbesondere ihre kursstabilisierende Wirkung).²⁴

¹⁸ HMS Unternehmensfinanzierung/Apfelbacher/Kopp § 27 Rn. 27.16.

¹⁹ Kümpel KapMarktR Rn. 115; Lenenbach Rn. 9.107.

²⁰ KMFS BankKapMarktR/Oulds Rn. 14.85.

²¹ Vgl. dazu Achleitner S. 618; Zerey Finanzderivate/Storck S. 313 Rn. 9.

²² Beike/Barckow S. 12; v. Westphalen S. 60.

²³ Vgl. Paus S. 51.

²⁴ Lenenbach Rn. 9.107.