

Johannes Höfer

**Analyse der Auswirkungen einer auf dem
Vorschlag der EU-Kommission basierenden
Finanztransaktionssteuer auf das Management
von Währungstransaktionsrisiken in
Unternehmen der deutschen Exportindustrie**

Johannes Höfer

**Analyse der Auswirkungen einer auf dem
Vorschlag der EU-Kommission basierenden
Finanztransaktionssteuer auf das Management
von Währungs-transaktionsrisiken in
Unternehmen der deutschen Exportindustrie**

Höfer, Johannes: Analyse der Auswirkungen einer auf dem Vorschlag der EU-Kommission basierenden Finanztransaktionssteuer auf das Management von Währungsrisiken in Unternehmen der deutschen Exportindustrie, Hamburg, Diplomica Verlag GmbH 2013

PDF-eBook-ISBN: 978-3-8428-4642-5

Herstellung: Diplomica Verlag GmbH, Hamburg, 2013

Zugl. Otto-Friedrich-Universität Bamberg, Bamberg, Deutschland, Diplomarbeit, September 2012

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Die Informationen in diesem Werk wurden mit Sorgfalt erarbeitet. Dennoch können Fehler nicht vollständig ausgeschlossen werden und die Diplomica Verlag GmbH, die Autoren oder Übersetzer übernehmen keine juristische Verantwortung oder irgendeine Haftung für evtl. verbliebene fehlerhafte Angaben und deren Folgen.

Alle Rechte vorbehalten

© *Diplom.de*, Imprint der Diplomica Verlag GmbH
Hermannstal 119k, 22119 Hamburg
<http://www.diplom.de>, Hamburg 2013
Printed in Germany

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	IV
Tabellenverzeichnis.....	V
Abkürzungsverzeichnis.....	VII
1 Einleitung.....	1
2 Grundlagen von Derivaten, Devisen und Wechselkursen	4
2.1 Derivate: Definition, Systematisierung, Grundtypen und Einsatzmotive	4
2.1.1 Definition und Systematisierung von Derivaten	4
2.1.2 Grundtypen derivativer Finanzinstrumente.....	7
2.1.2.1 Forwards.....	7
2.1.2.2 Futures	9
2.1.2.3 Optionen	10
2.1.2.4 Swaps.....	14
2.1.3 Motive des Einsatzes derivativer Finanzinstrumente.....	16
2.2 Zur Geschichte des Derivatehandels.....	18
2.2.1 Entwicklung des Derivatehandels ab der Renaissance.....	19
2.2.2 Entwicklung des Derivatehandels ab den 1970er Jahren.....	22
2.3 Devisenmärkte, Wechselkurse und gedeckte Zinsparität	29
2.3.1 Devisenmärkte und Wechselkurse	29
2.3.2 Die Bedingung der gedeckten Zinsparität	33
3 Das Management von Wahrungstransaktionsrisiken in internationalen Unternehmen	41
3.1 Zur Frage der Notwendigkeit der Absicherung von Wahrungstransaktionsrisiken	41
3.2 Instrumente und Strategien des Managements von Wahrungstransaktionsrisiken	44
3.2.1 Instrumente des unternehmensinternen Wahrungstransaktionsrisikomanagements.....	45
3.2.1.1 Fakturierung in Heimatwahrung.....	45

3.2.1.2	Netting	46
3.2.1.3	Matching	49
3.2.1.4	Leading und Lagging	52
3.2.2	Grundlegende Sicherungsstrategien des externen Transaktionsrisikomanagements	53
3.2.2.1	Strategie der vollständigen Absicherung	55
3.2.2.2	Strategie der selektiven Absicherung	56
3.2.3	Instrumente des externen Transaktionsrisikomanagements	57
3.2.3.1	Absicherung mittels Devisen-Forwards	57
3.2.3.2	Absicherung mittels Devisen-Futures	63
3.2.3.3	Absicherung mittels Devisenoptionen	72
3.2.3.4	Absicherung mittels Währungs-Swaps	80
3.3	Das Transaktionsrisikomanagement deutscher Unternehmen in der Praxis	85
3.3.1	Strategien und Instrumente des externen Transaktionsmanagements deutscher Unternehmen	85
3.3.2	Instrumente des internen Transaktionsrisikomanagements deutscher Unternehmen	89
4	Die von der Europäischen Kommission vorgeschlagene Finanztransaktionssteuer	91
4.1	Ziele und Details der vorgeschlagenen Finanztransaktionssteuer	93
4.1.1	Ziele der vorgeschlagenen Finanztransaktionssteuer	93
4.1.2	Details der vorgeschlagenen Finanztransaktionssteuer	94
4.1.2.1	Steuerobjekt und Steuersubjekt	94
4.1.2.2	Steuerbemessungsgrundlage, Steuersätze und Steuerpflichtige	97
4.1.2.3	Beispiele zur Entstehung des Steueranspruchs	98
4.2	Aktueller Stand bezüglich der Umsetzung des Richtlinienvorschlages in Europa	101
5	Analyse der Auswirkungen einer auf dem Vorschlag der Europäischen Kommission basierenden Finanztransaktionssteuer auf das Management von Währungstransaktionsrisiken in Unternehmen der deutschen Exportindustrie	103

5.1	Abschätzung der Auswirkung einer Finanztransaktionssteuer auf die Kosten der Wechselkurssicherung in Abhängigkeit von verschiedenen möglichen Steuerszenarien und dem eingesetzten Derivat	111
5.1.1	Abschätzung der Auswirkung einer Finanztransaktionssteuer auf die Kosten der Wechselkurssicherung mittels Forwards	111
5.1.2	Abschätzung der Auswirkung einer Finanztransaktionssteuer auf die Kosten der Wechselkurssicherung mittels Futures und deren Attraktivität im Vergleich zu Forwards	116
5.1.3	Abschätzung der Auswirkung einer Finanztransaktionssteuer auf die Kosten der Wechselkurssicherung mittels Optionen	120
5.1.4	Abschätzung der Auswirkung einer Finanztransaktionssteuer auf die Kosten der Wechselkurssicherung mittels Währungs-Swaps	124
5.2	Abschätzung der aus der steuerinduzierten Verteuerung des Transaktionsrisikomanagements resultierenden kumulierten monetäre Zusatzbelastung für ein typisches großes, mittleres und kleines Unternehmen des deutschen Exportsektors	127
5.2.1	Abschätzung der Zusatzbelastung für ein großes Unternehmen	127
5.2.2	Abschätzung der Zusatzbelastung für ein mittleres Unternehmen	133
5.2.3	Abschätzung der Zusatzbelastung für ein kleines Unternehmen	137
5.3	Diskussion möglicher Auswirkungen der Finanztransaktionssteuer auf das Währungstransaktionsrisikomanagement in Unternehmen der deutschen Exportindustrie	141
6	Fazit	163
	Literaturverzeichnis	IX

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Payoff-Diagramm eines Forward-Geschäftes	8
Abb. 2: Payoff-Diagramm eines Future-Geschäftes	10
Abb. 3: Payoff-Diagramm einer Call-Option	12
Abb. 4: Payoff-Diagramm einer Put-Option	12
Abb. 5: Beispiel für die sprunghaft gestiegene Volatilität auf den Devisenmärkten ab Anfang der 1970er Jahren – USD-Werte gegenüber DEM, JPY und GBP in den 1960er, 70er und 80er Jahren	23
Abb. 6: Beispiel für die sprunghaft gestiegene Volatilität auf den Zinsmärkten ab Anfang der 1970er Jahre – Entwicklung der Zinsen für dreimonatige US-Schatzwechsel und zehnjährige US-Staatsanleihen sowie des 3-Monats-USD-LIBORS in den 1960er, 70er und 80er Jahren	23
Abb. 7: Entwicklung des Nominalvolumens ausstehender börsengehandelter Derivate 1986-2011	25
Abb. 8: Entwicklung des Nominalvolumens ausstehender außerbörslich gehandelter Derivate 1998-2011	26
Abb. 9: Kassakurse am 13.06.2012, 14:19 Uhr	32
Abb. 10: 3-Monats-Terminkurse am 13.06.2012 um 14:19	32
Abb. 11: Konzerninterne Zahlungsströme vor Netting	47
Abb. 12: Konzerninterne Zahlungsströme in Euro (gerundet)	48
Abb. 13: Ergebnis des multilateralen Nettings mit zentralem Clearing	48
Abb. 14: Ergebnis des zentralen Matchings	50
Abb. 15: Ergebnis der Wechselkurssicherung mittels Forward-Kontrakt, Exporteur	60
Abb. 16: Ergebnis der Wechselkurssicherung mittels Forward-Kontrakt, Importeur	60
Abb. 17: Ergebnis der Wechselkurssicherung mittels Devisenoption(en), Exporteur	75
Abb. 18: Ergebnis der Wechselkurssicherung mittels Devisenoption(en), Importeur	76
Abb. 19: Ergebnis der Befragung deutscher Unternehmen zu der von ihnen verfolgten Absicherungsstrategie	86
Abb. 20: Ergebnis der Befragung deutscher Unternehmen zur Absicherungsquote ihrer USD-Netto-Exposure zum Erhebungszeitpunkt	87
Abb. 21: Ergebnis der Befragung deutscher Unternehmen zu den von ihnen eingesetzten Währungsderivaten	88

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Unterschiede zwischen außerbörslich und an Börsen geschlossenen Derivatkontrakten.....	6
Tabelle 2: Buchungen auf dem Margin-Konto und resultierende Cash-Flows, Exporteur, Long Position	68
Tabelle 3: Buchungen auf dem Margin-Konto und resultierende Cash-Flows, Importeur, Short Position	68
Tabelle 4: Steuerinduzierte Verteuerung (absolut und relativ) eines Forward-Geschäfts, Exporteur	114
Tabelle 5: Steuerinduzierte Verteuerung (absolut und relativ) eines Forward-Geschäfts, Importeur	115
Tabelle 6: Vergleich der steuerinduzierten Verteuerung (absolut) eines Forward- und eines Future-Geschäfts, Exporteur	118
Tabelle 7: Vergleich der steuerinduzierten Verteuerung (absolut) eines Forward und eines Future-Geschäfts, Importeur	119
Tabelle 8: Steuerinduzierte Verteuerung (absolut und relativ) eines Optionsgeschäfts, Exporteur	121
Tabelle 9: Steuerinduzierte Verteuerung (absolut und relativ) eines Optionsgeschäfts, Importeur	122
Tabelle 10: Steuerinduzierte Verteuerung (absolut und in den Zinssatz eingerechnet) eines Währungs-Swap-Geschäfts	126
Tabelle 11: Schätzung der aus der steuerinduzierten Verteuerung des Transaktionsrisikomanagements resultierenden monetären Zusatzbelastung p.a., großes Unternehmen	131
Tabelle 12: Auswirkung der geschätzten monetären Zusatzbelastung auf den Gewinn, großes Unternehmen.....	132
Tabelle 13: Schätzung der aus der steuerinduzierten Verteuerung des Transaktionsrisikomanagements resultierenden monetären Zusatzbelastung p.a., mittleres Unternehmen	135
Tabelle 14: Auswirkung der geschätzten monetären Zusatzbelastung auf den Gewinn, mittleres Unternehmen	136
Tabelle 15: Schätzung der aus der steuerinduzierten Verteuerung des Transaktionsrisikomanagements resultierenden monetären Zusatzbelastung p.a., kleines Unternehmen	139
Tabelle 16: Auswirkung der geschätzten monetären Zusatzbelastung auf den Gewinn, kleines Unternehmen.....	140

Tabelle 17: Entwicklung des USD/EUR-Kurses in Dreimonatsintervallen, 30. Mai 2010 - 30. August 2012.....	142
---	-----

Abkürzungsverzeichnis

%	Prozent
€	Euro
\$	US-Dollar
Anm. d. Verf.	Anmerkung des Verfassers
BIS	Bank for International Settlements
bspw.	beispielsweise
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CAD	Kanadische(r) Dollar
CBoT	Chicago Board of Trade
CDU	Christlich Demokratische Union
CME	Chicago Mercantile Exchange
DEM	Deutsche Mark
EAKE	Ex-ante-Kurssicherungsergebnis
EAKG	Ex-ante-Kurssicherungsgewinn
EAKK	Ex-ante-Kurssicherungskosten
EFSF	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
EPKE	Ex-post-Kurssicherungsergebnis
EPKG	Ex-post-Kurssicherungsgewinn
EPKK	Ex-post-Kurssicherungskosten
ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus
EUR	Euro
EUREX	European Exchange
EURIBID	European Interbank Bid Rate
EURIBOR	European Interbank Offered Rate
GBP	Britische(s) Pfund
ggf.	gegebenenfalls
Hervorh. d. Verf.	Hervorhebung des Verfassers
i. d. R.	in der Regel
i. H. v.	in Höhe von
insb.	insbesondere
i. S.	im Sinne

i. S. v.	im Sinne von
i. V. m	in Verbindung mit
LIBID	London Interbank Bid Rate
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MG	Muttergesellschaft
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
MXN	Mexikanische(r) Peso
sog.	sogenannte(r/s)
OTC	Over-the-Counter
p. a.	per annum
Pip	Percentage in Point
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
tats.	tatsächlich
u.	und
u. a.	unter anderem
u. U.	unter Umständen
USD	US-Dollar
v.a.	vor allem
vgl.	vergleiche
VOC	Verenigde Oostindische Compagnie
TG	Tochtergesellschaft
Xetra	Exchange Electronic Trading
z. B.	zum Beispiel
z. T.	zum Teil
zzgl.	zuzüglich

1 Einleitung

Die Finanzkrise der Jahre 2007/08 und die ihr folgende, immer noch anhaltende Krise in Europa (Stand: August 2012) hat in der internationalen Politik Zweifel hinsichtlich der Effizienz und des (sozio-) ökonomischen Nutzens freier Finanzmärkte aufkommen lassen. Folgten die Politiker der meisten Industrie- und Schwellenländer in den vergangenen Jahrzehnten noch dem neoliberalen Diktat einer möglichst umfassenden *Deregulierung* der internationalen Finanzmärkte, so werden seit Ausbruch der Finanzkrise wieder Maßnahmen für eine verschärfte *Regulierung* jener Märkte diskutiert. Die Ende 2011 von der Europäischen Kommission vorgeschlagene Finanztransaktionssteuer, die sämtliche von *Finanzinstituten* betriebenen Wertpapier- und Derivattransaktionen mit einem Steuersatz von 0,1 % auf den Handelswert bzw. von 0,01 % auf den Nominalbetrag belegen soll und v. a. auf die Einschränkung des als destabilisierend angesehenen Hochfrequenzhandels abzielt, stellt eine solche Maßnahme dar.¹ Zwar scheint die ursprünglich vorgesehene *europaweite* Einführung dieser Steuer im Rahmen einer Richtlinie gescheitert. Mehrere Länder – darunter Deutschland – verfolgen jedoch die Absicht, die Steuer über das Verfahren der Ver-stärkten Zusammenarbeit dennoch zu implementieren.

Das Vorhaben stößt in Deutschland allerdings nicht nur auf Zustimmung. Als einflussreiche Kritiker der Finanztransaktionssteuer treten v. a. die Finanz- und Wirtschaftsverbände auf. Deren Kritik richtet sich u. a. gegen die vorgesehene Steuerbarkeit von Derivatgeschäften, die auch regelmäßig im Risikomanagement realwirtschaftlicher Unternehmen eingesetzt werden. Insbesondere mit Blick auf verschiedene Steuerüberwälzungsszenarien befürchten die Verbände², dass jene Unternehmen nach Einführung der Finanztransaktionssteuer in *deutlichem Ausmaß* auf ihnen bisher sinnvoll erscheinende derivative Risikoabsicherungsgeschäfte verzichten könnten, da sich diese aufgrund der steuerinduzierten Verteuerung (subjektiv) nicht mehr lohnten, oder gar auf diese verzichten *müssten*, wenn sie z. B. von den Anteilseignern mit Blick auf die bei Beibehaltung der aktuellen Sicherungspolitik anfallende Gesamtsteuerlast zu einem Verzicht gedrängt würden.

¹ Vgl. EU-Kommission (2011), S. 5 u. 21.

² Vgl. z. B. Deutsches Aktieninstitut (2012), S. 4. oder von Rosen (2012), o. S.

Auf eine Untermauerung ihrer Thesen mittels Schätzungen, die aufzeigten, wie sehr sich einzelne derivative Sicherungsgeschäfte nach Einführung der Finanztransaktionssteuer schlimmstenfalls verteuern könnten bzw. wie hoch die kumulierte Steuerlast in einem Geschäftsjahr für ein typisches deutsches Unternehmen wäre, verzichteten die Verbände allerdings. Damit ist es für Außenstehende kaum nachvollziehbar, ob die Befürchtungen tatsächlich gerechtfertigt sind.

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, für einen der wichtigsten Teilbereiche des Risikomanagements – das Währungstransaktionsmanagement, welches v. a. in Unternehmen der deutschen Exportindustrie von wesentlicher Bedeutung ist – solche Schätzungen vorzunehmen, mithin zu analysieren, wie sehr sich derivative Währungssicherungsgeschäfte durch die Finanztransaktionssteuer verteuern könnten und wie hoch die aus der steuerinduzierten Verteuerung dieser Geschäfte resultierende Gesamtsteuerlast für typische deutsche exportorientierte Unternehmen wäre.

Auf Basis der Ergebnisse wird anschließend zu diskutieren sein, ob es in Unternehmen der deutschen Exportindustrie nach Implementierung der Finanztransaktionssteuer tatsächlich – „freiwillig“ oder „gezwungenermaßen“ – zu einem umfassenden Verzicht auf die Absicherung von Transaktionsrisiken kommen könnte, wobei ein solcher deutlicher Sicherungsverzicht als Wechsel der Unternehmen von ihrer bisher verfolgten und (subjektiv) als sinnvoll erachteten Sicherungsstrategie zu einer Strategie mit einer niedrigeren Absicherungsquote angesehen wird (Fragestellung 1).

Des Weiteren soll eruiert werden, ob die Finanztransaktionssteuer, sollte sie keinerlei Auswirkungen auf die Sicherungsstrategie/-quote der Unternehmen haben, zumindest zu anderweitigen Veränderungen im Transaktionsrisikomanagement dieser führen könnte (Fragestellung 2).

Die Untersuchung wird dabei differenziert für mehrere denkbare Steuerszenarien durchgeführt, die sich hinsichtlich der Höhe der Steuerbelastung unterscheiden.

Die Arbeit gliedert sich dabei wie folgt:

In Kapitel 2 werden die komplexen Grundlagen von Derivaten, Devisen und Wechselkursen dargestellt, deren Kenntnis für das Verständnis der Arbeit, in deren Mittelpunkt ja *Währungsderivate* stehen, unerlässlich ist.

In Kapitel 3 werden die Instrumente des internen sowie die Sicherungsstrategien und Instrumente des externen Transaktionsrisikomanagements von Unternehmen vorgestellt, deren Kenntnis wiederum Voraussetzung dafür ist, die Untersuchung möglicher Auswirkungen der Finanztransaktionssteuer auf das Transaktionsrisikomanagement in Unternehmen der deutschen Exportindustrie nachvollziehen zu können.

In Kapitel 4 wird das Konzept der von der Europäischen Kommission vorgeschlagenen Finanztransaktionssteuer dargelegt.

Basierend auf Kapitel 4 werden in Kapitel 5 zunächst mögliche Steuerszenarien hergeleitet, bevor die Auswirkung der Finanztransaktionssteuer auf die Kosten derivativer Währungssicherungsinstrumente und die Gesamtsteuerlast für typische große, mittlere und kleine Unternehmen der deutschen Exportindustrie abgeschätzt werden. Auf Basis der Schätzwerte werden anschließend die Fragestellungen der Arbeit diskutiert.

Kapitel 6 fasst die gewonnenen Ergebnisse in kompakter Form zusammen.

2 Grundlagen von Derivaten, Devisen und Wechselkursen

2.1 Derivate: Definition, Systematisierung, Grundtypen und Einsatzmotive

2.1.1 Definition und Systematisierung von Derivaten

Ein „Derivat“ (der Ursprung des Begriffs liegt im lateinischen Verb „derivare: ableiten“)³ wird in der Literatur meist sehr allgemein definiert als Finanzinstrument, dessen Wert vom Wert bzw. dem Zustand eines zugrunde liegenden Basiswerts bzw. einer zugrunde liegenden Basisvariable („Underlying“) abhängig ist.⁴ Für die vorliegende Arbeit soll jedoch eine präzisere und „engere“ Definition von Derivaten gelten, die weitgehend an Beike/Barckow (2002) angelehnt ist.⁵ Demnach ist ein Derivat bzw. ein derivatives Finanzinstrument

- eine zukünftig zu erfüllende (d. h. Derivate sind *immer* Termingeschäfte)⁶
- auf *Terminmärkten*⁷ geschlossene vertragliche Vereinbarung
- zwischen zwei oder mehr Parteien
- deren Wert sich in Abhängigkeit vom Wert des zugrunde liegenden Basiswerts bzw. dem Zustand einer zugrunde liegenden Basisvariable ergibt
- ohne dass bei Vertragsabschluss nennenswerte Anschaffungszahlungen erforderlich wären.

Der Unterschied zwischen allgemeiner und hier verwendeter Definition liegt nun darin, dass nach ersterer auch Optionsscheine oder bestimmte Zertifikate (z. B. Index- oder Tracker-Zertifikate) als Derivate anzusehen sind, nach letzterer jedoch nicht, da Optionsscheine und Zertifikate nicht als vertragliche Vereinbarungen auf Terminmärkten entstehen, sondern üblicherweise von Banken in bestimmten Volumina emittiert und als Wertpapiere an Wertpapierbörsen (=Kassamärkten)

³ Vgl. Rudolph/Schäfer (2005), S. 13.

⁴ Vgl. z. B. Hull (2009), S. 24, Stulz (2003), S. 3, McDonald (2009), S. 2, oder Schmidt (2006), S. 1.

⁵ Vgl. im Folgenden Beike/Barckow (2002), S. 1-2.

⁶ Vgl. Zantow (2007), S. 343.

⁷ Unter dem Terminus „Terminmarkt“ seien hier Terminbörsen und der außerbörsliche Derivatemarkt zusammengefasst.

gehandelt werden.⁸ Die definitorische Exklusion der Optionsscheine und Zertifikate von der Gruppe der derivativen Finanzinstrumente erfolgt selbstverständlich nicht willkürlich, sondern im Hinblick auf den an späterer Stelle der Arbeit vorgestellten Vorschlag der Europäischen Kommission (im Folgenden: EU-Kommission) zur Einführung und Ausgestaltung einer Finanztransaktionssteuer (im Folgenden: FTS). Auch in diesem erfolgt eine Differenzierung zwischen Derivaten einerseits und Optionsscheinen/Zertifikaten als handelbare „[...] Wertpapiere [...], die auf dem Wege einer Verbriefung angeboten werden“⁹ andererseits, die sich auch in einer unterschiedlichen steuerlichen Behandlung beider Typen von Finanzinstrumenten manifestiert.

Die nun exakt definierten derivativen Finanzinstrumente können im Rahmen einer Grobgliederung zunächst *nach dem Vertragsinhalt* in unbedingte und bedingte Termingeschäfte und innerhalb beider Kategorien wiederum *nach dem Ort des Vertragsabschlusses* in außerbörslich („Over-the-Counter“, im Folgenden: OTC) und an Börsen abgeschlossene Kontrakte unterteilt werden.¹⁰ Während bei unbedingten Termingeschäften beide Vertragsparteien *verpflichtet* sind, das Geschäft zum vereinbarten Termin und zu den vereinbarten Konditionen zu erfüllen, besteht bei bedingten Geschäften für eine Vertragspartei ein Wahlrecht bezüglich der Geschäftserfüllung zum vereinbarten Termin¹¹, bzw. eine Partei muss die im Vertrag definierte Leistung nur bei Eintritt eines vorher genau definierten Ereignisses erbringen (dies ist bei Credit Default Swaps, im Folgenden: CDS, der Fall).¹² Die Unterschiede zwischen außerbörslich und an Börsen geschlossenen Derivatkontrakten seien in tabellarischer Form zusammengefasst:¹³

⁸ Vgl. Bösch (2011), S. 106.

⁹ EU-Kommission (2011), S. 8.

¹⁰ Vgl. Rieger (2009), S. 20 sowie Schmidt (2006), S. 2.

¹¹ Vgl. Bösch (2011), S. 32.

¹² Vgl. Schmidt (2006), S. 2.

¹³ Die Tabelle ist eng angelehnt an Rudolph/Schäfer (2005), S. 28, sowie Rieger (2009), S. 44.

	Außerbörslich geschlossene Derivatkontrakte	An Börsen geschlossene Derivatkontrakte
Erfüllungsansprüche aus Kundensicht gegenüber...	...Bank als Gegenpartei	...Börse bzw. Clearing-Stelle ¹⁴
Kontraktinhalt	Individuell ausgehandelt	Standardisiert hinsichtlich Quantität, Qualität, Liefertermin und Lieferort
Liquidität	Je nach Marktsegment und Geschäft unterschiedlich; nur in bestimmten Märkten (z. B. Zins-Swaps) hoch	Durch fortlaufenden Börsenhandel hoch
Laufzeiten	Kurz-, mittel- und langfristig	Tendenziell ausschließlich kurz- und nur zum Teil mittelfristig
Gegenparteirisiko	Ja, wie bei jedem anderen Vertrag	Nein, da die Clearing-Stelle als Gegenpartei fungiert
Besicherung der Geschäfte	Individuell ausgehandelte Besicherungsvereinbarungen, die sich jedoch mehr und mehr an dem Margin-System der Terminbörsen orientieren ¹⁵	Hinterlegung einer von der Börse vorgegebenen Initial Margin auf dem Margin-Konto und ggf. Nachschusszahlungen (Variation Margins) bei Unterschreitung der Maintenance Margin ¹⁶
Geldfluss und/oder Lieferung	Am Ende der Laufzeit (bzw. an bestimmten Abrechnungsterminen bei Zins-Swaps); ¹⁷ entweder Barausgleich der Differenz zwischen vereinbartem Terminkurs (bzw. Zinssatz) und herrschendem Kassakurs (bzw. Referenzzinssatz) oder Lieferung der vereinbarten Menge des Underlyings zum vereinbarten Terminkurs; lediglich Optionsprämie im Ausgangszeitpunkt	Tägliche Verrechnung von Gewinnen oder Verlusten aus der Position auf dem Margin-Konto im Rahmen des Marking to Market; wird die Position (falls diese Wahlmöglichkeit besteht) vor Laufzeitende <i>nicht</i> glattgestellt, erfolgt Lieferung des Underlyings in der durch den Kontrakt vorgegebenen Menge zum Schlussabrechnungskurs (\approx herrschender Kassakurs); ¹⁸ Optionsprämie im Ausgangszeitpunkt
Ausübung	Werden meist ausgeübt; somit erfolgt Lieferung oder Schlussabrechnung in bar (Barausgleich)	Lediglich geringer Prozentsatz der Kontrakte wird ausgeübt; überwiegend Glattstellung vor Laufzeitende

Tabelle 1: Unterschiede zwischen außerbörslich und an Börsen geschlossenen Derivatkontrakten

¹⁴ Bei exakter Betrachtung richten sich die Erfüllungsansprüche des Kunden eigentlich gegen die Bank, die als Kommissionärin auftritt und den Kundenauftrag an die Börse weiterleitet. Diese hält dann die Erfüllungsansprüche gegenüber der Börse/Clearing-Stelle. Vgl. Bösch (2011), S. 11 f.

¹⁵ Vgl. Hull (2009), S. 57 f.

¹⁶ Begrifflichkeiten entnommen aus Hull (2009), S. 54.

¹⁷ CDS (für eine kurze Beschreibung dieser Instrumente siehe weiter unten) sind in dieser Systematik nicht mit erfasst.

¹⁸ Vgl. Bösch (2011), S. 130.

Im Folgenden sollen die vier Grundtypen¹⁹ derivativer Finanzinstrumente – Forwards, Futures, Optionen und Swaps – nach den genannten Kriterien klassifiziert und deren Hauptmerkmale kurz vorgestellt werden.

2.1.2 Grundtypen derivativer Finanzinstrumente

2.1.2.1 Forwards

Ein Forward stellt eine individuelle, *außerbörslich* geschlossene vertragliche Vereinbarung zwischen zwei Parteien dar, in der sich beide Seiten dazu *verpflichten*

- zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft (Fälligkeitstermin)
- ein bestimmtes Basisobjekt („Underlying“)
- in einer festgelegten Menge
- zu einem festgelegten Preis (vereinbarter Terminkurs)
- von der Gegenpartei zu erwerben („Long-Position“) bzw. an die Gegenpartei zu veräußern (Short-Position)
- oder der Gegenpartei, die sich mit ihrer Position bei Fälligkeit aufgrund der tagesspezifischen Konstellation zwischen vereinbartem Terminkurs und herrschendem Kassakurs im Gewinn befindet, diesen in voller Höhe „bar“ auszuzahlen.²⁰

Bei einem Forward-Geschäft handelt es sich also um ein außerbörsliches, unbedingtes Termingeschäft. Das Ergebnis, welches sich aus einem Forward-Geschäft für die beiden Parteien ergibt bzw. ergeben kann, lässt sich anhand eines „Payoff-Diagramms“ grafisch darstellen. Als Basisobjekt sei dabei vereinfachend eine Unze Feingold, als Laufzeit drei Monate und als vereinbarter Terminkurs 1.500 USD²¹ angenommen:

¹⁹ Vgl. Walter (2009), S. 58.

²⁰ Vgl. Zantow (2007), S. 345, sowie Whaley (2006), S. 4, Rieger (2009), S. 42, und Bösch (2011), S. 124.

²¹ Die Kennzeichnung von Währungsbeträgen im Rahmen der Arbeit folgt nachstehender Logik: innerhalb von Formeln, Rechnungen und Payoff-Diagrammen werden aus Übersichtsgründen Zeichen (z. B. € oder \$) verwendet, wobei \$ *immer* US-\$ bedeutet. Im „Fließtext“ dagegen finden die ISO-4217-Codes Anwendung, also USD, EUR, GBP etc.

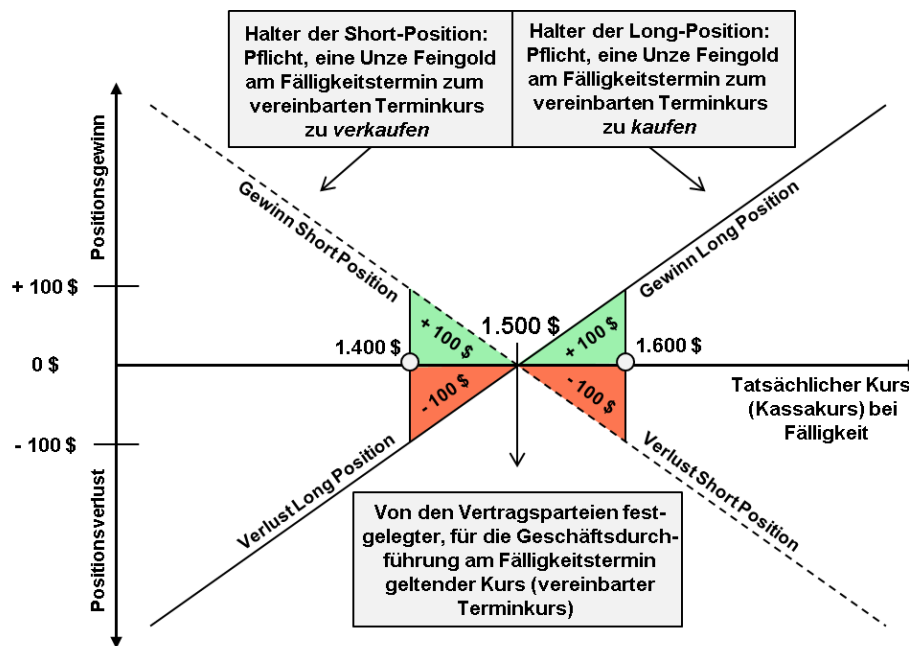


Abbildung 1: Payoff-Diagramm eines Forward-Geschäftes

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Beike/Barckow (2002), S. 4 und McDonald (2009), S. 33 f.

Es ist ersichtlich, dass, sollte der Goldkurs in drei Monaten zum Fälligkeitstermin z. B. bei 1.600 USD notieren, der Halter der Long-Position einen Gewinn i. H. v. 100 USD realisiert. Dieser ergibt sich im Sinne eines Geldflusses, wenn der Investor die Feinunze Gold, die er „gerade“ zum Preis von 1.500 USD erworben hat, sofort am Kassamarkt für 1.600 USD weiterverkauft bzw. wenn von vornherein ein Barausgleich festgelegt wurde, der den Halter der Short-Position in diesem Fall dazu verpflichten würde, dem Inhaber der Long-Position die Differenz zwischen herrschendem Kassakurs und vereinbartem Terminkurs zu überweisen (100 USD). Benötigt der Inhaber der Long-Position dagegen das Gold, so ergibt sich für ihn der Gewinn im Sinne einer Ersparnis, da er für die Feinunze, die ihn zum Fälligkeitstermin am Kassamarkt 1.600 USD kosten würde, nur 1.500 USD bezahlen muss. Der Halter der Short-Position dagegen erleidet im beschriebenen Fall einen Verlust, der exakt der Höhe des Gewinnes der Long-Position entspricht, also 100 USD. Dieser ergibt sich wiederum im Sinne eines Geldflusses, falls der Investor nicht im Besitz des Goldes ist (er müsste dann die Feinunze Gold ja für 1.600 USD am Kassamarkt erwerben, erhält dafür vom Inhaber der Long-Position jedoch nur 1.500 USD) bzw. im Falle eines vereinbarten Barausgleichs. Sollte er bereits im Besitz des Goldes sein, resultiert sein Verlust i. H. v. 100 USD „rechnerisch“ aus der Tatsache, dass er die Feinunze für 1.500 USD verkaufen *muss*, obwohl er für diese zum selben Zeitpunkt am Kassamarkt 1.600 USD erhalte.