

Derivate und Corporate Governance
- Eine gesellschafts- und kapitalmarkt-
rechtliche Studie -

Philipp v. Randow

Arbeitspapier 3/96

Inhaltsübersicht

A.	Einleitung	1
B.	Derivate als Governance- Problem	3
	I. Derivatgeschäfte und unternehmerisches Wagnis	3
	II. Derivatgeschäfte und Spekulation	4
	III. Derivatgeschäfte und Transparenz	4
	IV. Zwischenergebnis	6
C.	Strategien des Derivateeinsatzes und ihre Regulierung	6
	I. Risikoexposition und Risikomanagement	6
	II. Risikomanagement und Ertragswertsteigerung	8
	1. Ertragswertsteigerung auf Ebene der Investition	8
	a) Strategien	8
	b) Fehler-, Mißbrauchs- und Konfliktgefahren	9
	aa) Fehler	9
	bb) Mißbräuche	10
	cc) Konflikte	10
	2. Ertragswertsteigerung auf Ebene der Finanzierung und Produktion	11
	a) Strategien	11
	aa) Absicherung zum Zwecke der Verstetigung der Binnenfinanzierung	11
	bb) Absicherung als Quasi- Versicherung von Unternehmensinteressenten	12
	b) Fehler-, Mißbrauchs- und Konfliktgefahren	13
	aa) Fehler	13
	bb) Mißbräuche	13
	cc) Konflikte	14
	III. Zwischenergebnis	15
	IV. Freiheit und Bindung des Vorstands bei der Strategiewahl	15
	1. Inhaltliche Komponente	15
	a) Strategiewahl und Geschäftsführung	16
	aa) Geschäftsführung und Absicherung	17
	bb) Geschäftsführung und Spekulation	20
	cc) Geschäftsführung und Aktionärskreis	21
	b) Strategiewahl und Satzung	22
	2. Formale Komponente	24
	a) Zweck- und Risikotransparenz im Gesellschaftsrecht	25
	aa) Berichtspflichten gegenüber dem Aufsichtsrat	25
	aaa) Zwecktransparenz	25
	bbb) Risikotransparenz	27
	bb) Jahresabschluß	27
	aaa) Zwecktransparenz	27
	bbb) Risikotransparenz	29
	cc) Auskunftspflichten gegenüber Aktionären	31
	aaa) Zwecktransparenz	31
	bbb) Risikotransparenz	32
	b) Zweck- und Risikotransparenz im Kapitalmarktrecht	32
	aa) Zwischenberichterstattung, § 44 b) BörsG	32
	bb) Ad- hoc- Publizität gem. § 15 WpHG	33
	aaa) Zwecktransparenz	33
	bbb) Risikotransparenz	35

D.	Die Organisation des unternehmerischen Derivateeinsatzes	36
	1. Sorgfalt und Systemrisiken	36
	II. Sorgfalt und Geschäftsführung	37
	1. Klugheitsregeln der Organisation	38
	a) Instrumente und Risiken	39
	aa) Der Forward- Typus	39
	bb) Der Options- Typus	40
	cc) Innovationen	40
	b) Risikobewältigung	41
	aa) Marktrisiko	41
	bb) Liquiditätsrisiko	42
	cc) Bonitätsrisiko	43
	dd) Rechtsrisiko	43
	ee) Betriebsrisiko	45
	2. Organisationspflichten	46
	a) Zuständigkeitsordnung	46
	aa) Volumen, Risikoexposition und Verlust	47
	bb) Instrumente, Märkte und Kontrahenten	47
	b) Verfahrensordnung	47
	c) Informationsordnung	48
	3. Darlegungs- und Beweislast	48
	III. Aufsichtsratskontrolle	50
	1. Bestellung der Vorstandsmitglieder	51
	2. Statuierung von Zustimmungsvorbehalten	51
E.	Zusammenfassung	

Derivate und Corporate Governance

- Eine gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Studie -

Philipp v. Randow *

A. Einleitung

Derivate' machen Risiken isoliert **handelbar**.² Daraus resultiert eine Erweiterung unternehmerischer Handlungsspielräume: Eingriffe in Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen zur Abwehr der mit ihnen einhergehenden Währungs-, Zins- oder Preisrisiken werden in weitem Umfang entbehrlich, wenn sich die entsprechenden Risikoexpositionen bereits durch das Engagement in Forwards, Optionen und anderen Instrumenten kostengünstig umgestalten und den jeweiligen Bedürfnissen der Gesellschaft anpassen lassen.³ Dieser Vorteile wegen ist der Einsatz von Derivaten nicht nur zu einem bedeutenden Element unternehmerischer **Entscheidungspraxis**,⁴ sondern auch zu einem *Wettbewerbsfaktor* geworden, dem sich kaum noch ein Marktteilnehmer entziehen kann. Das ständig wachsende Transaktionsvolumen legt davon beredt Zeugnis ab.⁵

So ist den Ergebnissen einer Umfrage 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 und Schering - 122 Derivate zu Zwecken des Hedging⁶ des operativen Geschäfts, 125 zur Absicherung von Finanztransaktionen, 107 zur Senkung der Kapitalaufnahmekosten und 45 (auch) zu Zwecken der Gewinnerzielung ("take a view on financial markets") eingesetzt hatten. Der Nominalwert der dabei eingegangenen Positionen betrug bei 50 der befragten Unternehmen über 3 Milliarden US-Dollar, bei 36 zwischen einer und drei Milliarden US-\$, bei weiteren 20 zwischen 500 Millionen und einer Milliarde US-\$; bei weiteren 21 Gesellschaften betrug das Volumen zwischen 200 und 500 Millionen US-Dollar und bei 22 Unternehmen weniger als 200 Millionen US-\$.⁷

Diese Daten beschreiben eine Entwicklung, die auch zu mancher Sorge Anlaß gibt:⁸ Denn fehlgehende Transaktionen in Derivaten können selbst renommierte und höchst solvente Unternehmen an den Rand des Ruins treiben, Anteilseigner und Kreditgeber schädigen, Arbeitsplätze vernichten und Zulieferern wie Abnehmern erhebliche Verluste zufügen⁹ - und nicht immer nur, wenn Unternehmensverwaltungen unverantwortlich spekulieren. Die Erfahrung lehrt vielmehr, daß "Beinahekatastrophen" auch das Resultat unkontrollierter oder unzureichend konzipierter Absicherungsstrategien unter Einsatz von Derivaten und von Fehlern bei ihrer Überwachung sein können. Mit dem Hinweis auf einige dramatische Unternehmenskrisen" ist allerdings noch nicht dargetan, daß der Einsatz derivativer Instrumente über die, von Gesetzgeber, Aufsichtsämtern und Verbänden erfaßten bereichsspezifischen Fragen des Banken-"

und Versicherungssektors¹² hinaus auch auf den Prüfstand des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts gehört.

Populistischen Rufen nach Regulierung, jüngst gipfelnd in der Forderung, allen Nicht-Banken die Beteiligung an abstrakten financial derivatives-Geschäften gesetzlich zu verbieten,¹³ kann entgegnet werden, daß Derivatgeschäfte - anders als gewöhnliche Vertragsverhältnisse - prinzipiell als *Nullsummenspiel* ausgestaltet sind,¹⁴ so daß jedem Gewinner *notwendig* auch ein Verlierer gegenüberstehen muß.¹⁵ Angesichts des gewaltigen, weltumspannenden Transaktionsvolumens¹⁶ erscheint deshalb die Anzahl derivatinduzierter Unternehmenskrisen sogar noch vergleichsweise gering. Im übrigen wird sich manche unternehmerische Fehlentscheidung bei Derivatgeschäften hinreichend mit schlichten Anpassungsschwierigkeiten erklären lassen, mit der Unerfahrenheit von Verantwortlichen etwa, die ihre Wissens- und Erfahrungswerte zu einer Zeit sammelten, da ein zentralisierter bzw. standardisierter Handel mit Futures, Optionen und verwandten Instrumenten unbekannt war,¹⁷ oder mit der Überschätzung neu erworbenen theoretischen, aber praktisch nicht bewährten Wissens im Umgang mit ihnen. Dies jedoch sind Probleme des technischen Wandels und der Generationen, nicht aber des Rechts, das gegen Hilflosigkeit und Hybris in einer Zeit des Übergangs nur wenig auszurichten vermag. Und daß der Markt unternehmerische Mißgriffe unbarmherzig abstruft, ist schließlich kein Anzeichen seines Versagens, sondern im Gegenteil Beleg der ihm eigenen selbstregulierenden Kraft.

Wer sich nicht dem Verdacht aussetzen will, in jedem aktuellen Marktphänomen ein genuines Rechtsproblem zu erblicken, wird zunächst den Nachweis erbringen müssen, daß Derivatgeschäfte mehr sind als nur eine Frage der "unternehmenstechnischen Sicherheit", die getrost Betriebswirten und ihren Beratungsfirmen überlassen bleiben könnte. Aus der Perspektive der *corporate governance*¹⁸ - hier und im folgenden zunächst am Beispiel der unverbundenen Aktiengesellschaft erläutert" - muß deshalb die Frage am Beginn stehen, wie sich Derivatgeschäfte und ihre Risiken von anderen unternehmerischen Wagnissen unterscheiden und warum sie eine neue Herausforderung an die Verantwortungsordnung der Aktiengesellschaft und das Kapitalmarktrecht darstellen (s. dazu sogleich sub. B). Erst im Anschluß an diese Analyse werden sich die Fehler- und Mißbrauchs- und Konfliktpotentiale bei Wahl der Strategie des Derivateinsatzes im Unternehmen bestimmen lassen. Diese Untersuchung führt zugleich zur Frage, ob das gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Normengefüge auf Ebene der Strategiewahl genügend Vorkehrungen zum Schutze der verschiedenen Unternehmensinteressenten bereithält. Hier werden insbesondere die inhaltlichen und formalen Bindungen des Vorstandes bei seiner Entscheidung für oder gegen den Einsatz derivativer Instrumente zu behandeln sein (C). Der dritte Teil der Untersuchung (D) nimmt sich der

Risiken sowie Fehlerquellen auf Ebene der Planung, Ausführung und Kontrolle von Derivatgeschäften an. Im Vordergrund stehen wiederum die Pflichten des Vorstandes. Besonderes Augenmerk wird insoweit den Empfehlungen bzw. Mindestanforderungen geschenkt, die von Aufsichtsbehörden, Verbänden und Organisationen der Selbstregulierung entwickelt worden sind²⁰ und mittlerweile zu Teilen auch als Vorbild für die Leitlinien weltweit agierender Prüfgesellschaften dienen.*' Dabei wird zu klären sein, welche rechtliche Bedeutung diesen Vorschriften und Vorstellungen für Aktiengesellschaften außerhalb des Banken- und Versicherungssektors beizumessen ist. Die Untersuchung schließt mit einer Erörterung der Aufgaben und Pflichten des Aufsichtsrates bei Kontrolle des Risikomanagements und einer Zusammenfassung der Ergebnisse (E).

B. Derivate als Governance- Problem

1. Derivatgeschäfte und unternehmerisches Wagnis

Was unterscheidet Derivatgeschäfte von anderen unternehmerischen Wagnissen, und weshalb stellen sie eine eigentümliche Herausforderung an die gesellschaftsrechtliche Verantwortungsordnung dar? Antwort darauf wird man weder in den zahllosen Beschreibungen der Einsatz- und Kombinationsmöglichkeiten von Futures, Optionen und Swaps²² noch in Darstellungen der mit solchen Transaktionen verbundenen Gewinn- und Verlustpotentiale finden.²³ Sie alle handeln im wesentlichen nur von Erwartungswerten. Das Denken und Rechnen in Erwartungswerten ist aber keine Besonderheit von Derivatgeschäften, sondern Basis jeder unternehmerischen Finanzierungs- und Investitionsentscheidung. So ist denn auch die Vorstellung verbreitet, daß Engagements in Futures, Optionen, Swaps und ihnen verwandte Instrumenten kein eigenes, neues Risiko darstellen, sondern modifiziert nur jene Risiken reflektieren, die sich aus ihren Basiswerten ergeben.²⁴ Neu sind zwar die Produkte; von Basiswerten abgeleitete Instrumente zu Zwecken der Absicherung und Spekulation selbst aber sind keine "Finanzinnovation", sondern haben Tradition: Bereits in den 30er Jahren etwa kannte der Anleihesektor Emissionen, die für Zins- und Tilgungszahlungen **Indexorientierungen** oder Zahlungsmittelwahlrechte vorsahen und auf diese Weise Emittenten oder Investoren gegen etwaige Veränderungen von Marktfaktoren sicherten.²⁵

Wer die gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Bedeutung von Derivattransaktionen erkennen will, muß seinen Blick von den einzelnen Instrumenten auf die Grundlagen des Risikomanagements lenken. Erst hier werden die neuen Herausforderungen sichtbar, die sich für die unternehmerische Verantwortungsordnung ergeben. Sie betreffen die *Entscheidungsbindung des Vorstandes* einerseits und die *Ergebniskontrolle seines Tuns* andererseits. Darauf wird jetzt näher einzugehen sein.

11. Derivatgeschäfte und Spekulation

Die erste und handgreifliche Besonderheit von Derivaten ist, daß sie Spekulation erleichtern. Zwei Gründe sind dafür maßgeblich: die rechtliche Anerkennung der Instrumente und die Möglichkeit, Risiken isoliert und daher bereits bei Einsatz vergleichsweise kleiner Beträge handeln zu können. Dies sind die Unterschiede zu spekulativen Geschäften vergangener Tage, als die Eingehung von Risiken entweder verlangte, die volatilen Basiswerte selbst zu erwerben oder spekulative Positionen nur in individuell gestalteten Vereinbarungen eingenommen werden konnten. In beiden Fällen bedurfte es ehemals jedenfalls noch des Einsatzes bzw. des Nachweises erheblicher Finanzkraft. Wer darüber nicht verfügte, war vom spekulativen Geschäft von vornherein und weitgehend ausgeschlossen: *Eigenkapital bzw. Kreditfähigkeit zogen gleichsam eine Grenze, wenn die Übernahme hochriskanter Positionen in Rede stand.* Dieser natürliche, unternehmensinterne Kontrollmechanismus gegen die unternehmensgefährdende Übernahme großer Risiken ist durch den erleichterten Zugang zum Risikohandel mit Derivaten weitgehend beseitigt worden. Zwar ist an seine Stelle heute eine externe Kontrolle getreten - im börslichen Handel etwa in Gestalt von margin- Erfordernissen,²⁶ im O(ver)T(he)C(ounter)- Sektor durch individuell gesetzte counterparty- risk- Bestimmungen,²⁷ die Voraussetzungen oder Element des Vertrags mit der Gegenseite werden. Diese Kontrollmechanismen sind aber eigentlich nur zum Schutze der Kontrahenten bestimmt, so daß bei ihrer Gestaltung Gefährdungen des Schuldners außer Betracht bleiben. Sie hindern das Unternehmen deshalb nur in unzureichendem Maße, selbstgefährdende Risiken mit geringerem Aufwand, und also auch geringerer "Hemmschwelle" einzugehen als es einstmals möglich war. Damit ist auch solchen Unternehmen der Zugang zum spekulativen Risikohandel eröffnet, die nur geringe Mittel einsetzen wollen oder können²⁸ - eine Entwicklung, die an Bedeutung gewinnt, je schmaler die Gewinnmargen der jeweiligen Unternehmen ausfallen und je stärker deshalb der Wettbewerbsdruck auf ihnen lastet.

11.1. Derivatgeschäfte und Transparenz

Ein weiterer Unterschied zwischen derivativen Transaktionen und anderen unternehmerischen Wagnissen wird erkennbar, wenn der Blick auf die Kontrollebene dieser Geschäfte gelenkt wird. Es ist die *mangelnde Risiko- und Ergebnisevidenz einzelner Abschlüsse.*

Funktion und Erfolg derivativer Transaktionen lassen sich niemals aus diesen selbst ablesen, sondern nur im Lichte einer ihnen zu Grunde liegenden Strategie und Risikoerfassung. Dies unterscheidet sie von vielen anderen Maßnahmen der Geschäftsführung, bei denen häufig bereits in isolierender Analyse verstanden werden kann, welche Absicht ihnen zu Grunde liegt und wie riskant sie sind. Weil einzelnen Deri-

vatgeschäften dagegen so gut wie nie auf der Stirn geschrieben steht, welchen spezifischen Nutzen sie dem Unternehmen insgesamt bringen sollen, ist der Aufwand, ihre Funktion *ex ante* zu verstehen und ihren Erfolg *ex post* zu kontrollieren, ungleich höher als bei anderen unternehmerischen Entscheidungen.

So sagt ein Blick auf die Transaktion nichts über ihre Funktion: Der für sich betrachtet riskante Verkauf einer Kaufoption kann beispielsweise insgesamt - nämlich bei Berücksichtigung einer bis dahin offenen Gegenposition - durchaus Zwecken der Ertragswertsicherung dienen. Das, isoliert besehen, absichernde Hedging eines Fremdwährungsrisikos wiederum ist womöglich in eine Strategie der Ertragswertsteigerung eingebettet, weil damit eine natürliche Absicherung auf Grund bereits bestehender Risikoexpositionen wieder aufgelöst wird. *Und der Blick auf den Ertrag sagt auch nichts über den Erfolg:* Das Hedging einer Fremdwährungsposition mag zwar *lege artis* erfolgt sein, wegen des Bestehens unbeachtet gebliebener, entgegengesetzter Risikoexpositionen des Unternehmens aber nicht nur überflüssig gewesen sein, sondern das Gesamtrisiko zu seinem Nachteil sogar erhöhen.*' Und umgekehrt wird der Gewinn aus einer **Futures-** Position unter Umständen nicht notwendig das Ergebnis kluger Spekulation, sondern das Nebenprodukt einer undurchdachten Sicherungsstrategie sein, die das Unternehmen immer noch **gefährdet**.³⁰

Eine unternehmensspezifische Gefahr des Derivateinsatzes beruht mithin auf der fehlenden Risiko- und Zweckevidenz der Geschäfte. Ohne ein umfassendes Verständnis darüber, wie sich die beabsichtigten Transaktionen insgesamt auf die Risikoexposition der Gesellschaft auswirken, läuft eine *ex- ante* Überwachung jedoch ins Leere. Und da unwillkommene Einzelergebnisse **für** sich betrachtet keine Auskunft über die Gesamtstrategie und ihren Erfolg geben, ist den Verantwortlichen auch *ex post* Tür und Tor geöffnet, mittels einer intransparenten und daher je nach Rechtfertigungsbedarf leicht anzupassenden "Strategie" die nachträgliche Kontrolle von Seiten Dritter zu **unterlaufen**.³¹

Die Vorgänge um die *Metallgesellschaft AG* bieten **dafür** reichliches Anschauungsmaterial. Daß der ehemalige Vorstandsvorsitzende des Unternehmens Anfang 1995 die umstrittenen Ölgeschäfte als "gut abgesichert" und "von kompetenten Mitarbeitern entwickelt" bezeichnen **kann**,³² dem Vernehmen nach in einer Sitzung des Vorbereitungs- und Planungsausschusses des Metallgesellschafts- Aufsichtsrates dagegen Ende 1993 noch erklärt haben soll, daß "nach dem Grundsatz 'double or not' hazardiert" worden sei, verwundert im Lichte mangelnder Risiko- und Funktionsevidenz der getätigten Geschäfte nicht. Denn bis heute ist - selbst unter unparteiischen Beobachtern - strittig, welchen Zwecken die Derivatgeschäfte der Tochter MGRM Corp. dienen sollten und welche Risiken sie tatsächlich aufwiesen.³³

IV. Zwischenergebnis

Für das Unternehmen und seine Interessenten entsteht ein erhebliches **Gefährdungspotential** daraus, daß dem Einsatz derivativer Finanzinstrumente auch zu spekulativen Zwecken niedrigere unternehmensinterne Hürden entgegenstehen als ehemals (Ebene der Entscheidungskontrolle) und sich die Kontrolle sowie Beurteilung des einzelnen Derivateeinsatzes mangels Risiko- und Ergebnisevidenz ungleich schwieriger gestaltet als eine solche anderer geschäftlicher Entscheidungen (Ebene der Ergebniskontrolle). Wird diesem Kontrollproblem nicht Rechnung getragen, so können eventuelle Fehler, Mißbräuche und Konflikte bei *Wahl der Strategie* des unternehmerischen Derivateeinsatzes und ihrer *Umsetzung* gravierende Folgen haben.

Ob und in welchem Umfang das gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche **Normengefüge** hinreichende Anreize bereithält, der Gefahren des Derivateeinsatzes zu wehren, soll im folgenden näher untersucht werden. Dabei gilt die Aufmerksamkeit an erster Stelle der in der Diskussion bisher vernachlässigten Frage nach Fehlern, Mißbräuchen und Konfliktgefahren bei Wahl der Strategie und den Methoden ihrer Bewältigung. Die Behandlung dieses Themenkreises beginnt allerdings zunächst damit, sich der Grundlagen des unternehmerischen Risikomanagements zu vergewissern und einige, weit verbreitete Irrtümer über Vor- und Nachteile eines entsprechenden Engagements für Eigenkapitalgeber und andere Interessenten der Aktiengesellschaft auszuräumen.

C. Strategien des Derivateeinsatzes und ihre Regulierung

1. Risikoexposition und Risikomanagement

Die einzelnen Vermögens-, Anspruchs- und Schuldpositionen, die erwarteten Erträge, aber auch bloßen Vorhaben eines jeden Unternehmens unterliegen der Gefahr von Wertschwankungen - sei es auf Grund von Preis-, Zins- oder Wechselkursänderungen, sei es auf Grund der Veränderung ihrer Volatilitäten. Diese Wertschwankungsgefahren lassen sich als *nicht- produktive Risiken*³⁴ einstufen, als Risiken, die das Unternehmen keineswegs mutwillig und zu Zwecken der Ertragswertsteigerung eingegangen, sondern denen es im Rahmen seiner wirtschaftlichen Betätigung ausgesetzt ist. Manche dieser Risiken mögen sich gegenseitig aufheben, manche sich dagegen wechselseitig verstärken. Diese Risikoexpositionen des Unternehmens bilden jedenfalls den theoretischen Ausgangspunkt für Strategien des **Risikomanagements**.³⁵

In ihrem Rahmen gilt es zu entscheiden, ob und wie die bestehenden Risiken nutzbringend umzugestalten sind. Aus dem Wege gehen kann der Vorstand dieser Entscheidung im übrigen nicht. Denn für das unternehmerische Risikomanagement gilt: *Wer nichts tut, spekuliert*.³⁶

Für eine Umgestaltung der Risikoexposition bieten sich nun Derivate als besonders kostengünstiges Instrument an, weil ihr Einsatz ermöglicht, die **Wertschwankungsge-**

fahren bilanzieller und **außerbilanzieller** Posten zu verändern, ohne erheblichen Kapitalaufwand tätigen und in Produktionsentscheidungen eingreifen zu müssen.

In friktionslosen Modellwelten der Ökonomen mag ein international tätiges Unternehmen das Wechselkurs- **(=F)oreign- E(X)change-**risiko dadurch bewältigen können, daß es die Orte seiner Produktionsstätten je nach Absatzmarkt so bestimmt, daß Einnahmen und Ausgaben einander in jeweils derselben Währung gegenüberstehen. In der Wirtschaftswirklichkeit sind solcher Anpassung aus Kostengründen jedoch Grenzen gesetzt: Hier wird es sich häufig nicht lohnen, die skalenökonomischen Vorteile zentralisierter Herstellung aufzugeben, um das **FX-**Risiko zu steuern. Alternativ bietet es sich für die Unternehmen insoweit an, derivative Finanzinstrumente zur Steuerung des Währungsrisikos **einzusetzen**.³⁷

Auf den ersten Blick versteht es sich allerdings nicht von selbst, daß eine Umgestaltung der Varianz etwaiger Erträge und Kosten sich **für** eine Gesellschaft bereits nutzbringend auswirken müßte. Die Theorie lehrt vielmehr, daß in der Idealwelt eines vollständigen und effizienten Kapitalmarktes eine bloße Veränderung der Schwankungsbreite erwarteter Erträge und Kosten **für** sich betrachtet den Wert einer Unternehmung unberührt lassen müßte:

Ein einfaches, auf den Einsatz von Derivaten zugeschnittenes Gedankenexperiment mag das illustrieren.³⁸ Zu diesem Zwecke seien zwei Unternehmen betrachtet, deren einziger Unterschied darin liegen soll, wie sie ihre Exposition gegenüber Währungs-, Preis- und Zinsrisiken gestalten: Unternehmen A möge keine Maßnahmen ergreifen, um die Varianz der erwarteten Erträge zu ändern, Unternehmen B sich dagegen vermittels eines umfassenden Hedge von allen Wertschwankungsgefahren isolieren. Wäre nun der Wert des Unternehmens B auf Grund der bloßen Absicherung tatsächlich höher als der von A, so könnte ein Anleger aus den unterschiedlichen Entscheidungen von A und B risikolos (!) Profit schlagen - und zwar mit Hilfe einer einfachen Dreischritt- Strategie: Er hätte zunächst Aktien der Unternehmens A zu erwerben. Anschließend nimmt der Anleger eine **Futures-** Position ein, die ihn gegen die Wertschwankungsgefahren bei A- Aktien versichern würde und damit mit dieser zusammen einen Zahlungsstrom imitierte, wie ihn auch eine B- Aktie verspräche. Zugleich tätigt er noch einen Leerverkauf von B- Aktien. Da die Einnahme einer **Futures-** Position keinen Kapitaleinsatz verlangte, ergäbe sich **für** den Investor ein positives Äquivalent in Höhe der Differenz zwischen dem B- Aktienverkaufs- und dem A- Aktieneinkaufspreis. Ein solches Preisgefälle zwischen Titeln auf identische Zahlungsströme kann im Gleichgewicht jedoch nicht existieren - denn diese "ökonomische Nische" wäre im Nu entdeckt und würde dann auch entsprechend bepreist werden.

Der Einwand, daß risikoscheue Anleger **für** risikobefreite Aktien eine höhere Zahlungsbereitschaft aufweisen könnten als risikoneutrale Investoren, ändert an diesem - zunächst nur theoretischen - Befund im übrigen nichts. Das Beispiel sollte vielmehr gezeigt haben, daß eine Anpassung der erwarteten Zahlungsströme an die individuelle Risikoeinstellung der Anleger eben nicht nur durch darauf gerichtete **Entschei-**

dungen der Unternehmensverwaltung, sondern grundsätzlich auch durch entsprechende Ergänzungsgeschäfte der Anleger selbst erreicht werden kann. Die These, daß Aktionäre für risikobefreite Aktien prinzipiell mehr zu zahlen bereit seien als für Anteile solcher Unternehmen, die keine Strategie der Absicherung verfolgen, vermag daher keine Allgemeingültigkeit zu beanspruchen. Die nämliche Einsicht gilt selbstverständlich auch umgekehrt für die künstliche Erhöhung der Varianz erwarteter Erträge durch Einsatz derivativer Instrumente: Es streitet auch keine generelle Vermutung dafür, daß Aktionäre für Anteile vergrößerter Ertragsvarianz eine erhöhte Zahlungsbereitschaft aufweisen.

Ein auf Veränderung von Varianzen gerichteter Derivateinsatz steigert also nicht notwendig schon als solcher den Unternehmenswert. Gleichwohl kann eine Politik der Risikoumgestaltung den Unternehmensinteressenten von Nutzen sein. In dieser Hinsicht lassen sich nun im wesentlichen zwei Strategien identifizieren: Zum einen kommen Derivate als Mittel zur Ertragssteigerung durch Gewinnerzielung in Frage. Regelmäßig sind dies Geschäfte, welche zugleich die Gesamtrisikexposition des Unternehmens erhöhen, jedenfalls aber nicht vermindern. Zum anderen läßt sich aber auch daran denken, Derivate zu Zwecken der Ertragswertsteigerung durch Kostensenkung, insbesondere auf Ebene der Finanzierung und Produktion einzusetzen. Dies sind zugleich und zumeist Geschäfte, welche die Gesamtrisikexposition senken und ihre Rechtfertigung in Abweichungen der Wirtschaftswirklichkeit vom oben geschilderten, idealen Marktmodell finden. Die angesprochenen Strategien, wie sich auch in Deutschland in beiden Grundformen finden,³⁹ vor allem aber die bei ihrer Wahl drohenden, gesellschafts- wie kapitalmarktrechtlich bedeutsamen Fehler-, Mißbrauchs- und Konfliktgefahren stehen im Zentrum der folgenden beiden Abschnitte.

II. Risikomanagement und Ertragswertsteigerung

1. Ertragswertsteigerung auf Ebene der Investition

a) Strategien

Auf Ebene der Investition können Derivate zu Zwecken der Gewinnerzielung eingesetzt werden. Betriebswirtschaftlich gerechtfertigt dürfte eine solche Strategie grundsätzlich allerdings nur dann sein, wenn das Sachwissen der Verwaltung über die Gewinn- und Verlustaussichten der entsprechenden Geschäfte den Informationen des Marktes in der Mehrheit der Fälle überlegen ist. Daran wäre etwa zu denken, wenn der Gegenstand des Unternehmens Produktion oder Handel der den Derivativen zu Grunde liegenden Basiswerte umfaßt und die Unternehmensleitung die künftigen Entwicklungen besser einzuschätzen weiß als andere. In einem solchen Ausnahmefall kann die (teilweise) Aufrechterhaltung oder Ausdehnung einer Risikexposition durch Abschluß von Futuresverträgen oder Optionsgeschäfte dem Erwar-

tungswert nach ertragssteigernd wirken. Daneben mögen sich auch einmal gewinnträchtige Arbitragemöglichkeiten eröffnen.

Die Aufrechterhaltung von Risikoexpositionen kann natürlich auch selektiv erfolgen; dieses "selektive Hedging" geschieht entweder, weil auf eine günstige Entwicklung der offenen Position spekuliert wird oder die Unternehmensverwaltung im Gegensatz zum Markt, der **für** darauf beziehbare Absicherungsinstrumente positive Preise setzt, die Notwendigkeit eines Hedge tatsächlich nicht für gegeben erachtet. Aus **marktlicher** Perspektive muß diese Strategie selbstverständlich ebenfalls riskant erscheinen.

Derivate können im übrigen auch eingesetzt werden, um Risikoexpositionen, die **für** die Verwaltung eines Unternehmens mangels entsprechender Expertise mit Unge-
wißheit behaftet sind, durch solche zu ersetzen, die sich **für** sie besser kalkulieren und kontrollieren lassen: So mag ein an sich profitables Geschäft eine ungewöhnliche Fremdwährungsposition mit sich bringen, deren Einschätzung und Beherrschung die Verwaltung jedoch überfordern wurde. Sie kann durch eine vom Markt als nicht minder volatil eingeschätzte Exposition auf dem Warenterminsektor substituiert werden, **für** deren Kontrolle die Unternehmensverwaltung jedoch über die erforderliche Kompetenz verfügt. Mit Hilfe eines solchen "Risikotauschs" können also **unternehmerische** Handlungsspielräume erweitert und Geschäftschancen genutzt werden, welche die Verwaltung ohne Zugang zum Markt **für** Derivate nicht hätte wahrnehmen können. In diesem Falle änderte sich die ursprüngliche Risikoexposition nicht oder nur geringfügig.

b) Fehler-, Mißbrauchs- und Konfliktgefahren

aa) Fehler

Das Fehlerrisiko eines auf Gewinnerzielung gerichteten Einsatzes von derivativen Instrumenten liegt auf der Hand: Es ist die Überschätzung des eigenen Wissens über künftige Marktentwicklungen. Dafür gibt es aus der Praxis eine Reihe erstaunlicher Beispiele.

So hat das Finanzmanagement von *Procter & Gamble* u.a. offenbar gegen die Steigerung von Zinssätzen spekulieren wollen. Für diese Spekulation wählte man allerdings eine besonders riskante Strategie: Denn es wurden zu diesem Zwecke einfache Put-Optionen veräußert und damit ein unbegrenztes Risiko **für** den Fall übernommen, daß der Wert des gewählten Basisgutes verfallt. Die Vorstellung des Managements, daß diese Optionen auf dem von professionellen Optionshändlern bevölkerten Markt systematisch unterbewertet wurden, zeugt gewiß von **Selbstvertrauen**,⁴⁰ die anschließenden massiven Verluste, werfen allerdings die Frage auf, ob dieses Selbstvertrauen tatsächlich begründet war. Sie sind zur Zeit Gegenstand von Rechtsstreitigkeiten.

bb) Mißbräuche

Wenn Einnahmen nicht mehr dem eigentlichen Kerngeschäft entstammen, sondern durch Spekulation und Arbitrage auf dem Markt für derivative Instrumente erzielt werden, ist dies ein Warnsignal, das eine Debatte über **Fortführung**, Neuorientierung oder Liquidation der Gesellschaft anmahnt - eine Debatte, die nicht notwendig im Interesse der im Amte befindlichen Verwaltung liegen muß. Das spekulative Engagement in Derivaten kann daher verschleiern, daß im Kerngeschäft der Gesellschaft keine zufriedenstellenden Ergebnisse erzielt worden sind oder nicht mehr erzielt werden können. Und das ist die wesentliche Mißbrauchsgefahr einer Spekulation in Derivaten. Darauf, daß der Markt die Gefahr einer Verschleierung der Ertragsquellen aufdeckt, wird man insoweit nicht hoffen dürfen: Eine freiwillige Offenlegung hat nur eingeschränkten Nutzen, wenn sie nicht standardisierten Verfahren folgt und keine firmenübergreifende Vergleiche ermöglicht; ganz zu schweigen von der weiteren Schwierigkeit, daß Unternehmen, die im Gegensatz zu ihrer Konkurrenz grundsätzlich bereit wären, höhere Transparenz zu schaffen, eine entsprechende Informationspolitik womöglich auch deswegen scheuen werden, weil sie **befürchten**, der Markt könne ihre Offenheit als Ausweis besonders hoher Risikoexposition **mißverstehen**.⁴¹

cc) Konflikte

Die Spekulation zu Zwecken der Gewinnerzielung begründet Konflikte zwischen unterschiedlichen Unternehmensinteressenten: So dürfte es auf der Hand liegen, daß eine auf die Vergrößerung der Risikoexposition des Unternehmens hinauslaufende Strategie des Derivateinsatzes den Interessen solcher Parteien widerstreiten wird, die ertragswertunabhängige Ansprüche gegen die Gesellschaft haben. Dies sind insbesondere Kreditgeber, Zulieferer und Arbeitnehmer. Sie werden eher eine **Verstetigung** des cash-flow und seine Isolierung gegenüber etwaigen Wertschwankungen wünschen. Auf Ebene der Investition jedenfalls ist daher zunächst ein Konflikt zwischen Anteilseignern und anderen Unternehmensinteressenten zu konstatieren. Virulent wird dieser Interessenwiderstreit vor allem in Zeiten der Krise. Denn hier bieten sich der Verwaltung hochriskante Termingeschäfte vor allem als Ausweg aus finanziellen Schieflagen an - auch aus solchen, welche der Vorstand selbst zu verantworten hat. Das aus solchen Geschäften resultierende Verlustrisiko ist in der Krisensituation regelmäßig ohne Bedeutung, weil die Eigenkapitalpositionen wegen ihrer wahrscheinlichen Inanspruchnahme im drohenden Konkurs ohnehin entwertet sind. Die spekulative Gewinnmöglichkeit durch Termingeschäfte verspricht hingegen immer noch deren Aufwertung, mag diese Chance auch noch so gering sein. Dies gilt auch und gerade dann, wenn der Erwartungswert der erzielbaren Erträge nicht den dafür erforderlichen Einsatz **übertrifft**, der Einsatz derivativer Instrumente den Gläubigern

des Unternehmens also ex ante besehen zum Nachteil gereichen würde.⁴² Der Bundesgerichtshof hat dieses Verhalten treffend mit dem eines Roulettespielers verglichen, der “durch immer höhere Einsätze die entstandenen Verluste im Vabanquespiel wieder auszugleichen” sucht.⁴³

2. Ertragswertsteigerung auf Ebene der Finanzierung und Produktion

Der Nutzen von Absicherungstransaktionen entfaltet sich zunächst auf Ebene der Finanzierung: Dort verstetigen sie den cash flow, so daß zur Wahrnehmung profitabler Investitionsprojekte nicht der Weg einer womöglich kostspieligeren Mittelaufnahme auf dem Kapitalmarkt beschritten werden muß (s. dazu sogleich sub a)) . Darüber hinaus können sie als Quasi- Versicherung für Unternehmensinteressenten und damit zur Senkung der Produktionskosten dienen. Das nämliche Argument gilt auch für den Sektor der Finanzierung (s. dazu unter a) bb)).

Neben diesem, sogleich noch im einzelnen zu erörternden Versicherungseffekt auf Ebene der Finanzierung kann der Einsatz derivativer Instrumente auch noch in anderer Hinsicht die Kapitalbeschaffung für Investitionsprojekte erleichtern: so etwa dadurch, daß mit Swaptransaktionen komparative Vorteile der Beteiligten bei Beschaffung publikumsfinanzierten Fremdkapitals genutzt werden; aber auch dann, wenn eine kostengünstige Mittelaufnahme voraussetzt, daß spezifischen Investorenpräferenzen - bspw. hinsichtlich bestimmter Währungen oder der Zinsgestaltung - Genüge getan wird: Hier vermag der Emittent seine eigentlich angestrebte Zielfinanzierung dann dadurch zu erreichen, daß er die anlegerfreundliche Emission mit einem für sein Unternehmen zugeschnittenen Derivatpaket kombiniert, welches z.B. aus Währungs- oder Zinsswaps gebündelt sein könnte.⁴⁴ Endlich versprechen Hedging- Strategien Steuervorteile, wenn und soweit einzelne Besteuerungselemente des Unternehmens progressiv mit ihrem Erfolg wachsen - denn ein Hedging vermindert die Varianz dieses Erfolges und senkt damit den Erwartungswert des **Steuersatzes**.⁴⁵

a) Strategien

aa) Absicherung zum Zwecke der Verstetigung der Binnenfinanzierung

Mit dem Einsatz von **Futures** und Optionen lassen sich Wertschwankungen bereits erzielter oder noch außenstehender Einnahmen vermindern. Dadurch wird die interne Finanzkraft einer Unternehmung für die Zukunft mit der Folge stabilisiert, daß die Verwaltung jederzeit in der Lage ist, profitable Investitionsvorhaben zu finanzieren, ohne extern Kapital aufnehmen zu müssen. Wäre die interne Finanzkraft der Unternehmung dagegen von marktbedingten Wertschwankungen nicht isoliert, so könnte ihr im entscheidenden Augenblick das notwendige Kapital zur Wahrnehmung von Geschäftschancen fehlen. Es bliebe zwar die Alternative einer externen Kapitalaufnahme. Sie wäre aber jedenfalls für solche Unternehmen kostspieliger, denen es

schwerfällt, den Kapitalmarkt von der Güte ihres Vorhabens zu überzeugen und deshalb außenstehenden Investoren durch höhere Verzinsung von Anleihen bzw. niedrigere Ausgabekurse neuer Aktien anlocken müßten. Jedenfalls für solche Unternehmen, die bei Kapitalaufnahme auf dem Markt unter Problemen asymmetrischer Information leiden, kann sich daher eine Sicherungsstrategie empfehlen, die **dafür** sorgt, daß stets genügend internes Kapital vorhanden ist.⁴⁶ Eine solche Sicherungsstrategie kann auch in einem umfassenden Hedge bestehen, der die Binnenfinanzmittel von marktbedingten Wertschwankungen isoliert. Diese gesicherte Finanzkraft, wie sie durch das Zusammenwirken der Ausschüttungspolitik, der Nutzung von Spielräumen in den handelsrechtlichen Ansatz- und Bewertungsvorschriften und durch Vermögensumschichtungen, wie etwa Pensionsrückstellungen und **Mitarbeiterbeteiligungen** in der Einkleidung als Mitarbeiter-Darlehen, gesteigert werden kann, eröffnet der Verwaltung dann die Möglichkeit, **unternehmenswertsteigernde** Investitionen vorzunehmen, auch wenn sie das Vertrauen externer Financiers nicht zu erlangen vermag.

Der besondere Vorteil einer Absicherung durch Hedging gegenüber der insoweit funktionsäquivalenten, weil ebenfalls die Ertragsvarianz vermindern den Diversifizierung liegt darin, daß die Absicherung mittels derivativer Instrumente im Vergleich zur Diversifizierung deutlich weniger Ausgaben verlangt und daher weder die **für ertragswertsteigernde** Investitionen erforderlichen Binnenfinanzmittel noch die Ausschüttungsinteressen der Anteilseigner über Gebühr beeinträchtigt.

bb) Absicherung als Quasi- Versicherung von Unternehmensinteressenten

Eine auf Absicherung gerichtete Gesamtstrategie ist grundsätzlich geeignet, die Risikoexposition von solchen Unternehmensbeteiligten zu mindern, die zur Produktion beitragen, wie z.B. von Zulieferern und Arbeitnehmern. Eine **Unternehmensverwaltung**, die verspricht, sich gegen Wertschwankungen ihrer Positionen zu sichern, bietet solchen Gläubigern Gewähr, daß es nicht zur Krise und damit zu Verhaltensanreizen kommt, die ihren Interessen schädlich sein könnten, wie etwa dem als Gefahr des Mißbrauchs spekulativen Engagements beschriebenen "gambling for resurrection". Eine umfassender Hedge als Quasi- Versicherung könnte also eine Risikoprämie **für** Gläubiger auf dem Produktionssektor weitgehend entbehrlich **machen**.⁴⁷ Fehlte es dagegen an einem derartigen Versprechen, so wurden Arbeitnehmer höhere Leistungen fordern, wenn die Ertragssituation und damit auch ihr Arbeitsplatz unsicher ist; Zulieferer ihrerseits wurden angesichts ungewisser Aussichten ihres Vertragspartners **schwierigere** Verhandlungspartner sein.⁴⁸

Auch auf Ebene der Finanzierung kann eine Quasi- Versicherung durch Derivatgeschäfte Nutzen entfalten: So mag es sich **für** die Gesellschaft empfehlen, ihren *Kreditgebern* eine Absicherungsstrategie zu versprechen, um auf diese Weise eine Ab-

Senkung des verlangten Risikozinses zu erreichen oder das Maß notwendiger Sicherheitenstellung zu mindern.⁴⁹

b) Fehler-, Mißbrauchs- und Konfliktgefahren

aa) Fehler

Fehlerhafte Strategiewahlen erfolgen, wenn die Unternehmensverwaltung die Bedürfnisse nach Absicherung verkennt. Soweit *eine Verstetigung der Binnenfinanzierung* angestrebt wird, empfiehlt sich diese Strategie nicht notwendig für solche Unternehmen, die über eine erstklassige Reputation am Markt für externes Fremdkapital verfügen. Auch werden nicht in jedem Falle die Financiers an einer *Quasi-Versicherung* interessiert sein. Dies gilt insbesondere dann, wenn und soweit sie im Einzelfall einmal doch in der Lage sind, auf kostengünstigere Weise die mit ihrem Finanzengagement verbundenen, nicht- produktiven Risiken in ihrem Interesse umzugestalten. Auf den ersten Blick sprechen zwar gute Gründe für die Annahme, daß die **Geschäftsführung** gegenüber *risikoscheuen Aktionären* bei der Wahrnehmung der Sicherungsaufgabe insoweit im Vorteil sein kann: Zum ersten nämlich verfügt die Unternehmensführung regelmäßig über genauere und detailliertere Informationen hinsichtlich der gegenwärtigen und zukünftigen Exposition des Unternehmens; zum zweiten ist der Unternehmensverwaltung auch der Zugang zu bestimmten Märkten und Instrumenten leichter möglich; und drittens kann sie sich kostenmindernde Größen- und Spezialisierungsvorteile bei Derivattransaktionen zu Nutze **machen**.⁵⁰ In einer *Publikumsgesellschaft* mögen sich diese Aktionäre jedoch bereits dadurch abgesichert haben, daß sie Aktien unterschiedlicher Unternehmen halten, die in je entgegengesetzter Weise auf die Veränderung volatiler Marktfaktoren reagieren. Hielten sie gar das Marktportfolio, so müßten sie nicht einmal Art und Umfang der jeweiligen Risikoexpositionen einzelner Unternehmen **kennen**.⁵¹ Unter diesen Bedingungen wurde eine unternehmerische Absicherungsstrategie den Investoren sogar zum Nachteil gereichen, weil damit eine bereits erreichte Diversifizierung wieder aufgelöst werden wurde: Denn ein doppelter Hedge ist nicht doppelt sicher, sondern begründet die ursprünglichen Risiken erneut.⁵² Die Notwendigkeit unternehmerischer Strategien der Absicherung auf Ebene der Finanzierung bestimmt sich also danach, in welchem Maße die verschiedenen Interessenten der Unternehmung in der Lage sind, die Risikoexposition ihrer unternehmensbezogenen Vermögens- bzw. Anspruchsstellung zu gestalten.

bb) Mißbräuche

Kern des Mißbrauchspotentials einer Absicherungsstrategie im Verhältnis von Verwaltung und Anteilseignern ist das Eigeninteresse des Vorstandes, sich der Kontrolle durch die Kapitalgeber des Unternehmens entziehen. Hier besteht zum einen die **Ge-**

fahr, daß die Dämpfung der Ertragsschwankungsbreite von der Unternehmensverwaltung dazu benutzt wird, sich der Verantwortung für eine unternehmerische, d.h. auf die Aufdeckung rentierlicher Wagnisse gerichtete Investitionspolitik zu entziehen und übermäßig auf Sicherheit - nicht zuletzt: der eigenen Stellung - bedacht zu sein.⁵³ So wird die Verwaltung z.B. die Gefahr mindern wollen, auf Grund etwaiger Mißerfolge von den Anteilseignern zur Rechenschaft gezogen zu werden und deshalb übertriebene Sicherungsmaßnahmen ergreifen. Insoweit gleichen die Gefahren einer umfassenden Hedge- Strategie jenen einer Diversifizierung durch Erwerb von Anteilen anderer Unternehmen. Zum anderen steht zu befürchten, daß die Sicherung ausreichender Binnenfinanzierung die Verwaltung von der Notwendigkeit enthebt, die Weisheit der Projektauswahl einer Evaluierung durch den Kapitalmarkt auszusetzen;⁵⁴ dies ermöglicht ihr, auch solche Vorhaben zu verfolgen, die anderen Interessen dienen als jenen, denen sie verpflichtet ist - etwa solche, deren Nettogegenwartswert negativ ist, ihnen aber private Vorteile bieten, sei es, weil ihre Größenordnung imposant und prestigeträchtig sind, sei es, weil sie ihnen andere private Vorteile bieten. Praktisch werden solche Mißbrauchsgefahren etwa dann, wenn durch Absicherungsgeschäfte auf Grund des bilanzrechtlichen Verrechnungsverbot **Drohverlustrückstellungen"bedarf"** erzeugt wird, der zur Bildung stiller Reserven und **managerialistischer** Freiräume sowie einer nicht risikoinduzierten Vereitelung der Ausschüttungsinteressen der Aktionäre **führt**,⁵⁵ oder wenn das Unternehmen ein Investitionsvorhaben zwar ergreift, sich aber wegen der Gefahr des Scheiterns durch gegenläufige Optionsgeschäfte sichert: Ein extremes Beispiel mißbräuchlicher Absicherung wäre es beispielsweise, wenn das Unternehmen Zertifikate eines offenen Aktienfonds, der nur Aktien der eigenen Branche enthält, auf Termin verkaufen wurde, so daß es daraus einen Gewinn erzielt, wenn sich die Branchenlage ungünstig entwickelt und der den eigenen Gewinnrückgang teilweise ausgleicht; umgekehrt verminderte eine solche Strategie dann auch die Aussichten bei einer positiven Entwicklung der Branche, weil etwaige Gewinne durch Verluste aus der Abwicklung des Termingeschäftes aufgezehrt **werden**.⁵⁶

cc) Konflikte

Konflikte bei Wahl einer "Absicherungsstrategie" scheinen dort auf, wo der Kreis der Unternehmensinteressenten heterogen ist. In solchen Fällen lassen sich Vor- und Nachteile einer Strategie der Risikoabsicherung aus Sicht des Vorstandes kaum mehr eindeutig bestimmen. So werden beispielsweise in (geschlossenen) Aktiengesellschaften Anteilseigner, deren wesentliches Vermögen in den betreffenden Gesellschaften gebunden ist, zwar mit gutem Grund für einen risikoabsichernden **Ein-satz** von Derivaten plädieren;⁵⁷ andere Aktionäre desselben Unternehmens aber, die über weitere, diversifizierte Anlagen verfügen, werden einer solchen Strategie -

ebenso rational nachvollziehbar - ablehnend gegenüberstehen, da sie ihren Interessen durch unternehmensexterne Transaktionen haben Genüge tun können. In Publikumsgesellschaften wiederum mögen sowohl inländische wie ausländische Investoren engagiert sein, die nicht nur einen unterschiedlichen "Risikoappetit" haben, sondern auch entgegengesetzten Währungsrisiken ausgesetzt sind. Unter diesen Umständen kann sowohl eine Politik der Nicht- Absicherung wie der Absicherung für jeweils eine Interessengruppe von Nachteil sein und sie zu kostspieligen individuellen Anpassungsmaßnahmen nötigen.

So stehen, um nur ein Beispiel zu geben, heimische und ausländische Eigenkapital- bzw. American Depositary Receipt- Berechtigte des in den USA ansässigen Pharmaherstellers Merck & Co in einem Konflikt hinsichtlich des Dollarkursrisikos. Zwei Vertreter des Unternehmens führen dazu aus: "To the extent that some investors - especially overseas investors - see Merck's stock as an opportunity for speculating on a weak dollar, hedging would be contrary to investors' interests. But, for investors seeking a 'pure play' on the stocks of ethical drug companies, significant exchange risk could be undesirable."⁵⁸ Es sind werden damit Probleme beschrieben, die auch für eine deutsche Aktiengesellschaft bei der Entscheidung für ein "foreign listing" zu bedenken sind.

III. Zwischenergebnis

Die vorstehenden Einsichten über Strategien des Derivateeinsatzes und Fehler, Mißbräuche und Konflikte bei ihrer Auswahl lassen erkennen, daß die unternehmensinternen Kontrollprobleme sowohl eine inhaltliche als auch eine formale Komponente haben: Inhaltlich bedarf der Klärung, ob dem vorstandsseitigen *business judgement bei der Strategiewahl* materielle Beschränkungen gesetzt sind (s. sogleich sub. IV 1.). Davon ist die weitere Frage zu scheiden, wie Fehlern, Konflikten und Mißbräuchen bei der Strategiewahl durch *gesellschafts- und kapitalmarktrechliche Transparenzfordernisse* gewehrt werden kann (s. sodann sub. IV. 2).

IV. Freiheit und Bindung des Vorstandes bei der Strategiewahl

1. Inhaltliche Komponente

Die Diskussion der Motive des Derivateeinsatzes im Unternehmen hat ergeben, daß sowohl Gewinnerzielungs- als auch Kostensenkungsmotive betriebswirtschaftlich legitim sein können und der Nutzen einzelner Strategien u.a. von der Kapitalstruktur und Marktstellung des Unternehmens abhängt. In diesem Zusammenhang hat sich aber auch gezeigt, daß hinsichtlich des Derivateeinsatzes sowohl unter den Anteilseignern als auch zwischen diesen und anderen Unternehmensinteressenten Konflikte entstehen können. Damit ist die Frage aufgeworfen, ob die Auswahl der Derivateinsatzstrategie aus dem betriebswirtschaftlich legitimen Zielbereich gänzlich uneingeschränkt und damit dem "*business judgement*" des Vorstandes überantwortet ist oder gesonderten, gegebenenfalls über die jeweilige Satzung hinausgehenden gesell-

schaftsrechtlichen Bindungen unterliegt. Die Frage nach gesetzlicher und satzungsmäßiger Bindung des Vorstandes bei der Strategiewahl des Risikomanagements stellt sich besonders drängend deshalb, weil durch den Einsatz derivativer Instrumente heutzutage die Risikoexposition der erwarteten Erträge und Kosten nahezu beliebig verändert werden kann. Der Blick über den Atlantik lehrt übrigens, daß diese Diskussion das Reich der bloßen Theorie bereits verlassen hat. So wurde beispielsweise in *Brane v. Roth* eine *Pflicht* für das Management einer im Getreidehandel tätigen landwirtschaftlichen Kooperative statuiert, *erzielte und erwartete Erträge gegen Preisschwankungen zu sichern*. Das Management habe sich zu diesem Zweck mit den Grundzügen von Absicherungstransaktionen vertraut zu machen und sie laufend zu überwachen. Eine Vernachlässigung dieser Aufgabe sei als Verletzung der "duty of care" einzuordnen, die Interessen der Kooperative hinreichend zu schützen.⁵⁹

a) Strategiewahl und Geschäftsführung

Die Grundsatzentscheidung, welche Zwecke im Rahmen des Risikomanagements verfolgt werden sollen und in welchem Umfang Risiken tolerabel erscheinen, ist eine unternehmerische Leitentscheidung i.S. des § 76 Abs. 1 AktG, die nur kollegial gefällt werden kann - dies, weil es sich um strategische Festsetzungen handelt und ihre Umsetzung nicht nur eine bestimmte Geschäftsführungsmaßnahme, sondern grundsätzlich alle diese Maßnahmen zu beeinflussen geeignet ist. Keine Kontroversen dürfte auch die weitere Feststellung auslösen, daß der Vorstand verpflichtet ist, jedenfalls überhaupt eine Strategie des Risikomanagements aufzustellen. Denn daß der Vorstand sorgfaltswidrig handelt, wenn er keine konsistente und kohärente Vorstellung darüber bildet, ob die Risikoexpositionen der Unternehmung gesenkt, ob bei ihrer Umgestaltung Gewinne erzielt oder nur Produktions- und Finanzierungskosten gesenkt werden sollen, versteht sich schon deshalb, weil planlose Aktivität oder Passivität auf dem Sektor des Risikomanagements eben gerade nicht mehr sinnvoll dem *Begriff der "Leitung"* subsumiert werden kann, wie ihn § 76 Abs. 1 AktG in die eigene Verantwortung des Vorstandes stellt.⁶⁰

Weitere und sehr problematische *geschäftsführungsrechtliche* Bindungen des Vorstandes sind jedoch hinsichtlich etwaiger *inhaltlicher Beschränkungen* der Strategiewahl zu thematisieren: Denn eine unveränderte oder gar erhöhte Risikoexposition kann z.B. all' jenen *Interessenten* des Unternehmens zum Nachteil gereichen, deren Vermögens- oder Anspruchspositionen sich nur in engen Grenzen diversifizieren lassen. Und damit ist die Frage aufgeworfen, ob und gegebenenfalls in welchem Umfang der Vorstand *geschäftsführungsrechtlich* gehalten ist, bei der Entscheidung über den Derivateinsatz Interessen zu berücksichtigen, die sich gegen Spekulation wenden oder gar eine zusätzliche Absicherung wünschen. Sie führt zu den Grenzen

unternehmerischen Ermessens, allerdings mit anderer Akzentuierung. So kann auf dem Sektor des Risikomanagements ein Verweis auf das allgemeine Gebot, die Belange verschiedener Interessengruppen in *praktische Konkordanz zu bringen*,⁶¹ kaum weiterhelfen. Ein solches Gebot ist ohne Sinn, wenn Entscheidungen entweder für oder gegen eine Strategie *anstehen*,⁶² wie z.B. bei der Alternative, Derivate zur Gewinnerzielung durch Spekulation oder zur Kostensenkung bei Kapitalaufnahme durch Verstetigung der Binnenfinanzierung einzusetzen. Man wird deshalb die oben genannte Fragestellung dahingehend konkretisieren müssen, ob

- der Vorstand der Aktiengesellschaft grundsätzlich verpflichtet ist, die bestehende nicht- produktive Risikoexposition des Unternehmens - etwa durch Einsatz derivativer Instrumente - weiter abzusenken, (s. sogleich sub. (aa) bzw.
- für ihn jedenfalls Grenzen hinsichtlich der Vorahme von Risikogeschäften (mit Derivaten) bestehen (s. sodann sub. (bb) und schließlich
- ob der Vorstand bei Wahl der Derivateinsatzstrategie gehalten ist, auf die Zusammensetzung des Aktionärskreises zu achten (sub. (cc)).

aa) Geschäftsführung und Absicherung

Sehr weitgehend wird als eine, durch § 93 AktG schadensersatzbewehrte Regel sorgfältiger Unternehmensleitung postuliert, daß unternehmerische Initiative stets mit dem Versuch verbunden sein müsse, *Risiken nach Möglichkeit zu minimieren*.⁶³ Recht verstanden wird der Unternehmensverwaltung damit allerdings wohl nicht das Kunststück abverlangt, ökonomische Gewinne ohne Risiko zu erzielen. Soll das behauptete Sorgfaltsgebot mit der Idee der Gewinnerzielung durch unternehmerisches Wagnis vereinbar sein, wird es sich vielmehr auf das Management *unproduktiver*, mit den Investitionsentscheidungen notwendig einhergehender Risiken beziehen müssen. In dieser Lesart käme ihm in der heutigen Unternehmenspraxis allerdings überragende Bedeutung zu, da die Minimierung von Preis-, Zins-, und Währungsrisiken durch die Entwicklung derivativer Instrumente mittlerweile wesentlich erleichtert wird.

Ohne in die grundsätzliche Debatte um die Freiheit und Bindung des Vorstandes bei der Geschäftsleitung eintreten zu wollen, könnte gegen eine Ableitung eines aktienrechtlichen Absicherungsgebotes zunächst ins Feld **geführt** werden, daß Aktionäre **für** risikobefreites Anteilseigentum, wie bereits im einzelnen dargelegt, nicht notwendig eine erhöhte Zahlungsbereitschaft aufweisen, und andere Gruppen, denen keine gesellschaftsrechtlichen Befugnisse zustehen, ihre Interessen an einer Einschränkung spekulativen Verhaltens hinreichend durch Kontrakt und Gesetz Geltung zu verschaffen vermögen. So werden Arbeitnehmerinteressen **tarifvertraglich** und betriebsverfassungsrechtlich gesichert; Kreditgeber verschaffen sich Schutz durch entsprechende Vertragsklauseln und Anleihebedingungen; Konsumenten und andere

Geschäftspartner genießen Schutz ebenfalls durch ihre Verträge, zwingendes Vertragsrecht und den Wettbewerb auf dem Zulieferer- bzw. Produktmarkt; den Interessen des *Gemeinwesens* endlich kann über den politischen Prozeß Genüge getan werden. Arbeitsmarkt, Finanzierungsmarkt, Produktmarkt und politischer Prozeß - sie sind also Orte der Berücksichtigung anderer als der Anteilseignerinteressen. Was damit gewonnen wäre, den Vorstand einer Unternehmung auch gesellschaftsrechtlich auf eine Berücksichtigung dieser Belange im Rahmen des Risikomanagements zu verpflichten, will auf den ersten Blick nicht einleuchten, und dies umso weniger, als den meisten Interessengruppen überdies die Möglichkeit **eröffnet** ist, eine Aufnahme in den Kreis der Anteilseigner und die damit verbundenen Mitgliedschaftsrechte anzustreben. Einer aus dem **AktG** abzuleitenden Verpflichtung, Derivate zu Zwecken der Versicherung von Unternehmensinteressenten einzusetzen, bedürfte es mit Blick auf diese privatautonomen Gestaltungsmöglichkeiten, die überdies den Vorzug individueller Anpassungsmöglichkeiten hätten, dann also nicht mehr. Wohlgemerkt: Hier kann und soll nicht in Abrede gestellt werden, daß in den Vorstellungen des deutschen Aktiengesetzgebers neben dem Interesse der Aktionäre als jene des "Kapitals" auch andere, wie etwa der "Arbeit" vom Vorstand bei sachgemäßer Wahrnehmung seiner Aufgabe berücksichtigt werden **müssen**.⁶⁴ Ein anderes aber ist es, danach zu fragen, ob der Vorstand in Einzelfällen dieser Berücksichtigungspflicht nicht schon dadurch genügen kann, daß er bei Vertragsverhandlung und -abwicklung mit solchen Unternehmensinteressenten Gesetzes- oder Vertragsverletzungen von Seiten der Aktiengesellschaft ausschließt und der Verwirklichung aktionärsfremder Interessen im privatautonomen Prozeß damit hinreichend Raum **läßt**.⁶⁵

Nicht immer allerdings werden unternehmensexterne Mechanismen wie Verhandlungen und Verträge zu einer entsprechenden Berücksichtigung von Gläubiger- und Gemeinwohlbelange beitragen können; so können sie - wie sogleich im einzelnen darzulegen sein wird - insbesondere in Fällen *asymmetrischer Information* oder *externer Effekte* versagen.

Zweifel daran, daß eine privatautonome Gestaltung zum Schutze der angesprochenen Unternehmensinteressenten genügen könnte, ergeben sich bereits hinsichtlich der Erschwernisse, die Risikoexposition der Gesellschaft zum Verhandlungszeitpunkt und bei Vertragsabwicklung korrekt einzuschätzen. Klauseln in Unternehmenskreditverträgen, welche eine Beschränkung des Einsatzes von Derivaten auf bestimmte Zwecke, Instrumente oder gar Risikogrößen vorsehen und im Falle ihrer Verletzung Kündigungsrechte auslösen könnten, sind regelmäßig unpraktisch, da sich ihre Einhaltung nur unter größtem Aufwand kontrollieren läßt.

Den Kreditgebern eines einseitig exportorientierten Unternehmens könnte selbstverständlich Versicherung gegen die Entwertung ihrer Ansprüche durch die *einfache Zusage* gewährt werden, einen Hedge gegen den Verfall der Fremdwährungs-

forderungen zu arrangieren. Das ließe sich etwa dadurch arrangieren, daß die Schuldnerin in entsprechender Menge Forwards in der Fremdwährung verkauft. Die Überprüfung, ob sich die Schuldnerin an ihre Zusage einer Absicherung auch hält, verlangte vom außenstehenden Gläubiger jedoch, die sich wandelnde FX-Exposition seines Vertragspartners bis zum Zeitpunkt der Erfüllung zu kontrollieren und zu prüfen, ob dessen Sicherungsmaßnahmen immer noch ausreichen.⁶⁶ Das aber wäre ein sehr **aufwendiges** Verfahren. Entsprechende vertragliche Vorgaben lassen sich denn auch in der Praxis kaum beobachten.⁶⁷

Auf den privatautonomen Schutzmechanismus ist aber auch noch deshalb kein Verlaß, weil eine Versicherung von Unternehmensinteressenten durch Verwendung von Derivaten ein kollektives Gut darstellen würde: Versprüche z.B. das Unternehmen einem Großkreditgeber gegen eine Minderung des Risikozinses glaubwürdig, keine Spekulationsgeschäfte durchzuführen, so profitieren nicht nur dieser, sondern auch Arbeitnehmer und Zulieferer von der damit bewirkten Verminderung der cash- flow-Volatilität. Und da diese beiden Gruppen sogar ohne eigene Kosten in den Genuß der Sicherung kommen wurden, mag sich - ex ante besehen - für eine jede von ihnen empfehlen, darauf zu rechnen, daß andere auf eigene Kosten entsprechende Zusagen der **Gesellschaft** durchsetzen. Dieser *Trittbrettfahrer- Problematik* wegen kann es in der Konsequenz zu einer nur unzureichenden Versorgung der Unternehmensinteressenten mit dem Gut der "Versicherung" gegen cash- flow- Schwankungen und dadurch bedingte Zahlungsengpässe kommen.

Sprechen die hier beschriebenen Probleme zunächst auch dafür, den privatautonomen erreichbaren Schutz von nicht- diversifizierten Unternehmensinteressenten durch Pflichten des Vorstands zu ergänzen, ihre Belange im Rahmen des Risikomanagements zu schützen, so erscheint am Ende doch die Umsetzung eines allgemeinen **geschäftsführungsrechtlichen** Gebots der Minimierung nicht- produktiver Risiken zumindest seiner mangelnden haftungsrechtlichen Operationalisierbarkeit wegen unpraktisch.

Die mangelnde Praktikabilität einer haftungsrechtlich abgesicherten Sorgfaltspflicht wird am Beispiel des selektiven Hedging deutlich: So mag ein Vorstand bestimmte, mit einem von ihm gewählten Investitionsprojekt verbundene Preisrisiken sehr viel niedriger ansetzen als der Markt und deshalb auf eine - aus seiner Sicht überbewertete - Absicherungstransaktion verzichten. Erleidet das Unternehmen anschließend nun einen Verlust, läßt sich jedoch im nachhinein nicht bestimmen, ob sich darin das **marktlich** antizipierte hohe Risiko oder eben nur jener, sehr viel niedrigere Risikowert verwirklicht hat, den der Vorstand seiner Entscheidung zu Grunde gelegt hat. Wer nicht dem Irrtum "*post hoc ergo propter hoc*" verfallen will, wird den eingetretenen Verlust jedoch nicht als Resultat einer unternehmerischen Fehlentscheidung ausweisen können.⁶⁸ Auch ist der Ausweg nicht gangbar, die Unternehmensverwaltungen beim Management unproduktiver Risiken darauf zu verpflichten, stets der

Marktbewertung zu folgen - etwa in der Vorstellung, daß ein vom Markt ex ante gefälltes Urteil über den Wert von Absicherungsmaßnahmen Richtigkeitsgewähr entfalte. Ein solches Argument geht schon deshalb in die Irre, weil die Bewertung des Marktes nichts anderes ist als das Desiderat divergierender Einzelannahmen seiner Teilnehmer.⁶⁹ Diese einzelnen Annahmen können aber nur entstehen und in die Preise der Absicherungsinstrumente einfließen, wenn sie zur Grundlage unternehmerische Handelns gemacht werden dürfen und Vorstände also gerade nicht darauf verpflichtet werden, der Summe anderer Auffassungen zu folgen.

bb) Geschäftsführung und Spekulation

Mag sich aus §§ 76, 93 AktG ein allgemeines Gebot, unproduktive Risiken abzuschern, auch nicht herleiten lassen, so ließe sich doch daran denken, dem Vorstand jedenfalls bei riskanten Derivatgeschäften geschäftsführungsrechtliche Fesseln anzulegen.

Hier versteht es sich zwar nun, daß die Eingehung von Risiken nach Art eines Roulettespielers eine flagrante Verletzung der Gebots des § 93 AktG darstellte und eine entsprechende Haftung der Vorstandsmitglieder gegenüber der Gesellschaft auslösen müßte⁷⁰ - ähnlich, wie es auch für die Gesellschaft gegenüber Gläubigern der Fall sein kann.⁷¹ Wann indes ein solcher Fall vorliegt, läßt sich mit abschließender Bestimmtheit nicht sagen. Versuche, diese inhaltlichen Beschränkungen zu konkretisieren, werden auch nur in seltenen Fällen der Vielgestalt unternehmerischer Wirklichkeit gerecht werden können - zu schweigen davon, daß ihre gesellschaftsrechtliche Legitimation bisher auch ganz ungeklärt geblieben ist. Wenn etwa für § 93 AktG postuliert wird, daß die Eingehung eines außergewöhnlichen Risikos gegen die Sorgfalt eines gewissenhaften Geschäftsleiters verstoßen wurde, wenn mit großer Wahrscheinlichkeit zwar ein günstiger Ausgang für die Gesellschaft zu erwarten ist, ein wider Erwarten negatives Ergebnis jedoch einschneidende Folgen für das Ergebnis der Gesellschaft haben oder gar ihre Existenz bedrohen könnte,⁷² so bedeutete eine solche Vorgabe für den unternehmerischen Derivateinsatz, daß prinzipiell keine Positionen eingegangen werden dürften, die ein auch nur theoretisch unbegrenztes Verlustpotential aufweisen. Das ist jedenfalls ein offenbar unpraktisches Ergebnis: Denn es müßte dazu führen, auch Verluste mit geringsten Wahrscheinlichkeiten zur Sperre von Derivattransaktionen zu machen.

Dennoch erscheint es weder aus rechtlichen noch aus Praktikabilitätsgründen ausgeschlossen, *geschäftsführungsrechtliche Sorgfaltspflichten für Derivatgeschäfte* zu formulieren. Äußerste Grenzen werden für die jeweilig verantwortlichen Vorstandsmitglieder selbstverständlich durch das *Strafrecht* - vor allem von § 283 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. § 283 Abs. 2, 4 und 5 i.V.m. § 14 Abs. 1 Nr. 1 2. Alt. StGB⁷³ - gezogen. Für eine genuin *gesellschaftsrechtlich* maßgebliche Quantifizierung unakzeptabler Risi-

ken wiederum ließe sich zunächst an die Grenzziehung für Verluste in Höhe von mehr als der Hälfte des Grundkapitals anknüpfen, wie sie sich in § 92 Abs. 1 AktG ausdrückt: Aus § 92 Abs. 1 AktG ergibt sich zwar keine unmittelbare inhaltliche Mißbilligung solcher Verluste,⁷⁴ sondern vielmehr nur die kompetenzrechtlich zu verstehende Rechtsfolge, daß nach einer entsprechenden Einbuße über die weitere Entwicklung nicht mehr nur der Vorstand und Aufsichtsrat zu befinden hat, sondern auch die Hauptversammlung einzuschalten ist. Aus dieser Grenzziehung ergibt sich aber mittelbar, daß der Vorstand jedenfalls keine solchen **Geschäftsführungsmaßnahmen** soll ergreifen dürfen, bei denen sich - womöglich im Verein mit anderen Entscheidungen - ein Verlust in Höhe von **mehr** als der Hälfte des Grundkapitals nicht mit hinreichender **Sicherheit**⁷⁵ ausschließen läßt. Denn in diesem Falle wäre die Überschreitung der Verlustgrenze des § 92 Abs. 1 AktG möglich, ohne daß die Aktionäre Gelegenheit zur Stellungnahme und gegebenenfalls einer Entscheidung gehabt hätten. Wohlgermerkt wird eine solche Einschränkung des geschäftsführungsrechtlichen Ermessens nur die äußersten und allgemeinen Grenzen pflichtgemäßen Handelns beschreiben können; daß es im Einzelfall auch die Entscheidung für sehr viel weniger riskante Operationen einmal sorgfaltswidrig sein kann, läßt sich nicht ausschließen, abstrakt aber auch nicht bestimmen.

cc) **Geschäftsführung und Aktionärskreis**

Die Übersicht über die Gefahren bei Strategien der Gewinnerzielung und Kostensenkung hat erwiesen, daß beim Risikomanagement Konflikte zwischen Aktionären unterschiedlich ausgeprägter Risikoexposition und -aversion entstehen können. Soweit sich die Entscheidung für die eine und gegen eine andere Strategie bereits aus Gründen der Ertragswertsteigerung des Unternehmens legitimieren läßt, entstehen daraus zwar keine Probleme. Denn der Vorstand darf sehr wohl auch solche Maßnahmen im Rahmen der Geschäftsführung ergreifen, die sich unterschiedlich günstig auf Aktionäre auswirken, wenn sie durch sachliche unternehmerische Gesichtspunkte geboten erscheinen und nicht etwa nur eine Umverteilung zwischen den Anteilseignern **bewirken**.⁷⁶

So sich im Einzelfall einmal keine nachvollziehbaren unternehmerischen Gründe finden lassen, die für oder gegen eine Risikoumgestaltung sprechen, wird man der Frage nach der Reichweite des Gleichbehandlungs- bzw. Neutralitätsgebots bei Entscheidungen des Risikomanagements jedoch nicht ausweichen können. Die Antwort darauf allerdings scheint kurz und negativ ausfallen zu müssen: Denn eine Gleichbehandlung von Aktionären heterogener Risikoexposition und -aversion wird in der Regel schlicht **nicht möglich sein**,⁷⁷ wie das bereits geschilderte Beispiel einer Aktiengesellschaft mit in- und ausländischem Anteilseignerkreis verdeutlicht haben sollte.⁷⁸ Wie auch immer der Vorstand in einem solchen Fall entscheidet, ob für oder

gegen Absicherung des die Aktionäre unterschiedlich belastenden Wechselkursrisikos, eine der beiden Investorengruppen wird benachteiligt. Der Vorstand wird deshalb auch mit jeder Entscheidung *unausweichlich* beeinflussen, für welchen potentiellen Aktionärskreis Anteile am Unternehmen attraktiv und weniger attraktiv sind. Dieses Dilemma bedeutet allerdings nicht, daß der Vorstand in einem Falle, da unternehmerisch relevante Entscheidungsparameter fehlen, nach Belieben entscheiden dürfte. Nimmt die Unternehmensverwaltung etwa die Interessenlage einer Mehrheit nicht in Acht, die an einer Absicherung des Währungsrisikos interessiert ist, so kommt dies die Anteilseigner insgesamt wegen der Summe darum notwendiger Individualgeschäfte womöglich teurer zu stehen, als wenn die Präferenzen einiger Minderheitsaktionäre an einer Spekulationsmöglichkeit hintan gestellt worden wären.“ Angesichts des Umstandes, daß nachteilig betroffene Anteilseigner eine ihnen ungünstige Risikoexposition der Aktien durch individuelle Anpassungsgeschäfte auf dem Kapitalmarkt zu ihrem Vorteil umgestalten könnten - gleich, ob die Entscheidung im Unternehmen nun für ein Begründen, Offenhalten oder für das Hedgen der Positionen getroffen worden ist - hat die Unternehmensverwaltung *zur möglichsten Wahrung ihrer Neutralitätspflicht* vielmehr darauf achtzugeben, daß seine Entscheidung über das Risikomanagement keine übermäßig hohe Anpassungskosten der Aktionäre auslöst.

b) Strategiewahl und Satzung

Satzungsrechtlich sind Beschränkungen des Handels mit Derivaten unter zwei Gesichtspunkten zu thematisieren: Ohne weiteres werden Transaktionen in Futures, Optionen, Swaps und Finanzinnovationen von solchen Satzungsbestimmungen erfaßt, nach denen “Geschäfte aller Art” den Gegenstand des Unternehmens bilden können und gern. § 8 EGActG auch dürfen, wenn die Satzung bei Inkrafttreten der Aktienrechtsreform 1965 bereits in das Handelsregister eingetragen war. Anderes gilt für solche Gesellschaften, die nach dem 1. 1. 1965 gegründet worden sind. Hier bedarf es jedenfalls für Handels- und Industrieunternehmen einer individualisierenden Angabe der Tätigkeit, so daß dem Vorstand die Grenzen seiner **Geschäftsführungsbefugnis** und Dritten der sachliche Tätigkeitsbereich der Gesellschaft deutlich werden.⁸⁰ Soweit ein Engagement dieser Unternehmen im Derivatsektor zur Debatte steht, wird man insoweit allerdings differenzieren müssen. Denn die satzungsmäßige Bestimmung des Unternehmensgegenstandes **betrifft** nur die Ebene der Investition, das Ziel, und nicht die der Finanzierung bzw. Produktion, also Mittel unternehmerischen Handelns.

Fällt die Verwendung derivativer Instrumente im weiteren Sinne in den Bereich der Finanzierungs- und Produktionsentscheidungen, wie sie oben als Strategien der Ertragswertsteigerung durch Kostensenkung beschrieben wurden, so ist diese Entschei-

dung deshalb Sache nur der **Geschäftsführung** und damit satzungsrechtlich irrelevant. Werden derivative Finanzinstrumente dagegen zu Zwecken der Ertragswertsteigerung durch Gewinnerzielung eingesetzt, so wird man weiter unterscheiden müssen, ob sie sich auf Basisprodukte aus einem Geschäftssektor beziehen, der in der Satzung genannt ist oder nicht. Wenn das Geschäftsfeld des Basisprodukts in der Satzung **aufgeführt** wird (Beispiel: Kraftstoffhandel), wird man auch das auf Gewinnerzielung gerichtete Engagement in Derivaten, die sich im weitesten Sinne auf diesen Bereich beziehen (Beispiel: Öl- Futures), als satzungsrechtlich unproblematisch ansehen müssen: Denn hier streitet eine Vermutung dafür, daß die **Kenntnisse** auf dem Feld der Basisprodukte auch für den Handel mit ihren Derivaten genutzt werden können, so daß insoweit der Information außenstehender Dritter über den Tätigkeitsbereich der Aktiengesellschaft hinreichend Genüge getan wäre. Wenn es ausnahmsweise einmal an einer entsprechend nachvollziehbaren Verbindung zwischen Derivatgeschäft zur Gewinnerzielung und Satzungsgegenstand fehlte, wurde der Vorstand seine **Geschäftsführungsbefugnisse** allerdings überschreiten.

De *lege ferenda* ließe sich daran denken, eine allgemeine aktienrechtliche Zweckbeschränkung für Derivatgeschäfte vorzusehen, wonach sie zu Zwecken der Gewinnerzielung nur dann eingesetzt werden dürften, wenn es die Satzung ausdrücklich vorsieht. In diesem - rechtspolitischen Sinne - können denn auch nur Forderungen verstanden werden, daß die Gewinnerzielung durch Spekulation von der Satzung legitimiert sein müsse.⁸¹ Indes spricht gegen diese und ähnliche Sperren ein grundsätzliches Bedenken: Denn Zahlungsströme aus Derivatgeschäften können häufig durch Kombination anderer Transaktionen rekonstruiert und auf diese Weise im Ergebnis gleiche Risiken übernommen werden. Diese Transaktionen allerdings sind ihrerseits häufig aus Instrumenten zusammengesetzt, die *nicht* standardisiert und zentralisiert gehandelt werden und daher zusätzliche Gefahren bergen. Ein aktienrechtliches Spekulationsverbot mit "satzungsmäßigem Erlaubnisvorbehalt" könnte darum kontraproduktiv wirken; dies, weil die Gefahr heraufbeschworen wurde, daß die Verwaltung zur Umgehung der Hauptversammlungsentscheidung erlaubte, aber unsicherere Alternativen der Spekulation ergreift, die überdies noch sehr viel schwerer zu erkennen und zu kontrollieren wären. Aus dem gleichen Grunde muß auch der weitergehende Vorschlag, Unternehmen den Einsatz von Derivaten nur noch zu Zwecken der Absicherung gestatten zu wollen,** Skepsis hervorrufen. Die Beschränkung von Spekulationsgeschäften kann sich zwar auf das Vorbild der - aufsichtsrechtlichen - Bestimmung des § 7 Abs. 2 Satz 2 VAG berufen, derzufolge derivative Finanzinstrumente von Versicherungsunternehmen nur dann eingesetzt werden dürfen, "wenn sie der **Absicherung** gegen Kurs- oder Zinsänderungsrisiken bei vorhandenen Vermögenswerten oder dem späteren Erwerb von Wertpapieren dienen sollen oder wenn aus vorhandenen Wertpapieren ein *zusätzlicher Ertrag* er-

zielt werden soll, ohne daß bei Erfüllung von Lieferverpflichtungen eine Unterdeckung des gebundenen Vermögens eintreten kann." Gegen eine Übertragung der bereichsspezifischen Beschränkungen für Versicherungen in die allgemeine aktienrechtliche Kontrollordnung spricht jedoch, daß sich die Vorgaben des VAG aus der Notwendigkeit von Sicherheit und jederzeitig ausreichender Liquidität des Versicherervermögens zum Schutz der Versicherungsnehmer erklären - spezifische Anforderungen des Versicherungswesens, die sich nicht in gleicher Weise für andere Aktiengesellschaften ergeben. Im übrigen müssen sich die **Befürworter** eines solchen Vorschlages fragen lassen, wer unter Geltung eines entsprechenden Verbots noch die spekulative Gegenpositionen soll übernehmen dürfen, die einen Gutteil der absichernden Hedge- Geschäfte überhaupt ermöglichen: Ein Verbot der Derivatspekulation für Aktiengesellschaften würde den Kreis kreditwürdiger Parteien beschränken, die sich zu einer entsprechenden Risikoübernahme bereit erklärten, so daß auf dem Markt für Absicherungsgeschäfte neue Bonitäts- und Liquiditätsprobleme entstünden, die das unternehmerische Engagement in Derivaten womöglich insgesamt riskant, oder gar prohibitiv teurer machen könnten - und zwar auch für jene Gesellschaften, die nur eine Absicherung zu Zwecken der Kostensenkung wünschen.

2. Formale Komponente

Der Blick auf die unternehmensspezifischen Gefahren des Risikomanagements lehrt, daß ihre Kontrolle ein Verständnis darüber voraussetzt, zu welchen Zwecken Derivatgeschäfte getätigt werden sollen und welche Risikoumgestaltung sie für die Gesellschaft bedeuten würden. Entscheidungs- und Ergebniskontrolle beim Einsatz derivativer Instrumente setzen daher Transparenz voraus: Sie vermindert nicht nur die Gefahr, daß die Verantwortlichen des Derivateinsatzes im nachhinein Mißbräuche und Fehler durch "Rekonstruktion" einer zu den Ergebnissen passenden Politik als nicht ausschließbare Risikoverwirklichung oder gar als Erfolg auszugeben imstande sind. Sie sorgt auch **dafür**, daß sich die Unternehmensverwaltung selbst auf ein konsistentes und kohärentes Zweck- und Risikoverständnis des Derivateinsatzes einigt und in diesem Prozeß etwaige Irrtümer und Fehlvorstellungen bereinigt werden. **Zweck- und Risikotransparenz sind daher der Schlüssel für eine Kontrolle von unternehmerischen Derivatgeschäften.**

Bezeichnend für die mangelnde Transparenz unternehmensinterner Zwecksetzung in der Praxis ist es, wenn Unternehmen auf die Frage, welche Erwartungen sie im Rahmen der Nachkontrolle von *Absicherungsstrategien* an die dazu gesetzte **Benchmark** setzen, zu mehr als der **Hälfte** die Hoffnung bekunden, ihre gewählte Vorgabe **übertreffen zu** können. Diese Hofnung belegt jedoch gerade die Absicht der Verantwortlichen, durch Offenhalten bzw. Eröffnung von Risikoexpositionen und also mittels einer **Verzögerung der Absicherung** zusätzliche Erträge zu erzie-

len. Wenn trotz dieser Neigung zu selektivem Hedging gleichwohl 76 % der befragten Gesellschaften das Finanzmanagement als Cost- bzw. Service- Center definieren und nur ganze 8% bekennen, daß ihre Treasury als Profit- Center geführt werde, wirft das die Frage auf, ob die befragten Unternehmensverwaltungen überhaupt konsistente und kohärente Vorstellungen über Zwecke und Risiken des Derivateinsatzes gebildet **haben**.⁸³

Wie dem Erfordernis der Zweck- und Risikotransparenz gesellschafts- und auch kapitalmarktrechtlich Genüge getan werden kann, soll in den folgenden beiden Abschnitten untersucht werden.

a) Zweck- und Risikotransparenz im Gesellschaftsrecht

Auf gesellschaftsrechtlicher Ebene ist dem Gebot der Zweck- und Risikotransparenz auf dreierlei Weise zu entsprechen: durch Berichtspflichten des Vorstands gegenüber dem Aufsichtsrat, durch den Jahresabschluß und schließlich mittels **Einzelauskünften** gegenüber den Anteilseignern.

aa) Berichtspflichten gegenüber dem Aufsichtsrat

aaa) Zwecktransparenz

Die Entscheidung, wann und zu welchem Zweck Derivate einzusetzen sind, ist Maßnahme der **Geschäftsführung**. Sie wird damit zum Gegenstand der Recht- und Zweckmäßigkeitkontrolle durch den Aufsichtsrat. Die Berichtspflichten des Vorstandes sind deshalb Nahtstelle seiner effektiven Überwachung und Beratung durch den Aufsichtsrat auch bei Entscheidungen, die das Risikomanagement **betreffen**.⁸⁴

Soweit über das grundsätzliche "Ob" und "Wozu" eines Engagements in Derivativen zu befinden ist, sind § 90 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 i.V.m. § 90 Abs. 2 Nr. 1 AktG und nicht etwa § 90 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 oder Satz 2 einschlägig. Daß der Einsatz von Forwards, Optionen und der ihnen verwandten Instrumente zu den "grundsätzliche(n) Frage(n) der künftigen **Geschäftsführung**" i.S. des § 90 Abs. 1 Nr. 1 2. Alt. AktG zählt, ergibt sich zwar nicht schon daraus, daß mit ihnen (potentiell) hohe Risiken für die Gesellschaft einhergehen könnten - denn über Geschäfte, welche auch nur der Möglichkeit nach Bedeutung für ihre Rentabilität und Liquidität enthalten können, ist stets nach §§ 90 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4, Abs. 2 Nr. 4 AktG Bericht zu erstatten, gleich ob eine Zustimmungspflicht des Aufsichtsrates besteht oder nicht;⁸⁵ und als "Rechtsgeschäfte" i.S. dieser Vorschrift wird man auch "Rechtsgeschäftstypen" fassen dürfen, auf deren Abschluß sich in Zukunft die unternehmerische Tätigkeit auch soll richten können. Die Herleitung der Berichtspflicht aus § 90 Abs. 1 Nr. 1 AktG ergibt sich vielmehr daraus, daß eine jede Strategie des Risikomanagements die Rahmendaten der Produktions-, Absatz-, Ertrags-, Finanz- und Investitionsplanungen mitbestimmt. Sie wiederum bedürfen als grundsätzliche Fragen der **Geschäftsführung** der "beratenden Begleitung und Überwachung" durch

den Aufsichtsrat.⁸⁶ Soll er diese Aufgabe **erfüllen**, muß er zugleich auch die Ausrichtung des Risikomanagements kennen - und mag sie auch nur darin bestehen, daß der Vorstand auf eine Umgestaltung der natürlichen Risikoexposition weitgehend zu verzichten gedenkt.

Gern. § 90 Abs. 1 Nr. 1 AktG ist der Vorstand daher als verpflichtet anzusehen, eine für die Aufnahme und **Durchführung** derivativer Transaktionen aufgestellte **Strategie** und die damit verbundene **Risikotoleranz** dem Aufsichtsrat gegenüber offenzulegen. Diese Offenlegung versetzt den Aufsichtsrat erst in die Lage, die Funktion der beabsichtigten und den Erfolg der getätigten Geschäfte (vorab) beurteilen bzw. (nachträglich) bewerten zu können.

Mit der Feststellung, daß es dem Vorstand insbesondere gegenüber dem Aufsichtsrat obliegt, eine Gesamtstrategie des Derivateeinsatzes aufzustellen und **offenzulegen**,⁸⁷ ist indes gar zu viel noch nicht gewonnen. Entscheidend ist vielmehr, wie im Rahmen dieser Berichterstattung den Grundsätzen einer gewissenhaften und getreuen Rechenschaft i.S. des § 90 Abs. 4 AktG zu entsprechen ist. Ungeklärt ist z.B. noch, welches Maß an Information im einzelnen dem Aufsichtsrat über Sinn und Zweck der gewählten Strategie zur Verfügung zu stellen ist. Antwort auf diese Fragen werden sich allerdings nicht generell geben, sondern nur mit Blick auf die unterschiedlichen Zwecke des Derivateeinsatzes im Unternehmen bestimmen und differenzieren lassen. Der Nachweis, daß der Derivateinsatz Zwecken der Gewinnerzielung oder Kostensenkung in unterschiedlicher Weise dienen können, hat insoweit gezeigt, daß mit dem Begriff der "Absicherung" oder "Spekulation" **unternehmerische** Zwecke bei Verwendung von Futures, Optionen und Swaps nur sehr unzureichend beschrieben wären.⁸⁸ Soll effektive Erfolgskontrolle durch den Aufsichtsrat möglich sein, so muß die aufgestellte und offengelegte Strategie sehr viel konkreter gefaßt sein. Gilt es, Vermögens- und Anspruchspositionen von nicht-diversifizierten Unternehmensinteressenten abzusichern? Soll der Einsatz von Futures, Optionen und Swaps gewährleisten, daß stets ausreichende Mittel der Binnenfinanzierung vorhanden sind? Dienen Derivatgeschäfte vor allem dazu, die Außenfinanzierung günstiger zu gestalten? Oder soll mit ihrem Einsatz Gewinn erzielt werden? Dies sind die Fragen, welche die vom Vorstand aufgestellte Gesamtstrategie dem Aufsichtsrat zu beantworten hat, wenn sie den Erfordernissen des § 90 Abs. 1 Nrn. 1 und Abs. 4 AktG entsprechen soll. Der Vorstand hat über die eigentlichen Ziele des Derivateinsatzes hinaus dem Aufsichtsrat gegenüber schließlich auch darzulegen, welche Annahmen über die Unternehmens- und Marktentwicklung der gewählten Strategie zu Grunde liegen und anzugeben, unter welchen Umständen eine Änderung angezeigt wäre. Schließlich hat der Vorstand auch jene Tatsachen anzuführen, welche die Zweckmäßigkeit der Geschäftsführung erkennen lassen - er hat also nicht nur zu **berichten**, sondern auch jene Umständen zu **benennen**, die für eine

Zweckmäßigkeit begründung genügen. Und dazu gehört die Angabe, weshalb die einzelnen Strategien typischerweise eigenen Fehler- Mißbrauchs- und Konfliktpotentiale nicht entstehen können. Soll etwa durch Einsatz von Derivaten Gewinn erzielt werden, so bedarf der Darlegung, weshalb das Unternehmen gegenüber dem Markt einen systematischen Wissensvorsprung **verfügt**; und wird beabsichtigt, die jederzeitige Wahrnehmbarkeit von Investitionsprojekten durch Verstärkung des cash flow zu gewährleisten, so müßte dargelegt werden, warum dem Unternehmen günstige, kurzfristige externe Finanzierungsmöglichkeiten verschlossen sind.

Die weiteren formalen Anforderungen an die Offenlegung schließlich verstehen sich fast von selbst: Die Aufstellung der Gesamtstrategie hat so zu erfolgen, daß sie *ex post objektiv dokumentiert* werden kann; sie muß *transparent* und *schlüssig* sein. Endlich ist auch **dafür** Sorge zu tragen, daß die aufgestellte Gesamtstrategie unter Berücksichtigung der Markt- und Unternehmensentwicklung periodisch überprüft wird.⁸⁹

bbb) Risikotransparenz

Die Frage, welchem Gesamtrisiko die Gesellschaft - im Derivatsektor bzw. **unternehmensübergreifend** - ausgesetzt ist, **betrifft** nicht die "Rentabilität" i.S. des § 90 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 AktG, sondern die Lage der Gesellschaft i.S. des § 90 Abs. 1 Nr. 3 AktG, über die regelmäßig und d.h. grundsätzlich vierteljährlich zu berichten ist. Um eine Frage der Rentabilität i.S. des § 90 Abs. 1 Nr. 2 AktG handelt es sich deshalb nicht, weil über sie gern. § 90 Abs. 2 Nr. 2 AktG anläßlich der Verhandlung des Jahresabschlusses zu berichten und sie daher rückwärtsgerichtet, also gerade nicht risikobezogen zu verstehen ist.⁹⁰

Darüber hinaus besteht eine Berichtspflicht aus "wichtigem Anlaß" gern. § 90 Abs. 1 Satz 2 AktG, wenn die aktuelle Risikoexposition einmal über das hinausgeht, was der Vorstand bei Bestimmung seiner Strategie als "Grenzwert" festgelegt hat. Weitere Berichtspflichten *auf laufende* Unterrichtung des Aufsichtsrates sind de lege lata dagegen nicht ableitbar - und das ist jedenfalls bei solchen Gesellschaften ganz und gar unzureichend, die aktiv im Handel mit Derivaten tätig sind, da sich ihre Risiken so rasch verändern können, daß die Information nach § 90 Abs. 1 Satz 2 AktG zu spät kommen könnte.

bb) Jahresabschluß

aaa) Zwecktransparenz

Unternehmen sind im Rahmen des Jahresabschlusses gegenwärtig nicht gehalten, die strategische Ausrichtung ihres Risikomanagements **darzustellen**.⁹¹ Auch ist der Entschluß des Vorstandes über die Zwecke des Derivateinsatzes, nicht als "Vorgang von besonderer Bedeutung" (§ 289 Abs. 2 Nr. 1 HGB) zu werten, der womöglich

gar die "voraussichtliche Entwicklung der Kapitalgesellschaft" betreffen könnte, (§ 289 Abs. 2 Nr. 2 HGB) und deshalb von Kapitalgesellschaften, die nicht kleine Gesellschaften i.S. des § 267 Abs. 1 HGB sind, im Lagebericht anzugeben wäre.

Nach alldem kommt im Rahmen des Jahresabschlusses allein der Gewinn- **und Verlustrechnung** Bedeutung für die Zwecktransparenz zu. Denn sie kann zumindest die Fragen beantworten, welchen Umfang die Derivatgeschäfte der Unternehmung hatten, ob daraus Erträge erwirtschaftet wurden und bejahendenfalls, welche Bedeutung sie im Verhältnis zu anderen Ertragsquellen der Gesellschaft haben. In diesem Zusammenhang spielt vor allem eine Rolle, wie die Erträge aus abgeschlossenen Transaktionen in der GuV einzuordnen sind - dies, weil damit auch der Umfang der Konkretisierung und etwaiger Pflichtenklärung im Anhang bestimmt wird. Prima vista möchte man hier nun meinen, daß beträchtliche Gewinne aus Derivattransaktionen, die gar einen wesentlichen Anteil an Umsatz und Ertrag der Unternehmung ausmachen, jedenfalls dann als außerordentliche Erträge i.S. von §§ 275 Abs. 2 Nr. 15, 277 Abs. 4 S. 1 HGB eingeordnet werden können, wenn sie nicht - auch nicht mittelbar - mit Transaktionen in Zusammenhang stehen, die den satzungsmäßig beschriebenen Gegenstand der Unternehmung oder allgemein den Umkreis ihres typischen Leistungsangebotes betrafen. Gemäß § 277 Abs. 4 Satz 2 HGB hätte dies zur Folge, daß sie hinsichtlich ihres Betrages und ihrer Art im Anhang zu erläutern wären. Indes fallen Kursgewinne aus Währungen, aus **Swapgeschäften**, aus Glattstellung, Veräußerung oder dem Verfall von Optionen und aus Bewertungseinheiten von Termingeschäften zu den sonstigen betrieblichen Erträgen i.S. des § 275 Abs. 2 Nr. 4 HGB⁹² und also gerade nicht unter die Erläuterungspflicht.

Zusammengefaßt ergibt sich deshalb, daß der deutsche Jahresabschluß de lege lata keine Zwecktransparenz entfaltet. Zwecktransparenz verwirklicht sich deshalb bisher nur auf freiwilliger Basis.

Beispiele solcher Verlautbarungen deutscher **Unternehmen**:⁹³ Volkswagen AG: "Es werden ... weder isolierte spekulative Geschäfte noch Transaktionen, die ausschließlich dem Handel mit diesen Instrumenten dienen, durchgeführt"; Mannesmann AG "nutzt derivative Finanzinstrumente ausschließlich zur Absicherung gegen Zins- und Währungsrisiken"; ABB: "Die Finanzdienstleistungen des Treasury Bereichs dienen der Unterstützung des industriellen Projekt- und Seriengeschäfts durch Sicherung von Währungs- und Zinsrisiken sowie der Optimierung des Zinsergebnisses bei Geldaufnahme und **-anlage**", Daimler-Benz- AG: "Die derivativen Finanzinstrumente dienen der Absicherung von Zins- und Währungsrisiken. Sie decken im wesentlichen die zugrundeliegenden Liefer- und **Leistungsgeschäfte** (Grundgeschäfte) ab. In geringerem Umfang werden sie zur Optimierung des Zins- und Währungsergebnisses eingesetzt." Beispiele aus den Vereinigten Staaten:⁹⁴ Colgate-Palmolive Co. "as a matter of policy... does not speculate in financial markets and therefore does not hold (interest rate agreements and foreign exchange contracts) for trading purposes", Zweck sei vielmehr "to moderate .. fluctuations in interest rate and foreign currency movements"; Dow Chem. Co.

“participates in various interest derivative markets to manage its exposure to interest rate fluctuations and to trade in interest rate derivatives”; Homestake Mining Company "does not hedge its gold production, hereby allowing its stockholders to participate fully in upward price movements"; Barrick Gold Corporation: production is "fully hedged for two years forward and partially hedged beyond that to the end of the decade . . . (to) maximize the return from its production, while maintaining excellent leverage to the gold price through the unhedged portion of reserves and the flexibility of the program”.

Die Vielfalt der Beschreibungen und Begriffe in den Geschäftsberichten beleuchtet jedoch den entscheidenden Nachteil einer freiwilligen Veröffentlichungspraxis: Er ruht darauf, daß sich Standards der Zweckbeschreibung nur unter erschwerten Bedingungen entwickeln und durchsetzen können und den Unternehmensinteressenten daher ein Vergleich zwischen unterschiedlichen Unternehmensstrategien unmöglich wird.

In den Vereinigten Staaten sind jüngst allerdings erste Schritte zur Standardisierung getan worden.⁹⁵ Nach *FAS 119 - 11a* sind zu veröffentlichen: “the entity’s objectives for holding or issuing the derivative financial instruments, the context needed to understand those objectives, and its general strategies for achieving those objectives”; dazu erläutert Fußnote 4 der *FAS 119- 11a* beispielhaft: “If an entity’s objective for a derivative position is to keep a risk from the entity’s nonderivative assets below a specified level, the context would be a description of those assets and their risks, and a strategy might be purchasing put Options in a specified proportion to the assets at risk.”⁹⁶ Es wäre zu wünschen, wenn sich auch in Deutschland ein entsprechender Konsens einstellen würde.

bbb) Risikotransparenz

Prinzipiell ist der Jahresabschluß nicht geeignet, die Risiken der Unternehmung deutlich werden zu lassen - denn sein Gegenstand ist die Allokation von Aktiva und Passiva, Aufwendungen und Erträgen, nicht aber die von positiven oder negativen Erwartungswerten. Signalfunktion kann allerdings - neben der Pflichtangabe großer Kapitalgesellschaften der für die Finanzlage bedeutenden Verpflichtungen aus schwebenden Devisentermin- bzw. Optionsgeschäften nach § 285 Nr. 3 HGB⁹⁷ - vor allem den *Drohverlustrückstellungen*⁹⁸ für schwebende (Derivat-)Geschäfte mit Verlustpotential zukommen. Die korrekte Berechnung der Drohverlustrückstellungen bei Transaktionen in Derivaten wirft jedoch eine Reihe bilanzrechtlicher Probleme auf. Deren geringstes ist noch der Einschätzungsspielraum dafür, ob der Wert der eigenen Verpflichtungen den der Ansprüche auf Gegenleistung übertrifft oder nicht; Informationsdefizite sind auch nicht hinsichtlich der Frage zu besorgen, welche Bewertungsmethoden ihrer Berechnung zu Grunde liegen - denn diese sind im Anhang zu erläutern.”

Sehr viel drängender dagegen ist das weitere Problem, daß eine rigorose Einzelbewertung gem. § 252 Abs. 1 Nr. 3 HGB die Risikolage des Unternehmens verzerren müßte. Die Einhaltung des Verrechnungsverbot¹⁰⁰ verlangt ja geradezu die Außerachtlassung von Umständen, die - auf das ganz betrachtet - zum Ausgleich potentieller Verluste mit potentiellen Gewinnen führen könnte. Eine strenge Beachtung des prinzipiell gläubigerschützenden Einzelbewertungsgrundsatzes und Imparitätsprinzips führt jedoch dazu, daß Verluste berücksichtigt werden müßten, die auf Grund eines entsprechenden Sicherungszusammenhanges in der errechneten Höhe gar nicht zur Entstehung gelangen könnten.“ Richtig ist zwar, daß in einigen Fällen Bewertungseinheiten gebildet werden können;¹⁰² einen *true and fair view* verschaffen aber recht eigentlich erst solche Betrachtungen, die auf die gesamte Risikoexposition des Unternehmens blicken. *Vorschriften, die sich insoweit nur auf Derivate beziehen, sind zur Bestimmung der Risikoexposition deshalb unbrauchbar.*¹⁰³ Solange diese - de lege lata nicht zu bewältigende - Problematik besteht, kommt **Drohverlustrückstellungen** deshalb nur eingeschränkter Signalwert bezüglich des Risikos der Gesellschaft zu.

Es gehört denn heutzutage auch einige Geschicklichkeit dazu, aus den im Jahresabschluß zur Verfügung gestellten Daten Informationen über die Risikoexposition des Unternehmens zu gewinnen: So wird mit Recht geltend gemacht, daß der Blick auf die Nominalvolumina - etwa von Swaps - grundsätzlich kaum darüber Auskunft geben kann, wieviel Kapital der Unternehmung einem relevanten Risiko ausgesetzt ist; immerhin läßt sich durch vergleichende Betrachtung des Nominalvolumens der mit ihnen verbundenen Transaktionen - wie z.B. Anleiheemissionen - ermitteln, ob nur die mit diesen einhergehenden Risiken bewältigt werden sollen oder das Derivatgeschäft über diesen Zweck hinausgeht.¹⁰⁴

Angesichts dieses wenig zufriedenstellenden Befundes ist Ausschau nach anderen Lösungsmöglichkeiten zu suchen. Dabei soll hier nicht von der Zukunftsvision einer internationalen Evidenzzentrale für Derivatgeschäfte die Rede sein¹⁰⁵ und auch nicht von wenig praktischen, weil die Globalisierung des Marktes für Derivatgeschäfte außer acht lassenden Vorschlägen, die nationale Lösung im novellierten § 14 Abs. 3 Nr. 1 KWG auf Handels- und Industrieunternehmen zu übertragen.¹⁰⁶ Sehr wohl allerdings bietet sich die, auch in der jüngsten rechtspolitischen Diskussion erörterte Erstreckung des - noch zu ergänzenden - § 36 RechKredV auf große Aktiengesellschaften des industriellen, Handels- und gewerblichen Sektors an:¹⁰⁷ Denn § 36 S. 1 RechKredVO sieht vor, daß in den Anhang der Jahresabschlüsse (von Kreditinstituten) “eine Aufstellung über die Arten vom am Bilanzstichtag noch nicht abgewickelten fremdwährungs-, zinsabhängigen und sonstigen Termingeschäfte, die lediglich ein **Erfüllungsrisiko** sowie Währungs-, Zins- **und/oder** sonstige Marktpreisänderungsrisiken aus offenen und im Falle eines Adressenausfallrisikos auch aus geschlossenen

Positionen beinhalten, **aufzunehmen**" ist. Gern. S. 3 der Vorschrift ist i.ü. auch anzugeben, "ob ein wesentlicher Teil (der Termingeschäfte) . . . zur Deckung von Zins-, Wechselkurs- oder Marktpreisschwankungen abgeschlossen wurde und ob ein wesentlicher Teil davon auf Handelsgeschäfte entfällt." Eine Erstreckung dieser Vorgaben auch auf andere große Kapitalgesellschaften verspräche in der Tat verbesserte Transparenz, wenngleich auch hier das Problem einer nur auf Derivate beschränkten Risikodarstellung weiterbestehen bleiben würde. Im Falle einer solchen Ausweitung des Normgeltungsanspruchs sollte § 36 **RechKredVO** allerdings auch verlangen, daß in den Anhang auch (risiko)-quantitative Angaben über die Transaktionsvolumina **hinzukommen**.¹⁰⁸

Mit Skepsis sind dagegen Erwägungen zu betrachten, daß im Anhang auch Auskunft über die Methoden der Risikomessung und des -controlling gegeben werden¹⁰⁹ - dies, weil die entsprechenden Verfahren selbst einen bedeutsamen Faktor im Wettbewerb mit anderen darstellten und eine Offenlegung der jeweiligen Positionen, gar noch: der Methoden ihrer Kontrolle ein Unternehmen nötigte, solche Wettbewerbsvorteile preiszugeben.

cc) Auskunftspflichten gegenüber Aktionären

aaa) Zwecktransparenz

Während es sich versteht, daß die Gesamtstrategie gegenüber der Aufsichtsratsebene offenzulegen ist, bedarf näherer Erläuterung, ob sie auf Anfrage grundsätzlich auch den Anteilseignern gern. § 13 **1 AktG** mitzuteilen ist.

Daß die Entscheidung, zu welchen Zwecken Derivate eingesetzt werden sollen, nun eine "Angelegenheit der Gesellschaft" darstellt, wie es § 13 **1 AktG** tatbestandlich voraussetzt, dürfte außer Frage stehen. Ob die Auskunft über die festgelegten Zwecke des Risikomanagements auch "zur sachgemäßen Beurteilung des Gegenstandes der Tagesordnung erforderlich" sein kann, bedarf dagegen näherer Klärung und setzt zunächst voraus, daß die begehrte Information zur sachgemäßen Beurteilung des entsprechenden Tagesordnungspunktes überhaupt hilfreich sein kann.

Auskünfte *über die vom Vorstand gesetzten Zwecke* des Derivateinsatzes mögen nun in der Tat für eine Reihe von Entscheidungen i.S. des § 119 Abs. 1 **AktG** von Bedeutung sein, so etwa bei der Beurteilung der Kompetenz der zu bestellenden Mitglieder des Aufsichtsrates (§§ 119 Abs. 1 Nr. **1 AktG**) und der Abschlußprüfer (§ **119** Abs. 1 Nr. 4 **AktG**), wenn ein aktives, auf Gewinnerzielung gerichtetes Engagement in Derivaten deren besondere Expertise verlangte, sowie bei der Bestellung von Sonderprüfern wegen Vorgängen im Rahmen des Risikomanagements, die in Verlusten der Gesellschaft resultierten (§ 119 Abs. 1 Nr. 7 2. Alt. **AktG**), bei Maßnahmen der Kapitalbeschaffung (§ 119 Abs. 1 Nr. 6 1. Alt. **AktG**), wenn die zu **emittierenden** Finanztitel selbst Derivatkomponenten haben und schließlich ganz allgemein

bei Entlastung der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats (§ 119 Abs. 1 Nr. 3 AktG). Dagegen läßt sich über das in § 119 Abs. 1 Nr. 2 AktG vermittelte Auskunftsrecht nicht nachprüfen, ob die Ertragsquellen im Derivatsektor liegen, da gern. § 174 Abs. 1 AktG die Hauptversammlung nur über die Verwendung des Bilanzgewinns und nicht auch über die Feststellung des Jahresabschlusses zu beschließen hat.“

Ob die zur Entscheidungsfindung behilfliche Information über die Derivateinsatzstrategie darüber hinaus aber auch notwendig ist, entscheidet sich erst daran, ob die begehrte Information vom Aktionär ohne weiteres auch aus anderen Quellen geschöpft werden könnte - z.B. aus dem Jahresabschluß nebst **Anhang**,¹¹² aber auch der Zwischenberichterstattung oder gar der Ad- hoc- Publizität. Der Jahresabschluß entfaltet nun, wie gezeigt, bis heute keine unmittelbare Zwecktransparenz. Ob Zwecktransparenz durch Zwischenbericht und Ad- hoc- Publizität vermittelbar sind und deshalb bereits ein Auskunftsrecht der Aktionäre entfallen kann, *wenn* die Verwaltung diesen kapitalmarktrechtlichen Pflichten **entspricht**,¹¹³ bedarf dagegen noch der Klärung und wird sich erst bei der Erörterung der kapitalmarktrechtlichen **Transparenzerfordernisse** ergeben können.

bbb) Risikotransparenz

Auch die Risikoexposition der Gesellschaft ist ein Datum, welches als Angelegenheit der Gesellschaft i. S. § 13 1 AktG gelten muß - dies erweisen nicht zuletzt die Vorschriften über die Bildung von **Drohverlustrückstellungen**. Und Risikotransparenz ist jedenfalls erforderlich, um über die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat entscheiden zu können. Denn sie gibt Auskunft darüber, ob der Vorstand die von ihm gewählte Strategie des Risikomanagements einschließlich der dazu gehörenden, von ihm gesetzten Grenzwerte tatsächlich eingehalten hat. Da sich die Entlastung auf das abgelaufene Geschäftsjahr bezieht, beschränkt sich das Auskunftsrecht der Aktionäre allerdings auf in diesen Zeitraum entstandene oder fortbestehende Risikoexpositionen.

b) Zweck- und Risikotransparenz im Kapitalmarktrecht

aa) Zwischenberichterstattung, § 44 b) BörsG

Der Zwischenbericht nach § 44 b) BörsG i.V.m. §§ 54 ff. BörsZulVO¹¹⁴ verlangt auch Ausführungen über “Vorgänge besonderer Bedeutung, die sich auf das Ergebnis der Geschäftstätigkeit auswirken können”, § 55 S. 1 BörsZulVO. Daß de lege lata zu diesen Vorgängen die Festlegung einer Strategie des Risikomanagements oder auch einmal die Entwicklung Risikoexposition der Gesellschaft nicht gezählt werden kann, ergeben jedoch die Vorschriften über den Inhalt des Zwischenberichten von Banken und Versicherungen, § 57 Abs. 2 BörsZulVO nebst Anlage: Danach ist noch

nicht einmal diesen aufgegeben, im Zwischenbericht Strategien und Risikoexpositionen im Rahmen des Derivateengagements offenzulegen, so daß die sie treffenden Anforderungen insoweit sogar noch hinter § 36 S. 3 RechKredVO zurückbleiben. Anderes kann **dann** erst recht nicht für andere Kapitalgesellschaften gelten, die Adressaten des § 44 b) BörsG sind. Es bleibt daher bei dem rechtspolitisch besehen unbefriedigendem Befund, daß jedenfalls die Zwischenberichterstattung keine Zweck- und Risikotransparenz beim Einsatz von Derivaten vermittelt.

bb) Ad- hoc- Publizität gern. § 15 WpHG

aaa) Zwecktransparenz

Die strategische Ausrichtung des unternehmerischen Risikomanagements ist für die Anlageentscheidung der Investoren von erheblicher Bedeutung, weil sie mitbestimmt, in welchem Umfange risikoumgestaltende Transaktionen von Seiten der Anleger erforderlich werden. Diese sind daher interessiert zu erfahren, ob und auf welche Weise die unproduktiven Risiken der Unternehmung von dieser umgestaltet werden oder nicht. Soweit sich die Unternehmensverwaltung in grundsätzlicher Weise über das Risikomanagement entscheidet und damit das Geschäftsfeld ausdehnt, verändert oder die gewählte Strategie umorientiert, z.B. von der Gewinnerzielung auf die Kostensenkung, ist daher an eine Veröffentlichungspflicht nach Maßgabe des § 15 Abs. 1 WpHG für solche Unternehmen zu denken, deren Wertpapiere zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind. Daß eine solche strategische Festlegung unter § 15 WpHG fallen kann, erscheint allerdings angesichts des Wortlauts der Vorschrift und ihrer Entstehungsgeschichte **zweifelhaft**,¹¹⁵ und zwar sowohl, was den Tatsachencharakter als auch die Eignung zur Kursbeeinflussung betrifft.

Zur Konkretisierung des **Tatsachenbegriffs** i. S. des § 15 WpHG Rekurs kann und darf ausweislich der Gesetzesmaterialien zunächst Rekurs auf die bilanzrechtlichen Vorschriften der §§ 264 Abs. 2 Satz 1 und 289 HGB mit der Folge genommen werden, daß zumindest solche Vorgänge als Tatsachen anzuerkennen sind, die entweder nach den Grundsätzen ordnungsgemäßer **Buchführung** einen Buchungsvorgang für den handelsrechtlichen Jahresabschluß verursachen, oder zu den Pflichtangaben im Rahmen des Lageberichts zählen wurden.¹¹⁶ Dazu zählt die strategische Orientierung des Risikomanagements jedoch nicht.

Nun soll zwar die Bezugnahme auf die Erfassung im Jahresabschluß nicht abschließend wirken, so daß auch andere Vorgänge unter § 15 WpHG fallen können - mit Ausnahme allerdings von Planungen, Konzepten und Strategien,¹⁷ da ihnen noch der notwendige Realisierungsgrad fehlt. Und dies gilt auch für Entscheidungen über die Ausrichtung des Risikomanagements. Ist sie unternehmensintern noch keine beschlossene Sache, spricht gegen ihren Tatsachencharakter schon, daß anderenfalls

die Grenzen zwischen gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Unternehmenskontrolle verschoben wären: Soll die aus § 90 Abs. 1 AktG fließende Kontrollprärogative des Aufsichtsrats nicht unterlaufen werden, hat die gesellschaftsrechtliche Recht- und Zweckmäßigkeitprüfung einer kapitalmarktrechtlichen Evaluierung, wie sie die Ad- hoc- Publizität ermöglicht, stets vorzugehen. Anderenfalls bestünde die Gefahr, daß der Vorstand durch eine Ad- hoc- Information des Kapitalmarktes und den daraus womöglich resultierenden Kursbewegungen die Kontrollspielräume des Aufsichtsrates so einengen könnte, daß seine Zweck- und **Rechtmäßigkeitprüfung** praktisch leerliefe. Aber auch, wenn die Entscheidung für eine Strategie des Risikomanagements aufsichtsratsgeprüft ist, wird man sie erst dann als "Tatsache" i.S. des § 15 WpHG ansehen dürfen, so mit ihrer *Umsetzung* begonnen worden ist.¹¹⁸ Nicht von den Umsetzungsmaßnahmen ist dann allerdings ad-hoc zu berichten, sondern von der ihnen zu Grunde liegenden, unternehmensintern beschlossene Zwecksetzung - dies, weil einzelnen Derivattransaktionen, wie eingangs gezeigt, eben gerade jene Zweckevidenz fehlt, die der Kapitalmarkt für seine Entscheidungen benötigt. Dafür, daß die umgesetzte *Strategie des Risikomanagements* als solche eine Tatsache i.S. des § 15 WpHG ist, spricht im übrigen, daß dem Kapitalmarkt überhaupt nur die Evaluierung anderer Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen der Unternehmung ermöglicht wird, so er auch den unternehmerischen Umgang mit einhergehenden, nicht- produktiven Risiken kennt: Was z.B. das Engagement im Ausland oder der Erwerb anderer Produktionszweige für das Unternehmen bedeutet, läßt sich eigentlich nur verstehen, wenn auch dessen allgemeiner Umgang mit den damit einhergehenden Risikoexpositionen bekannt ist.

Wenn mit der Umsetzung der Strategie - und d.h. regelmäßig: mit dem Abschluß von Derivatgeschäften - begonnen worden ist, läßt sich auch hinreichend bestimmen, wie sie sich konkret auf die "Vermögens- und Finanzlage" bzw. des "allgemeinen Geschäftsverlauf" auswirken wird. Im genauen Ausmaß hängen diese Auswirkungen zwar noch vom Geschick bei der Abwicklung und den allgemeinen Marktrahmendaten ab. Es kann aber bereits die beabsichtigte Wirkung i.S. des § 15 WpHG "geeignet sein, den Kurs erheblich zu beeinflussen", weil sich mit ihr auch Funktion und Wert der betreffenden Finanztitel in den Investorenportfolios wandeln und Anpassungsbedarf auf Artlegenseite ergeben kann. So versteht sich, daß es erhebliche Reaktionen auslösen wird, wenn sich ein im internationalen Rohstoffhandel tätiges Unternehmen entschließen wurde, ab sofort die Anstrengungen zur Absicherung von Warenpreis - oder Währungsrisiken deutlich einzuschränken. Ähnliches gilt, wenn eine Gesellschaft bekundet, bisher offengelassene nicht- produktive Risikoexpositionen in Zukunft weitgehend abzusichern.

Nicht in jedem Fall empfiehlt es sich indes, solche Strategien auch dem Investorenpublikum gegenüber zu **offenbaren**.¹¹⁹ So dürfte eine solche Maßnahme etwa dann

von zweifelhaftem Nutzen sein, wenn und soweit diese Unternehmen auf nicht-anonymisierten (OTC-)Märkten agieren - denn hier könnte die Marktgegenseite im Rahmen der Preisbildung davon Nutzen ziehen, daß die Motive ihrer Kontrahenten offen zu Tage liegen. überdies können für die Konkurrenz durch Veröffentlichungen der Zweckvorstellungen u.U. auch Planungen ihrer Mitbewerber erkennbar werden, wie ein Beispiel aus den Vereinigten Staaten illustrieren mag:

Das US-amerikanische Computer-Unternehmen *Dell* hat es Anfang der 90er Jahre beispielsweise unterlassen, dem Kapitalmarkt seine erheblichen Währungsswap-Positionen bereits zum Zeitpunkt ihres Abschlusses zu offenbaren; einer der dafür maßgeblichen Gründe mag gewesen sein, den Wettbewerbern keinen Aufschluß darüber zu geben, daß das Unternehmen seine Auslandsaktivität in naher Zukunft auszudehnen beabsichtigte.¹²⁰ Denn dieses Vorhaben hätte sich aus einer publizierten Erweiterung des Engagements in Währungsswaps ohne weiteres von der Konkurrenz ablesen lassen.

Es mag sich in vergleichbaren Lagen für Normadressaten des WpHG empfehlen, um eine Ausnahmegenehmigung gem. § 15 Abs. 1 Satz 2 WpHG beim Bundesaufsichtsamt nachzusuchen.

bbb) Risikotransparenz

Ob Adressaten des § 15 WpHG auch die Verpflichtung haben, den Kapitalmarkt ad-hoc über solche **Risikoexpositionen** aus Derivatgeschäften des Unternehmens zu informieren, die sich in erheblichen Kursbewegungen niederschlagen können, mag auf den ersten Blick zweifelhaft erscheinen, weil gerade noch nicht entschieden ist, ob es zu Verlusten kommen wird. Soweit sie sich jedoch mit der Notwendigkeit von Drohverlustrückstellungen verbinden, wird man ihren Tatsachencharakter aber schon deswegen bejahen müssen, weil sie einen Buchungsvorgang für den Jahresabschluß auslösen können.¹²¹ Eigentlich problematisch ist deshalb auch nur die Frage, wann einer Gesamtrisikoeexposition die Eignung zur Kursbeeinflussung zuzusprechen ist bzw. - soweit zugelassene Schuldverschreibungen betroffen sind - eine Beeinträchtigung der Fähigkeit des Emittenten anzunehmen ist, seinen Verpflichtungen nachzukommen. Hier ist zunächst daran zu erinnern, daß bei der Umsetzung kapitalmarktrechtlicher Risikotransparenz eine auf Derivate isolierte Veröffentlichung den natürlichen Hedge im Unternehmen ignorieren wurde; es kann also nur eine ad-hoc-Publizität für eine um diese Faktoren ergänzte Berechnung der Risikoexposition in Frage kommen. In beiden Fällen wird darüber hinaus eine Anwendung des § 15 WpHG nur in Frage kommen, wenn die gewachsene Risikoexposition sich in unmittelbarem Handlungsbedarf der Gesellschaft niederschlägt - etwa, wenn die Erfüllung von börslichen oder vertraglichen margin-Erfordernissen übermäßigen Liquiditätsbedarf auslöst und die Gesellschaft deshalb in den Finanzengpaß treiben kann.¹²²

D. Die Organisation des unternehmerischen Derivateeinsatzes

Wenden wir unseren Blick nun von der Strategie auf die Implementation und damit auf die Frage, welche Sorgfaltsgebote sich an Vorstand und Aufsichtsrat hinsichtlich der *Ausführung und Überwachung* derivativer Transaktionen richten. Hier herrscht in der allgemeinen unternehmerischen Praxis noch einige Unsicherheit.

Einen ersten Überblick über das praktische Management von Risikopositionen und seine Kontrolle in deutschen Unternehmen gewähren Umfrageergebnisse aus der *Trinkaus & Burkhart- Vola- Studie 1995*;²³ aus den Antworten von 91 in Deutschland ansässigen Unternehmen aus allen Schlüsselbranchen, darunter 59 mit einem Jahresumsatz von über 500 Millionen DM, deren durchschnittlicher Auslandsanteil am Umsatz 51 % betrug, ergab sich das folgende Bild: Das **Risiko-Management- Konzept** im Zins- und Währungsbereich wurde zumeist - nämlich in 74 % der befragten Unternehmen - vom Abteilungsleiter Finanzen in Abstimmung mit dem Finanzvorstand formuliert. In nur 54 % der befragten Unternehmen waren aber auch die übrigen Mitglieder des Vorstandes informiert und *in nur 22% von ihnen auch der Aufsichtsrat*. Nur 40% der befragten Unternehmen berichten, daß sie Kontrollmechanismen gegen Kompetenzüberschreitungen eingerichtet haben (wie z.B. die Mitteilung der zum Handel befugten Mitarbeiter an die Kontrahenten); in nur 32 % der befragten Gesellschaften erfordert der Einsatz neuer Instrumente die **Genehmigung** durch ein Finanzkomitee. Nur jedes zweite der befragten Unternehmen¹²⁴ verfügt schließlich über schriftlich fixierte Richtlinien im Devisenbereich (55 %), im Zinsbereich gar nur 36 %. Und in nur 7% der befragten Unternehmen verfolgt die Geschäftsleitung wöchentlich das Erreichen etwaiger Absicherungsziele.

So viel jedenfalls steht fest: Zur sorgfältigen Unternehmensleitung gehört es, das Unternehmen unter Berücksichtigung bewährter betriebswirtschaftlicher **Einsichten**¹²⁵ und Einhaltung branchenüblicher Vorsichtsmaßnahmen zu führen.¹²⁶ Auch für den Einsatz von Derivaten haben sich mittlerweile derartige Klugheitsregeln etabliert - freilich nicht den allgemeinen Unternehmenssektor, sondern bereichsspezifisch für Banken und Versicherungen, so daß man fragen muß, welche Bedeutung ihnen darüber hinaus zukommen kann. Die Antwort darauf hat, wie sogleich zu zeigen sein wird, sowohl eine kapitalmarkt- als auch eine gesellschaftsrechtliche Dimension.

1. Sorgfalt und Systemrisiken

Der Geltungsbereich des KWG erstreckt sich auch auf unternehmenseigene Kapitalanlagegesellschaften, die Derivatgeschäfte mittels der von ihnen verwalteten Spezialfonds abwickeln, § 1 Abs. 1 Nr. 6 KWG. Soweit das unternehmerische Derivatmanagement also nicht intern vorgenommen, sondern auf eine **(Kapitalanlage)-Tochtergesellschaft** verlagert wird, unterliegt es auf deren Ebene der Aufsicht und den jüngst verlautbarten Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen.¹²⁷ Wer-

den die gleichen Geschäfte dagegen unternehmensintern getätigt, sind sie dieser Aufsicht entzogen: Denn das Engagement in Derivaten - ob zu Zwecken der Gewinnerzielung oder Kostensenkung - ist als solches keine KWG-typische Tätigkeit. Daß sich Unternehmen auf diese Weise der Aufsicht des Bundesamtes und seiner Anforderungen entziehen können, mag auf den ersten Blick zwar bedenklich erscheinen. Indes sind Aufsicht und Mindestanforderungen auf dem Sektor des bankenseitigen Derivateeinsatzes nicht um der betroffenen Gesellschaften und ihrer Aktionäre willen geschaffen worden, sondern dienen neben der Verminderung von Einleger- auch und vor allem: der Abwehr von Systemrisiken, also dem gleichzeitigen oder rasch aufeinanderfolgenden Ausfall der Vertragspartner von Derivatgeschäften, der durch den Niedergang einer Partei ausgelöst werden könnte. Eine Ausdehnung der Regulierungszwecke von KWG und VAG auf andere Unternehmen nach dem *Prinzip "same business - same risk - same regulation"*¹²⁸ machte jedoch keinen Sinn. Denn wer industrielle Unternehmen davor bewahren will, daß sich die Krise einer Gesellschaft mit Lawineneffekt auf andere überträgt, wird dort ansetzen müssen, wo sich ihr Schicksal überhaupt nur miteinander verknüpfen kann - also bei eben jenen Kreditinstituten, die zwischen ihnen Geschäfte arrangieren helfen und der Aufsicht und Anforderungen nach Maßgabe des KWG unterliegen. Man mag einwenden, daß andere Unternehmen auch direkt miteinander im Derivatsektor kontrahieren und sie deshalb der Konkurs eines Beteiligten unmittelbar treffen kann. Damit ist aber noch nicht dargetan, daß sich das damit verwirklichende *Bonitätsrisiko* in ein *Systemrisiko* übersetzt.¹²⁹ Richtig ist zwar, daß durch den Derivatehandel die Verteilung der Risiken beweglicher wird. Diese Umverteilung aber kann dafür sorgen, daß Risiken von jenen übernommen werden, die sie besser zu managen und zu absorbieren vermögen. Und dies bedeutet mehr, nicht weniger Sicherheit.

II. Sorgfalt und Geschäftsführung

Eine andere Frage ist, ob die für Kreditinstitute aufgestellten Anforderungen an die Organisation von Derivatgeschäften zumindest als Vorbild für die Konkretisierung gesellschaftsrechtlicher, an die Vorstandsmitglieder zu richtende Sorgfaltsgebote taugen, die, jedenfalls der Möglichkeit nach, sowohl für § 93 Abs. 1 als auch § 84 Abs. 2 AktG Bedeutung entfalten können - auch wenn man eingestehen muß, daß angesichts subtilerer und deshalb womöglich dem Wohle der Gesellschaft weniger abträglicher außerrechtlicher Sanktionsmechanismen bislang weder die Schadensersatzklage der Gesellschaft gegen Mitglieder des Vorstandes noch ihre Abberufung durch den Aufsichtsrat in nennenswertem Umfang praktisch geworden ist.

Gleichwohl bleibt es eine Aufgabe, die Pflicht zur sorgfältigen Wahrnehmung der Organfunktion im Derivatgeschäft im näheren zu bestimmen. Dies soll in zwei Stufen geschehen, nämlich zunächst mit Blick auf Klugheitsregeln der Organisation, die sich

im Einzelfall einmal zu Pflichten verdichten können und erst im Anschluß daran bezogen auf echte Organisationspflichten, die aus jenen abzuleiten sind und denen man mittlerweile generelle Geltung für die interne Organisation des Risikomanagements wird zuschreiben müssen.

1. Klugheitsregeln der Organisation

Wenn im folgenden den von internationalen (Selbstregulierungs-)Organisationen und Aufsichtsbehörden für Kreditinstitute entwickelten Vorgaben und Vorschriften¹³⁰ für andere Gesellschaften zunächst die Qualität von (technischen) Standards bzw. Regeln der Klugheit zugeschrieben wird, weil sie - jedenfalls in ihrem gemeinsamen Nenner - Gegenstand der Verhandlung und Abstimmung internationaler und pluralistisch besetzter Expertengremien gewesen sind, so geschieht dies mit dem Vorbehalt, daß ihnen nur Bedeutung als *Referenzpunkte einer Sorgfaltsbestimmung* zuzuschreiben ist: Sie beschreiben also weder notwendige noch hinreichende Maßnahmen des ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters, sondern eignen sich vielmehr nur als Vergleichsmaterial für Aufsichtsrat, Kläger und Richter bei der Frage, ob und wie konkret die tatsächlich geübte Vorsicht im Einzelfall noch hätte verbessert werden können. Kurz: Sie sind nicht Beschreibungen der erforderlichen, sondern ermöglichen nur Kritik der geübten *Sorgfalt*;¹³¹ dies, weil im Einzelfall nicht die grundsätzliche richtige, sondern nur die im konkreten Fall fehlende Sorgfalt zu bestimmen ist.¹³²

Und noch ein weiterer Vorbehalt ist anzumelden: Denn eine Reihe der bereichsspezifischen Vorschläge und *Vorschriften* zur Organisation und Kontrolle des Derivateinsatzes in Banken und Versicherungen setzt stillschweigend voraus, daß der mit ihrer Einhaltung verbundene Aufwand die Adressaten deshalb nicht zu sehr belastet, weil diese im Rahmen ihrer allgemeinen Vermögensanlage- Vermögensverwaltungs- und Versicherungspraxis von *Größen- und Spezialisierungsvorteilen* profitieren können. Für andere Unternehmen gilt dies jedoch nicht in gleichem Maße, da deren Kerngeschäft vom Handel und Halten derivativer Positionen weit entfernt sein kann. Bei einer undifferenzierten Anwendung der für den Banken- und Versicherungssektor entwickelten Modelle auch auf andere Gesellschaften bestünde deshalb die Gefahr, daß ihren Besonderheiten - insbesondere, was Art und Umfang der getätigten Geschäfte angeht - nicht Genüge getan würde. Andererseits versteht es sich, daß auch Unternehmen außerhalb des Banken- und Versicherungssektors mit ihrem Eintritt in die Welt der Derivate in besondere Risikolagen geraten können und die Anforderungen an Sorgfalt und Umsicht der Unternehmensleitungen entsprechend anzupassen sind. Gleichwohl kann eine Übertragung der für Banken und Versicherungen entwickelten Vorstellungen im Maßstab 1: 1 nicht in Frage kommen - es werden sich vielmehr auch insoweit die Organisationserfordernisse nur mit Blick

auf die Art und den Umfang des jeweiligen unternehmerischen Engagements konkretisieren lassen.

a) Instrumente und Risiken

Anknüpfungspunkte für die - je nach Einzelfall zu differenzierenden - Klugheitsregeln der Organisation sind die Instrumente, derer sich das Unternehmen im Rahmen des Derivatgeschäfts bedient. Denn es sind die daraus resultierenden Gefahren, welche das Maß unternehmerischen Risikobewältigung bestimmen. Die Grundbausteine des expandierenden Kosmos derivativer Instrumente sind *Forwards* und *Optionen*.¹³³

aa) Der Forward- Typus

Als Forwards sind Verträge einzustufen, in denen eine Partei verspricht, auf Termin einen bestimmten Basisgegenstand zu dem bereits bei Abschluß fixierten Preis zu kaufen (long forward Position) bzw. zu verkaufen (short forward Position). Im Rahmen von Forward- Transaktionen finden Zahlungen weder zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses noch während der Laufzeit, sondern erst zum (Fälligkeits)- Termin statt. Das mag für die Beteiligten zunächst von Vorteil sein, schlägt sich aber auch in einem nicht unbeträchtlichen *Bonitätsrisiko* nieder, in der Möglichkeit also, daß die Gegenseite im entscheidenden Augenblick nicht mehr leistungsfähig ist.

Eine weitere Eigentümlichkeit der *Forwards* ist, daß sie nicht zentral gehandelt werden - sie sind vielmehr Geschöpfe des Over- the- Counter (OTC-)Marktes und können auf die Bedürfnisse ihrer Verwender zugeschnitten werden. Die Individualität der Instrumente hat jedoch auch zur Folge, daß die rechtliche Wirksamkeit des jeweiligen Geschäftes weniger gewiß ist. Daraus resultierende *Rechtsrisiken* haben sich denn auch mehrfach schon verwirklicht.

Der Markt für nicht standardisierte Finanzinstrumente ist schließlich auch nicht zu jedem Zeitpunkt tief genug, um riskante Positionen rasch aufzulösen. In den daraus womöglich entstehenden Verlusten verwirklicht sich deshalb ein *Liquiditätsrisiko*. Zu den Eigenschaften der Forwards zählt endlich, daß Gewinn- und Verlustchancen, die auf Grund einer Wertveränderung des Basisgegenstandes entstehen, für beide Parteien symmetrisch und unbegrenzt sind. Wer sich in Forwards finanziell engagiert, ist dieser Linearität der Chancen und Risiken wegen also einem beträchtlichen *Marktrisiko* ausgesetzt - dem potentiellen Verlust auf Grund ungünstiger Entwicklungen von Marktfaktoren, wie etwa Zinssätzen, Wechselkursen, Aktien- oder Güterpreisen.

Vom Marktrisiko betroffen sind auch Swaps, die ebenfalls zum Forward- Typus zählen. *Swaps* als Arrangements zum Tausch von Zins- bzw. Währungs-, aber auch anderer Positionen *bündeln Forwards über mehrere Perioden*.¹³⁴ Soweit Swaps

nicht direkt zwischen den tauschwilligen Parteien vereinbart, sondern durch Banken als Intermediäre arrangiert werden, unterliegen sie (und die sie begleitenden Vereinbarungen) einem verminderten Bonitätsrisiko. Die Bündelung der Forwards bedeutet allerdings auch, daß die Verlustgefahr durch die Verwirklichung von Marktrisiken wächst. Margining- Vereinbarungen, welche die während der Laufzeit in die Verlustzone geratene Partei deshalb auf Leistung von Nachschüssen verpflichten, können wiederum einen Fall des Liquiditätsrisikos begründen: die Gefahr der unzeitigen und kostspieligen Auflösung der Position nämlich, wenn es an den notwendigen Nachschußmitteln mangelt.

Auch *Futur-es* sind Verwandte der Forwards. Sie werden im Unterschied zu diesen allerdings standardisiert und zentralisiert gehandelt, so daß ihr Marktwert täglich ermittelt werden kann und auch die Möglichkeit zu anonymem Handel besteht. Die Standardisierung und Zentralisierung des Handels unter Einschluß einer Clearing-Stelle senkt das Bonitäts- und Rechtsrisiko und verbessert wegen der größeren Markttiefe auch den Preisfindungsprozeß. Das Clearing bzw. die margining- Erfordernisse sorgen (täglich) außerdem für Transparenz hinsichtlich der aktuellen Gewinne und Verluste.¹³⁵ Weil der Börsenhandel verlangt, daß zur Deckung möglicher Verluste während der Laufzeit Nachschüsse zu leisten sind, droht bei Übernahme solcher Positionen neben dem Marktrisiko allerdings auch hier ein Liquiditätsrisiko.

bb) Der Options- Typus

Der Options- Typus unterscheidet sich vom Forward- Typus dadurch, daß der Optionsinhaber ein Wahlrecht zusteht, ob er den Basiswert zum Termin kauft ("call option") bzw. verkauft ("put option"). Daraus folgt zugleich, daß sich Gewinn- und Verlustpotentiale der Instrumente ungleich auf Optionsinhaber und Stillhalter verteilen: Wer sich in Optionen engagiert, kann also auch eine Position wählen, die nur ein begrenztes - nämlich maximal auf den Verlust der Prämie beschränktes - Risiko enthält. Die Stillhalterposition dagegen ist riskant und der Möglichkeit nach unbegrenzten Marktrisiken ausgesetzt. Diese werden allerdings nicht nur von der Höhe, sondern auch der Volatilität des Basiswertes und der Restlaufzeit der Option bestimmt. Das Bonitätsrisiko ist ebenso wie das Rechtsrisiko auch davon abhängig, ob standardisierte und börsengehandelte oder OTC- Optionen Gegenstand des unternehmerische Engagements sind.

cc) Innovationen

Innovationen lassen sich regelmäßig als Modifikationen oder auch Kombinationen des Forward- und Optionstypus begreifen. Gleichwohl stellt die Analyse ihres generellen Gewinn- und Verlustpotentials sowie ihres aktuellen Marktwertes erhebliche Anforderungen an die Entscheidungsträger im Unternehmen; Finanzinnovationen

bergen deshalb ein *intellektuelles Risiko* - die Gefahr also, daß ihre Einsatzmöglichkeiten und -risiken nur unvollkommen verstanden werden.¹³⁶ Darüber hinaus verbindet sich mit Finanzinnovationen immer auch ein Rechtsrisiko - dies nicht zuletzt deshalb, weil sie zuweilen dem Verdacht ausgesetzt sind, als Mittel der Umgehung lästiger (Steuer-) Vorschriften zu fungieren. Daraus resultierende, langwierige Verwaltungs- und Gerichtsverfahren können erhebliche finanzielle und personelle Ressourcen des Unternehmens binden oder sich - so die an Steuervorteilen interessierte Anlegerklientel nach einer für sie ungünstigen Klärung der Rechtslage enttäuscht wird - auch in Reputationsverlusten niederschlagen, die es künftig erschweren dürften, Fremdmittel beim Publikum einzuwerben.

b) Risikobewältigung

Die Bewältigung der mit Derivatgeschäften einhergehenden Risiken verlangt zunächst, die im einzelnen bestehenden Gefahren zu erkennen und zu ordnen. Die bedeutsamsten Risiken aus Derivattransaktionen lassen sich - wie schon angesprochen - grob ordnen als Markt-, Liquiditäts-, Bonitäts-, Rechts- und Betriebsrisiken. Sie und die Verfahren ihrer Messung und Bewältigung sollen im folgenden im einzelnen erläutert werden.¹³⁷

aa) Marktrisiko

Ein Wertverfall von Derivatpositionen bzw. -portfolios kann durch Veränderungen der Marktfaktoren ausgelöst werden.¹³⁸ Voraussetzung jeder Kontrolle von Marktrisiken ist es, daß Gewinn- und Verlustpotentiale der bestehenden Risikoexposition korrekt berechnet werden. Erste Aufgabe ist es deshalb, den internen, natürlichen Hedge im Unternehmen zu beachten, und d.h. alle für entsprechende Ausgleichseffekte in Frage kommenden Positionen aufzunehmen und einander gegenüberzustellen.¹³⁹ Bei der anschließenden Berechnung der Risikoexposition kommt es dann auf den gegenwärtigen Gesamtwert des Portfolios und seine Empfindlichkeit gegenüber einer Veränderung im Markt an. Für Unternehmen außerhalb des Banken- und Versicherungssektors hat sich bisher ein technischer Standard der Risikomessung insoweit allerdings noch nicht herausgebildet,¹⁴⁰ so daß sich die darauf gerichteten Sorgfaltsanforderungen nicht mit genügender Bestimmtheit formulieren lassen.

Der Idee nach sinnvoll erscheint ein Verfahren, welches fragt, in welcher Höhe dem Unternehmen Einbußen hinsichtlich des erwarteten cash- flow innerhalb eines eng abgegrenzten Zeitraumes drohen. Als Vorbild diene insoweit das aus dem Banken- und Versicherungssektor stammende Denken in der Kategorie des "value- at- risk". Hinter dieser, uns Juristen arkanen Begrifflichkeit verbirgt sich ein, jedenfalls in seinen Grundzügen leicht nachvollziehbares Gedankenexperiment. Value- at- risk ver-

sucht 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, die im wesentlichen auf zwei Faktoren blickt - nämlich zum einen darauf, wie sich *Wertschwankungen der Basiswerte* auf den Wert des Portfolios niederschlagen wurden und zum anderen darauf, ob sich auch die *Bandbreite möglicher Schwankungen* der Basispreise verändern kann. Die Berechnung des "cash flow- at risk" in Analogie zu dem im Banken- und Versicherungssektor gebräuchlichen *value- at- risk- Konzept*⁴¹ begegnet jedoch einigen Schwierigkeiten. Denn anders als im Bankensektor, bei der die Einschätzung möglicher Veränderungen im Wert der offenen Positionen unter Zugrundelegung historischer Kapitalmarktdaten möglich ist, weil die entsprechenden Preis- und Volatilitätsinformationen aus den veröffentlichten Kursen abgelesen werden können, haben andere Unternehmen häufig Werte solcher Positionen zu berechnen, für die es an statistisch brauchbarem Zahlenmaterial *fehlt*¹⁴² - zu schweigen davon, daß durch die notwendig willkürliche Festlegung des *für* die Risikomessung relevante Menge historischer Marktdaten dramatische Einbrüche ausgeblendet oder geglättet werden können: So macht es selbstverständlich einen Unterschied, ob in die Berechnungsgrundlage auch noch Marktdaten des letzten "Börsencrash" integriert werden oder nicht. Wenn das value- at- risk- Verfahren damit Ereignisse geringerer und geringster Wahrscheinlichkeit von der Risikomessung ausschließt, werden davon aber eben gerade jene Vorkommnisse betroffen, die besondere Verlustpotentiale entfalten und deshalb nach ihrem Erwartungswert gewichtet sehr wohl Bedeutung entfalten können.¹⁴³

bb) Liquiditätsrisiko

Das Liquiditätsrisiko besteht - wie eingangs beschrieben - zum einen darin, daß im Falle mangelnder Marktliquidität bestehende Derivatpositionen nicht ohne weiteres zum vorherigen Marktpreis glattgestellt oder aufgelöst werden können; zum anderen - und zwar auf Ebene der Finanzierung - bezeichnet das Liquiditätsrisiko die Gefahr, daß das Unternehmen Einschußpflichten und Zahlungen zum Abwicklungstermin nicht leisten kann und deshalb wertvolle Positionen aufgeben muß. Das Risiko mangelnder Marktliquidität ist besonders bedeutend *für* langfristige, komplexe oder auf den Verwender zugeschnittene Positionen; darüber hinaus entziehen sich illiquide Positionen zuweilen auch der zuverlässigen Bewertung, so daß ihr Risiko nur unter Mühen zu verstehen und zu verwalten ist.¹⁴⁴ Aber auch das Risiko, daß dem Unternehmen zur Abwicklung die erforderlichen Finanzmittel fehlen könnten, ist nicht zu unterschätzen.¹⁴⁵

Grundsätzlich ist zwar ein Bedürfnis der Unternehmung anzuerkennen, auch in wenig liquide Positionen zu investieren - was etwa *für* Grundstücke gilt, muß auch für

die Eingehung liquiditätsunsicherer Derivatpositionen gelten. Die Liquidität der Risikopositionen der Unternehmung sollte aber laufend überwacht und **spartenübergreifend** berechnet werden; dazu empfiehlt es sich, eine stets zu aktualisierende Einschätzung darüber zu fertigen, welchen Zeitaufwand eine, den Markt nicht oder nur wenig beeinflussende Neutralisierung der eingegangenen Positionen erforderte. Im Rahmen der Bestimmung der Liquiditätsbedürfnisse ist zudem darauf achtzugeben, ob die getätigten Geschäfte der Gegenseite besondere Kündigungsrechte haben und deshalb kurzfristig Liquiditätsbedarf ausgelöst werden **kann**.¹⁴⁶

cc) Bonitätsrisiko

Die Bewältigung des Bonitätsrisikos beginnt mit seiner **Einschätzung**¹⁴⁷ - diese mag sich an Ratings orientieren, muß selbstverständlich aber auch bestellte Sicherheiten sowie Netting- und Margining Vereinbarungen berücksichtigen.¹⁴⁸ Bei der Bonitätsrisikomessung wird zudem nicht nur die gegenwärtige, sondern auch die zukünftige, durch Veränderung der Marktfaktoren womöglich eintretende Veränderung der Zahlungsfähigkeit des Gegenübers zu berücksichtigen **sein**.¹⁴⁹ Zu den Klugheitsregeln gehört es schließlich, die für Geschäfte in Frage kommenden *counterparties* intern vorab zu bestimmen bzw. ihre Auswahl von externen Kriterien, wie etwas Credit Ratings abhängig zu machen und in den entsprechenden Vertragsabschlüssen außerordentliche Kündigungsrechte für den Fall eines downgrading als sog. "termination event" vorzusehen.¹⁵⁰ Und endlich empfiehlt es sich auch, Derivatgeschäfte nicht auf wenige Kontrahenten zu beschränken, sondern mit vielen Geschäftspartnern zu tätigen und auf diese Weise die Risiken zu **streuen**¹⁵¹ - dies mag es im Einzelfall auch einmal erleichtern, eine Position rascher aufzulösen.

dd) Rechtsrisiko

Das Rechtsrisiko besteht in der Gefahr, daß vertragliche Ansprüche nicht durchsetzbar sind, sei es, weil sie nicht hinreichend dokumentiert sind ("documentation backlog"),¹⁵² sei es, weil ihnen die rechtliche Wirksamkeit versagt ist - auf den ersten Blick gewöhnliche Probleme, die der Geschäftsleitung auch im Rahmen anderer Transaktionen begegnen. Daß diese Gefahren **für** Derivatgeschäfte allerdings besonders ausgeprägt sind, verdankt sich zwei Umständen: Zum ersten müssen Entscheidungen über die Abwicklung derivativer Geschäfte, die zu Zwecken der Gewinnerzielung getätigt werden, in Eile und ohne ausgiebige Kommunikation und Dokumentation getroffen werden, so daß Zeit **für** Korrekturen nur selten bleibt. Zum zweiten stellt sich bei dem Einsatz von Finanzinnovationen die Frage nach ihrer Einordnung in die überkommene rechtlichen Kategorienwelt und danach, welchen Regeln sie unterliegen. Dies ist ein Problem, das sich insbesondere bei OTC- Produkten stellt, welche nicht standardisiert gehandelt, sondern auf die Verwender spezi-

fisch zugeschnitten werden.¹⁵³ Dabei ist auch zu bedenken, daß viele Transaktionen sich nicht sogleich in Zahlungsansprüche bzw. -Verpflichtungen übersetzen, sondern einige Zeit vergehen kann, bis die ersten Gelder fließen - wenn aber erst zu diesem Zeitpunkt Unklarheiten offenbar werden, mag es bereits zu spät sein. Im Einzelfall muß auch geprüft werden, ob der Kontrahent einen entsprechender Geschäftsabschluß wirksam tätigen kann.

Dieses Rechtsrisiko wurde den Marktteilnehmern drastisch vor Augen geführt, als Gerichte in Großbritannien judizierten, daß die in den Jahren 1987 bis 1989 von dortigen Kommunen mit Kreditinstituten abgeschlossenen Swaptransaktionen mit einem **(Nominal-)Umfang** mehrerer Milliarden Pfund Sterling nicht intra vires **section 111** des **Local Government Act 1972** lagen und ihnen daher die Wirksamkeit versagt war;¹⁵⁴ dies hatte zur Folge, daß die beteiligten Banken - darunter Midland Bank Plc, Security Pacific National Bank N.A., Chemical Bank, Barclays Bank Plc. und Mitsubishi Finance International Plc. - die Gewinne, die ihnen angesichts der tatsächlichen Zinsentwicklung zugeflossen wären, nicht geltend machen konnten bzw. Verluste durch parallel arrangierte **Hedgegeschäfte** erlitten; unter Berufung darauf, daß die Transaktionen **ultra vires** waren, verweigerte eine Kommune gar die Rückzahlung eines ihr im Rahmen der Swaptransaktion von der Bank zugeflossenen **(Darlehens-)Betrages** in Höhe von 2, 5 Millionen Pfund; es bedurfte **erst** einer Entscheidung des House of Lords, um die Rückzahlung durchzusetzen.¹⁵⁵

Das Rechtsrisiko läßt sich im Unternehmen dadurch vermindern, daß Transaktionen im wesentlichen auf standardisierte, und d.h. konkret: entweder terminbörsengehandelte oder nach international gebräuchlichen Master- Agreements abzuwickelnde Instrumente beschränkt werden.¹⁵⁶ Soweit die Standardverträge von internationalen Organisationen nicht nur einer Marktseite, sondern unter Beteiligung verschiedener Marktteilnehmergruppen entwickelt und empfohlen worden sind, wird man es in diesem Zusammenhang auch als vertretbar ansehen dürfen, wenn sie Transaktionen auch dann zu Grunde gelegt werden, bevor sie einer gerichtlichen Überprüfung unterlegen haben.. Dies ist etwa auf dem Gebiete der Swaptransaktionen der Fall, auf dem die ISDA für eine Vereinheitlichung der Vertragsdokumentationen gesorgt hat, aber auch im Bereich der Optionen, auf denen mit ICOM- und den FX Net Standard-Terms oder dem PSA/ISMA Global Master Repurchase Agreement operiert wird.“ Gleiches muß schließlich auch und insbesondere für standardisierte Klauseln eines bilateralen Netting gelten.

Für alle anderen Derivatgeschäfte, insbesondere solche, die für das Unternehmen eigens entwickelt werden, sind dagegen Evaluierungs- und Genehmigungserfordernisse vorzusehen;¹⁵⁸ im Einzelfall kann zur Minimierung der Rechtsrisiken darüber hinaus erforderlich sein, eine Versuchszeit mit eng gezogenen Grenzen für finanzielles Engagement und Risikoexposition in neuen Geschäftsarten anzuordnen.¹⁵⁹ Angesichts der Globalisierung des Handels in Derivaten unpraktisch dürfte es dagegen

sein, eine Beschränkung der Geschäftsabschlüsse auf im Sitzland des Unternehmens domizilierende Unternehmen vorzusehen, um auf diese Weise das Durchsetzungsrisiko der erworbenen Ansprüche zu mindern.¹⁶⁰

ee) Betriebsrisiko

Menschliches und Systemversagen sind schließlich die Quellen des Betriebsrisikos, der Gefahr also, daß durch Fehler bei Abschluß, Abwicklung, Buchung, Risikomessung und Kontrolle der Transaktionen Verluste entstehen.¹⁶¹ Fehlerquellen werden - vom schlicht technischen Versagen einmal abgesehen - regelmäßig Mängel in der Ausbildung und Anreizsetzung sein: Sie führen dazu, daß das Personal ungeschickt oder nachlässig agiert bzw. die anzuwendenden technischen Systeme fehlerhaft bedient oder nicht hinreichend oft und genau genug auf ihre Funktionsfähigkeit überprüft.

Es muß deshalb zunächst auf allen Ebenen des Derivateeinsatzes - d.h. : dem Abschluß, der Abwicklung, der Buchung, Risikomessung und der Risikokontrolle - dafür Sorge getragen werden, daß der *Ausbildungsstand* der Verantwortlichen dem Stand der Technik angepaßt bleibt. Dazu gehört es auch, Ausbildungsgelegenheiten zu nutzen, wie sie bereits seit geraumer Zeit angeboten werden, und Szenarien besonderer Beanspruchung einzukalkulieren, also den größten *anzunehmenden Unfall* - etwa: Softwarefehler oder Stromausfall - oder auch *Streßsimulationen*, wie z.B. die Verdoppelung des *Transaktionsvolumens*.¹⁶²

Nicht minder bedeutend sind die *Anreizsysteme* für die Beteiligten: Es ist deshalb dafür Sorge tragen, daß die Vergütungsversprechen im Handelsbereich nicht kontraproduktiv wirken und etwa solche Mitarbeiter belohnen, die übermäßige Risiken eingehen. Auch hier kann sich eine Ankoppelung der Vergütungsregeln an die Gesamtstrategie empfehlen und dafür gesorgt werden, daß sie sich am dauerhaften Beitrag zu ihrem Erfolg bemißt und nicht etwa am kurzfristigen Gewinn aus einer Einzeltransaktion.¹⁶³

Der Einfluß unternehmensinterner Vergütungsmethoden wird bisweilen allerdings überschätzt und zwar sowohl, was ihre Gefahren als auch ihren Nutzen angeht: Wer Managementfehler etwa damit zu erklären sucht, daß die Anstellungsverträge auf Kontrollebene wegen ihrer Unabhängigkeit von den langfristigen Ergebnissen des Unternehmens nicht hinreichende Kontrollanreize gesetzt und auf Ausführungsebene durch Koppelung an kurzfristig orientierte Zielwerte ungesundes Risikoverhalten ausgelöst hätten, beantwortet nicht die Frage, weshalb die Betroffenen ausgerechnet ihre berufliche Stellung aufs Spiel gesetzt haben sollen, um ihren Nutzen zu steigern, wenn sie doch das ihren Präferenzen angeblich widerstreitende Entlohnungsmuster auf sehr viel weniger riskante Weise durch eigene, unternehmensexterne Transaktionen auf dem Derivatmarkt hätten ausgleichen können.

Da der Zugang der Mitarbeiter zum Markt für derivative Instrumente ermöglicht, die vermögensmäßige Bindung an das Schicksal der Gesellschaft wieder aufzulösen, ist auch der Nutzen erfolgsabhängiger Vergütungsmechanismen beeinträchtigt: Wird etwa ein Teil der Vergütung über Call-Optionen auf Aktien der Gesellschaft geleistet, die nach bestimmter, gar erst nach Ablauf ihres Mandates endender Frist ausgeübt werden dürfen, so vermögen sich die Angestellten der beabsichtigten Bindung mühelos dadurch zu entziehen, daß sie eine entsprechende Gegenposition aufnehmen, z.B. fristenkongruente Put-Optionen auf die Aktien des Unternehmens erwerben. Ein durch Optionen ergänzter Vergütungsmechanismus wird also nicht notwendig dazu führen, daß die Mitarbeiter ihr Verhalten an der nachhaltigen Entwicklung des Unternehmenswertes orientieren.¹⁶⁴

2. Organisationspflichten

Die Klugheitsregeln der Organisation sind - dies mag die vorstehende Übersicht verdeutlicht haben - nicht ohne weiteres in echte Vorstandspflichten im Derivatgeschäft umzumünzen. Zu verschieden sind die je strategieabhängigen Erfordernisse zur Bewältigung der Markt-, Liquiditäts-, Bonitäts-, Rechts- und Betriebsrisiken. Vielmehr werden sich nur solche Maßregeln in den Rang von Pflichten erheben lassen, die unabdingbare Voraussetzung des Risikomanagements sind. Vornehmste Pflicht der Vorstandsmitglieder ist insoweit, die Ausführung der von ihm gewählten Strategie des Risikomanagements und Einhaltung der insoweit als akzeptabel bestimmten Risiken sicherzustellen.¹⁶⁵ Dieser allgemeinen Organisationspflicht kann der Vorstand allerdings nur dann gerecht werden, wenn von ihm eine darauf abgestimmte Zuständigkeits-, Informations- und Verfahrensordnung des Derivateeinsatzes aufgestellt und der **Ausführungsebene** und dem Aufsichtsrat zur Kenntnis gebracht wird.

a) Zuständigkeitsordnung

Die vom Vorstand **aufzustellende** und schriftlich zu fixierende Zuständigkeitsordnung muß für die Ausführungsebene unmißverständliche Handlungsbefugnisse und -beschränkungen statuieren und gewährleisten, daß der Vorstand bedeutsame Entscheidungen auch über einzelne Transaktionen jederzeit und ohne Aufwand an sich ziehen kann; dabei ist auch zu gewährleisten, daß Handlungsbefugnisse für die Ausführungsebene nicht nur Binnen- sondern auch: Außenwirkung haben, da andernfalls ein Schutz des Unternehmens vor Mißgeschicken und Mißbräuchen bei Implementation der Strategie weitgehend ins Leere liefe - denn Entscheidungen jedenfalls in Absicht der Gewinnerzielung werden nicht selten in Eile getroffen und entfalten im Nu erhebliche Risikopotentiale, die sich auch bei einer Korrektur nur wenige Minuten später bereits auf mehrere Millionen belaufen können. Der Vorstand hat

außerdem dafür Sorge zu tragen, daß bei der Ausgestaltung der Verträge der im Derivatgeschäft verantwortlichen Angestellten **performance-** orientierte Vergütungen nicht durch Gegengeschäfte der Angestellten unterlaufen werden können.

Um sicherzustellen, daß Geschäfte in Derivaten nur im Rahmen der vom Vorstand gezogenen Grenzen getätigt werden dürfen, ist schließlich der Kreis einsatzfähiger Instrumente bzw. Verträge sowie der **für** die Geschäfte in Frage kommenden Märkte und Kontrahenten und endlich das Volumen und Risiko der Transaktionen vor der Umsetzung einer jeden Strategie des Risikomanagements mit Derivaten zu bestimmen. Im einzelnen:

aa) Volumen, Risikoexposition und Verlust

Es sind absolute Höchstgrenzen finanziellen Engagements, der Risikoexpositionen und tatsächlicher Verluste festzulegen, so daß deren Nichtbeachtung nur durch Vorstandsbeschluß ermöglicht wird und eine entsprechende Berichtspflicht gegenüber dem Aufsichtsrat entsteht.‘@ Zudem gilt es, Höchstgrenzen finanziellen Engagements und der Risikoexposition festzulegen und ihre Überschreitung an eine vorstandsseitige Genehmigung zu knüpfen.¹⁶⁷ Je nach Volumen der in Rede stehenden Transaktionen bzw. der mit ihnen einhergehenden Risiken sind eindeutige Zeichnungsbefugnisse und **-erfordernisse** einzuführen, die je nach Bedeutung des Geschäfts- oder Risikoumfangs bis hin zur Vorstandsebene reichen können.¹⁶⁸

bb) Instrumente, Märkte und Kontrahenten

Der Kreis einsatzfähiger Instrumente ist vom Vorstand vorab zu genehmigen. Insbesondere der Handel mit nicht standardisierten Titeln im OTC- Sektor bedarf ausdrücklicher Zulassung; **für** ein Engagement auf dem OTC- Markt ist überdies je nach Bonitätsrisiko der Kontrahenten ein Abschlußverbot oder ein Zeichnungsvorbehalt des Vorstandes einzuführen. Die Verwendung der Verträge ist dahingehend zu regeln, daß nur solche Vertragstypen Verwendung finden dürfen, die von international zusammengesetzten Organisationen entwickelt worden sind. Für den Einsatz neuer Transaktionstypen schließlich ist ein Genehmigungsprozeß zu implementieren.

b) Verfahrensordnung

Die vom Vorstand **aufzustellende** Verfahrensordnung muß zunächst auf die festgelegte Strategie des Derivateeinsatzes zugeschnitten sein: So ist bei aktivem Handel zu Zwecken der Gewinnerzielung - also auch beim “selektiven Hedging” - dafür Sorge zu tragen, daß die Verantwortungsfelder bei den Transaktionen strikt voneinander abgegrenzt werden; Abschluß, Abwicklung, Rechnungswesen, Risikoüberwachung und -Steuerung sowie die Revision der Handelsgeschäfte sind deshalb bei einem solchen Unternehmen in verschiedene Hände zu geben¹⁶⁹ - dies, weil

Verlustrisiken systematisch eingegangen werden und nicht nur als Mißbrauchsfolge drohen. Dieselben Anforderungen sind aber auch an solche Unternehmen zu stellen, die Derivate ausschließlich zu Sicherungszwecken einzusetzen gedenken. Schließlich muß es schriftlich niedergelegte Regeln für Abschluß und Abwicklung der Geschäfte geben; **dafür**, daß sie aufgestellt werden, hat der Vorstand zu sorgen; die Frage, wie sie auszugestalten ist, darf hingegen delegiert werden. Sie hat also nicht bis ins Einzelne die korrekten Verfahrensweisen anzugeben - etwa, daß die **deal tickets** sofort mit einem Zeitvermerk versehen und abgelegt werden, oder wie die abgeschlossenen Transaktionen zu dokumentieren sind.

c) Informationsordnung

Die Informationsordnung hat **dafür** zu sorgen, daß der Vorstand zu jeder Zeit aktuelle Information über den Stand getätigter Derivatgeschäfte und der mit ihnen einhergehenden Risiken erlangen kann und Mitteilungen über etwaige Verletzungen der Zuständigkeitsordnung direkt an sie gelangen kann. Der Vorstand muß jede einzelne abgewickelte Transaktion von ihrem Abschluß bis hin zum settlement verfolgen können.¹⁷⁰ Ebenso ist sicherzustellen, daß er jederzeit über die aktuelle, aus schwebenden Derivatgeschäften resultierende Risikoexposition Kenntnis erlangen kann.¹⁷¹ Überschreitungen von Geschäfts- oder Risikolumina müssen dem Vorstand sofort zur Kenntnis gebracht werden.¹⁷² Dazu kann etwa an die Überschreitung eines Limits ein obligatorisches "Warnsignal" geknüpft **werden**.¹⁷³ Jeder Beteiligte der Ausführungsebene im Derivatgeschäft muß überdies direkten Zugang zur Vorstandsebene haben, um über etwaige verdeckte Mißgeschicke oder Manipulationen (Dritter) berichten zu können.

3. Darlegungs- und Beweislast

Abschließend bedarf der Klärung, welche Darlegungs- und Beweislastfordernisse sich bei Sorgfaltsverstößen im Derivatgeschäft ergeben.

Gern. § 93 Abs. 2 Satz 2 **AktG** sind Vorstandsmitglieder beweisbelastet, wenn die Anwendung der Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters streitig ist. Die Umkehr der Beweislast soll allerdings nach Ansicht vieler nicht nur **für** das Verschulden, sondern auch **für** den objektiven Pflichtenverstoß **gelten**.¹⁷⁴ Für eine solche Erstreckung der Beweislastumkehr spricht nicht nur, daß sowohl objektive Pflichtwidrigkeit als auch Verschulden häufig auf ein und demselben Sachverhaltsmoment beruhen und deshalb ihre Ungleichbehandlung im Rahmen der Beweisführung sachwidrig erscheinen müßte, sondern auch, daß der Vorstand in einer ungleich besseren Position ist, die Einzelheiten seines Verhaltens **aufzuklären** als die klagende Gesellschaft. Diese wäre zur Beweisführung ohnehin auf vom Vorstand bereitgestellte und gern. § 90 Abs. 2 und 3 **AktG** bereitzustellende Informationen

angewiesen, so daß bei einer Beweisbelastung der Gesellschaft zu dem merkwürdigen Ergebnis kommen müßte, daß die Klägerin sich zu Zwecken der **Beweisführung** an die Beklagten wenden und sich im Falle mangelnder Kooperation auf das Ordnungsrecht der §§ 407 **AktG** i.V.m §§ 132 ff FGG verlassen oder gar den rechtlich zweifelhaften Weg klagweiser Durchsetzung von Berichtspflichten beschreiten müßte.¹⁷⁵ Die richtige Konsequenz kann hier deshalb nur sein, den Vorstandsmitgliedern auch die Beweislast hinsichtlich der Anwendung der nach § 93 Abs. 2 Satz 1 **AktG** anzuwendenden Sorgfalt zu überbürden. Um der Gefahr zu wehren, daß sich durch das Beweisrecht des § 93 unternehmerische Wagnisse in Haftungsrisiken übersetzen, werden allerdings die Anforderungen an die Schlüssigkeit der Klage von Seiten der Gesellschaft zu modifizieren sein.

Zur Frage, ob die Gesellschaft auch von der Last der Darlegung befreit, daß es an der gehörigen Sorgfaltsübung von Seiten der Vorstandsmitglieder gemangelt habe, sagt § 93 Abs. 2 **AktG** nichts. Enthielte § 93 Abs. 2 Satz 2 **AktG** in der Tat eine so weitgehende Umkehr auch der Darlegungslast, so bedeutete dies im Ergebnis, zur Schlüssigkeit des Klagvorbringens nicht mehr zu verlangen als die Behauptung eines zu beziffernden Schadens und eines Verhaltens, das für sein Entstehen (mit-) ursächlich geworden ist. Würde für die Schlüssigkeit einer Schadensersatzklage im Bereich von Derivatgeschäften jedoch genügen, daß die Transaktion und der daraus entstandene Verlust benannt werden, könnte jedes fehlgegangene Derivatgeschäft mit einiger Erfolgsaussicht Gegenstand eines Prozesses werden - ein untragbares Ergebnis, das die unternehmerische Entschlußfreudigkeit über Gebühr hemmen müßte.¹⁷⁶ Soll die Haftungsvorschrift des § 93 Abs. 2 Satz 2 **AktG** den Notwendigkeiten unternehmerischen Handelns angepaßt sein, so ist die Darlegungslast der Gesellschaft zu erweitern: Ihr Vortrag muß auch Umstände benennen, die eine Pflichtverletzung möglich erscheinen lassen: Und hier entfaltet die Verpflichtung des Vorstandes Bedeutung, seine Strategie des Derivateeinsatzes gegenüber dem Aufsichtsrat offenzulegen - denn an der gewählten Strategie wird sich auch ermeszen lassen, ob die tatsächliche Umsetzung erfolgreich und sorgfältig war: So versteht es sich, daß ein Verlust im Rahmen einer umfassenden Sicherheitsstrategie bereits einen Schaden anzeigen kann, während er bei Wahl einer auf Gewinnerzielung gerichteten Strategie diesen Makel nicht ohne weiteres aufweist. Im übrigen können sich die eine Pflichtverletzung möglich machenden Umstände auch "ex re" ergeben - etwa, wenn die Verluste exorbitanten Umfang erreicht haben, sich die Marktfaktoren zur Zeit der Vornahme der Geschäfte aber nicht dramatisch geändert hatten oder der Gegenstand der verlustreichen Transaktionen außerhalb der vom Vorstand gezogenen Grenzen lag. Des weiteren Vortrages, daß die Geschäftsleiter einer bestimmten, ihnen obliegenden Pflicht objektiv nicht ausreichend nachgekommen sind, bedürfte es dann nicht mehr.

III. Aufsichtsratskontrolle

Wenn sich der Vorstand dazu entscheidet, Derivate zu Zwecken des Risikomanagements einzusetzen, erleichtert und erschwert er die Aufgabe des Aufsichtsrates zugleich: Eine bedeutsame Erleichterung ergibt sich zunächst daraus, daß Derivate dem Unternehmen eine Umgestaltung der Risikoexposition von Finanzierungs- und Investitionsvorhaben ermöglichen, ohne daß in diese selbst massiv eingegriffen werden müßte. Die daraus resultierende **Zerteilung einstmals einheitlicher Entscheidungen in eine "klassisch" unternehmerische und eine solche des Risikomanagements reduziert Komplexität** und vereinfacht deshalb dem Aufsichtsrat die Erfüllung seiner Kontrollaufgabe. So verbessert sich z.B. auch die Beurteilungsgerechtigkeit, wenn es gilt, die bisherige Leistung der Vorstandsmitglieder im Rahmen ihrer erneuten Bestellung zu evaluieren: Denn die dem Vorstand obliegende Offenlegung der Derivateinsatzstrategie und der dazugehörenden Risikogrenzwerte führt dazu, daß er nachträglich schwache Ergebnisse der von ihm befürworteten Investitionsvorhaben nicht mehr ohne weiteres mit unerfreulichen Devisen- oder Zins"überraschungen" entschuldigen kann. Weil mit Derivaten aus Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen des Vorstandes resultierenden Risiken weitgehend isoliert handelbar werden, läßt sich also heute besser denn je bestimmen, welche Gewinne und Verluste seiner **Geschäftsführung** und welche Ursachen zugeschrieben werden müssen, die außerhalb seiner Kontrolle lagen.

Erschwert ist die Aufgabe des Aufsichtsrates allerdings, weil einige Risiken, die einstmals ganz **außerhalb unternehmerischer Kontrollmöglichkeiten** lagen, durch den Zugang zum Derivatehandel heute zu Elementen der vorstandsseitigen Entscheidungen und damit auch Gegenstand der Kontrollverpflichtung des Aufsichtsrates werden und deshalb zumindest den Umfang der Recht- und vor allem Zweckmäßigkeitprüfung erweitern.

Der Blick auf die Pflichten und Rechte des Aufsichtsrates, die bei der Strategiewahl und Organisation des Risikomanagements Bedeutung entfalten (Bestellung der Vorstandsmitglieder, Erlaß einer Geschäftsordnung für den Vorstand, Statuierung von Zustimmungspflichten Zweck- und Rechtmäßigkeitprüfung der **Geschäftsführung**) lehrt nun allerdings, daß sich ihm insoweit **kaum neuartige, rechtlich bedeutsame Herausforderungen** stellen. Daß die Überwachung des Risikomanagements von jenen **allgemeinen** Problemen und Defiziten gekennzeichnet ist, die für die Tätigkeit des Aufsichtsrates erkannt sind,¹⁷⁸ und nur zum geringsten Teil ihren Grund in den sie unmittelbar betreffenden Vorschriften des AktG haben,¹⁷⁸ soll damit nicht geleugnet, kann hier aber auch nicht näher thematisiert werden. Vielmehr sind nur die beiden Teilbereiche herauszugreifen, in denen sich spezifische, das Risikomanagement betreffende Rechtsfragen stellen könnten:

1. Bestellung der Vorstandsmitglieder

Die dem Aufsichtsrat obliegende Aufgabe, Vorstandsmitglieder zu bestellen und mit ihnen die Anstellungsverträge auszuhandeln, verbindet sich mit der Pflicht, für die Bewältigung des Risikomanagements nur solche Kandidaten auszuwählen, die mit Märkten und Motiven des Derivatehandels vertraut sind. Die gelegentlich zu hörende Empfehlung, daß Vorstände nach dem Grundsatz "*don't do what you cannot control*"¹⁷⁹ verfahren und Abstand von **Derivatgeschäften** nehmen sollten, die sie nicht verstehen, wird man für ihre Auswahl durch den Aufsichtsrat dahingehend ergänzen müssen, daß solche Kandidaten, die keine, dem Stand der Technik entsprechenden Kenntnisse des Derivatgeschäfts haben, für *Aufgaben des Risiko- Managements* in **Zukunft** grundsätzlich nicht mehr in Betracht kommen können.

Bei der weiteren Entscheidung über die Ausgestaltung der Vergütungen ist soweit als **möglich**¹⁸⁰ **dafür** Sorge zu tragen, daß etwaige Gewinnbeteiligungen des bestellten Vorstandsmitgliedes sich nicht in **fehlsame** Anreize übersetzen, also Abweichungen von der kollektiv gewählten Strategie des Risikomanagements finanziell nicht auch noch belohnen. Zu diesem Zweck kann es im Einzelfall geboten sein, im Vorstand unterschiedliche Entlohnungsmuster einzusetzen, um auf diese Weise schädliche Koalitionen des Schweigens und Duldens zwischen den einzelnen Mitgliedern des Vorstandes nach Möglichkeit zu unterbinden.

2. Statuierung von Zustimmungsvorbehalten

Die Statuierung von Zustimmungspflichten für bestimmte Arten von "Geschäften" ist in das pflichtgemäße Ermessen des Aufsichtsrates gestellt. Für Derivatgeschäfte ergibt sich insoweit keine Besonderheit, weder bei Wahl der Strategie noch ihrer Implementation. Ein Gebot, ein Zustimmungserfordernis für eine *Strategie* der Gewinnerzielung mit Derivaten **aufzustellen**, läßt sich jedenfalls nicht etwa schon daraus herleiten, daß die **dafür** in Frage kommenden Transaktionen für die Rentabilität oder Liquidität der Gesellschaft von erheblicher Bedeutung sein können. Die in § 90 Abs. 1 Nr. 4 **AktG** für solche **Geschäfte** statuierte Berichtspflicht und die daran anknüpfende Prüfungspflicht des Aufsichtsrates zeigt vielmehr an, daß das **AktG** die allgemeine Zweck- und Rechtmäßigkeitskontrolle auch im Rahmen spekulativer Geschäfte für grundsätzlich ausreichend **erachtet**.¹⁸¹ Für eine allgemeine Reduzierung des Aufsichtsratsermessens "auf Null" in dieser Frage ist daher kein **Platz**.¹⁸²

Eine andere Frage ist, ob der Aufsichtsrat gehalten sein ist, Zustimmungspflichten für solche *Einzeltransaktionen* zu statuieren, bei denen eine besondere *Gefahr der Fehlkalkulation* besteht - etwa beim spekulativen Handel größeren Umfangs. Indes bietet das Gesellschaftsrecht zur näheren Bestimmung einer solchen Ermessensreduzierung,

die keinen brauchbaren Anhalt, so daß auch insoweit eine weiteren Einschränkung des Aufsichtsratsermessens nicht in Frage kommen kann.

E. Zusammenfassung

1. Forwards, Optionen und die ihnen verwandten Instrumente machen Risiken isoliert handelbar und erleichtern Unternehmen daher das Management der mit Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen einhergehenden Gefahren von Preis-, Zins- und Wechselkursveränderungen.

2. Der Einsatz derivativer Instrumente im Unternehmen kann der Gewinnerzielung vermittels Spekulation und Arbitrage oder der Kostensenkung durch Gesamtabstimmung der Erträge dienen. Auf Ebene der Gewinnerzielung vermögen Unternehmen ihr Spezialwissen über die Preisbildung der Basiswerte nutzen. Auf Ebene der Kostensenkung stellt der umfassende Hedge für Vertragspartner der Unternehmung, die zur Diversifizierung nur eingeschränkt in der Lage sind, eine Versicherung dar, die ihre Bereitschaft erhöht, zu kostengünstigen Bedingungen mit der Gesellschaft zu kontrahieren. Des weiteren kann eine Absicherung gegen Wertschwankungsgefahren auch dafür sorgen, daß dem Unternehmen zu jedem Zeitpunkt Binnenfinanzmittel zur Verfügung stehen, um profitable Investitionsmöglichkeiten wahrnehmen zu können. Soweit informationsintensive Investitionsvorhaben anstehen, müßte deshalb nicht die kostspieligere Alternative ergriffen werden, auf dem Kapitalmarkt um Mittel nachzusuchen.

3. Die unterschiedlichen Strategien des Derivateeinsatzes weisen ein je eigentümliches Fehler-, Mißbrauchs- und Konfliktpotential auf

a) Soweit der Derivateinsatz der Gewinnerzielung dienen soll, besteht die Gefahr, daß die Unternehmensverwaltung

aa) ihren Informationsvorsprung gegenüber anderen Marktteilnehmern überschätzt oder

bb) zu verschleiern sucht, daß sich Erträge im Kerngeschäft der Unternehmung nicht mehr erzielen lassen und damit eine notwendige und rechtzeitige Diskussion über Fortbestand oder Neuausrichtung der Gesellschaft erschwert und

cc) in Zeiten selbstverschuldeter Krise durch ein "gambling for resurrection" mit derivativen Instrumenten die Not der Unternehmung zu Lasten seiner Gläubiger noch vertieft.

b) Soweit sich das Engagement auf die Verminderung von Ertrags- und Kostenvarianz und damit auf Absicherung richtet, besteht die Gefahr, daß die Verwaltung

aa) den Bedarf der Unternehmensinteressenten nach Sicherheit verkennt, weil deren Möglichkeit, sich durch eigene Anpassungstransaktionen selbst zu schützen, unbeachtet bleibt, oder

bb) Interessenkonflikte unter Anteilseignern verschiedener Risikoeinstellung und -exposition hinsichtlich des Managements von Preis- oder Währungsrisiken falsch auflöst und

cc) sich durch eine Verstärkung der Binnenfinanzierung der Projektevaluierung und -kontrolle durch den Kapitalmarkt zu entziehen sucht und die dadurch gewonnenen Freiräume nutzt, um solche Vorhaben zu verfolgen, deren Nettogegenwartswert negativ ist, ihren Mitgliedern aber private Vorteile bieten.

4. Die beschriebenen Fehler-, Mißbrauchs- und Konfliktgefahren beim **Derivateinsatz** stellen eine besondere Herausforderung an die aktienrechtliche Verantwortungsordnung dar, weil Transaktionen auf Risikomärkten gesellschaftsintern sehr viel schwerer zu kontrollieren sind als die Eingehung anderer unternehmerischer Wagnisse: Die mit Standardisierung und Zentralisierung des Handels von Derivaten verbundene Senkung der Transaktionskosten eröffnet zum einen auch solchen Unternehmen den Zugang zum Risikohandel, die über vergleichsweise geringe Mittel verfügen - damit wurde ein "natürlicher", unternehmensinterner Kontrollmechanismus gegen die Übernahme großer Risiken ausgeschaltet. Geringe Eigenkapitalausstattung und hohe Kosten der Kreditaufnahme hindern spekulative Engagements also weniger denn je. Zum anderen ergibt sich eine Besonderheit daraus, daß Funktion und Erfolg derivativer Transaktionen sich niemals aus diesen selbst ablesen, sondern nur im Lichte einer ihnen zu Grunde liegenden Gesamtstrategie beurteilen lassen. Fehlt es an einer verbindlichen Festlegung darauf, welche Zwecke der **Derivateinsatz** zu erfüllen bestimmt ist, so ist nicht nur eine effektive Vorab- Kontrolle der Geschäfte ausgeschlossen, es ist auch nachträglichen **Rechtfertigungsstrategien** für Fehler und Mißbräuche Tür und Tor geöffnet.

5. Der Schlüssel zur Bewältigung der auf Ebene der Strategiewahl bestehenden Gefahren unternehmerischen Risikomanagements liegt in nur sehr eingeschränktem Umfange in geschäfts- noch satzungsrechtlich abzuleitenden inhaltlichen Beschränkungen des Vorstandshandelns.

a) Gegen ein Gebot, bestehende nicht- produktive Risiken soweit als möglich abzusichern, spricht zunächst, daß Aktionäre für risikobefreites Anteilseigentum keine erhöhte **Zahlungsbereitschaft** aufweisen, soweit sie selbst in der Lage sind, durch Umgestaltung ihres Portfolios eine ihren Wünschen entsprechende Sicherung gegen Wertschwankungsgefahren zu erreichen; andere Unternehmensinteressenten wiederum vermögen ihren Interessen zumeist durch privatautonome Gestaltung Genüge zu tun. Aber auch soweit sie einmal nicht in der Lage sind, die Risikoexposition der Gesellschaft einzuschätzen oder sich fälschlicherweise darauf verlassen, daß Dritte eine entsprechende Absicherung durchsetzen, steht gegen eine gesellschaftsrechtlich begründete Pflicht zum "**Hedgen**" seine mangelnde (haftungsrechtliche) Operationalisierbarkeit.

b) Ein dem Gehalt nach schwächeres Gebot, nicht übermäßig zu spekulieren, ergibt sich allerdings aus § 283 Abs. 2 i.V.m. § 14 Abs. 1 Nr. 1 2. Alt. StGB. Gesellschaftsrechtlich steht ihm die - kompetenzrechtliche - Norm des § 92 Abs. 1 AktG zur Seite, aus der sich mittelbar ergibt, daß sich der Vorstand jedenfalls nicht für solche Geschäfte entscheiden darf, bei den sich nicht hinreichender Sicherheit ausschließen läßt, daß es zu einem Verlust von mehr als der Hälfte des Grundkapitals kommt. Als Maßstab hinreichender Sicherheit können insoweit die **Konfidenzniveauwerte** der Kapitaladäquanz- Richtlinie fungieren.

c) Soweit sich ausnahmsweise einmal keine unternehmerischen Gründe zur Bevorzugung einer bestimmten Strategie des Risikomanagements ergeben, hat der Vorstand zur Wahrung des Neutralitätsgebots schließlich darauf achtzugeben, daß seine Entscheidung keine übermäßig hohe Anpassungskosten der Aktionäre auslöst. Nimmt die Unternehmensverwaltung hier etwa die Interessenlage einer Mehrheit nicht in Acht, die an einer Absicherung des Währungsrisikos interessiert ist, so kommt dies die Anteilseigner insgesamt wegen der Summe darum notwendiger Individualgeschäfte womöglich teurer zu stehen, als wenn die Präferenzen einiger Minderheitsaktionäre an einer Spekulationsmöglichkeit hinten gestellt worden wären.

d) Satzungsrechtliche Bindungen ergeben sich für solche Aktiengesellschaften, auf die § 8 EGAktG keine Anwendung findet, nur insoweit, als sie im Rahmen des Risikomanagements Gewinne erzielen wollen und die Satzung dafür keine expliziten Vorgaben enthält: In diesem Sonderfall legitimiert die Satzung nur solche - auf Gewinnerzielung gerichtete - Derivatgeschäfte, deren Basiswerte ihrerseits in der Satzung angesprochen sind.

6. Soweit Entscheidungen über die strategische Ausrichtung des Risikomanagements gefällt werden, kommt der gesellschafts- und kapitalmarktrechtlich vermittelten Zweck- und Risikotransparenz für die Vorstandskontrolle entscheidende Bedeutung zu. Da Jahresabschluß und Lagebericht, Zwischenberichterstattung nach § 44 b) BörsG und auch die Auskunftrechte nur punktuell Verständnis der Zweck- und Risikobestimmung durch den Vorstand vermitteln, entfalten hier im wesentlichen nur § 90 AktG und § 15 WpHG praktische Bedeutung.

a) Gern. § 90 Abs. 1 Nr. 1 AktG ist der Vorstand zunächst verpflichtet, dem Aufsichtsrat vorab und in nachträglich **dokumentierbarer** Weise eine Strategie des Risikomanagements zur Zweck- und Rechtmäßigkeitsprüfung vorzulegen, die nicht nur die Ziele und Gründe, sondern auch Tatsachen benennt, aus denen sich der Nutzen der Zielsetzung ergibt. Darüber hinaus hat der Vorstand auch anzugeben, welche Gesamtrisikoeexposition des Unternehmens ihm tolerabel erscheint.

b) Die aufsichtsratsgeprüfte Entscheidung des Vorstandes darüber, zu welchen Zwecken Derivate eingesetzt werden sollen, ist eine ad- hoc zu publizierende Tatsache i.S. des § 15 WpHG, so erste Maßnahmen zur Umsetzung der Strategie ge-

troffen worden sind. Um die Kontrollprärogative des Aufsichtsrates nicht dadurch auszuhöhlen, daß vorab die Haltung des Kapitalmarktes erkundet wird, kommt eine Publizitätspflicht nach § 15 WpHG dagegen nicht in Frage, solange seine Recht- und Zweckmäßigkeitkontrolle noch aussteht. Im übrigen kann der Ad- hoc- Publizität in Ausnahmefällen auch einmal eine kursbeeinflussende Risikoexposition des Unternehmens unterliegen

7. Eine Übertragung der für den Banken- und Versicherungssektor entwickelten Vorschriften und Vorgaben zur Bewältigung von Markt-, Liquiditäts-, Bonitäts-, Rechts- und Betriebsrisiken auf andere Unternehmen im Maßstabe 1: 1 ist abzulehnen; diesen Regeln kommt - soweit sie das Ergebnis der Überlegungen pluralistisch zusammengesetzter Expertengruppen waren - vielmehr nur der Charakter von Standards zu, die weder notwendige noch hinreichende Sorgfaltsanstrengungen beschreiben, sondern allein als Referenzpunkte der Sorgfaltsbestimmung im Einzelfall in Frage kommen.

Sorgfaltsgebot ist allerdings, daß der Vorstand eine Zuständigkeits-, Verfahrens- und Informationsordnung für den Sektor des Risikomanagements erläßt, welche dafür sorgt, daß die aus dem Engagement in Derivaten sich ergebenden Risiken seiner steten Überwachung, Einschätzung und Steuerung unterliegen - zu diesem Zwecke hat er insbesondere bindende Vorgaben einerseits hinsichtlich Volumen, Risikoexposition und Maximalverlust und andererseits für Instrumente, Märkte und Kontrahenten zu statuieren und der Ausführungs- als auch der Aufsichtsratsebene zur Kenntnis zu bringen.

8. Die Kontrollaufgabe des Aufsichtsrates wird durch neue Verfahren des Risikomanagements keineswegs insgesamt erschwert. So ergibt sich eine für ihn bedeutende Arbeitserleichterung daraus, daß Derivate dem Unternehmen eine Umgestaltung der Risikoexposition von Finanzierungs- und Investitionsvorhaben ermöglichen, ohne daß in diese selbst massiv eingegriffen werden müßte. Die daraus resultierende Zerteilung einstmals einheitlicher Entscheidungen in eine "klassisch" unternehmerische und eine solche des Risikomanagements reduziert Komplexität und vereinfacht deshalb dem Aufsichtsrat die Evaluierung der Vorstandsleistungen: Weil mit Derivaten aus Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen des Vorstandes resultierenden Risiken weitgehend isoliert handelbar werden, läßt sich also heute besser denn je bestimmen, welche Gewinne und Verluste seiner Geschäftsführung und welche Ursachen zugeschrieben werden müssen, die außerhalb seiner Kontrolle lagen. Daß der Aufsichtsrat im übrigen bei Auswahl und Bestellung der für das Risikomanagement verantwortlichen Vorstandsmitglieder auf ihrer besondere Expertise hinsichtlich derivativer Instrumente zu achten und dafür zu sorgen hat, daß die Vergütungen keine Anreize zu gesellschaftsschädlich übermäßiger Spekulation oder Absicherung geben, versteht sich von selbst.

. Dr. iur., Wissenschaftlicher Assistent am Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, Universität Osnabrück. Verf. dankt Theodor Baums für Diskussion und Kritik.

¹ Die weitere Darstellung hat nicht nur Finanzderivate i.S. des § 2 Abs. 2 WPhG zum Gegenstand, also an einem inländischen oder ausländischen, von staatlich anerkannten Stellen geregelten und überwachten Markt gehandelte Rechte, deren Börsen- oder Marktpreis unmittelbar oder mittelbar von der Entwicklung des Börsen- oder Marktpreises von Wertpapieren oder ausländischen Zahlungsmitteln oder der Veränderung von Zinssätzen abhängt (vgl. dazu näher ASSMANN, § 2 Rdz. 11 ff., in: Assmann/ U.H. Schneider (Hrsg.): Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar (1995)). Sie soll sich vielmehr auf alle schwebenden Geschäfte erstrecken, deren Wert an die Kursentwicklung eines in bezug genommenen Basistitels oder **Indices**, die Entwicklung eines Referenzzinssatzes oder eines Devisenkurses geknüpft ist.

² LANDESZENTRALBANK IN HESSEN: Zur Diskussion über Finanzderivate. Hohe Anforderungen an das Risikomanagement; Frankfurter Finanzmarkt- Bericht Nr. 18 (Juli 1994), 1 (3) und für den OTC- Sektor auch INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE: A Preliminary Framework for Public Disclosure of Derivatives Activities and Related Credit Exposures, (August 1994), 9

³ C. W. SMITH, Jr.: Corporate Risk Management: Theory and Practice; The Journal of Derivatives 1 (1995), 21 (21); DOLDE: The Trajectory of Corporate Financial Risk Management; Journal of Applied Corporate Finance 6 (1993), 33 (36)

⁴ Vgl. dazu allg. C. W. SMITH, Jr./ SMITHSON/ WILFORD: Managing Financial Risk (1990), passim und die Fallstudien in MASON/ MERTON/ PÉROLD/ TUFANO: Cases in Financial Engineering. Applied Studies of Financial Innovation (1995), 499 ff; sowie aus dem deutschen Schrifttum etwa BITZ: Grundlagen des finanzwirtschaftlich orientierten Risikomanagements; in: Gebhardt/ Gerke/ Steiner (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements. Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung (1993), 669 ff. sowie STEINER/ MEYER: Hedging mit Financial Futures, in: Gebhardt/ Gerke/ Steiner (Hrsg.), a.a.O., 722 ff. jeweils m.w.N.

⁵ So wuchs das jährliche Handelsvolumen in börsen- und OTC- gehandelten Derivaten bereits in den Jahren 1986 bis 1991 von 1,4 auf 9,8 Billionen US- Dollar an, vgl. DOLDE, Journal of Applied Corporate Finance 6 (1993), 33; vgl. auch REMOLONA: The Recent Growth of Financial Derivatives Markets; Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review (Winter 1992-93), 28 ff.

⁶ *to hedge* = einzäunen, abgrenzen; bei einem Hedging wird zu einer bereits vorhandenen oder bisher nur geplanten Position in Sachen oder Rechten auf bestimmte Frist ein entgegengesetztes Engagement mit dem Ziel eingegangen, daß sich Preis- bzw. Zinsänderungen aus beiden Positionen (teilweise) ausgleichen (sog. "pure risk- avoidance hedging"; dazu und zu anderen Formen des hedging vgl. WORKZNG: New Concepts Concerning Futures Markets and Prices; American Economic Review (1962), 248 (249)). Die weitere Betrachtung beschränkt sich i.ü. auf Hedgegeschäfte mit Hilfe von derivativen Finanzinstrumenten und Warentermintransaktionen. Andere Strategien, die risikomindernde Effekte zu erzielen vermögen (z.B. Unternehmensverschmelzungen oder Diversifizierung des Beteiligungsbesitzes) bleiben dagegen außer Betracht.

⁷ GROUP OF THIRTY: Derivatives - Practices and Principles, Follow- Up Surveys of Industry Practice, Synopsis of Results (5. Dezember 1994); vgl. auch die Umfrageergebnisse bei DOLDE, Journal of Applied Corporate Finance 6 (1993), 33 ff. und HENTSCHEL/ KOTHARZ: Life Insurance or Lottery: Are Corporations Managing or Taking Risks with Derivatives? (draft; William E. Simon Graduate School of Business Administration,

University of Rochester; July 18 (1995), 1 ff.); aggregierte Daten aus Deutschland liegen z.Zt. zwar nicht vor und lassen sich angesichts der insoweit unzureichenden Vorschriften über die Darstellung von Derivatgeschäften in Jahresabschlüssen auch nicht zuverlässig ermitteln; einen Eindruck über die Bereitschaft deutscher Industrieunternehmen, Derivate einzusetzen, verschafft *GEBHARDT*: Berichterstattung deutscher Unternehmen über den Einsatz derivativer Finanzinstrumente; Wpg 1995, 609 ff.

⁸ Vgl. aus der politischen Arena etwa *Große Anfrage der Fraktion der SPD*: Derivate Geschäfte - Risiken für den Finanzmarkt Deutschland, v. 16. März 1995, BT- Drucks 13/842 nebst Antwort der Bundesregierung v. 30. Mai 1995, BT- Drucks. 13/1530 sowie *Kleine Anfrage der Abgeordneten Dr. B. HÖLL und der weiteren Abgeordneten der PDS*: Entwicklung geeigneter einheitlicher Darstellungsformen nicht bilanzwirksamer Finanzierungsinstrumente, v. 9. März 1995, BT- Drucks 13/681 nebst Antwort der Bundesregierung v. 23. März 1995, BT- Drucks. 13/873, aus der Publizistik bspw. (o.V.): Treasurers at the **casino**, *The Economist* June 4th 1994, 8 1 f.; (o.V.): The beauty in the beast, *The Economist*, May 14th 1994, 21 f.; *LOOMIS*: Untangling the Derivatives Mess; *Fortune* (March 20th 1995), 28 ff.; *WINOGRAD/ HERZ*: Derivatives: What's an Auditor to Do?; *Journal of Accountancy*, June 1995, 75 ff. sowie *BISHOP*: Too hot to handle? A survey of corporate risk management; *The Economist*, February 10th 1996 (Survey); vgl. im übrigen *DEUTSCHE SCHUTZVEREINIGUNG FÜR WERTPAPIERBESITZ e. V. (DSW)*: An die Vorstände der deutschen Aktiengesellschaften. Forderungen der DSW in den kommenden Hauptversammlungen (9. März 1995), 1 ff

⁹ Vgl. dazu etwa *MOODY'S Special Comment*: Credit Implications for Firms That Use Derivatives (November 1991), 2 ff.;

¹⁰ Zu den in den letzten Jahren von Verlusten betroffenen Unternehmen zählen u.a.: *Air Products & Chemical* (60 Millionen US- \$ im Rahmen einer Zinsswaptransaktion), *Allied-Lyons* (265 Millionen US- \$ in foreign- exchange- Optionen), *Barings PLC* (über 1 Milliarde US- \$ durch Handel in Nikkei- Index- Futures), *Gibson Greetings* (ca. 20 Millionen US-\$ in Zinsderivatgeschäften), *Harris Trust and Savings Bank* (ca. 5 1 Millionen US- Dollar durch Engagements in Collateralized- Mortgage- Obligations (CMO)- Derivaten), *Investors Equity Life Insurance Company of Hawaii* (90 Millionen Dollar Verlust durch Handel in US-Bundesanleihe- Futures), *Kidder Peabody* (350 Dollar "Phantom"- Profit bei angeblichen Transaktionen in sog. government Strips), *Metallgesellschaft AG* (gut 1 Milliarde US-Dollar Verlust nach öl- Derivatgeschäften), *Procter & Gamble* (102 Millionen US-Dollar bei Abwicklung von Zinsswaps), *Cargill* (90 Millionen US- Dollar Wertverlust von mortgage- backed- derivatives)

¹¹ Aus dem mittlerweile unübersehbarem Schrifttum vgl. nur *SCHULTE- MATTLER*: Entwicklungstendenzen in der europäischen und internationalen Bankenaufsicht, ZBB 1994, 333 ff.; *ders.*: Preisrisiken im Mittelpunkt der Sechsten KWG- Novelle, WM 1994, 1412 ff.; *DÜRSELEN*: Novellierung der Bankaufsichtsnorm Grundsatz 1 zur Erfassung und Begrenzung von **Ausfallrisiken** eines Kreditinstituts, ZBB 1994, 100 ff.; *KRUMNOW*: Derivative Instrumente als Herausforderung für Bankcontrolling und Bankorganisation, ZBB 1993, 133 ff.; *KALTENHAUSER*: *Risiko-* Management von derivativen Finanzinstrumenten, ZfgK 1993, 346 ff. sowie *ESTRELLA*: A Prolegomenon to Future Capital Requirements, 1 Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review No. 2, 1 ff. (1995); *EDWARDS/ MISHKIN*: *The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy*; 1 Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review No. 2, 27 ff. (1995)

¹² *GESAMTVERBAND DER DEUTSCHEN VERSICHERUNGSWIRTSCHAFT e. V. (Hrsg.)*: Grundsätze für den Einsatz derivativer Finanzinstrumente; vgl. dazu i.e. *ALBRECHT/ SCHRADIN*: Der Einsatz von Financial Swaps im Kapitalmanagement von

Versicherungsunternehmen, *ZVersWiss* 1994, 147 ff.; *DEMOLIÈRE/ WERNER*: Einsatz von Optionen und Financial **Futures** bei Versicherungsunternehmen; in: *Schwebler/ Knauth/ Simmert* (Hrsg.): Einsatz von Finanzinnovationen in der Versicherungswirtschaft (1993= Aktuelle Fragen der Vermögensanlagepraxis Bd. 1), 65 ff.; *KNAUTH/ SIMMERT*: Bedeutung derivativer Finanzinstrumente für Versicherungsunternehmen; in: *Schwebler/ Knauth/ Simmert* (Hrsg.), a.a.O., 1 ff.; *BURGHARD*: Derivative Finanzinstrumente und Risikosteuerung bei der Kapitalanlage; in: *Schwebler/ Knauth/ Simmert* (Hrsg.): Kapitalanlagepolitik im Versicherungsbinnenmarkt - Auswirkungen des neuen Versicherungsaufsichtsrechts und des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes (1994= Aktuelle Fragen der Vermögensanlagepraxis, Bd. 2), 97 ff.; *LEMMER*: Risikomanagement und Börse, in: Deutsche Börse AG (Hrsg.): Forum 1994 (Februar 1995), 5 ff.

¹³ *Helmut SCHMIDT*, DIE ZEIT v. 3. März 1995, 1

¹⁴ Als "Nullsummenspiel" ist eine Interaktion zweier Parteien zu begreifen, bei der die Summe der von ihnen erzielten Erträge stets "Null" beträgt, gleich, welche Entscheidungen die eine und andere Partei getroffen hat. Der Gewinn des einen speist sich daher immer aus dem Verlust des anderen Beteiligten; vgl. statt vieler *RASMUSEN*: Games and information. An Introduction to Game Theory (1993, 2. Aufl.), 32

¹⁵ Treffend *BLACK*: Hedging, Speculation, and Systemic Risk; The Journal of Derivatives (Summer 1995), 6 (7)

¹⁶ Vgl. *LOCKE*: OTC volumes on the rise; RISK 9 (Januar 1996), 8

¹⁷ Tröstlich *Merton MILLER*: Do we really need more regulation of financial derivatives?; Pacific- Basin Finance Journal 3 (1995), 147 (157 f.): "Many present- day executives, wrestling with the Problems, and the opporhmities posed by the derivatives revolution may envy their younger soon- to -be successors with all their glib talk of megabytes and modems and knock- out Options. But the current group of business leaders shouldn't really be envious. Today's young turks, they should eventually remember, will eventually become old fogies themselves. The next generation of business leaders will have to face technical revolutions of their own (...) That's the way it has always been in vibrant and progressive societies. And who really would want it any different?"

¹⁸ Vgl. zur allgemeinen, die Grenze zwischen Rechts- und Wirtschaftswissenschaft überschreitenden Diskussion um Fragen der *Corporate Governance* *BLAIR*: Ownership and Control. Rethinking Corporate Governance for the Twenty- First Century (1995) und *MONKS/ MINOW*: Corporate Govemance (1995), jeweils passim sowie für die deutsche Diskussion statt vieler *BAUMS*: Corporate Govemance in Germany - System and Recent Developmens; in: *Isaksson/ Skog* (Hrsg.): Aspects of Corporate Govemance (1994), 3 1 ff.

¹⁹ Zu den steuerrechtlichen Gründen, das Liquiditäts- und Währungsmanagement auf dafür im Ausland (wegen der **Nichterehebung** einer Kapitalertragssteuer sowie des **DBA-Schachtelprivilegs** ohne Aktivitätsklausel vorzugsweise: in den Niederlanden) errichtete Finanzierungstochtergesellschaften zu übertragen, vgl. *JACOBS*: Internationale Unternehmensbesteuerung (1995, 3. A.), 641 f.; es bleiben im folgenden auch Fallgestaltungen außer Betracht, in denen Unternehmen ihr Derivatgeschäft auf Tochtergesellschaften ausgliedern und diese mit genügend Kapital bzw. Sicherungszusagen ausstatten, um ihnen ein Triple- A- Rating und damit Wettbewerbsvorteile als Kontrahenten in OTC- Geschäften zu verschaffen, s. dazu näher (o.V.): The Birth of the AAA Derivatives Subsidiary; The Journal of Derivatives (Summer 1994), 80 f.; *ERNST & YOUNG*: Derivatives: Managing the Risks, 34

²⁰ *BUNDESAUFSICHTSAMT FÜR DAS KREDITWESEN* Verlautbarung über Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften der Kreditinstitute (November 1995); *BASLER AUSSCHUSS FÜR BANKENAUF SICHT*: Richtlinien für das Risikomanagement im Derivatgeschäft (Juli 1994); *ders.*: Vorschlag für eine Ergänzung der Basler Eigenkapitalempfehlung zur Erfassung des Marktrisikos (April 1995); *Empfehlungen des Ausschusses für Bilanzierung des BUNDESVERBANDES DEUTSCHER BANKEN für die Berichterstattung über das Finanzderivatgeschäft im Rahmen der externen Rechnungslegung von Kreditinstituten*: Bilanzpublizität von Finanzderivaten; *WPg* 1995, 1 ff.; *OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY (OCC)*: Risk Management of Financial Derivatives, Comptroller's Handbook (10/94), mschrft. Manuskript; *DERIVATIVES POLICY GROUP*: A Framework for Voluntary Oversight of the OTC Derivatives Activities of Securities Firm Affiliates to Promote Confidence and Stability in Financial Markets (March 1995); *EURO- CURRENCY STANDING COMMITTEE OF THE CENTRAL BANKS OF THE GROUP OF TEN COUNTRIES (= "FISHER"- GROUP)*: (Discussion Paper on) Public Disclosure of Market and Credit Risks by Financial Intermediaries, (September 1994), 5 f. (sub. 2. 11 ff.); *THE FUTURE.9 AND OPTIONS ASSOCIATION (FOA)*: Managing Derivatives Risk. Guidelines for End- Users of Derivatives (December 1995); *GENERAL ACCOUNTING OFFICE OF THE UNITED STATES (GAO)*: Financial Derivatives. Actions Needed to Protect the Financial System, Report to Congressional Requesters (Mai 1994, *GAO/GGD-94- 13 3*); *GROUP OF THIRTY*: Derivatives - Practices and Principles, Follow- Up Surveys of Industry Practice, Synopsis of Results (5. Dezember 1994); *INTERNATIONAL ORGANISATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO) TECHNICAL COMMITTEE*: Operational and Financial Risk Management Control Mechanisms For Over-the-Counter Derivatives Activities of Regulated Securities Firms (July 1994), *The INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE, Inc.* : A Preliminary Framework for Public Disclosure of Derivatives Activities and Related Credit Exposures (August 1994); *LANDESZENTRALBANK IN HESSEN*: Zur Diskussion über Finanzderivate. Hohe Anforderungen an das Risikomanagement; Frankfurter Finanzmarkt-Bericht (Juli 1994, Nr. 18); *LUXEMBURGER WÄHRUNGSINSTITUT*: Vorschriften zur Organisation und internen Kontrolle der Marktstätigkeit der Kreditinstitute; *IML-Rundschreiben 93/101* (Oktober 1993); *SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC)*: Proposed Amendments to Require Disclosure of Accounting Policies for Derivative Financial Instruments and Derivative Commodity Instruments and Disclosure of Qualitative and Quantitative Information about Market Risk Inherent in Derivative Financial Instruments, other Financial Instruments, and Derivative Commodity Instruments; Release Nos. 33-7250; 34-36643; IC-21625; File No. *S7-35-95*); *UNITED STATES OF AMERICA BEFORE THE COMMODITIES FUTURES TRADING COMMISSION (CFTC)*, *In the Matter of MG Refining and Marketing Inc. and MG Futures, Inc.*, July 27th 1995 (CFTC Docket No. 95814) und dazu (*o.V.*): Schapiro Stresses Internal Controls in Wake of Fallouts from Derivatives; 27 Securities Regulation & Law Report 1347, 1347 f (1995); *VERBAND ÖFFENTLICHER BANKEN, Kommission für Bilanzierungsfragen*: Einheitliche Berichterstattung der Mitgliedsinstitute des Verbandes öffentlicher Banken über das Derivategeschäft im Jahresabschluß (Derivatepublizität), vom 18. Januar 1995; *GESAMTVERBAND DER DEUTSCHEN VERSICHERUNGSWIRTSCHAFT e. V.*: Grundsätze für den Einsatz derivativer Finanzinstrumente. Anwendungsbereich von § 7 Abs. 2 Satz 2 VAG unter Berücksichtigung der aufsichtsrechtlichen Kapitalanlagegrundsätze (v. 27. Mai 1992), abgedr. in: *Schwebler/ H.-W. Knauth/ D. B. Simmert (Hrsg.)*: Einsatz von Finanzinnovationen in der Versicherungswirtschaft (1993), Anhang 2, 49 f. Die Behauptung von *HENTSCHEL/ KOTHARZ*, a.a.O. (Fußnote 7), 1, die bislang veröffentlichten Vorschläge von Regulierungsbehörden und Verbänden ruhten auf der Annahme, daß Unternehmen Derivate vornehmlich zur Vergrößerung ihrer Risikoexposition und zur Spekulation einsetzen wurden, entbehrt der sachlichen Grundlage.

-
- ²¹ Vgl. z.B. *ERNST & YOUNG*, a.a.O. (Fußnote 19); *COOPERS & LYBRAND*: Generally Accepted Risk Principles (Garp) (1996) stand dem Verf. bei Manuskriptabschluß (21. 02. 1996) noch nicht zur Verfügung.
- ²² Vgl. z.B.. 0' *BRIEN*: *Corporate Measurement of Economic Exposure to Foreign Exchange Risk*; *Financial Markets, Institutions & Instruments* 3 (1994)
- ²³ Vgl. dazu *HULL*: *Options, Futures, and Other Derivative Instruments* (1993, 2. A.), passim sowie etwa die Einzeldarstellungen in: *FABOZZI/ FABOZZI* (Hrsg.): *The Handbook of Fixed Income Securities* (1995, 4. A) von *PITTS/ FABOZZI*: *Introduction to Interest-Rate Futures and Options Contracts*; a.a.O., 1079 ff; *dens.*: *Hedging with Futures and Options*; a.a.O., 1204 ff.; *BHATTACHARYA/ FABOZZI*: *Interest- Rate- Swaps*; a.a.O., 1236 ff.; *BHATTACHARYA*: *Interest- Rate Caps and Floors and Compounded Options*, 1255 ff.
- ²⁴ So bspw. *SCHARPF*: *Derivative Finanzinstrumente im Jahresabschluß unter Prüfungsgesichtspunkten - Erfassung, Abwicklung und Bildung von Bewertungseinheiten*; *BFuP* 1995, 166 (167)
- ²⁵ Vgl. dazu *CLEVELAND*: *Classification and Description of Bonds*; *Annals of the American Academy of Political and Social Sciences* 30 (1907), 400 (409); *MASSON/ STRATTON*: *Financial Instruments and Institutions: A Case Book* (1938), 167 f., 173 f.
- ²⁶ Vgl. dazu §§ 13, 14 DTB- Clearing- Bedingungen, Nr. 3 11 3 Sonderbedingungen für Börsentermingeschäfte und *KÜMPEL*: *Bank- und Kapitalmarktrecht* (1994), *Rdz.* 14. 488
- ²⁷ Dies kann etwa durch **außerordentliche** Kündigungsrechte für den Fall des downgrading eines Schuldners durch anerkannte Rating- Agenturen geschehen, vgl. *LUCAS*: *The Effectiveness of Downgrade Provisions in Reducing Counterparty Credit Risk*; *The Journal of Fixed Income* (1995), 32 ff.
- ²⁸ So für den Bankensektor auch *LANDESZENTRALBANK IN HESSEN*, a.a.O. (Fußnote 20), 1 (9)
- ²⁹ S. a. *STEINER/ TEBROKE/ WALLMEIER*: *Konzepte der Rechnungslegung für Finanzderivate*; *Wpg* 1995, 533 (537)
- ³⁰ In den Worten eines erfahrenen Praktikers: "A large unexpected gain is equally as troublesome as an unexpected loss," so der Vice President und Treasurer der Intel Corp., *SODHANI*, ebenso der Managing Director der Swiss Bank Corp., *WEINBERGER*: "Unanticipated positive performance is as dangerous as unanticipated negative performance - both indicate that some aspect of the hedge has not been properly understood", beide zit. in (*o.V.*): *Using Derivatives: What Senior Managers Must Know*, *Harvard Business Review*, January- February 1995, 33 (34, 37)
- ³¹ Diese Besonderheit derivativer Geschäfte spiegelt sich im übrigen auch im (umgekehrten), sog. "intellektuellen Risiko", daß die Kontrolleure ihrerseits Fehlvorstellungen über Sinn und Zweck von Transaktionen unterliegen und diese durch ihre Intervention entwerten oder gar dadurch Schäden auslösen.
- ³² *SCHIMMELBUSCH*: "Der Plan ging schief"; Spiegel- Interview, in: *Der Spiegel* Nr. 2, 1995, 68 (72)
- ³³ Zur Diskussion der Vorgänge bei der Metallgesellschaft AG vgl. i. ü. *ED WARDS/CANTER*: *The Collapse of Metallgesellschaft: Unhedgeable Risks, Poor Hed-*

ging Strategy, or Just Bad Luck?; The Journal of Futures Markets 1.5 (1995), 211 ff.; *MELLO/ PARSONS*: Maturity Structure of a Hedge Mattem: Lessons from the Metallgesellschaft Debacle; Journal of Applied Corporate Finance 8 (1995), 106 ff., *CULP/ MILLER*: Metallgesellschaft and the Economics of Synthetic Storage; ZBB 1995, 2 ff.; *dies.*: Hedging in the Theory of Corporate Finance: A Reply to our Critics; Journal of Applied Corporate Finance 8 (1995), 121 ff.; s.a. *KROPP*: Die Öltermingeschäfte der Metallgesellschaft - Anmerkungen zu einer Kontroverse; ZBB 1995, 14 ff.

³⁴ Begriff nach *MERTON*: Financial innovation and the management and regulation of financial institutions; Journal of Banking & Finance 19 (1995), 46 1 (465 f.)

³⁵ Für Beispiele der unternehmenspraktischen Umsetzung vgl. *LEWENT/ KEARNEY*: Identifying, Measuring, and Hedging Currency Risk at Merck, in: Chew, Jr. (Hrsg.): The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice (1993), 452 ff. und *MCNEW*: Reducing Reynolds' Risk; RISK 9 (February 1996), 33 ff.

³⁶ Treffend *MCNEW*, RISK 9 (February 1996), 33; und die Feststellung des treasurer von Union Carbide, *JONES*, : "We all have friends... (who) say they would not hedge because derivatives are bad things to use. The irony, of course, is that by making that Statement they have (opted) to accept the risk", zit. nach *BISHOP*, *The Economist* (1996, 10th of February), survey 21

³⁷ *DOLDE*, Journal of Applied Corporate Finance, 6 (1993), 33 (36); s.a. *NANCE/ C. W. SMITH, Jr./ SMITHSON*: On the Determinants of Corporate Hedging; Journal of Finance 48 (1993), 267 (267)

³⁸ Vgl. *DUFFIE*: Futures Markets (1989), 228 ff.; der weitere Gedankengang ruht i.ü. auf dem Irrelevanztheorem von *MODIGLIANI/ MILLER*: The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment; American Economic Review 48 (1958), 26 1 ff.

³⁹ Widersprüchliches dazu vermehren auch die Feststellungen von *KLEIN*: *Trinkaus & Burkhart*- Vola- Umfrage 1995 "Risikomanagement im Unternehmenstreasury", - Fragen - Fakten - Folgerungen (Mai 1995, unveröffentlicht): Eingangs heißt es noch, "daß deutsche Industrieunternehmen im Regelfall Derivate zur Absicherung, keineswegs aber aus Spekulationsmotiven einsetzen. Jedenfalls entsteht nicht der Eindruck, daß Positionen in Termingeschäften und als Optionssthalter außerhalb der Grundgeschäftssicherung zur Generierung von Zusatzeinkommen bzw. zusätzlicher Liquidität (wie z.B. im Falle Balsam) eingegangen werden" (3); an anderer Steile wird jedoch ausgeführt, "daß die deutschen Industrieunternehmen auf jeden Fall nicht so konservativ im Sinne von risikoavers sind, wie es häufig in den Geschäftsberichten zu lesen ist. Vielmehr ist ein Großteil durchaus bereit, durch Vorwegnahme oder Verzögerung von Kurssicherungen zum Teil auch größere Marktrisiken einzugehen, ohne allerdings die Existenz des Untemehmes aufs Spiel setzen zu wollen" (6)

⁴⁰ Deutlich kritischer noch *MILLER*, Pacific- Basin Finance Journal 3 (1995), 147 ff.

⁴¹ *BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS*: (Discussion Paper on) Public Disclosure of Market and Credit Risks by Financial Intermediaries, prepared by a Working Group of the Euro- Currency Startding Committee of the Central Banks of the Group of Ten countries (= "Fisher"- Paper, September 1994), 5 f (sub. 2. 11 ff.)

⁴² Zu diesem Phänomen der sog. "asset substitution" vgl. *JENSEN/ MECKLING*: Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure; Journal of Financial Economics 2 (1976), 305 ff.

⁴³ BGHZ 119, 305 (333) - *Klöckner*

⁴⁴ Vgl. dazu *FAHNAUER*: Finanzierung am internationalen Kapitalmarkt, in: D. J. Piltz/ H. Schaumburg: **Unternehmensfinanzierung** im Internationalen Steuerrecht (= Forum der Internationalen Besteuerung, Band 9 (1995), 5 (7)

⁴⁵ Vgl. C. W. SMITH/ STULZ, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20 (1985), 391 (392 ff.)

⁴⁶ *FROOT/ SCHARFSTEIN/ STEIN* Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies; *Journal of Finance* 48 (1993), 1629 ff.; die gelegentlich zu vernehmende Auffassung, Selbstfinanzierung sei zumeist von übel, weil sie das Management in der Publikumsgesellschaft von der Kontrolle externer Financiers emanzipiere, kann sich zwar auf ökonomisches Raisonement stützen (s. dazu nur *EASTERBROOK*: Two Agency - Cost Explanations of Dividends; *American Economic Review* 74 (1984), 650 ff.; *JENSEN*: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers; *American Economic Review (Papers & Proceedings)* 76 (1986), 323 ff.); sie vernachlässigt jedoch den nutzenstiftenden Zusammenhang von (Selbst)Finanzierung und Investition für solche Unternehmen, für die der Ausweg kurzfristiger **Mittelaufnahme** am Markt wegen Probleme **asymmetrischer** Information so teuer werden würde, daß sie auf ein profitables Vorhaben aus Mangel an Kapital ganz verzichten müßten (grundlegend *FROOT/ SCHARFSTEIN/ STEIN*, a.a.O.); problematisch ist deshalb der Vorschlag von *SCHÜTTE*: Die Dividendenentscheidung in der Aktiengesellschaft. Eine Untersuchung neuerer Regelungsvorschläge unter besonderer Berücksichtigung der US- amerikanischen Diskussion (1995), ein generelles Verbot der Selbstfinanzierung für Publikumsgesellschaften zu erwägen (a.a.O., 177); so vermag Schütte denn auch keine Gründe dafür anzugeben, weshalb der Kapitalmarkt ausgerechnet die Investitionsvorhaben einer in Streubesitz befindlichen Aktiengesellschaft systematisch leichter einschätzen können als von Gesellschaften anderer Anteilseignerstruktur.

⁴⁷ Neben dem **beschriebenen** Versicherungseffekt mindert ein auf Verstetigung des cash flows gerichtetes Risikomanagement auch die Gefahr, daß dem Unternehmen von Seiten seiner Vertragspartner Nachverhandlungen aufgenötigt werden: Denn mit der Verminderung einer Volatilität der Erträge bieten sich z.B. für Zulieferer und Arbeitnehmer auch weniger Gelegenheiten, dem Vorstand unter Hinweis auf unvermutet positive oder negative Entwicklungen eine "Anpassung" der geschlossenen Verträge nahezu legen. Es zeigt sich damit, daß eine Absicherungsstrategie insgesamt die Gefahr des Opportunismus auf beiden Seiten unternehmerischer Vertragsbeziehungen im Sektor Produktion einschränken kann; zu den Opportunismusgefahren bei **langfristigen** Verträgen zusammenfassend *EGER*: Eine ökonomische Analyse von Langzeitverträgen (1995), passim.

⁴⁸ Vgl. nur *SERCU/ UPPAL*: *International Financial Markets and the Firm* (1995), 458

⁴⁹ Weiteres Beispiel (nach *MERTON*, *Journal of Banking & Finance* 19 (1995), 461 (466)): Eine expandierende Familiengesellschaft kann sich durch eine umfassende Absicherungsstrategie gegen Wertverfallsgefahren nicht- produktiver Risiken von der Notwendigkeit befreien, ein höheres Maß an Kapital und Risikostreuung durch den aufwendigen Gang an *die Börse* suchen zu müssen. Denn Futur-es- Märkte eröffnen ihr die Alternative, die gewünschte Risikoabsicherung intern herzustellen und den verbleibenden Kapitalbedarf bei einem Großkreditgeber zu decken.

⁵⁰ *SERCU/ UPPAL*, a.a.O. (Fußnote 48), 459

⁵¹ C. W. SMITH/ STULZ: *The Determinants of a Firm's Hedging Policies*; *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20 (1985), 391 ff.; *DUFFIE*, a.a.O. (Fußnote 38), 228

ff.; *BESSEMBINDER*: Forward **Contracts** and **Firm Value**: Investment **Incentive** and **Contracting Effects**; *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26 (1991), 519 (519); *NANCE/ C. W. SMITH, Jr./ SMITHSON*: *Journal of Finance* 48 (1993), 267 (268); *FROOT/ SCHARFSTEIN/ STEIN*; *Journal of Finance* 48 (1993), 1629 (1630); *CULP/ FURBUSH/ KAVANAGH*: **Structured Debt and Corporate Risk Management**; *Journal of Applied Corporate Finance* 7 (1994), 73 (73); *C. W. SMITH, Jr.*; *The Journal of Derivatives* 1 (1995), 21 (24) und *MERTON*; *Journal of Banking & Finance* 19 (1995), 461 (465 f.); *SERCU/ UPPAL*, a.a.O. (Fußnote 48), 455 ff. sowie *BREALEY/ KAPLANIS*: **Discrete exchange rate hedging strategies**; *Journal of Banking & Finance* 19 (1995), 765; s.a. *HU*: **New Financial Products**, the Modern Process of Financial Innovation, and the Puzzle of Shareholder Welfare; 69 *Texas L. Rev.* 1273, 1308 (1991), *ders.*: **Misunderstood Derivatives: The Causes of Informational Failure and the Promise of Regulatory Incrementalism**, 102 *Yale L. J.* 1457, 1466 mit note 35 (1993); *ders.*: **Hedging Expectations: "Derivative Reality" and the Law and Finance of the Corporate Objective**; 73 *Texas L. Rev.* 985, 1016, 1022 (1995); zur Frage, weshalb der gleiche Gedankengang nicht auch auf den Abschluß von **Versicherungsverträgen** für das Unternehmen übertragbar ist, s. *C.W. SMITH, Jr./ STULZ*, a.a.O., 391 m. Anm. 3

⁵² *DUFFIE*, a.a.O. (Fußnote 38), 230; unzutreffend dagegen *HU*, 69 *Texas L. Rev.* 1273 (1308), der einen Hedge unter den benannten Umständen als bloße Verschwendung ("wasteful") klassifiziert. Weil ein doppelter Hedge das ursprüngliche Risiko jedoch wieder begründen kann, sind die Verluste auf Grund einer unnötigen Absicherung höher als die bloßen Transaktionskosten des Hedge-Geschäftes.

⁵³ *FRANKE*: Betriebliche Investitionstheorie bei Risiko; *OR Spektrum* 11 (1989), 67 ff.; *CULP/ FURBUSH/ KAVANAGH*; *Journal of Applied Corporate Finance* 7 (1994), 73 (76)

⁵⁴ Vgl. die Diskussion in Fußnote 46

⁵⁵ *BEINE*: Scheinkonflikte des True and Fair View, *Wpg* 1995, 496 (472)

⁵⁶ Beispiel nach *FRANKE*, *OR Spektrum* 11 (1989), 67 (80)

⁵⁷ Vgl. *C. W. SMITH, Jr./ STULZ*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26 (1985), 391 (391); *NANCE/ C. W. SMITH, Jr./ SMITHSON*, *Journal of Finance* 48 (1993), 267; im Ergebnis ebenso, wenn auch ohne Begründung *KRATZ*: **Finanzielles Management in Familienunternehmen**; in: *Sieewart/ Mahari/ Abresch* (Hrsg.): **Finanzielle Führung, Finanzinnovationen & Financial Engineering**. Teilband 1: **Finanzielle Führung** (1994), 199 ((209 f.))

⁵⁸ *LEWENT'KEATNEY*, in: *Chew* (Hrsg.), a.a.O., (Fußnote 35), 452 (455)

⁵⁹ *Brane v. Roth*, 590 N.E.2d 587 (Ind.App. 1 Dist. 1992) at 591 (sub. 11, 12)

⁶⁰ Grundlegend zu dem, sich an den Vorstand richtenden Gebot der Unternehmensplanung *LUTTER*: **Unternehmensplanung und Aufsichtsrat**, *AG* 199 1,249 (253)

⁶¹ Vgl. dazu allg. etwa *KölnerKomm/MERTENS* (1989, 2.A.), § 76 Rdz. 19; *HOPT*: **Aktionärskreis und Vorstandsneutralität**, *ZGR* 1993, 534 (536 f.)

⁶² Vgl. allg. *MACINTOSH*: **Designing an Efficient Fiduciary Law**; 43 *Univ. of Toronto L.* 3.425 (44 mit note 41) (1993)

⁶³ *KölnerKomm/MERTENS* (1989, 2.A.) §93 Rdz. 46, 48

⁶⁴ Vgl. Bericht des Rechtsausschusses des Bundestages zu § 76 AktG bei *KROPFF*: Aktiengesetz (1965), 97 f.; s. a. *KölnerKomm/MERTENS* (1989, 2.A.), § 76 Rdz. 16

⁶⁵ S. a. *KölnerKomm/MERTENS* (1989, 2. A.), § 76 Rdz. 18

⁶⁶ *CULP/ FURBUSH/ KAVANAGH*, Journal of Applied Corporate Finance 7 (1994), 73 (80 f.)

⁶⁷ *NANCE/ C. W. SMITH, Jr./ SMITHSON*, Journal of Finance 48 (1993), 267 (270 mit note 4). Die noch junge Praxis zeigt gleichwohl erste Ansätze dafür, daß Gläubiger der Unternehmung in der Tat auch vertraglich auf deren Risikomanagement mit Derivaten Einfluß zu nehmen suchen - sowohl auf Ebene vertraglich durchgesetzter Zweckbindung, als auch Ebene der Risikotransparenz: So ist beispielsweise in einen unter Führung von Goldman Sachs & Co. für die *R. H. Macey Corp.* gewährten, syndizierten Bankkredit mit variablen Zinssatz eine Vertragsklausel enthalten gewesen, welche die Kreditnehmerin darauf verpflichtet hat, Teile des Zinsänderungsrisikos durch Hedge- Geschäfte auszugleichen, vgl. näher *GILMAN: Macy's management group cuts its bid for firm to \$ 68 per share, or \$ 3. 48 billion*; Wall Street Journal v. 12. Dezember 1985; zur Frage, welchen Vorteil dieses Arrangement gegenüber einer Festzinsvereinbarung hat, s. *CAMPBELL/ KRACA W: Corporate Risk Management and the Incentive Effects of Debt*; Journal of Finance 45 (1990), 1673 (1674 f.).

⁶⁸ Für ein vergleichbares Argument auf Ebene der Haftung von Rating- Agenturen vgl. v. *RANDO W: Rating und Regulierung*, ZBB 1995, 140 (15 1)

⁶⁹ Grundlegend *GROSSMAN: The Existence of Futures Markets, Noisy Rational Expectations and Informational Externalities*; Review of Economic Studies 64 (1977), 43 1 ff.; *ders.: Dynamic Asset Allocation and the Informational Efficiency of Markets*, Journal of Finance 50 (1995), 773 ff.

⁷⁰ *SCHOLZ/ UH. SCHNEIDER, GmbHG* (1993, 8. A.), § 43 Rdz. 80 und aus strafrechtlicher Perspektive schon *RGSt* 61,211 (213); 66, 255 (262) sowie jetzt § 283 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. § 283 Abs. 2 und 3 *StGB*: "Mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe wird bestraft, wer bei Überschuldung oder bei drohender oder eingetretener Zahlungsunfähigkeit ... in einer den Anforderungen einer ordnungsgemäßen Wirtschaft widersprechenden Weise Verlust- oder Spekulationsgeschäfte oder Differenzgeschäfte mit Waren oder Wertpapieren eingeht (...) Ebenso wird bestraft, wer durch eine der in Absatz 1 bezeichneten Handlungen seine Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit herbeiführt"

⁷¹ Die auf Finanzierungsverträge zu beschränkende Annahme einer ungeschriebenen Pflicht des Schuldners, Risikospiele zu unterlassen, führt allerdings zumeist nicht weiter, weil die schuldende Gesellschaft im Falle der Vertragsverletzung mangels Masse nicht mehr zur Ersatzleistung herangezogen werden kann und diese Aussicht auch die entsprechende Anreizwirkung der Haftungsdrohung vermindert. So hat zwar der Bundesgerichtshof (BGHZ 119, 305 ff. - *Klößner*) in der Vornahme hochspekulativer Termingeschäfte eine Verletzung der Pflichten aus Genußscheinsvertrages zwischen Anlegern und Unternehmen erblickt und judiziert, der Genußscheinsberechtigte dürfe erwarten, "daß sein Kapital nicht durch eine Geschäftstätigkeit gefährdet wird, die schlechterdings kein seriöser Kaufmann durchführen wurde." Die daraus fließende Schadensersatzpflicht aus positiver Vertragsverletzung, , wurde allerdings nur praktisch, weil der Anspruch gegen eine solvente Rechtsnachfolgerin des Schuldners gerichtet werden konnte.

⁷² So etwa *KölnerKomm/MERTENS* (1989, 2. A.), § 93 Rdz. 49; ähnlich *ders.* § 76 Rdz. 22.

⁷³ Zu dem für eine Strafbarkeit nach §§ 283, 14 StGB vorausgesetzten Handeln des Vorstandsmitgliedes "zumindst auch im Interesse des Schuldners" s. nur BGHSt 30, 127 (128 f.); BGH NJW 1969, 1494 f. sowie DREHER/ TRÖNDLE: Strafrecht und Nebengesetze (1995, 47. A.), § 14 Rdz. 5; diesem Erfordernis kann in der Praxis zumindest in Fällen des § 283 Abs. 2 i.V.m. Abs. 4 oder 5 StGB Genüge getan sein.

⁷⁴ So aber W. MÜLLER: Der Verlust der Hälfte des Grund- oder Stammkapitals; ZGR 1985, 191 ff.

⁷⁵ Als Maßstab des dafür erforderlichen Wahrscheinlichkeitsurteils wiederum könnte insoweit eine *value- at- risk-* Messung fungieren, die in Anlehnung an entsprechende Regelungen der Kapitaladäquanz- Richtlinie ein Konfidenzniveau von 95% vorsehen wurde (s. Richtlinie des Rates über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten v. 15. März 1993 (93/6/EWG - AbIEG v. 11. Juni 1993 - L 141/1, Anhang 111 Nr. 7 lit. i)): Diese, rechtlich vorgefundenen Maßstäbe der mißbilligten Verlusthöhe und akzeptablen Sicherheit zu Grunde gelegt, erschiene es dann als sorgfaltswidrig, ein Derivatgeschäft einzugehen, bei dessen Abschluß nicht mit einem 95%igen Konfidenzniveau ausgeschlossen werden kann, daß es zu einem Verlust in Höhe der Hälfte des Grundkapitals kommen wurde.

⁷⁶ Vgl. zu dieser Einschränkung des Gleichbehandlungs- bzw. Neutralitätsgebotes KölnerKomm/ MERTENS (1989, 2.A.), § 76 Rdz. 18 a.E.

⁷⁷ Allg. zur Interessendivergenz zwischen diversifizierten und nichtdiversifizierten Aktionären HU: Risk, Tirne, and Fiduciary Principles in Corporate Investment; 38 UCLA L. R. 277,366 (1990)

⁷⁸ S.o. Seite 17

⁷⁹ In dieser Perspektive erscheint deshalb die Lösung des Wechselkurkonflikts durch das Management von Merck & Co. problematisch, wenn zu seinem Risikomanagement ausgeführt wird: "(G)iven this potential conflict of motives among investors, and recognizing our inability to ascertain the preferences of all of Merck's clientele (potential as well as current), we concluded that it would be inappropriate to give too much weight to any specific type of investors", LEWENT/ KEATNEY, in: Chew (Hrsg.), a.a.O., (Fußnote 35), 452 (455)

⁸⁰ HÜFFER: AktG (1995, 2. A.), § 23 Rdz. 23; s. a. HAPP/ LANGE: Formularkommenatr Aktienrecht (1988, 22. A.), 1.01 Rdz. 7

⁸¹ SCHARPF, BFuP 1995, 166 (167)

⁸² s. DEUTSCHE SCHUTZVEREINIGUNG FÜR WERTPAPIERBESITZ e.V. (DSW), a.a.O. (Fußnote 8); noch weitergehender Helmut SCHMIDT, DIE ZEIT v. 3. März 1995, 1

⁸³ Vgl. dazu KLEIN, a.a.O. (Fußnote 39)

⁸⁴ über den Zusammenhang von vorstandsseitiger Berichtspflicht und Prüfungsaufgabe des Aufsichtsrates LUTTER/ KRIEGER: Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats (1993, 3. A.), § 2Rdz. 18

⁸⁵ Vgl. dazu allg. LUTTER/ KRIEGER, a.a.O. (Fußnote 84) § 3 Rdz. 66

⁸⁶ Vgl. dazu LUTTER, AG 199 1, 249 (253); ders.: Defizite für eine effiziente Aufsichtsratsstätigkeit und gesetzliche Möglichkeiten ihrer Verbesserung; ZHR 159 (1995), 287 (291 f.)

⁸⁷ Eine entsprechende Strategieaufstellungsgebot enthalten auch die Grundsätze für den Einsatz derivativer Finanzinstrumente des *GESAMTVERBANDES DER DEUTSCHEN VERSICHERUNGSWIRTSCHAFT e.V. in: Schwebler/ Knauth/ Simmert* (Hrsg.), a.a.O. (Fußnote 20), 46: "Es müssen hinreichend deutlich die strategischen Zielsetzungen für die Anwendung der neuen Finanzinstrumente dargelegt werden."

⁸⁸ So bspw. *VOSENHENRICH*: Devisentermingeschäft: Versicherung und Spekulationsvehikel; *Die Bank* (1987), 447 (452)

⁸⁹ *DERIVATIVES POLICY GROUP*, a.a.O. (Fußnote 20), 16

⁹⁰ Vgl. zum Bericht über die Rentabilität *LUTTER/ KRIEGER*, a.a.O. (Fußnote 84), § 3 Rdz. 63

⁹¹ *GEBHARDT*, Wpg 1995, 609 (610 ff.) bspw. geht wie selbstverständlich davon aus, daß eine Verpflichtung zur Berichterstattung über Ziele **und** Strategien des Einsatzes derivativer Finanzinstrumente de lege lata nicht besteht; nämliches gilt i.ü. auch für die Berichterstattung über die Behandlung der derivativen Finanzinstrumente, die nur zu den freiwillig in den Anhang **aufzunehmenden** Informationen gezahlt wird, s. *ELLROTT* in Beck Bil- Komm. (1995, 3. A.), § 284 Rdz. 80.

⁹² *FÖRSCHLE*, in Beck Bil- Komm. (1995, 3.A.), § 275 Rdz. 94; s. auch *ders.*, a.a.O. Rdz. 223

⁹³ *VW- Geschäftsbericht 1994*, 72; *Mannesmann AG- Geschäftsbericht 1994*, 64; *Geschäftsbericht ABB 1994*, 15, *Geschäftsbericht Daimler- Benz- AG*, 12, alle zit. nach *GEBHARDT*, Wpg 1995, 631 ff.

⁹⁴ *Colgate- Palmolive Co.*, 1994 Annual Report, 22 (1995); *Dow. Chem. Co.*, 1993 Annual Report, 44 (1994); *Homestake Mining Co.*, Corporate Overview 1994, 4 (1994); *Barrick Gold Corp.*, 1994 Annual Report, 44 (1995), alle zit. nach *HU*, 73 Texas L. Rev. 985, 1035 f. und 1039 m. Anm. 241 und 242 (1995)

⁹⁵ Vgl. *PFEFFER*: Publizitätspflichten für derivative Finanzinstrumente nach US- GAAP, wpg 1995, 41 lff.

⁹⁶ Zu den ersten Erfahrungen mit SFAS 119 vgl. die Auswertung von *CIESIELSKI*: Standard Practice; *RISK (January 1996)*, 14 ff.; die aus den SFAS 119 fließenden Informationen über das **Risikomanagement** der Standard & Poor's 500- Unternehmen sind jetzt zusammengefaßt in *RISK PUBLICATIONS/ PRICE WATERHOUSE* (Hrsg.): The Corporate Risk Management Handbook (1996)

⁹⁷ Dazu *ELLROTT*, in Beck Bil- Komm (1995, 3.A.), § 285 Rdz. 45 und 24 f.

⁹⁸ Dazu *CLEMM/ NONNENMACHER*, in Beck Bil-Komm (1995, 3. A.), § 249 Rdz. 59 und 100 (unter "Devisenoptionsgeschäfte", "Devisentermingeschäfte"); dabei spielt i.ü. keine Rolle, ob das verlustbringende Geschäft bewußt eingegangen wurde, s. *dies.*, a.a.O., Rdz. 60. Zum Ableitungszusammenhang zwischen **Imparitätsprinzip** gem. § 252 Abs. I Nr. 4 HGB und der Pflicht, Rückstellungen für drohende Verluste aus schwebenden Geschäften zu bilden, vgl. *CLEMM/ NONNENMACHER*, in Beck Bil-Komm (1995, 3. A.), § 249 Rdz. 53

⁹⁹ *ELLROTT* in Beck Bil-Komm § 284 Rdz. 130, bei Devisentermingeschäften auch die Wahrungsumrechnung, s. *ders.* a.a.O., Rdz 137

¹⁰⁰ Eine Mißachtung des Verrechnungsverbot des § 246 Abs. 2 HGB führt i.d.R. auch zu einer Verletzung des § 264 Abs. 2 HGB (vgl. *BUDDE/ KARIG*, in Beck Bil-Komm (1995, 3. A.), § 246 Rdz. 87), die - von eventuellen straf- und bußgeldrechtlichen Konsequenzen gern. §§ 33 1 Nr. 1, 334 Abs. 1 Nr. 1 lit.a HGB abgesehen - eine Einschränkung des Bestätigungsvermerks nach § 322 Abs. 3 HGB, eine Sonderprüfung nach § 258 AktG und bei wesentlicher Abweichung von der gesetzlichen Vorschrift gar die Nichtigkeit des Jahresabschlusses zur Folge haben kann (s. *BUDDE/ KARIG*, a.a.O., §264 Rdz. 60 m.w.N.)

¹⁰¹ Vgl. dazu jüngst *STEINER/TEBROKE/ WALLMEIER, WPg 1995, 533 (534)*); *BRACKERT/ PRAHL/ NAUMANN*: Neue Verfahren der Risikosteuerung und ihre Auswirkungen auf die handelsrechtliche Gewinnermittlung. Ein Plädoyer für die Zulässigkeit von imperfekten Mikro- Bewertungseinheiten und von Makro- Bewertungseinheiten auf modifizierter Mark- to- Market- Basis; *WPg 1995, 544 ff.*

¹⁰² So muß z.B. ein drohender Verlust aus einem schwebenden Devisentermingeschäft dann keine Rückstellungspflicht auslösen, wenn dieses zur Sicherung einer Fremdwährungsposition gleicher Laufzeit dient; s. nur *CLEMM/ NONNENMACHER*, in Beck Bil-Komm, § 253 Rdz. 77

¹⁰³ *CULP/ MACKAY: Regulating Derivatives. The Current System and Proposed Changes; Regulation 1994, 39 (45)*; *SEC* (Fußnote 20), sub. 11. 2, 3; vgl. auch *VERBAND ÖFFENTLICHER BANKEN*, a.a.O. (Fußnote 20), 1 (4)

¹⁰⁴ *CIESIELSK*; *RISK 9* (January 1996), 14 (16)

¹⁰⁵ Vgl. dazu *Antwort der Bundesregierung* auf die Große Anfrage der Fraktion der SPD; *Derivative Geschäfte - Risiken für den Finanzplatz Deutschland - BT- Drs. 13/842 v. 30. Mai 1995, 24*

¹⁰⁶ Bisher erfaßt das Meldesystem nur die Verschuldung von Kreditnehmern bei Kreditinstituten mit Sitz im Inland, s. statt aller *BÄHRE/ SCHNEIDER: KWG.- Kommentar* (1986, 3. A.). § 14 Rdnr. 5; vgl. auch *LEMMER*, a.a.O. (Fußnote 12), 11

¹⁰⁷ So *STEINER*: (Diskussionsbeitrag); *BFuP 1995, 243 f.*

¹⁰⁸ So *WINDMÖLLER*: (Diskussionsbeitrag), *BFuP 1995, 244*

¹⁰⁹ So der Sache nach auch *INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE*, a.a.O. (Fußnote 20), 22

¹¹⁰ *GROSSFELD/ MÖHLENKAMP*: Zum Auskunftsrecht des Aktionärs; *ZIP 1994, 1425 ff.*

¹¹¹ Vgl. *GROSSFELD/ MÖHLENKAMP, EWiR § 13 1 AktG 1/96, 5 1 (52)*

¹¹² So *OLG Düsseldorf WM 1991, 2148 (2153)*; *HÜFFER, AktG (1995, 2.A.), § 131 Rdz. 19*

¹¹³ Vgl. allg. *JOUSSEN*: Auskunftspflicht des Vorstands nach § 13 1 AktG und Insiderrecht; *DB 1994, 2485 ff.*

¹¹⁴ Vgl. zum notwendigen Inhalt des Zwischenberichtes allg. *SCHWARK*: Börsengesetz. Kommentar (1994, 2.A.), § 44 b) Rdz. 7 ff.

¹¹⁵ *KÜMPEL*, § 15 Rdn. 52 in *Assmann/ U.H. Schneider* (Hrsg.), *aaO* (Fn. 1); *SCHWARZE*: Ad- hoc- Publizität und die Problematik der Notierungsaussetzung, in: *Baetge* (Hrsg.):

Insiderrecht und Ad- hoc- Publizität (1995), 97, 101 und zu § 13 WpHG ASSMANN, § 13 Rdn. 36 in Assmann/ U.H. Schneider (Hrsg.), a.a.O. (Fußnote 1); vgl. auch HEIDMEIER: Die Ad- hoc- Publizität gemäß § 44a BörsG im System der Berichtspflichten für börsennotierte Aktiengesellschaften, AG 1992, 110, (111) zu § 44a BörsG sowie den Vorschlag von HOPT: Grundsatz und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, ZHR 159 (1995), 135, 152)

¹¹⁶ Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, BT- Drucks. 12/7918, 96; vgl. auch DEUTSCHE BÖRSE AG: Insiderhandelsverbote und Ad- hoc- Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz. Erläuterungen und Empfehlungen zur Behandlung kursbeeinflussender Tatsachen gem. §§ 12 ff. Wertpapierhandelsgesetz (Oktober 1994); CASPARI, in: J. Baetge (Hrsg.), aaO (Fn. 115), 65, (75); KUMPEL, § 15 Rdn. 58, 61 f., zu in: Assmann/ U.H. Schneider (Hrsg.), a.a.O. (Fußnote 1)

¹¹⁷ KUMPEL, § 15 Rdz. 52, in Assmann/ U.H. Schneider (Hrsg.), aaO (Fn. 1)

¹¹⁸ Allg. in diesem Sinne HOPT, in: WM- Festgabe für Hellner (1994), 29, 33; ders., ZHR 159 (1995), 135, 152

¹¹⁹ So etwa DUFFIE, a.a.O. (Fußnote 38), 230 und HU, 73 Texas L. Rev. 985, 1038 f. (1995)

¹²⁰ ALBERTSON: Derivatives Use in Banks - The Six Ironies; Journal of Applied Corporate Finance 7 (1994), 52 (58)

¹²¹ Vgl. dazu oben S. 38

¹²² Einen Eindruck davon, was rechtspolitisch einmal kommen mag, geben Überlegungen der *Securities & Exchange Commission*, die erwägt, Publizitätserfordernisse auch für Fälle zu statuieren, in denen das value- at- risk oder das Nominalvolumen schwebender Geschäfte bestimmte, an der Kapitalisierung der Gesellschaft orientierte Schwellenwerte überschreitet, vgl. SEC (Fußnote 20), sub. 111. B. 3 (a) (ii); zur Diskussion, in welchem Umfange die zukünftigen disclosure- requirements für ausländische, an US- Börsenplätzen gelistete Unternehmen Anwendung finden sollen, vgl. SEC ebd., sub. IV B 1 und 2.

¹²³ KLEIN, a.a.O. (Fußnote 39)

¹²⁴ KLEIN, a.a.O. (Fußnote 39).

¹²⁵ *KölnerKomm/ MERTENS* (1989, 2. A.), § 93 Rdz. 45; *SCHOLZ/ U.H. SCHNEIDER*, GmbHG (1993, 8. A.), § 43 Rdz. 70, 76

¹²⁶ *KölnerKomm/ MERTENS* (1989, 2. A.), § 93 Rdz. 53; *SCHOLZ/ U.H. SCHNEIDER*, GmbHG (1993, 8. A.), § 43 Rdz. 70, 76

¹²⁷ Das Nominalvolumen der von Siemens getätigten Geschäfte belief sich nach dem Geschäftsbericht 1994/1995 zu Bilanzstichtag (30. September) auf 42, 96 Milliarden DM nach 25, 78 Milliarden DM im Jahr zuvor; der Marktwert betrug dabei 384 gegenüber 71 Millionen im Jahr zuvor, wobei zu erwartende Verluste durch entsprechende Rückstellungen in Höhe der negativen Marktwerte abgedeckt und unrealisierte Gewinne aus positiven Marktwerten unberücksichtigt blieben; s. (o.V.): Siemens. Das BAKred wäre zufrieden; ZfgK 1996, 8

¹²⁸ Vgl. SCHARF'F, BFuP 1995, 166 (182)

¹²⁹ Vgl. dazu allg. HELLOWIG: **Systemic Aspects** of Risk Management in Banking and Finance; Swiss Journal of Economics and **Statistics** 131 (1995), 723 (729 ff.)

¹³⁰ Vgl. dazu die Angaben in Fußnote **20**

¹³¹ Noch enger *SCHOLZ UH. SCHNEIDER, GmbHG* (1993, 8. A.), § 43 Rdz. 71: "lediglich unverbindliche Handlungsanweisungen"

¹³² Treffend *GRADY: Untaken* Precautions; 18 Journal of Legal Studies 139 ff. (1989)

¹³³ Vgl. zum folgenden *SMITHSON: A LEGO Approach* to Financial Engineering: An Introduction to Forwards, Futures, Swaps, and Options; Midland Corporate Finance Journal 4 (1987)

¹³⁴ C. W. SMITH, Jr./ *SMITHSON/ WAKEMAN: The* Evolving Market for Swaps; Midland Corporate Finance Journal; Winter 1986, 20 ff. So vermag etwa ein Unternehmen, das eine Anleihe mit variablem Zinssatz und Laufzeit von fünf Jahren emittiert, mit Hilfe eines Swaps die variablen Zinszahlungsverpflichtungen in Festbetragsschulden umzuwandeln, und sich auf diese Weise gegen den Zinsanstieg zu versichern; das nämliche Ziel wurde sie aber auch - mit ungleich höheren Transaktionskosten - erreichen, wenn sie anstelle des Swaps eine Reihe von Zins- Forwards mit je auf die Zahlungsfalligkeiten abgestimmten Laufzeiten, also über ein Jahr, zwei Jahre bis hin zu **fünf** Jahren abschließen wurde.

¹³⁵ Treffend *ARBOR: Does FASB Control the* Future of Futures?; **RISK** 9 (January 1996), 19

¹³⁶ Ein Beispiel für das wachsende Maß an Komplexität bildet etwa die Entwicklung von pfadabhängigen Derivaten, deren Wert nicht mehr nur vom Basispreis zum Ausübungszeitpunkt, sondern auch von Ereignissen während der Laufzeit der Option bestimmt werden. So hat Chase Securities im Oktober 1993 structured notes emittiert, die dem Anleger auf sechs Monate den US- Dollar LIBOR zuzüglich eines variablen, allerdings auf maximal 4 1/2% beschränkten Zinses versprochen, zugleich aber eine Aufhebung dieses "caps" durch eine "knock-out"- Klausel vorsahen, so der Goldpreis während der Laufzeit der Schuldverschreibung zumindest einmal über 450 US- Dollar auf die Feinunze gelegen hat - die Risikoberechnung hat hier zwei - korrelierende - Optionskomponenten zu berücksichtigen: den cap ebenso wie die Knock-out- Klausel; vgl. dazu auch *ERNST & YOUNG*, a.a.O. (Fußnote 19), 6

¹³⁷ Die folgende Darstellung orientiert sich im wesentlichen an *BASLER AUSSCHUSS FÜR BANKENAUF SICHT: Richtlinien* für das Risikomanagement im Derivatgeschäft (Juli 1994), 13 ff.; *GROUP OF THIRTY* (Global Derivatives Study Group): Derivatives: Practices and Principles (July 1993), 43 f.

¹³⁸ Vgl. näher *OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY*, a.a.O. (Fußnote 20),

¹³⁹ Ähnlich die in (*o.V.*): Using Derivatives: What Senior Managers Must Know; Harvard Business Review Jan.- Feb. 1995, 34 abgedruckte Stellungnahme von *WEINBERGER*

¹⁴⁰ Ausweislich einer Umfrage des risk- management- Beratungsunternehmens **Emcor** unter 80 multinational tätiger Unternehmen, erkennen zwar 53% die Bedeutung der Risikomessung an, gleichwohl beklagen zwei Drittel von ihnen mangelnde Vertrautheit hinsichtlich der dafür erforderlichen Methoden und nur 16% verfügten über ein anerkanntes Expertensystem, vgl. *SMITHSON/ MINTON: Value- At- Risk*, **RISK** 9 (February 1996), 38

-
- ¹⁴¹ *DERIVATIVES POLICY GROUP*, a.a.O. (Fußnote 20), 28.
- ¹⁴² *MCNEW, RISK 9* (Februaray 1996), 33; *BISHOP, The Economist*, (1996, 10th of February), survey 17 f.
- ¹⁴³ *DERIVATIVES POLICY GROUP*, a.a.O. (Fußnote 20), 7, 28
- ¹⁴⁴ So auch *MOODY'S INVESTORS SERVICE, Special Comment: Derivatives Risk: A Growing Concern* (April 1994), 7
- ¹⁴⁵ Vgl. *MOODY'S INVESTORS SERVICE, Special Comment: Counterparty Risk and Capitalization for Derivatives Product Companies* (June 1994), 18
- ¹⁴⁶ *DERIVATIVES POLICY GROUP*, a.a.O. (Fußnote 20), 19
- ¹⁴⁷ *DERIVATIVESPOLICY GROUP*, a.a.O. (Fußnote 20), 19
- ¹⁴⁸ *DERIVATIVES POLICY GROUP*, a.a.O. (Fußnote 20), 19
- ¹⁴⁹ *DERIVATIVES POLICY GROUP*, a.a.O. (Fußnote 20), 19
- ¹⁵⁰ *BAUMAN/SARATORE/ LIDDLE: A Practical Framework for Corporate Exposure Management; Journal of Applied Corporate Finance 7 (1994)*, 66 (71) sowie *LUCAS, The Journal of Fixed Income (1995)*, 32 ff.
- ¹⁵¹ So *LANDESZENTRALBANK IN HESSEN*, a.a.O., 1 (7) Vgl. auch *THE FUTURES AND OPTIONS ASSOCIATION (FAO)*, a.a.O. (Fußnote 20.), 28
- ¹⁵² *S. GROUP OF THIRTY (Global Derivatives Study Group): Derivatives: Practices and Principles*, Appendix 1: Working Papers (July 1993), 45; *DERIVATIVES POLICY GROUP*, a.a.O. (Fußnote 20), 15
- ¹⁵³ Vgl. dazu auch *DERIVATNES POLICY GROUP*, a.a.O. (Fußnote 20), 21
- ¹⁵⁴ Vgl. dazu *Hazell v. Hammersmith L.B.C. [1992] 2 A.C. 1 ff. (H.L.(E.))*; Angaben zum Nominalumfang der Transaktionen *ibid.*, 26 F-H
- ¹⁵⁵ *S. Westdeutsche Landesbank Girozentrale v. Islington L. B. C. [1994]*, 1 W.L.R. 938 ff. (C.A.); vgl. weiter *Kleinwort Benson Ltd. v. Sandwell B.C. [1994] 4 All. E.R. 890*; und näher *COWAN: Banks, Swaps, Restitution and Equity; Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly (1993)*, 300 ff.
- ¹⁵⁶ Letzteres entspricht Recommendation 13 der Group of Thirty in *GROUP OF THIRTY: Derivatives: Practices and Principles, Follow- Up Surveys of Industry Practice (Synopsis of Results)*, 5. Dezember 1994, 13; *ähnlich* auch *OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY*, a.a.O. (Fußnote 20), 34
- ¹⁵⁷ S. auch *LEMMER*, a.a.O. (Fußnote 12), 18
- ¹⁵⁸ *GROUP OF THIRTY (Global Derivatives Study Group): Derivatives: Practices and Principles, Appendix I: Working Papers (July 1993)*, 41; *LUXEMBURGER WÄHRUNGSINSTITUT*, a.a.O. (Fußnote 20), 6
- ¹⁵⁹ So der bedenkenswerte Vorschlag des *LUXEMBURGER WÄHRUNGSINSTITUTS*, a.a.O. (Fußnote 20.), 6

- ¹⁶⁰ Vgl. aber *OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY*, a.a.O. (Fußnote 20.), 34
- ¹⁶¹ *OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY*, a.a.O. (Fußnote 20), 28 ff.; s. dazu auch *DERIVATIVES POLICY GROUP*, a.a.O. (Fußnote 20), 2 1
- ¹⁶² Dies entspricht Recommendation 6 der *GROUP OF THIRTY*; s. *dies.*: Derivatives: Practices and Principles, a.a.O. (Fußnote 20); vgl. auch *BASLER AUSSCHUSS FÜR BANKENAUF SICHT: Richtlinien für das Risikomanagement im Derivatgeschäft* (Juli 1994), 16
- ¹⁶³ Zu letzterem auch *J. LEMMER*, a.a.O. (Fußnote 12). 10
- ¹⁶⁴ Für ein ähnliches, allerdings auf die Kapitalstruktur der Unternehmung bezogenes Argument vgl. jüngst *FRIERMAN/ VISWANATH: Agency Problems of Debt, Convertible Securities, and Deviations from Absolute Priority in Bankruptcy*, 37 *Journal of Law & Economics*, 455, 456 (1994)
- ¹⁶⁵ Besondere Probleme stellen sich insoweit bei multinational agierenden Unternehmen: Hier ist eine Zentralisierung des Risikomanagements nicht notwendig sinnvoll; vielmehr kann es praktikabler sein, das Risikomanagement den jeweiligen Töchtern zu überlassen und auf diese Weise sicherzustellen, daß ihre Ergebnisse nicht durch Währungsrisikoschwankungen "verunreinigt" werden, *SERCU/ UPPAL*, a.a.O. (Fußnote 48), 46 1
- ¹⁶⁶ So *KLEIN/ JONAS*: (Diskussionsbeitrag), *BFuP* 1995, 245
- ¹⁶⁷ So *KLEIN/ JONAS*: (Diskussionsbeitrag), *BFuP* 1995, 245
- ¹⁶⁸ *DERIVATIVES POLICY GROUP*, a.a.O. (Fußnote 20), 5, 15
- ¹⁶⁹ *LANDESZENTRALBANK IN HESSEN: Zur Diskssion über Finanderivate. Hohe Anforderungen an das Risikomanagement; Frankfurter Finanzmarkt- Bericht Nr. 18* (Juli 1994), 1 (10)
- ¹⁷⁰ Vgl. dazu *DERIVATIVES POLICY GROUP*, a.a.O. (Fußnote 20), 22
- ¹⁷¹ So auch *GESAMTVERBAND DER DEUTSCHEN VERSICHERUNGSWIRTSCHAFT e. V.*, in: *Schwebler/ Knauth / Simmert* (Hrsg.), a.a.O. (Fußnote 20), 54
- ¹⁷² Vgl. auch *THE FUTURES AND OPTIONS ASSOCIATION (FAO)*, a.a.O. (Fußnote 20), 22
- ¹⁷³ Vgl. *LEMMER*, a.a.O. (Fußnote 12). 11
- ¹⁷⁴ *VON GERKAN*: Die Beweislast beim Schadensersatzanspruch der GmbH gegen ihren Geschäftsführer, *ZHR* 154 (1990), 39 ff. und *GOETTE*: Zur Verteilung der Darlegungs- und Beweislast der objektiven Pflichtwidrigkeit bei der Organhaftung, *ZGR* 1995, 648 ff.
- ¹⁷⁵ Abl. zur Klagebefugnis auf Berichterstattung des Aufsichtsrates gegen den Vorstand *KölnerKomm/MERTENS* (1988, 2. A.) § 90 Rdz. 53 und *ders.* a.a.O. Vorb. § 76 Rdz. 4 ff.; abschwächend allerdings *ders.*: Organstreit in der Aktiengesellschaft?, *ZHR* 154 (1992), 24 (33)
- ¹⁷⁶ Vgl. allg. *KölnerKomm/ MERTENS* (1989, 2.A.) § 93 Rdz. 29

¹⁷⁷ Vgl. aus der jüngsten Diskussion nur *LUTTER*; *ZHR* 159 (1995), 287 ff. m.w.N.

¹⁷⁸ *LUTTER*, *ZHR* 159 (1995), 287 (295)

¹⁷⁹ Vgl. dazu *STEINER/TEBROKE/WALLMEIER*, *WpG* 1995,533 (550)

¹⁸⁰ Zu den Problemen, die beabsichtigte Anreizsetzung durch Vergütungsmechanismen mittels unternehmensexterner **Derivateschäfte** zu umgehen, s. o. S. 46

¹⁸¹ In diesem Sinne bereits *GÖTZ*: Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrates der Aktiengesellschaft; *ZGR* 1990,633 (640,644);

¹⁸² Vgl. dazu auch die grundsätzlich orientierten Erwägungen von *DREHER*: Das Ermessen des Aufsichtsrats; *ZHR* 158 (1994), 614 (645)