

Andreas Kerkemeyer: Möglichkeiten und Grenzen bei der Regulierung von Derivaten. – Tübingen: Mohr Siebeck, 2018. (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht; Bd. 44.) XXI, 391 S.; brosch.: 74.– €. ISBN 978-3-16-155599-2

I. Die Derivate von Lehman Brothers waren einer der Auslöser der Finanzkrise im Jahre 2007. Noch heute werden Derivate in einem Volumen gehandelt, das ein Vielfaches des Weltbruttosozialprodukts übersteigt. Insofern ist es verdienstvoll, dass sich die von Professor Dr. *Andreas Fishan* betreute Dissertation der Thematik annimmt.

Andreas Kerkemeyer geht der Frage nach, ob Derivate reguliert werden sollen und stellt verschiedene Regulierungskonzepte vor, um sie dann auf ihre Europarechtskonformität hin zu prüfen. Im Rahmen der Einführung überrascht es, dass bereits an dieser Stelle eine Fundamentalkritik an der „meta-teleologischen“ Auslegung des *EuGH* stattfindet (S. 12 ff.).

II. Die Arbeit beschreibt das Derivat als ein Finanzmarktinstrument, das sich auf Basiswerte bezieht, wie etwa Aktienindizes, Rohstoffenergieanleihen, Währungen, Staatsanleihen und Leitzinsen. In der Regel findet ein Barausgleich statt (das sogenannte Cash Settlement), wenn zum Zeitpunkt der Lieferung der Preis von dem ursprünglich vereinbarten Preis abweicht. Als weitere Merkmale werden in der Literatur unter anderem Hebeleffekte, das Risiko des Totalverlustes oder das Bestehen einer Nachschusspflicht beim Eintritt bestimmter Umstände genannt. Derivate werden in § 2 Abs. 3 WpHG und § 1 Abs. 11 Nr. 8 KWG genannt. Inzwischen definiert der europäische Gesetzgeber verschiedene Formen der Derivate beispielhaft in Anhang I Abs. C (4)–(11) MiFID II 2014/65/EU.

III. In einem zweiten Schritt erklärt der Autor dann die Strategien, um Derivate zu nutzen: Neben dem Hedging, der Absicherung bestehender Risiken, kommen Spekulation und Arbitrage, also das Ausnutzen von Preisunterschieden für dasselbe Produkt, in Betracht. Etwas überraschend folgt nun ein historischer Exkurs (S. 51–69), der von Aristoteles über die Tulpenmanie in den Niederlanden im Jahre 1637 zum Zusammenbruch des Bretton Woods-Abkommens führt. Ausführlich wird die Finanzkrise im Jahre 2007 dargestellt, ohne dass deutlich würde, welchen Anteil die Derivate an der Krise hatten. In einem weiteren Absatz (S. 170 ff.) erörtert der Autor die Strukturrisiken von Derivaten, wobei schön zwischen den verschiedenen Leitzinsrisiken differenziert wird. Er befasst sich dann mit der Kapitalmarkteffizienzhypothese sowie der Behavioral Finance-Forschung. Überraschenderweise kritisiert er den Behavioral Finance-Ansatz, ohne herauszuarbeiten, dass Herdenverhalten oder Irrationalität einen paternalistischen Regulierungsansatz zu Gunsten des Kleinanlegers begründen könnten. Ökonomisch beschreibt der Autor die Effizienz der Spekulation, da sie das Risiko auf denjenigen überträgt, der bereit ist, höhere Risiken zu tragen. Dies ist der Spekulant im Gegensatz zum Hedger, der nur die bereits verkaufte Maisernte gegen das Risiko des Hagels absichern möchte. Sodann spricht er die Hebeleffekte an, die zu hohen Gewinnen oder Verlusten führen können. An dieser Stelle hätten aber auch positive Elemente von Hebeleffekten aufgezeigt werden können. Wer etwa fallende Kurse erwartet, aber die Wertpapiere seines Depots nicht ver-

kaufen möchte, kann das Depot mit einer Put-Option bei einem geringen Kapitaleinsatz gegen potentielle Kursverluste absichern. Bei fallenden Kursen führt der große Hebel zu überdurchschnittlichen Verlusten; der Totalverlust mit der Put-Option bei steigenden Kursen ist zu verkräften, weil das Depot nur mit einem relativ geringen Betrag abgesichert wurde. Der Autor fragt, ob Derivate zu einem Preisanstieg im Basiswert – etwa von Mais und Weizen – führen, wenn besonders viele Spekulanten in diese Derivate investieren. Gesicherte wissenschaftliche Erkenntnisse scheint es hier aber nicht zu geben. Im Ergebnis möchte der Autor Spekulationen mit Hebeleffekten reduzieren, ohne dass dabei deutlich wird, ob dies auch für Kleinanleger gelten soll. Hier hätte es sich aufgedrängt, zu fragen, ob die Begrenzungen der Erwerbsmöglichkeiten, die der Gesetzgeber für das Crowdfunding eingeführt hat (§§ 2a, 2b VermAnlG), auch auf Derivate übertragen werden sollten.

III. Im dritten Kapitel erörtert der Autor, ob auf der politischen Ebene Derivate geregelt werden sollen. Selbst der Multi Level Governance-Ansatz plädiert für eine europäische Lösung. Allerdings kämen auch internationale Rechtslösungen in Betracht, der Basel-Ausschuss, der auch die USA und China einbinden könnte. Leider wird die OECD nicht einbezogen, obwohl diese für Rating Agenturen federführend Regelungen vorgeschlagen hatte, die dann in Europa und den USA verwirklicht wurden. Es hätte auch stärker rechtsvergleichend herausgearbeitet werden können, ob die USA ein Regelungsbedürfnis genauso einschätzen wie die Europäer.

IV. In einem eigenen Kapitel geht der Autor auf den Regulierungsrahmen in der EU ein und erörtert die Kapitalverkehrs- und Dienstleistungsfreiheit. Er prüft insoweit den Anwendungsbereich, die Beschränkungen und die Rechtfertigung aufgrund der Erfordernisse des Allgemeininteresses. Hier geraten die Ausführungen wieder recht breit, etwa wenn ausführlich die Keck-Rechtsprechung wiedergegeben wird. Auch hier nennt der Autor zahlreiche zwingende Erfordernisse des Allgemeininteresses, die aber offensichtlich nicht einschlägig sind. Sodann erörtert er die Dienstleistungsfreiheit und prüft deren Voraussetzungen. Wiederum fragt man sich, was das eigentlich mit dem Thema der Derivate zu tun hat.

V. Im fünften Kapitel stellt sich der Autor dann die Frage, welche Regulierungsmöglichkeiten bestehen. Er beginnt mit der Einführung einer Clearing-Pflicht für außerbörsliche Derivate. Des Weiteren prüft er Steuern, die in der rechtspolitischen Diskussion gefordert werden. Auch hier hätte man fragen müssen, warum sinnvolle Geschäfte teurer und mit zusätzlichen Transaktionskosten belegt werden sollten.

VI. Schließlich stellt der Autor fest, dass die Einführung von Clearing-Pflichten, Steuern und Verboten weder gegen die europäische Kapitalverkehrs- noch gegen die Dienstleistungsfreiheit verstießen. Die gut 350 Seiten umfangreiche Arbeit behandelt ein hochaktuelles Thema und holt weit aus. An dem interdisziplinären Ansatz überzeugt die Herausarbeitung wichtiger ökonomischer Funktionen von Derivaten. Allerdings hätte die Arbeit deutlich dichter geschrieben werden können: So fehlt ihr in weiten Teilen die klare Struktur; weniger wäre mehr gewesen.

Professor Dr. **Thomas M.J. Möllers**, Universität Augsburg