

Zertifikate und Optionsscheine in der Zahlungsbilanz

Der deutsche Markt für strukturierte Wertpapiere¹⁾ hat in den letzten Jahren ein dynamisches Wachstum erlebt. So stieg nach Angaben des Deutschen Derivate Verbandes²⁾ die Zahl der im Inland emittierten börsengehandelten Produkte allein innerhalb des letzten Jahres von knapp 138 000 Stück auf fast 300 000 Stück.³⁾ Das Marktvolumen dieser Wertpapiere wird vom Verband per Jahresresultimo 2007 auf 135 Mrd € geschätzt.⁴⁾ Als Emittenten treten vor allem deutsche Banken, verstärkt aber auch Tochtergesellschaften ausländischer Institute ohne eigene Banklizenz auf, die statistisch dem Sektor der inländischen Nichtbanken zugeordnet werden.

Im Jahr 2007 haben auch die in der Zahlungsbilanz erfassten grenzüberschreitenden Aktivitäten deutscher Marktteilnehmer mit diesen Produkten eine deutliche Ausweitung erfahren, die hauptsächlich auf die Zunahme konzerninterner Transaktionen von inländischen Zweckgesellschaften mit ausländischen Mutter- und Schwesterunternehmen zurückzuführen waren. An erster Stelle betrifft dies den Handel mit strukturierten Wertpapieren, der, wie nachstehend erläutert, zum weit überwiegenden Teil den Schuldverschreibungen zugeordnet wird. Einen beachtlichen Umfang haben aber auch die von inländischen Emittenten mit ausländischen Kontrahenten geschlossenen Gegengeschäfte, mit denen die aus dem Verkauf dieser Wertpapiere resultierenden Risiken abgesichert werden. Da es sich bei diesen Positionen in der Regel um nicht verbriefte Finanzterminkon-

trakte handelt, werden sie in der Zahlungsbilanz bei den Derivaten erfasst.

Vergleichsweise kompliziert ist die zahlungsbilanzstatistische Erfassung der Wertpapiertransaktionen, denn herkömmliche statistische Klassifikationen können die Vielfalt strukturierter Produkte, auch angesichts rascher Innovationen, meist nicht geeignet abbilden. Da die Wertentwicklung strukturierter Produkte von der Kursentwicklung eines Basiswerts⁵⁾ abhängt, handelt es sich wirtschaftlich um Derivate. Aus juristischer Sicht hingegen handelt es sich in aller Regel um Schuldverschreibungen im Sinne des § 793 BGB, weil die Wertpapiere auf den Inhaber lauten und ein Leistungsversprechen verbriefen.

Die Klassifizierung in der Zahlungsbilanz stellt auf die juristischen Merkmale dieser Wertpapiere ab. Grenzüberschreitende Transaktionen in strukturierten Produkten, welche die Voraussetzungen des § 793 BGB erfüllen, werden daher den Schuldverschreibungen zugeordnet.⁶⁾ Strukturierte Wertpapiere, welche die Voraussetzungen des § 793 BGB nicht erfüllen, zählen zu den Finanzderivaten.

Die strikte Anwendung dieses Klassifikationsschemas führte Anfang 2007 zu einer Änderung des zahlungsbilanzstatistischen Ausweises von Optionsscheinen, das heißt von in Wertpapieren verbrieften Optionsrechten,

1 Strukturierte Produkte entstehen durch die Kombination der Eigenschaften unterschiedlicher Finanzinstrumente (Aktien, Anleihen, Devisen etc.) in einem Wertpapier. Durch die Vielzahl der Kombinationsmöglichkeiten und den Einsatz von Derivaten können so Anlage- oder Spekulationsinstrumente mit verschiedensten Rendite-Risiko-Profilen erzeugt werden. Am Finanzmarkt werden strukturierte Wertpapiere für Privatanleger häufig auch als Zertifikate bezeichnet. Eine andere wichtige Gruppe strukturierter Produkte sind die sog. Optionsscheine,

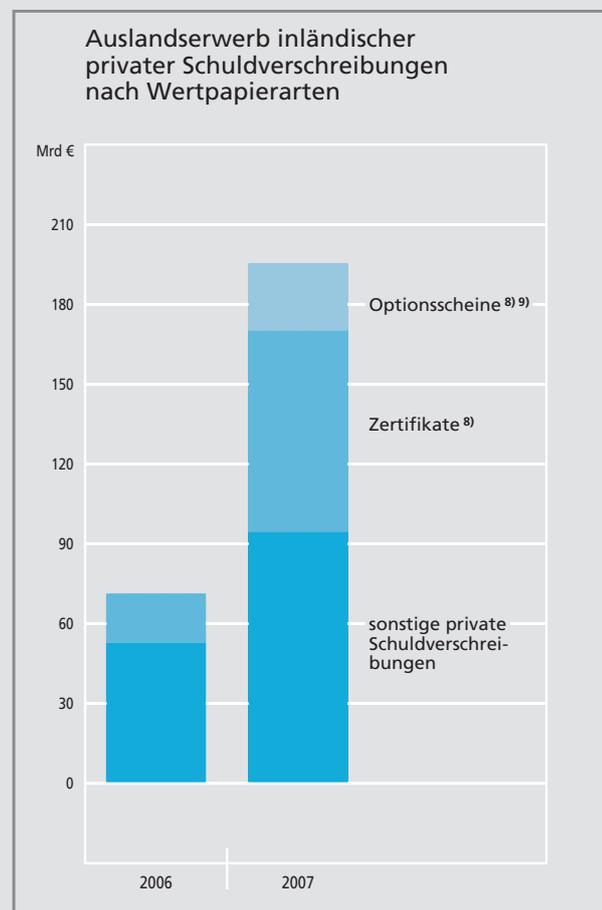
d.h. in Wertpapieren verbriefte Optionsrechte. — 2 Der Deutsche Derivate Verband e.V. ist Ende 2007 aus dem Zusammenschluss der beiden Branchenverbände Derivate Forum e.V. und Deutsches Derivate Institut e.V. hervorgegangen. — 3 Stand Ende 2006 bzw. Ende 2007 (Quelle: www.deutscher-derivate-verband.de). — 4 Die Schätzung des Marktvolumens erfolgt mit Hilfe des „Open Interest“ (offenen Positionen) der an der regelmäßigen Umfrage teilnehmenden Emittenten. Der „Open Interest“ eines einzelnen Wertpapiers wird als Produkt

die, wie erwähnt, ebenfalls zur Gruppe der strukturierten Produkte zählen. Bis einschließlich Januar 2007 wurden Optionsscheine generell in einer eigenen Unterkategorie innerhalb der Finanzderivate erfasst. Mit dem bankenstatistischen Rundschreiben 13/2007 vom 27. März 2007⁷⁾ aber wurde klargestellt, dass auch Optionsscheine ein Leistungsversprechen im Sinne des § 793 BGB verbiefen, wenn laut Emissionsbedingungen bei einem positiven Differenzbetrag am Fälligkeitstag beziehungsweise am letzten Tag der Ausübungsfrist das Optionsrecht ohne eine weitere Handlung des Inhabers als ausgeübt gilt. Da der weit überwiegende Teil der Optionsscheine das Merkmal der automatischen Ausübung aufweist, werden seit Februar 2007 so gut wie alle Transaktionen in diesen Wertpapieren nicht mehr den Finanzderivaten, sondern den Schuldverschreibungen zugerechnet.

Auf die Salden der betroffenen Zahlungsbilanzpositionen im Jahr 2007 hatten die vorgenannten Aktivitäten der Marktteilnehmer, auch wegen der Umklassifizierung der Optionsscheine, beachtliche Auswirkungen: So ist ein Großteil der Zunahme des Auslandserwerbs inländischer privater Schuldverschreibungen von 71 Mrd € im Jahr 2006 auf 195 ½ Mrd € im Jahr 2007 auf wachsende Käufe von Zertifikaten durch das Ausland (+ 57 ½ Mrd €) sowie den geänderten Ausweis von Optionsscheinen (+ 25 Mrd €) zurückzuführen. Spiegelbildlich hierzu haben inländische Emittenten ihre Nettokäufe von ausländischen Finanzterminkontrakten stark ausgeweitet,

der ausstehenden Stückzahl und des Marktpreises am Bewertungsstichtag ermittelt. Die Einzelwerte werden anschließend zum „Open Interest“ des Gesamtmarkts aufaddiert. — 5 Wobei der Basiswert (im Englischen „Underlying“ genannt) wiederum aus einem oder mehreren Finanzmarktinstrumenten (Aktien, Anleihen, Devisen, Indizes, etc.) bestehen kann. — 6 In Abhängigkeit von der Ursprungslaufzeit entweder den Geldmarktpapieren (unter einem Jahr) oder den Anleihen (über einem Jahr). — 7 http://www.bundesbank.de/download/presse/rundschreiben/2007/20070327_rs_13.pdf — 8 Wertpapiere die in der Wertpapierstammdatenbank „Wertpapiermitteilungen“ als Optionsscheine bzw. Zertifikate klassifiziert wurden und rechtlich Schuldverschreibungen nach § 793 BGB sind. — 9 Optionsscheine werden seit Februar 2007 als Schuldverschreibungen nach § 793 BGB klassifiziert, wenn sie das Merkmal der automatischen Ausübung aufweisen. Bis dahin wurden sie den Finanzderivaten zugeordnet.

die sich in dem von 6 ½ Mrd € im Jahr 2006 auf 71 Mrd € im Jahr 2007 gestiegenen Saldo der Finanzderivate niedergeschlagen haben.



load/presse/rundschreiben/2007/20070327_rs_13.pdf — 8 Wertpapiere die in der Wertpapierstammdatenbank „Wertpapiermitteilungen“ als Optionsscheine bzw. Zertifikate klassifiziert wurden und rechtlich Schuldverschreibungen nach § 793 BGB sind. — 9 Optionsscheine werden seit Februar 2007 als Schuldverschreibungen nach § 793 BGB klassifiziert, wenn sie das Merkmal der automatischen Ausübung aufweisen. Bis dahin wurden sie den Finanzderivaten zugeordnet.