

Ebenroth, Carsten-Thomas

Working Paper

Inhalt und Grenzen von Rechtswahlklauseln bei der internationalprivatrechtlichen Anknüpfung innovativer Finanzierungsinstrumente

Diskussionsbeiträge - Serie II, No. 63

Provided in Cooperation with:

Department of Economics, University of Konstanz

Suggested Citation: Ebenroth, Carsten-Thomas (1988) : Inhalt und Grenzen von Rechtswahlklauseln bei der internationalprivatrechtlichen Anknüpfung innovativer Finanzierungsinstrumente, Diskussionsbeiträge - Serie II, No. 63, Universität Konstanz, Sonderforschungsbereich 178 - Internationalisierung der Wirtschaft, Konstanz

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/101470>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

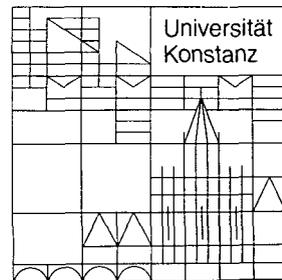
Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Sonderforschungsbereich 178
„Internationalisierung der Wirtschaft“

Diskussionsbeiträge



Juristische
Fakultät

Fakultät für Wirtschafts-
wissenschaften und Statistik

Carsten Thomas Ebenroth

**Inhalt und Grenzen
von Rechtswahlklauseln
bei der internationalprivatrechtlichen
Anknüpfung innovativer
Finanzierungsinstrumente**

**Inhalt und Grenzen von Rechtswahlklauseln
bei der internationalprivatrechtlichen
Anknüpfung innovativer
Finanzierungsinstrumente**

Carsten Thomas Ebenroth

Serie II - Nr. 63

A 9 2979/88
Weltwirtschaft
Kiel
96

Mai 1988

**Inhalt und Grenzen von Rechtswahlklauseln bei der
internationalprivatrechtlichen Anknüpfung
innovativer Finanzierungsinstrumente**

I. EINFÜHRUNG	1
II. INNOVATIVE ANLEIHEFORMEN	6
1. Erscheinungsformen	6
a) Innovationen bezüglich der Verzinsung	8
(1) Variabel verzinsliche Obligationen (Floating Rate Notes)	8
(a) Einfache Floating Rate Notes	8
(b) Floating Rate Notes mit Zinsbegrenzung	10
(c) Floating/Fixed Rate Notes	11
(2) Obligationen mit zeitlich unterschiedlichem Festzins - Staffelanleihen (Step Downs)	11
(3) Null-Kupon-Anleihen (Zero Bonds)	12
(a) Einfache Zero Bonds	12
(b) Stripped Bonds	13
(4) Deep Discount Bonds	16
b) Innovationen bezüglich der Währung	16
(1) In internationalen Rechnungseinheiten denominierte Obligationen	16
(2) Doppelwährungsanleihen (Dual Currency Bonds)	17
(3) Obligationen mit Währungsoption	18
c) Innovationen bezüglich der Laufzeit	18
(1) Perpetualanleihen (Perpetual Bonds)	18
(2) Obligationen mit variabler Laufzeit	20

d) Innovationen bezüglich der Kapitalzahlung	20
(1) Teilzahlungsanleihen (Partly Paid Bonds)	20
(2) Tilgungsanleihen (Serial Bonds)	21
e) Innovative Wandel- und Optionsanleihen	22
2. Anknüpfung nach deutschem und schweizerischem Kollisionsrecht	24
a) Vertragsstatut	24
(1) Subjektive Anknüpfung	28
(2) Objektive Anknüpfung	29
b) Sonderanknüpfungen	31
(1) Zwingende Vorschriften	31
(2) Gläubigerorganisation	32
(3) Prospekthaftung	33
III. NOTE FACILITIES	33
1. Erscheinungsformen	33
a) Grundstruktur	34
(1) Mittelbeschaffung	36
(a) Ausgabe von Geldmarktpapieren	36
(b) Distributionsverfahren	37
(2) Mittelzusage	39
b) Unterscheidungsmerkmale spezifischer Note Facilities	40
2. Anknüpfung nach deutschem und schweizerischem Kollisionsrecht	43
a) Vertragsstatut	43
(1) Subjektive Anknüpfung	46
(2) Objektive Anknüpfung	47

b) Sonderanknüpfungen	48
IV. ZINS- UND WÄHRUNGSSWAPS	49
1. Erscheinungsformen	49
a) Grundformen	49
b) Weiterentwicklungen	52
2. Anknüpfung nach deutschem und schweizerischem Kollisionsrecht	53
a) Vertragsstatut	53
(1) Subjektive Anknüpfung	53
(2) Objektive Anknüpfung	55
b) Sonderanknüpfungen	56
V. INNOVATIVE TERMINMARKTINSTRUMENTE	57
1. Erscheinungsformen	57
a) Financial Futures und Finanzoptionen	57
(1) Financial Futures	57
(2) Finanzoptionen	60
(3) Märkte und Marktteilnehmer	63
b) Börsenfreie Zinstermingeschäfte	65
(1) Forward Forward Deposits und Forward Rate Agreements	65
(2) Caps, Floors und Collars	66
(3) Märkte und Marktteilnehmer	68
2. Anknüpfung nach deutschem und schweizerischem Kollisionsrecht	69
a) Vertragsstatut	69

(1) Subjektive Anknüpfung	72
(2) Objektive Anknüpfung	72
(3) Ordre Public	73
b) Sonderanknüpfungen	75
VI. SCHLUB	75
LITERATUR	77

**Inhalt und Grenzen von Rechtswahlklauseln bei der
internationalprivatrechtlichen Anknüpfung
innovativer Finanzierungsinstrumente***

I. EINFÜHRUNG

Das internationale Finanzsystem ist in eine neue dritte Phase seit 1945 eingetreten und hat sich dabei in den letzten Jahren einem durchgreifenden Strukturwandel unterzogen¹, der sich mit den Begriffen Internationalisierung, Globalisierung, Deregulierung und Securitisation umschreiben läßt². Hauptmerkmal dieses Strukturwandels ist das Erscheinen einer Flut neuer, meist als Finanzinnovationen³ bezeichneter Finanzie-

* Ich danke meinem Assistenten, Herrn Assessor Ulrich Messer, für seine Mitarbeit.

¹ *Ebenroth*, Globale Herausforderungen durch die Verschuldungskrise, Konstanz 1987, S. 9; *Lusser*, Finanzinnovationen und die Stabilität der Finanzmärkte, Aussenwirtschaft 1987, 143; *Gieske*, Finanzinnovationen aus der Sicht der Notenbanken und Bankenaufsichtsbehörden, Die Bank 1986, 280.

² Vgl. *Schaad*, Tendenzen im internationalen Banking, Der Schweizer Treuhänder 1987, 45.

³ Zum Begriff vgl. *Franzen*, Finanzinnovationen - was ist das?, Die Bank 1988, 18; *Büschgen*, Finanzinnovationen, ZfB 1986, 301; *Hahn*, Innovationen in der Bankwirtschaft und anderswo - Gedanken zu einem Schlagwort, ZfgG 1987, 139.

rungsinstrumente auf den meisten Teilmärkten der internationalen Finanzmärkte⁴.

Da innovative Finanzierungsinstrumente häufig grenzüberschreitend und zwischen verschiedenen Rechtsordnungen unterliegenden Partnern eingesetzt werden, stellt sich bei ihnen häufig die Frage nach dem auf sie anwendbaren Recht. Wegen der großen Bedeutung des schweizerischen und deutschen Kapitalmarkts soll diese Frage aus der Sicht des deutschen sowie des schweizerischen Kollisionsrechts untersucht werden. Aktueller Anlaß hierzu ist der Beschluß der Bundesversammlung der schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. Dezember 1987⁵ bezüglich des Bundesgesetzes über das internationale Privatrecht (IPRG), durch den die jahrelangen Bemühungen in der Schweiz für eine Kodifikation und Neuregelung des schweizerischen Kollisionsrechts einen Abschluß gefunden haben⁶. Parallel zu der in der Schweiz nunmehr bewältigten Reform des Internationalen Privatrechts hat das deutsche Internationale Privatrecht ebenfalls unlängst eine Neuregelung erfahren. Am 25. Juli 1986 erging das Gesetz zur Neuregelung des Internationalen Privatrechts⁷, mit dessen Inkrafttreten am 1. September 1986 die im Einführungsgesetz zum BGB (EGBGB)

⁴ Zur Abgrenzung von Finanzmarktsegmenten und der Zuordnung von Finanzinnovationen vgl. *Denning*, Die Euro-Teilmärkte, Hamburg 1987, S. 23 ff., 71 ff.

⁵ BBl. 1988 I 5.

⁶ Vgl. hierzu Schweizerische Vereinigung für Internationales Recht (Hrsg.), Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht, Schlußbericht der Expertenkommission zum Gesetzesentwurf, Zürich 1979, S. 12 ff.; Botschaft des Schweizerischen Bundesrats zum Bundesgesetz über das internationale Privatrecht, BBl. 1983 I, 263.

⁷ BGBI. 1986 I, 1142.

enthaltenen kollisionsrechtlichen Bestimmungen einer Reform⁸ unterzogen wurden.

Der Strukturwandel auf den internationalen Finanzmärkten als Ursache für die Entwicklung neuer Finanzierungsinstrumente setzte in seinen Anfängen bereits in den 60er Jahren mit der durch das Entstehen der Eurogeschäfte bedingten Internationalisierung des Bankwesens ein⁹. Der Euromarkt entstand, als sich in Europa aus wirtschaftlichen und politischen Gründen Dollarguthaben in erheblichem Umfang akkumulierten und die Grundlage für Dollargeschäfte außerhalb der USA als Währungsursprungsland bildeten. Er erfuhr eine erhebliche Ausweitung und Ausdehnung auch auf außereuropäische Finanzplätze, als mit dem Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods 1973 die Wechselkurse mit erheblicher Kursvolatilität frei zu schwanken begannen und sich trotz flexibler Wechselkurse wegen der beiden Ölkrisen die weltweiten Ungleichgewichte der Leistungsbilanzen vergrößerten¹⁰. Ein weiterer Aufschwung für den Euromarkt trat durch die in den 70er Jahren von der internationalen Bankengemeinschaft erbrachte Kreditgewährung

⁸ Vgl. *Kege1*, Internationales Privatrecht, 6. Aufl., München 1987, S. 136 ff.

⁹ *Schaad*, Tendenzen im internationalen Banking, Der Schweizer Treuhänder 1987, 45; zur Internationalisierung der Wirtschaftsbeziehungen vgl. *Ebenroth*, Überlegungen zur Ausgestaltung transnationaler Investitionsverträge, in: Festschrift für *Ernst Stiefel*, München 1987, S. 147; *ders.*, Code of Conduct - Ansätze zur vertraglichen Gestaltung internationaler Investitionen, Konstanz 1987, S. 45 ff.; *ders.*, Mittelständische Unternehmen und globale Herausforderung, in: Festschrift für *Lothar Späth*, Heidelberg 1987, S. 612.

¹⁰ *Ebenroth*, Globale Herausforderungen durch die Verschuldungskrise, Konstanz 1987, S. 9; *Schaad*, Tendenzen im internationalen Banking, Der Schweizer Treuhänder 1987, 45.

an die Länder der Dritten Welt ein¹¹. Vor allem die Überschüsse der OPEC-Länder wurden als Petrodollars am Euromarkt angelegt. Das Recycling dieser Mittel erfolgte zu einem Großteil in Form von Krediten an Entwicklungsländer, was später zum Entstehen der seit August 1982 offenkundigen Verschuldungskrise dieser Staaten führte. Die starke Inflation insbesondere Ende der 70er Jahre bis Anfang der 80er Jahre mit in den einzelnen Ländern der westlichen Welt erheblich unterschiedlichen Inflationsraten bewirkte eine erhebliche Zinsvolatilität auf den einzelnen Finanzmärkten sowie starke Zinsunterschiede zwischen einzelnen Finanzmärkten.

Sämtliche dieser Faktoren verursachten eine internationale Vernetzung der einzelnen Finanzmärkte und führten dadurch zu deren Globalisierung¹². Der technologische Wandel und die verbesserte Kommunikationstechnik ermöglichten sodann die weltweite Abwicklung von Finanztransaktionen rund um die Uhr an den verschiedensten Finanzplätzen.

Die internationalen Finanzmärkte und deren Teilnehmer traten immer stärker zueinander in Wettbewerb. Dies hatte die Deregulierung¹³ der Finanzmärkte zur Folge. Es bildeten sich einerseits von regulativen Beschränkungen relativ freie Offshore-Plätze für Finanzdienstleistungen. Daneben wurden die regulativen Beschränkungen der nationalen Finanzmärkte

¹¹ *Ebenroth*, Globale Herausforderungen durch die Verschuldungskrise, Konstanz 1987, S. 9; *ders.*, Überlegungen zur Ausgestaltung transnationaler Investitionsverträge, in: Festschrift für *Ernst Stiefel*, München 1987, S. 147, 149; *Schaad*, Tendenzen im internationalen Banking, Der Schweizer Treuhänder 1987, 45.

¹² *Schaad*, Tendenzen im internationalen Banking, Der Schweizer Treuhänder 1987, 45, 47.

¹³ *Schuster*, Deregulierung im schweizerischen Bankenwesen, Die Bank 1988, 75; *Schaad*, Tendenzen im internationalen Banking, Der Schweizer Treuhänder 1987, 45, 47.

abgebaut, um deren internationale Konkurrenzfähigkeit zu erhalten. In den USA wurde das durch den Glass Steagall Act 1933 bedingte Trennbankensystem aufgeweicht, während in London durch den sogenannten Big Bang 1987 der Börsenhandel liberalisiert wurde. In Deutschland wurde der Finanzmarkt vor allem durch die mit Erklärung der Deutschen Bundesbank vom 12. April 1985 per 1. Mai 1985 wirksam gewordene sogenannte Restliberalisierung teilweise dereguliert¹⁴, während der traditionell liberale schweizerische Finanzmarkt seit Beginn der 80er Jahre durch Abbau verschiedener Regulierungen insbesondere im Bereich der Bankenaufsicht, der Mindestreservenpolitik, der Emissionskontrolle und des Kapitalverkehrs ebenfalls eine Deregulierung erfahren hat.

In der Folge dieser Entwicklungen wandelten sich die globalen Zahlungsströme und die Strukturen des internationalen Anlage- und Finanzierungsbedarfs. Die herkömmlichen Bankkredite als Buchforderungen nahmen ab, während das Volumen der wertpapiermäßig unterlegten Finanzierungen im Zuge der als Securitisation¹⁵ bezeichneten Entwicklung explosionsartig zunahm.

Die derart veränderten Rahmenbedingungen auf den internationalen Finanzmärkten lösten einen Innovationsprozeß aus, der sich in der Entwicklung neuer Finanzierungsinstrumente niederschlug. Die neuen Finanzierungsinstrumente haben insgesamt vier, je nach Instrument unterschiedliche Funktionen¹⁶. Mit der Funktion der Finanzierungskosteneffizienz tragen sie

¹⁴ Vgl. *Büschgen*, Finanzinnovationen, ZfB 1986, 301, 302.

¹⁵ *Schuster*, Deregulierung im schweizerischen Bankenwesen, Die Bank 1988, 75; *Dombret*, Die Verbriefung als innovative Finanzierungstechnik, Frankfurt 1987, S. 21.

¹⁶ *Saurer*, Bedeutung innovativer Instrumente für die Portfolio-Optimierung, Institut für Bankwirtschaft an der Hochschule St. Gallen (Hrsg.), Internationaler Wandel im Wertschriftengeschäft der Banken, St. Gallen 1987, S. 197.

zur Reduzierung von Finanzierungskosten bei. Mit der Hedging-Funktion ermöglichen sie ein gegenüber herkömmlichen Instrumenten besseres Risk Management bei der Sicherung gegen Zins-, Kurs- oder Preisrisiken. Mit der Arbitrage-Funktion helfen sie die Ausnutzung von Zins-, Kurs- oder Preisunterschieden auf verschiedenen Finanzmärkten bzw. Finanzmarktsegmenten zu ermöglichen. Mit der Spekulationsfunktion dienen sie der Ausnutzung erwarteter Marktentwicklungen.

II. INNOVATIVE ANLEIHEFORMEN

1. Erscheinungsformen

Ein erheblicher Teil der innovativen Entwicklungen auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten fand im Bereich der Anleihefinanzierung statt, dessen Anteil an den Kapitalmärkten gegenüber den Bereichen der Beteiligungsfinanzierung und der Kreditfinanzierung einen starken Zuwachs erfahren hat. Die bei den Anleihefinanzierungen eingeführten Finanzinnovationen betrafen hauptsächlich die Ausgestaltung der gegenseitigen Leistungsansprüche von Anleihegläubigern (Zins- und Kapitalzahlungsansprüche) und Anleiheschuldnern (Liberierungs- bzw. Kapitaleinzahlungsanspruch) und somit die Anleiheausstattung. Die Merkmale der Anleiheausstattung (insbesondere Art der Verzinsung, Zinszahlungszeitpunkte, Laufzeit und Anleihewährung), welche ursprünglich entsprechend der Ausgestaltung bei der traditionellen Anleihe als feststehend betrachtet worden sind, wurden bei der Entwicklung neuer Anleiheformen Modifikationen unterzogen oder mit neuen Rechten angereichert. Der je nach Bedarf kombinierte oder einzelne Einsatz dieser Variationen führte zur Schöpfung

jeweils abweichender neuer Anleiheformen¹⁷. Die von der traditionellen Anleihe abweichende Ausgestaltung der Gläubigeransprüche hatte das Erscheinen einer wahren Flut innovativer Kapitalmarktpapiere zur Folge, die als Sonderformen der Obligation¹⁸ diese Gläubigeransprüche verbriefen und zur gemeinsamen Grundform die bei der traditionellen Anleihe emittierte festverzinsliche Obligation (Straight Bond) haben¹⁹.

¹⁷ *Rölller*, Finanzinnovationen als Chancen der deutschen Banken im internationalen Wettbewerb, in: *Kolbeck*, Bankinnovationen, Frankfurt 1986, S. 11, 12.

¹⁸ Zur Terminologie: Bei einer Anleihe handelt es sich wirtschaftlich um eine mittel- bis langfristige Fremdkapitalaufnahme größeren Umfangs gegen Ausgabe von Wertpapieren (Schuldverschreibungen), die die Ansprüche der Anleihegläubiger verbriefen. Erfolgt die Fremdkapitalaufnahme in Teilbeträgen gegen Ausgabe von einheitlichen Schuldverschreibungen, werden die dabei ermittelten Wertpapiere als Obligationen (Teilschuldverschreibungen) bezeichnet, die Anleihegläubiger als Obligationäre, vgl. *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 1; *Meier-Hayoz/v.d.Crone*, Wertpapierrecht, Bern 1986, S. 269, ebenso die Terminologie im Schweizer OR, in dessen 33. Titel (Art. 1156 ff.) die im Rahmen einer Anleihe emittierten Wertpapiere als Anleiheobligationen bezeichnet werden; vgl. hierzu *Jäggi/Druoy/von Greyerz*, Wertpapierrecht, Basel 1985, S. 90 ff.; *Guhl/Merz/Kummer*, Das Schweizerische Obligationenrecht, 7. Aufl., Zürich 1980, S. 872 ff. In der Wertpapierpraxis wird terminologisch ungenau der Begriff der Anleihe häufig sowohl für die Fremdkapitalaufnahme als auch für die effektiven Stücke der dabei emittierten Obligationen verwendet, vgl. die auf dieser Praxis beruhende Terminologie bei *Schönle*, Bank- und Börsenrecht, 2. Aufl., München 1976, S. 225.

¹⁹ Vgl. *Mayr*, Anleiheformen des Euromarktes, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 41, 42; *Rölller*, Finanzinnovationen als Chancen der deutschen Banken im internationalen Wettbewerb, in: *Kolbeck*, Bankinnovationen, Frankfurt 1986, S. 11, 13; *Breuer*, Neue Formen am Anleihemarkt, in: *Bruns/Häuser* (Hrsg.), Innovationen auf Finanzmärkten, Frankfurt 1986, S. 7, 9.

a) Innovationen bezüglich der Verzinsung

(1) *Variabel verzinsliche Obligationen*
(*Floating Rate Notes*)

(a) *Einfache Floating Rate Notes*

Die seit den ersten Emissionen Anfang der 70er Jahre an den internationalen Kapitalmärkten am besten etablierte neuere Obligationsform ist die Floating Rate Note. Floating Rate Notes sind variabel verzinsliche Obligationen, deren Nominalzinssatz nicht von vornherein für die gesamte Laufzeit feststeht, sondern für jede der - im Verhältnis zur traditionellen Obligation kürzeren - Zinsperioden von drei bis sechs Monaten anhand einer von Marktschwankungen abhängigen Zinsbasis (Reference Rate) zuzüglich eines festen Aufschlages (Spread) bestimmt wird²⁰. Floating Rate Notes wurden im Rahmen der per 1. Mai 1985 wirksam gewordenen Restliberalisierung auch am deutschen Kapitalmarkt zugelassen²¹, während in der Schweiz keine entsprechenden Beschränkungen bestanden hatten²². Motiv für die Emission von Floating Rate Notes ist vor allem die Sicherstellung einer marktgerechten Verzinsung des Anleihekaptals für Anleiheschuldner und Obligationär während der gesamten Laufzeit, für den Anleiheschuldner

²⁰ *Ugeux*, Floating Rate Notes, 2. Aufl., London 1985, S. 33 ff.; *Fisher*, International Bonds, London 1981, S. 141 ff.; *Meier-Hayoz/v.d.Crone*, Wertpapierrecht, Bern 1986, S. 302; *Büschgen*, Finanzinnovationen, ZfB 1986, 301, 303 ff.

²¹ Vgl. oben I (Fn. 14) sowie *Büschgen*, Finanzinnovationen, ZfB 1986, 301, 302.

²² *Meier-Hayoz/v.d.Crone*, Wertpapierrecht, Bern 1986, S. 302.

ferner die Ausgewogenheit der bilanziellen Zinsstruktur. Die Verzinsung von Floating Rate Notes wird daher meist am Geldmarkt unter Heranziehung eines Zinssatzes für Termineinlagen als Zinsbasis ausgerichtet²³. Für Euro-Floating Rate Notes übliche Zinsbasis ist der LIBOR-Satz²⁴ für Terminanlagen in Eurodevisen am Londoner Bankenplatz, gebräuchlich sind jedoch auch sonstige Geldmarktsätze²⁵. Nach dem üblichen Konzept erfolgt die Festlegung der Höhe des Nominalzinssatzes einer Floating Rate Note unmittelbar vor Beginn der jeweiligen Zinsperiode unter Ermittlung der aktuellen Höhe der festgelegten Zinsbasis²⁶. Bei Rolling Rate Notes und Mismatch Floaters dagegen wird die Höhe der Zinsbasis in kürzeren Zeiträumen, z.B. monatlich ermittelt, maßgeblich für die Höhe des Nominalzinssatzes in einer bestimmten Zinsperiode ist dann das für diesen Zeitraum errechnete arithmetische Mittel dieser Werte²⁷.

²³ Zu sonstigen als Zinsbasis in Betracht kommenden Zinssätzen *Meier-Hayoz/v.d.Crone*, Wertpapierrecht, Bern 1986, S. 302.

²⁴ London interbank offered rate, Londoner Interbanken-Angebotssatz.

²⁵ Beispielsweise die übrigen IBOR-Sätze an sonstigen Finanzzentren wie FIBOR (Frankfurt, vgl. insb. hierzu *Büschgen*, Finanzinnovationen, ZfB 1986, 301, 304), LUXIBOR (Luxemburg), SIBOR (Singapur), HKIBOR (Hongkong), vgl. *Grabbe*, International Financial Markets, New York 1986, S. 328 - "IBOR"; aber auch die IBID-Sätze (interbank bid rate) als Interbanken-Nachfragesatz oder IMEAN bzw. IBMR (interbank mean rate) als Mittelsatz zwischen IBOR und IMEAN, vgl. *Büschgen*, a.a.O., S. 304; *Ugeux*, Floating Rate Notes, 2. Aufl., London 1985, S. 34; *Fisher*, International Bonds, London 1981, S. 142.

²⁶ Vgl. *Mayr*, Anleiheformen des Euromarktes, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 41, 48.

²⁷ Zu Rolling Rate Notes vgl. *Ugeux*, Floating Rate Notes, 2. Aufl., London 1985, S. 6; *Fisher*, International Bonds, London 1981, S. 147; zu Mismatch Floaters *Röllner*,

(b) *Floating Rate Notes mit Zinsbegrenzung*

Floating Rate Notes enthalten meist eine Zinsbegrenzung. Ursprünglich waren nahezu alle Floating Rate Notes mit einem Minimalzinssatz (Minimum Rate, Floor) ausgestattet²⁸. Unterschreitet dabei der aus Zinsbasis und Aufschlag errechnete Nominalzinssatz den festgelegten Minimalzinssatz, ersetzt letzterer für die betreffende Zinsperiode den Nominalzinssatz. Der Cap Floater, eine spätere Entwicklung, enthält einen Maximalzinssatz (Maximum Rate, Cap), der die Verzinsung entsprechend nach oben begrenzt. Eine Kombination zwischen beiden Formen ist der Minimax Floater²⁹. Er ist mit einer Zinsbegrenzung nach oben und unten (collar) ausgestattet und ist mit abnehmendem Abstand von Minimal- und Maximalzinssatz zunehmend einer festverzinslichen Obligation ähnlich.

Finanzinnovationen als Chancen der deutschen Banken im internationalen Wettbewerb, in: *Kolbeck*, Bankinnovationen, Frankfurt 1986, S. 11, 15. Bei Rolling Rate Notes ist Zinsbasis der den Feststellungszeiträumen entsprechende Geldmarktsatz, z.B. Zinsbasis 1-Monats-LIBOR bei monatlicher Feststellung. Bei Mismatch Floaters ist dieser Zusammenhang nicht gegeben, z.B. 6-Monats-LIBOR bei monatlicher Feststellung, was den Obligationären eine Möglichkeit zur Zinsarbitrage eröffnet, vgl. *Röllner*, a.a.O. S. 15; die Zinsbasis korrespondiert hier aber oft mit der Zinsperiode, z.B. 3-Monats-LIBOR bei dreimonatiger Zinsperiode.

²⁸ *Ugeux*, Floating Rate Notes, 2. Aufl., London 1985, S. 40; *Mayr*, Anleiheformen des Euromarktes, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 41, 48.

²⁹ *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 101 - "minimax floater".

(c) *Floating/Fixed Rate Notes*

Floating/Fixed Rate Notes sind variabel verzinsliche Obligationen, die unter bestimmten Umständen eine Umwandlung in eine festverzinsliche Obligation vorsehen³⁰. Es handelt sich bei ihnen um Hybridformen zwischen variabel und festverzinslichen Obligationen. Teilweise sehen sie einen variablen Zinssatz nur für einen Teil der Laufzeit bei fester Verzinsung im übrigen vor³¹. Drop Lock Bonds dagegen sind Floating Rate Notes, die sich in eine festverzinsliche Obligation unter bereits festgelegtem Nominalzinssatz umwandeln, wenn die variable Zinsbasis einen bestimmten Minimalsatz (trigger rate) unterschreitet³². Im Unterschied dazu räumen Convertible Floating Rate Notes dem Obligationär ein Optionsrecht auf Umwandlung des Papiers in eine festverzinsliche Obligation ein³³.

(2) *Obligationen mit zeitlich unterschiedlichem Festzins - Staffelanleihen (Step Downs)*

Staffelanleihen (Step Downs)³⁴ sind festverzinsliche Obligationen mit degressiver Verzinsung. Sie sehen eine Herab-

³⁰ *Ugeux*, Floating Rate Notes, 2. Aufl., London 1985, S. 6, 139 ff.

³¹ *Meier-Hayoz/v.d.Crone*, Wertpapierrecht, Bern 1986, S. 303 m.w.N.

³² *Ugeux*, Floating Rate Notes, 2. Aufl., London 1985, S. 139; *Fisher*, International Bonds, London 1981, S. 145.

³³ *Ugeux*, Floating Rate Notes, 2. Aufl., London 1985, S. 6, 142; *Fisher*, International Bonds, London 1981, S. 144.

³⁴ *Meier-Hayoz/v.d.Crone*, Wertpapierrecht, Bern 1986, S. 301.

setzung des Festzinssatzes in festgelegten Zeitpunkten um bestimmte Prozentsätze vor. Mit dieser Gestaltung der Verzinsung soll eine erwartete Senkung des Zinsniveaus berücksichtigt werden. Möglich ist für den Fall eines erwarteten Anstiegs des Zinsniveaus eine progressive Gestaltung der Verzinsung, indem der Festzinssatz in bestimmten Zeitpunkten um bestimmte Prozentsätze heraufgesetzt wird.

(3) *Null-Kupon-Anleihen (Zero Bonds)*

(a) *Einfache Zero Bonds*

Zero Bonds wurden erstmals Anfang der 80er Jahre auf dem amerikanischen Kapitalmarkt emittiert und sind inzwischen am schweizerischen Kapitalmarkt³⁵ sowie seit ihrer Zulassung im Zuge der sogenannten Restliberalisierung 1985 auch am deutschen Kapitalmarkt³⁶ eingeführt. Es handelt sich bei ihnen um Obligationen ohne Nominalverzinsung und damit ohne periodische Zinszahlung³⁷. Die Zinsleistungen werden durch einen erheblich unter dem Nennwert liegenden Ausgabekurs diskontiert, wobei die Differenz zwischen Ausgabe- und Rückzahlungskurs der thesaurierten Effektivverzinsung bis zur End-

³⁵ *Meier-Hayoz/v.d.Crone*, Wertpapierrecht, Bern 1986, S. 305.

³⁶ Vgl. oben I (Fn. 14) sowie *Büschgen*, Finanzinnovationen, ZfB 1986, 301, 307.

³⁷ *Kußmaul*, Betriebswirtschaftliche Überlegungen bei der Ausgabe von Null-Kupon-Anleihen, BB 1987, 1562; *Ulmer/Ihrig*, Ein neuer Anleihetyp: Zero-Bonds, ZIP 1985, 1169; *Betz*, Neue Finanzierungsformen, in: *Deutsche Bank* (Hrsg.), Neue Entwicklungen am internationalen Kapitalmarkt, Frankfurt 1986, S. 15.

fälligkeit entspricht³⁸. Es lassen sich nach Art der Diskontierung abdiskontierte und aufdiskontierte Zero-Bonds unterscheiden. Bei den üblichen abdiskontierten Typen erfolgt die Kapitalrückzahlung zu 100 % vom Nennwert, der Ausgabekurs liegt daher deutlich niedriger. Bei den aufdiskontierten Typen erfolgt die Ausgabe zu 100 % vom Nennwert, daraus ergibt sich ein deutlich höherer Rückzahlungskurs. Der innovative Charakter der Zero Bonds ist nicht in ihrer Ausgestaltung als Obligationen ohne laufende Zinszahlung begründet³⁹, sondern vor allem in ihrer uneingeschränkten Handelbarkeit als börsennotierte Inhaberpapiere⁴⁰.

(b) *Stripped Bonds*

Stripped Bonds sind ursprünglich die das Stammrecht auf Kapitalrückzahlung verbriefenden Hauptpapiere (Mäntel) von Obligationen nach Abtrennung (stripping) der Nebenpapiere⁴¹ wie Zinsscheine (Kupons), Erneuerungsscheine (Talons),

³⁸ Zahn, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 155 f. - "zero bond"; Büschgen, Finanzinnovationen, ZfB 1986, 301, 307.

³⁹ Vergleichbare Anlagemöglichkeiten werden schon seit langem angeboten, vgl. die Ausstattungsmerkmale der deutschen Bundesschatzbriefe Typ B als aufgezinste Anlagepapiere sowie die verschiedenen von Banken und Sparkassen angebotenen abgezinnten Sparbriefe und Kassenobligationen, vgl. Meier-Hayoz/v.d.Crone, Wertpapierrecht, Bern 1986, S. 309; ebenso Ulmer/Ihrig, Ein neuer Anleihetyp: Zero-Bonds, ZIP 1985, 1169 (Fn. 6).

⁴⁰ Kußmaul, Betriebswirtschaftliche Überlegungen bei der Ausgabe von Null-Kupon-Anleihen, BB 1987, 1562.

⁴¹ Zöllner, Wertpapierrecht, 14. Aufl., München 1987, § 27 II; Richardi, Wertpapierrecht, 1. Aufl., Heidelberg 1987, § 9 VIII.

Wandelrechts- oder Bezugsrechtsscheine⁴². Durch das Verfahren des Bond Stripping lassen sich im wirtschaftlichen Ergebnis Zero-Bonds entsprechende, sogenannte reine Stripped Bonds herstellen. Die im Zinsbogen einer verzinslichen Obligation enthaltenen, die Einzelansprüche auf Zinszahlung verbriefenden Kupons werden zunächst getrennt. Anschließend werden Mantel und einzelne Kupons⁴³ abgezinst an verschiedene Erwerber verkauft. Sowohl Mantel als auch Kupons ergeben dadurch Zero Bonds. Der Erwerber des Hauptpapiers erhält mangels Kupons keine Zinsleistungen auf das erworbene Stammrecht, während die Erwerber der Kupons ihrerseits auf die Zinsforderungen als nunmehr selbständige Hauptforderungen aus den Kupons keine (weitere) Verzinsung erhalten⁴⁴.

Aus der Weiterentwicklung dieses Verfahrens des Bond Stripping entstanden die sogenannten abgewandelten Stripped Bonds⁴⁵. Es handelt sich dabei um Zero Bonds, die in einem besonderen Verfahren emittiert werden⁴⁶. Eine Investmentbank erwirbt dabei eine Serie festverzinslicher Obligationen eines in der Regel staatlichen Schuldners und hinterlegt sie als

⁴² Zahn, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 139 - "stripped bonds".

⁴³ Zur selbständigen Veräußerbarkeit der Kupons Zöllner, Wertpapierrecht, 14. Aufl., München 1987, § 27 II.

⁴⁴ Kußmaul, Betriebswirtschaftliche Überlegungen bei der Ausgabe von Null-Kupon-Anleihen, BB 1987, 1562.

⁴⁵ Kußmaul, Betriebswirtschaftliche Überlegungen bei der Ausgabe von Null-Kupon-Anleihen, BB 1987, 1562, 1563; Mayr, Anleiheformen des Euromarktes, in: Bühler/Feuchtmüller/Vogel (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 41, 114.

⁴⁶ Kußmaul, Betriebswirtschaftliche Überlegungen bei der Ausgabe von Null-Kupon-Anleihen, BB 1987, 1562, 1563; Köhler, Innovationen im Bankgeschäft als geld- und währungspolitisches Problem, in: Kolbeck (Hrsg.), Bankinnovationen, Frankfurt 1986, S. 111, 124.

Sondervermögen bei einem Treuhänder. Dort werden Mäntel und Kupons der erworbenen Obligationen getrennt. Anschließend emittiert der Treuhänder eigene Zero Bonds in Serien mit unterschiedlichen Laufzeiten, denen die erworbenen Obligationen als Sicherheit unterlegt sind. Die Staffelung der Laufzeiten entspricht dabei den Fälligkeiten der einzelnen Zins- und Kapitalforderungen aus den erworbenen Obligationen, während der Gesamtwert der einzelnen Serien der Höhe der bei Fälligkeit fließenden Zins- bzw. Kapitalzahlungen aus den erworbenen Obligationen entspricht⁴⁷. In einer Abwandlung dieses Verfahrens werden die Hauptpapiere der erworbenen Obligationen nicht in die Unterlegung der Emission von Zero Bonds einbezogen, sondern als sogenannte reine Stripped Bonds sogleich weiterveräußert⁴⁸. Die Emission der Zero Bonds basiert dann in ansonsten gleicher Weise allein auf den Kupons der erworbenen Obligationen. Die in diesem Verfahren emittierten Zero Bonds werden insgesamt als sogenannte abgewandelte Stripped Bonds bezeichnet; am Markt erscheinen sie aber unter je nach Emittent verschiedenen, meist der Zoologie entlehnten Bezeichnungen⁴⁹ wie CATs (Certificate of Accrual on Treasury Securities), TIGRs (Treasury Investment Growth Receipts), LIONs (Lehmann Investment Opportunity Notes) oder

⁴⁷ Vgl. das Beispiel bei *Köhler*, Innovationen im Bankgeschäft als geld- und währungspolitisches Problem, in: *Kolbeck* (Hrsg.), Bankinnovationen, Frankfurt 1986, S. 111, 125; *Mayr*, Anleiheformen des Euromarktes, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 41, 114.

⁴⁸ Die Einbeziehung der Obligationenmäntel ist abhängig von ihrer Ausgestaltung als Inhaber- oder Namenspapier. Als Inhaberpapier werden sie aufgrund ihrer leichten Handelbarkeit weiterveräußert, als Namenspapiere in die Unterlegung einbezogen.

⁴⁹ *Köhler*, Innovationen im Bankgeschäft als geld- und währungspolitisches Problem, in: *Kolbeck* (Hrsg.), Bankinnovationen, Frankfurt 1986, S. 111, 125.

ZEBRAS (Zero-Coupon Euro-Sterling Bearer or Registered Accruing Securities).

(4) *Deep Discount Bonds*

Deep Discount Bonds sind Obligationen mit einer fixen Nominalverzinsung, die erheblich unter dem entsprechenden Kapitalmarktzins im Ausgabezeitpunkt liegt⁵⁰. Sie werden daher zu einem entsprechend unter dem Nennwert liegenden Ausgabekurs emittiert, wodurch die niedrigere Verzinsung kompensiert wird. Bei Deep Discount Bonds handelt es sich infolge der Ausstattung mit einer fixen Nominalverzinsung und einem erheblich unter dem Nennwert liegenden Ausgabekurs um eine Mischform zwischen Straight Bonds und Zero Bonds.

b) **Innovationen bezüglich der Währung**

(1) *In internationalen Rechnungseinheiten
denominierte Obligationen*

Auf den internationalen Kapitalmärkten ist verstärkt das Auftreten von in internationalen Rechnungseinheiten denominierten Obligationen zu beobachten. Bei diesen Obligationen sind die in ihnen verbrieften Zahlungsansprüche sowie meist auch der Ausgabepreis statt in einer nationalen Währung in einer internationalen Rechnungseinheit ausgedrückt⁵¹. Hauptanwendungsfall sind die seit ihrer ersten Plazierung 1981 in

⁵⁰ Vgl. *Mayr*, Anleiheformen des Euromarktes, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 41, 74.

⁵¹ *Kleiner*, Internationales Devisen-Schuldrecht, Zürich 1986, S. 253, 259; *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 274 ff.

zunehmendem Maße ausgegebenen ECU-Bonds⁵² als auf ECU, der Rechnungseinheit des Europäischen Währungssystems lautende Obligationen⁵³. Eine weitere Variante sind die SDR-Bonds, in Sonderziehungsrechten, der Rechnungseinheit des Internationalen Währungsfonds denominierte Obligationen. Da sich auf internationale Rechnungseinheiten lautende Forderungen letztlich nur in nationalen Währungen materialisieren lassen, enthalten in internationalen Rechnungseinheiten denominierte Obligationen meist die Festlegung einer bestimmten nationalen Währung als Zahlungswährung⁵⁴. Dem Anleger bietet sich bei diesen Obligationen der Vorteil einer im Verhältnis zu einer stabilen nationalen Währung höheren Verzinsung bei aufgrund der stabilisierenden Währung der den Rechnungseinheiten zugrundeliegenden Währungskorbmechanismen abschätzbarem Kursrisiko⁵⁵.

(2) *Doppelwährungsanleihen (Dual Currency Bonds)*

Als Doppelwährungsanleihen (Dual Currency Bonds) werden Obligationen bezeichnet, denen keine einheitliche Zahlungswährung zugrundeliegt. Meist lauten Ausgabepreis und Zinsansprüche auf eine andere Währung als der Nennwert und damit der Rück-

⁵² Vgl. hierzu (*o. Verf.*), Die Märkte für private ECU, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank August 1987, S. 32, 36.

⁵³ *Mayr*, Anleiheformen des Euromarktes, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 41, 79.

⁵⁴ Vgl. *Kleiner*, Internationales Devisen-Schuldrecht, Zürich 1986, S. 253 (Fn. 10).

⁵⁵ (*o. Verf.*), Die Märkte für private ECU, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank August 1987, S. 32, 36; *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 278 ff.

zahlungsbetrag⁵⁶. Häufig wird der Emission ein die Parität zwischen den verwendeten Zahlungswährungen bestimmender Basiskurs zugrundegelegt. Mit dieser Gestaltungsform wird beabsichtigt, das Währungsrisiko zwischen Obligationär und Anleiheschuldner zu verteilen.

(3) *Obligationen mit Währungsoption*

Bei Obligationen mit Währungsoption lauten sowohl Nennwert als auch Zinskupons auf zwei unterschiedliche Währungen. Der Obligationär hat bei jedem Zahlungstermin (Zinszahlung und Tilgung) ein Wahlrecht, in welcher Währung die Zahlung erfolgen soll. Für den Obligationär wird dadurch das Kursrisiko aus dem Austauschverhältnis beider Währungen ausgeschaltet, ohne daß er auf Gewinne aus ihm günstigen Kursentwicklungen verzichten muß. In Kauf zu nehmen ist dabei die im Verhältnis zu sonstigen vergleichbaren Papieren niedrige Verzinsung dieser Papiere.

c) **Innovationen bezüglich der Laufzeit**

(1) *Perpetualanleihen (Perpetual Bonds)*

Perpetualanleihen (Perpetual Bonds) sind Anleihen, die kein Fälligkeitsdatum aufweisen und daher mit unbegrenzter Lauf-

⁵⁶ *Mayr*, Anleiheformen des Euromarktes, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 41, 80; *Meier-Hayoz/v.d.Crone*, Wertpapierrecht, Bern 1986, S. 306; *Walz/Menichetti*, Kriterien zur Bewertung von Doppelwährungsanleihen, Die Bank 1987, S. 552; *Kleiner*, Internationales Devisen-Schuldrecht, Zürich 1986, S. 254 (Fn. 13); *Betz*, Neue Finanzierungsformen, in: *Deutsche Bank* (Hrsg.), Neue Entwicklungen am internationalen Kapitalmarkt, Frankfurt 1986, S. 15, 21.

zeit ausgestattet sind⁵⁷. Sie können mit einem Kündigungsrecht des Emittenten (Call Option) oder des Obligationärs (Put Option) ausgestattet sein, die unter festgelegten Voraussetzungen eine Kündigung ermöglichen. Dem Emittenten bieten sie aufgrund der grundsätzlich fehlenden Rückzahlungsverpflichtung den Vorteil der günstigen Beschaffung von eigenkapitalähnlichen Mitteln, dem Anleger den Vorteil einer im Verhältnis zu vergleichbaren befristeten Anlagen höheren Nominalverzinsung⁵⁸.

Der Markt für diese in neuerer Zeit⁵⁹ durchweg als Floating Rate Notes emittierten Papiere brach Ende 1986/Anfang 1987 zusammen⁶⁰. Trotz einer leichten Markterholung ist mit Neuemissionen von Perpetualanleihen in absehbarer Zeit nicht zu rechnen⁶¹.

⁵⁷ *Mayr*, Anleiheformen des Euromarktes, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 41, 86.

⁵⁸ Vgl. *Dumas/Pilato*, The Valuation of Perpetuals, in: *Perpetual Floating Rate Notes, A Special IFR Survey*, London 1987, S. 9 ff.; siehe im übrigen *Fisher*, *International Bonds*, London 1981, S. 147.

⁵⁹ Schuldverschreibungen mit unbegrenzter Laufzeit waren als sog. Rentenanleihen in der Zeit vor dem 1. Weltkrieg verbreitet, vgl. *Hahn*, Innovationen in der Bankwirtschaft und anderswo - Gedanken zu einem Schlagwort, ZfgG 1987, 139, 140; *Meier-Hayoz/v.d.Crone*, Wertpapierrecht, Bern 1986, S. 306.

⁶⁰ *Dumas/Pilato*, The Valuation of Perpetuals, in: *Perpetual Floating Rate Notes, A Special IFR Survey*, London 1987, S. 9, 10, 23; zu den Ursachen siehe insb. *Credit Suisse First Boston Research*, *Perpetual Exchange Offer*, ebenda, S. 39.

⁶¹ *Cohen*, New Buoyancy for the Floater, *The Banker* June 1987, 69, 70.

(2) *Obligationen mit variabler Laufzeit*

Zur Anpassung an veränderte Marktverhältnisse sehen verschiedene Obligationsformen die Möglichkeit einer Laufzeitverlängerung oder -verkürzung seitens Emittent oder Obligationär vor.

Beispielhaft seien hier die Flip-Flop-Titel⁶² genannt, die dem Obligationär einer längerfristigen Obligation das Recht einräumen, das Papier in eine Obligation mit kürzerer Laufzeit und niedrigerer Verzinsung mit der Möglichkeit des Rücktauschs umzutauschen.

d) **Innovationen bezüglich der Kapitalzahlung**

(1) *Teilzahlungsanleihen (Partly Paid Bonds)*

Teilzahlungsanleihen (Partly Paid Bonds) weisen einen gegenüber herkömmlichen Obligationen abweichenden Einzahlungsmodus auf⁶³. Während der Ausgabepreis einer Obligation vom Ersterwerber an den Emittenten normalerweise in gesamter Höhe unmittelbar bei der Ausgabe zu zahlen ist, erfolgt bei Teilzahlungsanleihen die Liberierung in mehreren Teilbeträgen, wobei die erste Rate anlässlich der Emission und die übrigen Raten in festgelegten Zeitpunkten fällig sind. Bis zur Einzahlung der letzten Rate werden die Gläubigerrechte in einer

⁶² Zahn, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 63 - "flip-flop floater", S. 65 - "flop option".

⁶³ Vgl. Bank for International Settlements, Recent Innovations in International Banking, Basel 1986, S. 265 - "partly paid bonds", S. 164; Mayr, Anleiheformen des Euromarktes, in: Bühler/Feuchtmüller/Vogel (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 41, 87.

bei einem Treuhänder hinterlegten Global- oder Sammelurkunde⁶⁴ verbrieft, erst danach erfolgt die Ausgabe von effektiven Einzelurkunden. In ihrer häufigsten Erscheinungsform ist bei Teilzahlungsanleihen vorgesehen, daß die Liberierung in zwei Raten erfolgt, wobei der kleinere Teilbetrag von 10-30 % des Ausgabepreises bei der Emission und der größere Restbetrag nach sechs bis neun Monaten fällig wird. Mit Zahlung der ersten Rate erhält der Anleger die Option, die Obligation gegen Volleinzahlung zu erwerben. Erfolgt die Einzahlung des Restbetrages bei Fälligkeit nicht, verfällt der Anspruch auf Rückzahlung des einbezahlten Teilbetrages und der darauf aufgelaufenen Zinsen⁶⁵. Hauptmotiv für die Ausgabe von Teilzahlungsanleihen ist es, dem Anleger das Ausnutzen eines erwarteten Kursrückgangs in der Anleihewährung durch die zeitliche Staffelung der Kapitaleinzahlung zu ermöglichen⁶⁶.

(2) Tilgungsanleihen (Serial Bonds)

Als Tilgungsanleihen (Serial Bonds) werden Obligationen bezeichnet, bei denen die Kapitalrückzahlung nicht in einem Gesamtbetrag zu einem einheitlichen Fälligkeitstermin

⁶⁴ Vgl. hierzu *Rickenbacher*, Globalurkunden und Bucheffekten im schweizerischen Recht, Zürich 1981, S. 127 ff.

⁶⁵ *Frank*, Theoretische Bewertung, Konditionengestaltung und Marktpreisbildung innovativer Finanzierungsinstrumente, Mitteilungen aus dem Institut für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Bonn Nr. 25, Bonn 1987, S. 6; *Mayr*, Anleiheformen des Euromarktes, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 41, 87; *Betz*, Neue Finanzierungsformen, in: *Deutsche Bank* (Hrsg.), Neue Entwicklungen am internationalen Kapitalmarkt, Frankfurt 1986, S. 15, 17.

⁶⁶ Bank for International Settlements, Recent Innovations in International Banking, Basel 1986, S. 164.

erfolgt, sondern ratenweise in einem festgelegten Zeitplan⁶⁷. Sie sind daher mit Rückzahlungskupons ausgestattet, die die einzelnen an den verschiedenen Fälligkeitsterminen zahlbaren Teilansprüche auf Kapitalrückzahlung verbrieften. Diese Anleiheform ermöglicht einem Emittenten mit in der Zukunft abnehmenden Finanzierungsbedarf, die Mittelaufnahme entsprechend flexibel zu gestalten, der Anleger wird jedoch mit dem Wiederanlagerisiko belastet.

e) **Innovative Wandel- und Optionsanleihen**

Wandelanleihen (Convertible Bonds) sind herkömmlicherweise Obligationen, die neben den normalen Gläubigerrechten (Kapitalrückzahlung und Verzinsung) mit einem Recht des Obligationärs auf Umtausch der Obligation in ein Beteiligungspapier des Emittenten zu festgelegten Konditionen innerhalb eines bestimmten Zeitraums ausgestattet sind⁶⁸. Übt der Obligationär das Wandelrecht aus, erlöschen die Gläubigerrechte aus der Obligation, an ihre Stelle treten Beteiligungsrechte.

Optionsanleihen (Warrant Issues) sind dagegen traditionell Obligationen, die neben dem normalen Gläubigerrecht ein Bezugsrecht (Optionsrecht) des Obligationärs auf Beteiligungspapiere des Emittenten zu festgelegten Konditionen innerhalb eines bestimmten Zeitraumes vorsehen⁶⁹. Das Bezugs-

⁶⁷ *Attems*, Innovative Instrumente aus der Sicht des Emittenten, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 241, 278; *Fisher*, International Bonds, London 1981, S. 146; *Ugeux*, Floating Rate Notes, 2. Aufl., London 1985, S. 135.

⁶⁸ *Meier-Hayoz/v.d.Crone*, Wertpapierrecht, Bern 1986, S. 313 ff.; *Koch/Vogel*, Zur handels- und steuerrechtlichen Behandlung von Optionsanleihen, BB Beilage 10/1986, 1, 3.

⁶⁹ *Meier-Hayoz/v.d.Crone*, Wertpapierrecht, Bern 1986, S. 321; *Koch/Vogel*, Zur handels- und steuerrechtlichen

recht ist meist in einem vom Mantel getrennten Optionsschein (Warrant) als Nebenpapier verbrieft, der vom Mantel getrennt gehandelt werden kann. Im Gegensatz zur Wandelanleihe bleiben die Gläubigerrechte aus der Obligation bei Ausübung des Optionsrechts unberührt.

Neben diesen sogenannten "Equity Linked Issues" sind in neuerer Zeit auf den Kapitalmärkten Wandel- und Optionsanleihen mit einem von der herkömmlichen Gestaltungsform abweichenden Gegenstand des Wandel- bzw. Optionsrechts erschienen. Es wurden Wandelanleihen emittiert, die anstelle eines Wandelrechts in Beteiligungspapiere des Emittenten ein Wandelrecht in Obligationen aus noch aufzulegenden Folgeanleihen des Emittenten (Back Bonds) zu vorab festgelegten Konditionen vorsehen. Emittiert wurden weiter Optionsanleihen, die anstelle eines Bezugsrechts auf Beteiligungspapiere des Emittenten mit Bezugsrechten auf Obligationen aus Folgeanleihen des Emittenten oder sonstige Anleihen, auf Beteiligungspapiere eines fremden Unternehmens, auf Edelmetalle oder Devisen ausgestattet sind⁷⁰.

Ausgegeben wurden auch Wandel- und Optionsanleihen, die weitere Modifikationen des Wandel- und Optionsrechts aufweisen, so beispielsweise die Festlegung eines Kündigungsrechts des Emittenten hinsichtlich des Wandel- bzw. Optionsrechts oder die Umwandlung des Wandelrechts in ein Optionsrecht nach Ablauf der Wandelperiode.

Behandlung von Optionsanleihen, BB Beilage 10/1986, 1, 3; Loos, Steuerliche und handelsrechtliche Einstufung von Aufgeld und Unterverzinslichkeit bei Optionsanleihen, BB 1988, 369; Betz, Neue Finanzierungsformen, in: *Deutsche Bank* (Hrsg.), Neue Entwicklungen am internationalen Kapitalmarkt, Frankfurt 1986, S. 15, 17.

⁷⁰ Vgl. Bank for International Settlements, Recent Innovations in International Banking, Basel 1986, S. 270 - "warrant", 167; Betz, Neue Finanzierungsformen, in: *Deutsche Bank* (Hrsg.), Neue Entwicklungen am internationalen Kapitalmarkt, Frankfurt 1986, S. 15, 17.

Diese innovativen Wandel- bzw. Optionsanleihen bieten dem Emittenten den Vorteil, wie bei herkömmlichen Wandel- oder Optionsanleihen in den Genuß einer unter dem Marktniveau liegenden Verzinsung zu kommen, ohne für den Fall der Ausübung des Wandel- bzw. Optionsrechts eine Kapitalerhöhung vornehmen zu müssen.

2. Anknüpfung nach deutschem und schweizerischem Kollisionsrecht

a) Vertragsstatut

Das auf innovative Anleiheformen anwendbare Recht ist wie bei herkömmlichen Anleihen nach dem Kollisionsrecht für Anleihen, das im wesentlichen ein Unterfall des Kollisionsrechts für schuldrechtliche Verträge ist⁷¹, zu ermitteln. Rechtlich handelt es sich bei einer Anleihe um die Gesamtheit der durch Anleiheverträge und anschließende Ausgabe der Obligationen begründeten Rechtsbeziehungen zwischen Obligationären als Anleihegläubigern und Emittent als Anleiheschuldner⁷².

Bei Auflegung einer Anleihe setzt der Emittent, soweit er sich wie im Regelfall eines Emissionskonsortiums bedient in Zusammenarbeit mit den federführenden Emissionsbanken, die Anleihebedingungen und das Emissionsverfahren fest. Aus den Anleihebedingungen ergibt sich der Inhalt der Leistungsansprüche von Anleihegläubigern und Anleiheschuldnern, die bei

⁷¹ Horn, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 481.

⁷² Horn, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 218.

den innovativen Anleiheformen eine neuartige Ausgestaltung erfahren haben. Die Anleihebedingungen, insbesondere bei Auslands- und Euroanleihen enthalten im Regelfall eine Rechtswahlklausel⁷³, durch die das auf die Anleihe anwendbare Recht bestimmt werden soll. Gewählt wird meist das Recht der federführenden Emissionsbank, des Emittenten, der Anleihewährung, des Emissionsorts oder ein neutrales Recht⁷⁴. Unter den zur Verfügung stehenden Emissionsverfahren wählt der Anleiheschuldner abhängig von Bonität und Emissionskosten das für ihn Günstigste. In Betracht kommen Festübernahme durch das Emissionskonsortium, Subskriptions- bzw. Tenderverfahren, freihändiger Verkauf, Privatplazierung und Plazierung über die Börse⁷⁵. Der Emittent erstellt zur Durchführung der Emission einen je nach gewähltem Emissionsverfahren und den hierfür einschlägigen Prospektvorschriften mehr oder weniger ausführlichen Emissionsprospekt, der die zur Beurteilung der auszugebenden Obligationen notwendigen Angaben über die Anleiheausstattung und den Anleiheschuldner enthält.

Bei der Emission werden zwischen Anleiheschuldner auf der einen Seite und Anleihegläubigern auf der jeweils anderen Seite unter Einbeziehung der Anleihebedingungen eine Vielzahl gleichlautender Verträge (Anleiheverträge) geschlossen, in denen der Anleihegläubiger sich zur Zahlung eines Kapitalbetrages und der Anleiheschuldner sich zur Ausgabe einer

⁷³ *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 485; *Kleiner*, Internationales Devisen-Schuldrecht, Zürich 1986, S. 256.

⁷⁴ *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 486; *Kleiner*, Internationales Devisen-Schuldrecht, Zürich 1986, S. 256.

⁷⁵ *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 89 ff.; *Meier-Hayoz/v.d.Crone*, Wertpapierrecht, Bern 1985, S. 280 ff.

Leistungsansprüche verbriefenden Obligation verpflichtet⁷⁶. Diese Anleiheverträge können, wenn, wie bei Euroanleihen üblich, die Anleiheemission durch Festübernahme (firm commitment underwriting) seitens der Emissionsbank erfolgt, in einem einheitlichen Übernahmevertrag (underwriting agreement) zwischen Anleiheschuldner und Emissionsbanken zusammengefaßt sein. Je nach Gestaltung des Übernahmevertrages verpflichten sich die konsortialführenden Banken gesamtschuldnerisch zur Zahlung des Anleihebetrages gegen Ausgabe sämtlicher Obligationen der Anleihe unter Unterbeteiligung der übrigen Emissionsbanken im Innenverhältnis des Konsortiums (europäisches System) oder sämtliche Emissionsbanken zur Einzahlung eines ihrer jeweiligen Übernahmequote entsprechenden Anleiheteilbetrages gegen Ausgabe der auf diese Quote entfallenden Obligationen (amerikanisches System)⁷⁷.

Bei den Anleiheverträgen handelt es sich, was insoweit international unstreitig ist, um schuldrechtliche Verträge. Umstritten ist jedoch mit je nach Rechtskreis unterschiedlicher herrschender Meinung, welchem Schuldvertragstypus diese Anleiheverträge zuzuordnen sind und insbesondere, ob sie als Kauf, Darlehen oder Verträge sui generis zu qualifizieren sind. Nach der in Deutschland und im angelsächsischen Rechtskreis herrschenden Auffassung handelt es sich bei den Anleiheverträgen um Kaufverträge, während in der Schweiz und im romanischen Rechtskreis die Auffassung überwiegt, daß es sich bei ihnen um Darlehensverträge handelt⁷⁸.

⁷⁶ Jäggi/Druey/von Greyerz, Wertpapierrecht, Basel 1985, S. 91; Horn, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 217, 219; Kleiner, Internationales Devisen-Schuldrecht, Zürich 1986, S. 252, 256.

⁷⁷ Horn, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 101 ff.

⁷⁸ Horn, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 138, 224 (Fn. 27); für Deutschland: Canaris,

Die Ausgabe der Obligationen erfolgt durch Begebung und Übergabe der Papiere. Die Begebung ist nach übereinstimmender deutscher⁷⁹ und schweizerischer⁸⁰ Auffassung als zweiseitiges (konstitutiver Begebungsvertrag) und nach übereinstimmender Auffassung der angelsächsischen und romanischen Rechtskreise⁸¹ als einseitiges, auf Begründung eines neuen, dem Text der Urkunde entsprechenden Rechts gerichtetes Rechtsgeschäft zu qualifizieren. Nach deutscher Auffassung⁸² ist der Begebungsvertrag als gemischter dinglicher (bezüglich der Übertragung des Papiers) und schuldrechtlicher (bezüglich der Begründung der verbrieften Gläubigerrechte) Vertrag zu qualifizieren, während für das schweizerische Recht die Auffassung vertreten wird, daß es sich beim Begebungsvertrag um einen ausschließlich schuldrechtlichen Vertrag handelt⁸³.

Großkomm. HGB, 3. Aufl., Bd. III/3 (Bankvertragsrecht), 2. Bearb., Berlin 1981, RdNr. 2243; aus der neueren deutschen Rechtsprechung vgl. BFH BB 1988, 322; für die Schweiz: *Jäggi/Druey/von Greyerz*, Wertpapierrecht, Basel 1985, S. 91; *Kleiner*, Internationales Devisen-Schuldrecht, Zürich 1986, S. 256 f.

⁷⁹ *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 228 m.w.N.; *Richardi*, Wertpapierrecht, Heidelberg 1987, S. 34 ff.

⁸⁰ *Jäggi/Druey/von Greyerz*, Wertpapierrecht, Basel 1985, S. 17; *Meier-Hayoz/v.d.Crone*, Wertpapierrecht, Bern 1985, S. 63; *Kleiner*, Internationales Devisen-Schuldrecht, Zürich 1986, S. 256.

⁸¹ *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 228.

⁸² Vgl. statt aller *Richardi*, Wertpapierrecht, Heidelberg 1987, S. 35.

⁸³ *Meier-Hayoz/v.d.Crone*, Wertpapierrecht, Bern 1986, S. 63.

Neben die Anleihe treten Nebenverträge, die zur Sicherung⁸⁴ und Organisation⁸⁵ der Anleihe geschlossen werden. Die Sicherung der Anleihe erfolgt im Regelfall durch eine Anleihegarantie als Personalsicherheit, durch die sich ein Dritter, meist die Muttergesellschaft des Anleiheschuldners oder eine staatliche Stelle zur Sicherung der Leistungsansprüche der Obligationäre verpflichtet⁸⁶. Als Anleiheorganisationsverträge werden zwischen Anleiheschuldner und Emissionsbanken hauptsächlich Zahlstellenabkommen, Tilgungsfonds und Anleihetrusts begründet, um die technische Abwicklung des Anleihedienstes zu gewährleisten. Die Nebenverträge einer Anleihe enthalten regelmäßig Rechtswahlklauseln, die meist der in den Anleihebedingungen getroffenen Rechtswahl entsprechen⁸⁷.

(1) *Subjektive Anknüpfung*

Die einer Anleihe und ihren Nebenverträgen zugrundeliegende Rechtswahl wird nach deutschem und schweizerischem⁸⁸ Internationalem Privatrecht anerkannt. Für Deutschland ergibt sich dies aus Art. 27 Abs. 1 EGBGB. Auch wenn Anleiheverträge als

⁸⁴ Horn, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 286 ff.

⁸⁵ Horn, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 328 ff.

⁸⁶ Horn, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 289 ff.

⁸⁷ Horn, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 292, 486.

⁸⁸ Vgl. Schweizerische Vereinigung für Internationales Recht (Hrsg.), Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht, Schlußbericht der Expertenkommission zum Gesetzesentwurf, Zürich 1979, S. 215 ff.; Heini, Die Rechtswahl im Vertragsrecht und das neue IPR-Gesetz, in: Beiträge zum neuen IPR des Sachen-, Schuld- und Gesellschaftsrechts, Festschrift für Rudolf Moser, Zürich 1987, S. 67.

Kaufverträge behandelt werden, ist das deutsche Internationale Privatrecht insoweit nicht nach Art. 2 EKG ausgeschlossen, da das EKG gemäß dessen Art. 5 Abs. 1 a auf den Wertpapierkauf nicht anwendbar ist.

Für die Schweiz folgt dies aus Art. 116 Abs. 1 IPRG. Das Haager Abkommen über das auf den internationalen Kauf beweglicher Sachen anwendbare Recht vom 15. Juni 1955, auf das Art. 118 Abs. 1 IPRG verweist, ist auf Anleihen nicht anwendbar, selbst wenn man die Erstausgabe einer Obligation entgegen der in der Schweiz herrschenden Meinung nicht als Darlehen, sondern als Kauf ansieht, da dieses Übereinkommen nach dessen Art. 1 Abs. 2 Satz 1 für den Kauf von Wertpapieren nicht gilt⁸⁹.

Die getroffene Rechtswahl muß für das deutsche und schweizerische Internationale Privatrecht übereinstimmend gemäß Art. 27 Abs. 1 S. 2 EGBGB bzw. Art. 116 Abs. 2 IPRG ausdrücklich sein oder sich mit hinreichender Sicherheit bzw. eindeutig aus dem Vertrag oder aus den Umständen ergeben.

(2) Objektive Anknüpfung

Enthalten eine Anleihe bzw. ihre Nebenverträge ausnahmsweise *keine* Rechtswahl, ist nach der subsidiären objektiven Anknüpfung des deutschen wie des schweizerischen⁹⁰ Internationalen

⁸⁹ Vgl. *Kege1*, Internationales Privatrecht, 6. Aufl., München 1987, S. 438.

⁹⁰ Vgl. Schweizerische Vereinigung für Internationales Recht (Hrsg.), Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht, Schlußbericht der Expertenkommission zum Gesetzesentwurf, Zürich 1979, S. 219 ff.; *Schwander*, Internationales Vertragsschuldrecht - Direkte Zuständigkeit und objektive Anknüpfung, in: Beiträge zum neuen IPR des Sachen-, Schuld- und Gesellschaftsrechts, Festschrift für *Rudolf Moser*, Zürich 1987, S. 79.

Privatrechts (Art. 28 EGBGB bzw. Art. 117 IPRG) das Recht des Staates maßgeblich, mit dem die Verträge die engste Verbindung bzw. den engsten Zusammenhang aufweisen. Dies führt aufgrund der Vermutung der Art. 28 Abs. 2 EGBGB bzw. Art. 117 IPRG und der für Anleihen entwickelten Anknüpfungsregeln meist zur Anwendbarkeit des Rechts des Emittenten, der federführenden Emissionsbanken, des Emissionsorts⁹¹ oder der Anleihewährung⁹². In Betracht kommt auch das Recht eines Garanten, da regelmäßig nur dieser an der Anleihe materiell interessiert ist⁹³. Bei staatlichen Schuldern wird im Zweifel am Recht des betreffenden Staates angeknüpft⁹⁴. Das Recht der Obligationäre ist aufgrund des Gedankens der einheitlichen Behandlung der gesamten Anleihe hingegen nicht in Betracht zu ziehen⁹⁵.

⁹¹ Soweit ein einheitlicher Emissionsort vorhanden ist, vgl. *Kleiner*, Internationales Devisen-Schuldrecht, Zürich 1986, S. 256.

⁹² *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 481 ff.; *Kleiner*, Internationales Devisen-Schuldrecht, Zürich 1986, S. 256.

⁹³ *Kleiner*, Internationales Devisen-Schuldrecht, Zürich 1986, S. 256.

⁹⁴ *Kege1*, Internationales Privatrecht, 6. Aufl., München 1987, S. 427; *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 483.

⁹⁵ *Horn*, Das Recht der internationalen Anleihen, Frankfurt 1972, S. 483.

b) **Sonderanknüpfungen**

(1) *Zwingende Vorschriften*

Sonderanknüpfungen bestehen bei Anleihen sowohl nach deutschem wie nach schweizerischem Kollisionsrecht hinsichtlich zwingender inländischer und ausländischer Vorschriften.

Nach Art. 34 EGBGB sind auf Anleihen in jedem Fall die zwingenden Vorschriften des deutschen Rechts anzuwenden, die den Sachverhalt ohne Rücksicht auf das Vertragsstatut regeln. Ergibt sich das Vertragsstatut aus der Anknüpfung an die Rechtswahl der Parteien, gelten nach Art. 27 Abs. 3 EGBGB zusätzlich neben den zwingenden Vorschriften des gewählten Rechts auch die zwingenden Vorschriften einer anderen Rechtsordnung, wenn der Sachverhalt abgesehen von Rechtswahl und einer etwaigen Gerichtsstandsvereinbarung nur zu dieser Rechtsordnung Bezug hat⁹⁶. Ist deutsches Recht Vertragsstatut, ist außer im Rahmen dieser Ausnahmenvorschrift und der weiteren Ausnahme nach Art. VIII Abschnitt 2 (b) des Abkommens über den Internationalen Währungsfonds⁹⁷ für ausländische Devisenvorschriften für die Anwendung zwingender Vorschriften ausländischer Rechtsordnungen kein Raum⁹⁸. Ist ausländisches Recht Vertragsstatut, so sind auch dessen zwingende Vorschriften und unter den Voraussetzungen von Art. 27 Abs. 3 EGBGB, Art. VIII Abschnitt 2 (b) des Abkommens über den Internationalen Währungsfonds die Vorschriften einer weiteren

⁹⁶ Vgl. *Kege1*, Internationales Privatrecht, 6. Aufl., München 1987, S. 422.

⁹⁷ Vgl. dazu *Ebenroth*, Banking on the Act of State, Konstanz 1985, S. 68; *Ebenroth/Teitz*, Winning or Losing by Default, The International Lawyer 1985, 225, 245.

⁹⁸ *Palandt-Heldrich*, Bürgerliches Gesetzbuch, 47. Aufl., München 1988, Art. 34 Anm. 3.

ausländischen Rechtsordnung zu beachten, soweit sie nicht gegen den deutschen *ordre public* nach Art. 6 EGBGB verstoßen.

Nach Art. 18 IPRG sind zwingende Bestimmungen des schweizerischen Rechts unabhängig vom Vertragsstatut anzuwenden. Zwingende Vorschriften ausländischer Rechtsordnungen können nach Art. 19 Abs. 1 IPRG ebenfalls unabhängig vom Vertragsstatut berücksichtigt werden, wenn nach schweizerischer Rechtsauffassung schützenswerte und offensichtlich überwiegende Interessen einer Partei es gebieten und der Sachverhalt mit jenem Recht einen engen Zusammenhang aufweist. Ob eine solche Bestimmung zu berücksichtigen ist, beurteilt sich gemäß Art. 19 Abs. 2 IPRG nach ihrem Zweck und den daraus sich ergebenden Folgen für eine nach schweizerischer Rechtsauffassung sachgerechte Entscheidung.

(2) Gläubigerorganisation

Sonderanknüpfungen im Anleiekollisionsrecht bestehen nach dem die Organisation der Anleihegläubiger und deren Befugnisse regelnden deutschen Reichsgesetz betreffend die gemeinsamen Rechte der Besitzer von Schuldverschreibungen⁹⁹ und Art. 1157 ff. OR¹⁰⁰, die unabhängig vom Vertragsstatut an den inländischen Wohnsitz bzw. die inländische Niederlassung des Anleiheschuldners anknüpfen.

⁹⁹ Abgedruckt in: *Bruns/Rodrian*, Handbuch Wertpapier und Börse, Berlin, Stand Aug. 1987, Nr. 520.

¹⁰⁰ Vgl. hierzu *Meier-Hayoz/v.d.Crone*, Wertpapierrecht, Bern 1986, S. 289 ff.; *Jäggi/Druey/von Greyerz*, Wertpapierrecht, Basel 1985, S. 92 ff.; *Merz/Kummer*, Das Schweizerische Obligationenrecht, 7. Aufl., Zürich 1980, S. 872 ff.

(3) *Prospekthaftung*

Weitere Sonderanknüpfungen bestehen hinsichtlich der Prospekthaftung. Die Prospekthaftung nach §§ 45, 46 des deutschen Börsengesetzes erstreckt sich unabhängig vom Vertragsstatut gemäß § 46 Abs. 1 BörsG auf diejenigen Stücke, welche aufgrund des Prospekts zum Börsenhandel zugelassen und vom Besitzer aufgrund eines im Inland abgeschlossenen Geschäfts erworben sind¹⁰¹.

Nach Art. 156 IPRG können Ansprüche aus öffentlicher Ausgabe von Beteiligungspapieren und Anleihen¹⁰² aufgrund von Prospekten, Zirkularen und ähnlichen Bekanntmachungen nach dem auf die in Anspruch genommene Gesellschaft anwendbaren Recht oder nach dem Recht des Staates geltend gemacht werden, in dem die Ausgabe erfolgt ist.

III. **NOTE FACILITIES**

1. **Erscheinungsformen**

Als innovative Finanzierungsinstrumente wurden seit Ende der 70er Jahre an den internationalen sowie an verschiedenen nationalen¹⁰³ Finanzmärkten Note Facilities eingeführt. Sie setzen sich vor allem an den Euromärkten als Euronote Facili-

¹⁰¹ Vgl. *Schwark*, Börsengesetz, München 1976, §§ 45, 46 RdNr. 14.

¹⁰² Für die Prospekthaftung bei Anleihen nach schweizerischem Recht vgl. Art. 1156, 752 OR, 39 BankG sowie *Jäggi/Druey/von Greyerz*, Wertpapierrecht, Basel 1985, S. 91 f.

¹⁰³ z.B. USA, Großbritannien, Frankreich, Niederlande.

ties durch und erschienen dort in einer Vielzahl von Variationen unter jeweils verschiedenen Bezeichnungen wie z.B. NIF, SNIF, RUF, TRUF, BONUS, MOFF, etc.¹⁰⁴

a) **Grundstruktur**

Alle Variationen von Note Facilities weisen eine gemeinsame Grundstruktur auf¹⁰⁵. Note Facilities sind Finanzierungstechniken, die einem Schuldner im Rahmen einer mittel- bis langfristigen Finanzierungsvereinbarung eine bedarfsgerechte Kapitalbeschaffung durch revolvingierende Ausgabe eigener Geldmarktpapiere über fremde Distributionswege in einem festgelegten Distributionsverfahren ermöglichen, meist verbunden mit einer Finanzierungsgarantie in Form einer Übernahme- oder Kreditverpflichtung¹⁰⁶.

¹⁰⁴ *Beaumont*, The difference between NIFs and RUFs, IFLR June 1985, 31; *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 209 ff.; *Büschgen*, Finanzinnovationen, ZfB 1986, 301, 328 ff.; *Boller*, Neue Finanzierungsformen aus der Sicht eines Industrieunternehmers, Der Schweizer Treuhänder 1987, 205.

¹⁰⁵ Vgl. *Dungan*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 221, 222; *ders.*, The structure of revolving underwriting facilities, in: *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 9; *Beaumont*, Documentation and legal aspects, ebenda, S. 63; *Büschgen*, Finanzinnovationen, ZfB 1986, 301, 329 f.

¹⁰⁶ *Bank for International Settlements*, Recent Innovations in International Banking, Basel 1986, S. 19; *Henderson*, The impact of US law on Euronote facilities, in: *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 79; *Dungan*, The structure of revolving underwriting facilities, in: *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 9; *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 106 - "note issuance facilities", S. 52 - "Euronote facilities"; *Schatzmann*, Neue Kapitalmarktformen: Eine Folge der

Aufgrund dieser Grundstruktur sind Note Facilities Mischformen aus Geld- und Anleihemarktinstrumenten (mittel- bis langfristige Kapitalbeschaffung durch Ausgabe kurzfristiger Wertpapiere) und, soweit sie eine Finanzierungsgarantie in Form einer Kreditverpflichtung vorsehen, aus Kreditmarktinstrumenten (Mittelzusage durch Krediteinräumung)¹⁰⁷, die die früher klar definierten Grenzen zwischen diesen Märkten verwischen¹⁰⁸.

Organisiert werden Note Facilities von einer oder mehreren Banken als Arranger bzw. Arranging Group, die die für die Mittelbeschaffung durch Ausgabe von Geldmarktpapieren und die Mittelzusage durch die Einräumung einer Finanzierungsgarantie notwendigen Vertragsbeziehungen vermitteln¹⁰⁹.

"Securitization", *Der Schweizer Treuhänder* 1987, 178, 179; *Kleiner*, Neue Kapitalmarktfinanzierungsformen - ihre schuldrechtliche Einordnung, *Der Schweizer Treuhänder* 1987, 202.

¹⁰⁷ *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 106 - "note issuance facilities"; *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 203.

¹⁰⁸ (*O. Verf.*), Innovationen im internationalen Bankgeschäft, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, April 1986, S. 25, 27; *Büschgen*, Finanzinnovationen, *ZfB* 1986, 301, 329.

¹⁰⁹ *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 203; *Schatzmann*, Neue Kapitalmarktformen: Eine Folge der "Securitization", *Der Schweizer Treuhänder* 1987, 178, 179.

(1) Mittelbeschaffung

(a) Ausgabe von Geldmarktpapieren

Bei den vom Schuldner zur Mittelbeschaffung eingesetzten Geldmarktpapieren handelt es sich normalerweise um Notes, am Euromarkt als Euronotes bezeichnet¹¹⁰. Diese Wertpapiere sind Schuldverschreibungen mit Laufzeiten von wenigen Tagen bis zu wenigen Jahren und relativ hohen Nennwerten. Im Regelfall sind sie Inhaberpapiere mit am Geldmarkt gängigen Laufzeiten von drei bis sechs Monaten und Nennwerten ab US-\$ 500.000. Häufig werden sie in Form von Eigenwechseln des Schuldners entsprechenden Wertpapieren emittiert¹¹¹. In abgezinster Form handelt es sich oft um Commercial Papers (CP), die am US-Geldmarkt bereits seit langem eingeführt sind¹¹². Handelt es

¹¹⁰ *Bank for International Settlements*, Recent Innovations in International Banking, Basel 1986, S. 19; *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 52 - "Euro-note facilities"; *Bolck*, Euronotes gewinnen im Wettbewerb der Finanzierungsinstrumente, Die Bank 1986, 513.

¹¹¹ *Bank for International Settlements*, Recent Innovations in International Banking, Basel 1986, S. 178; *Schatzmann*, Neue Kapitalmarktformen: Eine Folge der "Securitization", Der Schweizer Treuhänder 1987, 178; *Altneu/Jones/Alvarez-Moro*, Pricing, Syndication and placement processes, in: *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 19; *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 205; *Beaumont*, The difference between NIFs and RUFs, IFLR June 1985, 31, 32; *Kleiner*, Neue Kapitalmarktfinanzierungsformen - ihre schuldrechtliche Einordnung, Der Schweizer Treuhänder 1987, 202.

¹¹² *Friese*, Euro Commercial Paper gewinnt an Bedeutung, Die Bank 1988, 133; *Bolck*, Euronotes gewinnen im Wettbewerb der Finanzierungsinstrumente, Die Bank 1986, 513; *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 23 -

sich beim dem Schuldner um eine Bank, werden anstelle von Notes häufig Depositenzertifikate (Certificates of Deposit, CDs)¹¹³ emittiert, bei denen es sich um Rückzahlungsansprüche aus kurzfristigen Festgeldeinlagen verbriefende Schuldverschreibungen handelt.

(b) *Distributionsverfahren*

Für die Plazierung der vom Schuldner in einem festgelegten Gesamtrahmen je nach aktuellem Finanzierungsbedarf und jeweiliger Marktverfassung emittierten Geldmarktpapiere sind zwei Distributionsverfahren üblich, die alternativ verwendet werden¹¹⁴.

Im Placing Agent Verfahren¹¹⁵ werden die im Verlauf der Laufzeit der Note Facility die vom Schuldner jeweils emittierten

"Commercial Paper"; *Felix*, The US commercial paper market, in: *Felix* (Hrsg.), Commercial Paper, London 1987, S. 1; *Talbert*, Notes issuances facilities and the Euro commercial paper market, ebenda, S. 97; *Bank for International Settlements*, Recent Innovations in International Banking, Basel 1986, S. 9; Commercial Paper, Financial Times Survey, Financial Times vom 17.2.1988.

¹¹³ *Büschgen*, Finanzinnovationen, ZfB 1986, 301, 316; *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 205; *Bank for International Settlements*, Recent Innovations in International Banking, Basel 1986, S. 256 - "CD"; *Altneu/Jones/Alvarez-Moro*, Pricing, Syndication and placement processes, in: *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 19.

¹¹⁴ *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 205; *Bolck*, Euronotes gewinnen im Wettbewerb der Finanzierungsinstrumente, Die Bank 1986, 513.

¹¹⁵ *Altneu/Jones/Alvarez-Moro*, Pricing, Syndication and placement processes, in: *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 19, 31 f.; *Schatzmann*, Neue Kapital-

Papiere von einer einzigen Bank (Sole Placing System) oder von mehreren Banken als Mitgliedern eines Plazierungskonsortiums (Multiple Placing System), als Placing Agent(s) im Rahmen eines Alleinverkaufsrechts zu festgelegten Konditionen vollständig bzw. im Rahmen ihrer Plazierungsquote übernommen und anschließend am Geldmarkt plazierte.

Im Tender Panel-Verfahren¹¹⁶ werden die emittierten Papiere in einem von einer Bank als Tender Panel Agent für jede Emission mit einem Bietungskonsortium (Tender Panel) durchgeführten Bietungsverfahren von den Mitgliedern des Bietungskonsortiums (Tender Panel Members) entsprechend ihrer jeweiligen Zuschlagsquote übernommen und anschließend plazierte, wobei die Tender Panel Members, die die günstigsten Konditionen bieten, den Zuschlag erhalten. Das Tender Panel-Verfahren bietet dem Schuldner gegenüber dem Placing Agent-Verfahren den Vorteil, daß der Wettbewerb der Mitglieder des Bietungskonsortiums im Bietungsverfahren dem Schuldner die Plazierung der Papiere zu günstigeren Konditionen gewährleistet.

marktformen: Eine Folge der "Securitization", Der Schweizer Treuhänder 1987, 178, 179; *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 209; *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 106 - "note issuance facility".

¹¹⁶ *Altneu/Jones/Alvarez-Moro*, Pricing, Syndication and placement processes, in: *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 19, 32 f.; *Schatzmann*, Neue Kapitalmarktformen: Eine Folge der "Securitization", Der Schweizer Treuhänder 1987, 178, 179; *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 210; *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 106, 107 - "note issuance facility"; *Büschgen*, Finanzinnovationen, ZfB 1986, 301, 330.

Durch diese beiden Verfahren wird es dem Schuldner ermöglicht, die Wertpapierdistributionssysteme der als Placing Agent(s) oder als Tender Panel Members auftretenden Banken für die Plazierung der Papiere zu nutzen.

(2) *Mittelzusage*

Die Mittelzusage erfolgt durch Abgabe einer Finanzierungs-garantie seitens eines eigens hierfür zusammengestellten Garantiekonsortiums, dessen Mitglieder sich für den Fall des Nichtgelingens der Papierplazierung durch Placing Agent(s) oder das Tender Panel für die Laufzeit der Note Facility gegenüber dem Schuldner zur Bereitstellung des dadurch entstehenden Finanzierungsbetrages verpflichten. Diese Finanzierungs-garantie kann in zwei Formen erfolgen, die in der Praxis alternativ oder kumulativ angewandt werden¹¹⁷.

Im Underwriting-Verfahren¹¹⁸ verpflichten sich die Mitglieder des Garantiekonsortiums als Underwriter vergleichbar der Festübernahme durch ein Übernahmekonsortium¹¹⁹ bei einer Anleiheemission durch Eingehung einer Übernahmeverpflichtung (Underwriting Commitment) zur Festübernahme der nicht plazierten Papiere zu festgelegten Konditionen.

¹¹⁷ *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 210; *Kleiner*, Neue Kapitalmarktfinanzierungsformen - ihre schuldrechtliche Einordnung, *Der Schweizer Treuhänder* 1987, 202.

¹¹⁸ *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 216; *Schatzmann*, Neue Kapitalmarktformen: Eine Folge der "Securitization", *Der Schweizer Treuhänder* 1987, 178, 179.

¹¹⁹ *Kleiner*, Neue Kapitalmarktfinanzierungsformen - ihre schuldrechtliche Einordnung, *Der Schweizer Treuhänder* 1987, 202.

Im Stand-by-Verfahren¹²⁰ verpflichten sich die Mitglieder des Garantiekonsortiums vergleichbar einem herkömmlichen Kreditkonsortium durch Eingehung einer Kreditverpflichtung (Stand-by Commitment), den Finanzierungsfehlbetrag durch Bereitstellung kurzfristiger, Kontokorrentkrediten vergleichbarer Kredite (Stand-bys) abzudecken. In beiden Verfahren besteht die jeweilige Finanzierungsgarantie durchweg nur bis zu einem Höchstbetrag (Back-up- bzw. Stand-by-Line), der nicht notwendigerweise dem Gesamtrahmen der Emission entsprechen muß.

Im Rahmen einer Finanzierungsgarantie wird dem Schuldner meist zusätzlich ein Überbrückungskredit (swing line) eingeräumt, durch die der Schuldner den infolge von Ineffizienzen beim Clearing bestehenden Zeitraum zwischen Papierplazierung und Eingang des Gegenwerts überbrücken kann¹²¹.

b) Unterscheidungsmerkmale spezifischer Note Facilities

Enthält eine Note Facility neben der Organisation der Mittelbeschaffung zu deren Absicherung eine verbindliche Mittelzusage, wird sie als Committed Note Facility, andernfalls als Uncommitted Note Facility bezeichnet. Bei Uncommitted Note Facilities erfolgt jedoch meist eine Absicherung des Schuldners durch eine von der Note Facility unabhängige Stand-by

¹²⁰ *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 216; *Büschgen*, Finanzinnovationen, ZfB 1986, 301, 330; *Kleiner*, Neue Kapitalmarktfinanzierungsformen - ihre schuldrechtliche Einordnung, Der Schweizer Treuhänder 1987, 202, 203.

¹²¹ *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 208, 216; Beispiel bei *Stenram*, A RUF facility with a swing line option, in: *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 199.

Facility eines Kreditkonsortiums, um Finanzierungslücken zu vermeiden und um ein besseres Rating der emittierten Papiere zu erreichen¹²². Committed Facilities lassen sich ferner nach der jeweils gewählten Form der Mittelzusage in Underwritten Note Facilities (bei Übernahmeverpflichtung), Stand-by Note Facilities (bei Kreditverpflichtung) und Underwritten Stand-by Note Facilities (bei Verwendung beider Formen) unterscheiden. Der Begriff Stand-by Note Facility wird dabei häufig auch für Note Facilities verwendet, die nach Absicht der Parteien nicht dauerhaft, sondern lediglich zur Überbrückung von Finanzierungslücken in Anspruch genommen werden. Handelt es sich bei den emittierten Papieren um Commercial Papers, wird die Note Facility oft als Commercial Paper Programme bezeichnet¹²³.

Unter dem Begriff NIF (Note Issuance Facility) werden in der Praxis in der Regel sämtliche Note Facilities verstanden, häufig wird der Begriff aber ausschließlich für Uncommitted Note Facilities verwendet¹²⁴. Als RUFs (Revolving Underwriting Facilities) werden meist Committed Facilities unabhängig von der Form der Mittelzusage bezeichnet, teilweise wird der Begriff jedoch auch als Synonym für NIFs verwendet¹²⁵. Sämt-

¹²² *Bank for International Settlements, Recent Innovations in International Banking, Basel 1986, S. 19; vgl. Baum, Rating-Systeme und ihre Methoden, Mitteilungen aus dem Institut für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Bonn Nr. 26, Bonn 1987, S. 18 ff.*

¹²³ *Talbert, Note issuance facilities and the Euro Commercial paper market, in: Felix (Hrsg.), Commercial Paper, London 1987, S. 97; Bruckermann, Der Euro-Note-Markt, in: Deutsche Bank, Neue Entwicklungen am internationalen Kapitalmarkt, Frankfurt 1986, S. 25.*

¹²⁴ *Beaumont, Documentation and legal aspects, in: Bankson/Lee (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 63 f.; vgl. ebenda S. 178 - "NIF".*

¹²⁵ *Beaumont, Documentation and legal aspects, in: Bankson/Lee (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 63; ders., The*

liche übrigen in der Praxis für Note Facilities verwendeten Bezeichnungen beziehen sich auf Ableitungen aus diesen Grundformen. Bei einer SNIF (Syndicated Note Issuance Facility) handelt es sich in der Regel um eine NIF oder RUF, bei der die Wertpapierdistribution im Tender Panel-Verfahren erfolgt¹²⁶. Eine TRUF (Transferable Revolving Underwriting Facility) ist eine RUF, bei der die Garantiepflicht eines Garantiegebers übertragbar ist¹²⁷. Als BONUS (Borrowers' Option for Notes and Underwritten Stand-by Facility)¹²⁸ wird eine Note Facility bezeichnet, bei der der Schuldner nach Wahl Notes oder Commercial Papers auf verschiedenen Märkten emittieren und bei Absatzschwierigkeiten je nach Bedarf ein Underwriting Commitment oder ein Stand-by Commitment in Anspruch nehmen kann. Eine MOFF (Multi-Option Funding Facility) ermöglicht einem Schuldner in einem Bietungsverfahren die Wahl zwischen Mittelaufnahme durch Ausgabe von Geldmarktpapieren oder der Aufnahme kurzfristiger Kredite sowie die Wahl zwischen verschiedenen Währungen und Basiszinssätzen¹²⁹.

difference between NIFs and RUFs, IFLR June 1983, 31 f.; *Bank for International Settlements*, Recent Innovations in International Banking, Basel 1986, S. 19.

- ¹²⁶ *Beaumont*, The difference between NIFs and RUFs, IFLR June 1985, 31; *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 179 - "SNIF", die diese Note Facility jedoch als short term note issuance facility bezeichnen.
- ¹²⁷ *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 213; *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 180 - "TRUF".
- ¹²⁸ *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 216; ; Beispiel bei *Elstein*, A BONUS facility, in: *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 112.
- ¹²⁹ *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 215;

Es wurde noch eine Vielzahl weiterer Note Facilities unter jeweils abweichenden Bezeichnungen entwickelt, die sich in ihrer Konzeption von den beschriebenen Techniken meist nur marginal unterscheiden¹³⁰.

2. Anknüpfung nach deutschem und schweizerischem Kollisionsrecht

a) Vertragsstatut

Die Einrichtung einer Note Facility erfolgt durch Abschluß eines Note Facility Agreement als mehrseitiger schuldrechtlicher Vertrag zwischen Schuldner und den an der Note Facility in ihren verschiedenen Funktionen beteiligten Banken.

Hierzu beauftragt der Schuldner zunächst eine oder mehrere Banken als Arranger bzw. Arranging Group, zu seinen Gunsten eine Note Facility einzurichten. Diese aufgrund schriftlicher Offerte erteilte Mandat¹³¹ wäre nach deutschem Recht als ein auf eine Werkleistung gerichteter entgeltlicher Geschäftsbesorgungsvertrag im Sinne der §§ 675, 631 BGB zu qualifizieren, der im wesentlichen den auftragsrechtlichen Vorschriften der §§ 663, 665-670, 672-674 BGB unterliegt.

Bankson/Lee (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 178 - "MOFF".

¹³⁰ Vgl. hierzu *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, Kap. 9 nebst Anhang "Complete Listing of Euronote facilities 1978-85".

¹³¹ Vgl. *Altneu/Jones/Alvarez-Moro*, Pricing, Syndication and Placement processes, in: *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 19, 27.

Nach schweizerischem Recht wäre das Mandatsverhältnis als einfacher Auftrag gemäß Art. 394 ff. OR¹³² zu qualifizieren, da die Unentgeltlichkeit im Schweizer Recht anders als im deutschen Recht nicht Begriffsmerkmal des Auftrages ist¹³³.

Der bzw. die Arranger arbeiten in einer Vorbereitungsphase¹³⁴ zunächst entsprechend der Wünsche und Bedürfnisse des Schuldners die spezifische Struktur der einzurichtenden Note Facility aus. Es wird festgelegt, welche Art Geldmarktpapiere bis zu welchem Gesamtbetrag vom Schuldner emittiert werden können, in welchem Verfahren die Mittelbeschaffung durch Wertpapierdistribution erfolgen soll (Placing Agent- oder Tender Panel-Verfahren), in welcher Art (Festübernahme- oder Kreditverpflichtung) und in welcher Höhe die Mittelzusage durch Einräumung einer Finanzierungsgarantie erfolgen soll. Entsprechend der dort festgelegten Struktur der Note Facility werden anschließend ausgewählte Banken unter Übermittlung eines Informationsmemorandums¹³⁵ dazu eingeladen, an der Note Facility teilzunehmen. Seitens der angesprochenen, interessierten Banken wird sodann mitgeteilt, welche der angebotenen Rollen als Placing Agent, Tender Panel Manager, Tender Panel Member oder Underwriter sie zu übernehmen bereit sind. Die

¹³² Zur Abgrenzung des Auftrags vom Werkvertrag vgl. *Gautschi*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, 2. Abt. 4. Teilbd., 3. Aufl., Bern 1971, Art. 394 OR RdNr. 63 a ff.

¹³³ *Guhl/Merz/Kummer*, Das Schweizerische Obligationenrecht, 7. Aufl., Zürich 1980, S. 459; *Gautschi*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, 2. Abt. 4. Teilbd., 3. Aufl., Bern 1971, Art. 394 OR RdNr. 70 ff.

¹³⁴ Vgl. hierzu die Übersicht bei *Altneu/Jones/Alvarez-Moro*, Pricing, Syndication and Placement processes, in: *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 19, 27.

¹³⁵ *Altneu/Jones/Alvarez-Moro*, Pricing, Syndication and Placement processes, in: *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 19, 28.

Teilnahme kann sich auf die Mittelbeschaffung oder die Mittelzusage beschränken oder sich auf beide Funktionen erstrecken. Aufgrund der vom herkömmlichen Konsortialkredit abweichenden Grundstruktur einer Note Facility sind beide Funktionen voneinander losgelöst, so daß der Kreis der mittelbeschaffenden Banken mit dem Kreis der mittelzusagenden Banken in der Regel nicht übereinstimmt. Häufig übernehmen einzelne Banken jedoch beide Funktionen¹³⁶, so daß beispielsweise Banken, die als Underwriter fungieren, oft gleichzeitig im Tender Panel vertreten sind. Teilweise werden eine oder beide Funktionen auch von einem Arranger mitübernommen, der dann gleichzeitig als Placing Agent, Tender Panel Manager bzw. Member oder Underwriter auftritt¹³⁷.

Der Schuldner, der/die Arranger und die zusagenden Banken schließen anschließend das Note Facility Agreement als mehrseitigen Vertrag, in dem die der ausgearbeiteten Struktur der Note Facility entsprechenden Rechte und Pflichten der Beteiligten festgelegt werden. Das Note Facility Agreement ist nach deutschem wie nach schweizerischem Recht als gemischt-typischer Vertrag zu qualifizieren. Hinsichtlich der Mittelbeschaffung enthält er Elemente eines auf mangels Marktplatzierungsgarantie eine Dienstleistung gerichteten entgeltlichen Geschäftsbesorgungsvertrages nach §§ 675, 611 BGB bzw. eines Auftrags nach Art. 394 ff. OR. Bei Vorliegen einer Mittelzusage durch Übernahmeverpflichtung hinsichtlich der nicht plazierten Geldmarktpapiere seitens der Underwriter enthält das Note Facility Agreement entsprechend der in Deutschland zur Festübernahme von Anleiheobligationen vertre-

¹³⁶ *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 205.

¹³⁷ *Kostner/Niederkofler*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler/Feuchtmüller/Vogel* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 201, 214.

tenen herrschenden Meinung insoweit *kaufrechtliche*, nach in der Schweiz hierzu vertretener herrschender Meinung *darlehensvertragliche* Elemente. Bei Mittelzusage durch Bereitstellung eines revolvingenden Kredits bzw. einer Swing-Line enthält das Note Facility Agreement insoweit Elemente eines Krediteröffnungsvertrages¹³⁸.

Zur Organisation der Note Facility werden meist zusätzlich Nebenverträge zwischen Schuldner, Arranger(n) und weiteren Banken geschlossen, um die technische Abwicklung der Note Facility zu ermöglichen. Es handelt sich dabei hauptsächlich um Zahlstellenabkommen¹³⁹ zur Abwicklung insbesondere des aus der Wertpapierplazierung und -bedienung resultierenden Zahlungsverkehrs.

(1) *Subjektive Anknüpfung*

Die Bestimmung der auf die zur Einrichtung einer Note Facility geschlossenen Verträge - Mandatsvertrag zwischen Schuldner und Arranger bzw. Arranging Group, Note Facility Agreement und Nebenverträge erfolgt nach deutschem wie nach schweizerischem Internationalem Privatrecht (Art. 27 Abs. 1 EGBGB, Art. 116 Abs. 1 IPRG) primär nach der von den Parteien hier entsprechend der Praxis bei Anleihen üblicherweise getroffenen Rechtswahl¹⁴⁰.

¹³⁸ Vgl. *Canaris*, Großkomm. HGB, 3. Aufl., Bd. III/3 (Bankvertragsrecht), 2. Bearb., Berlin 1981, RdNr. 1200 ff.

¹³⁹ *Altneu/Jones/Alvarez-Moro*, Pricing, Syndication and Placement processes, in: *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 30.

¹⁴⁰ *Altneu/Jones/Alvarez-Moro*, Pricing, Syndication and Placement processes, in: *Bankson/Lee* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 19, 30.

(2) *Objektive Anknüpfung*

Liegt den zur Einrichtung einer Note Facility geschlossenen Verträgen *keine* Rechtswahl zugrunde, ist nach der subsidiären objektiven Anknüpfung des deutschen wie des schweizerischen Internationalen Privatrechts Vertragsstatut das Recht des Staates, zu dem die Verträge die engste Verbindung (Art. 28 EGBGB) bzw. den engsten Zusammenhang (Art. 117 IPRG) aufweisen. Für das deutsche Internationale Privatrecht wird nach Art. 28 Abs. 2 vermutet, daß der Vertrag die engste Verbindung mit dem Staat aufweist, in dem die Partei, welche die charakteristische Leistung zu erbringen hat, im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses ihren gewöhnlichen Aufenthalt bzw. ihre Hauptverwaltung hat, und, soweit der Vertrag in Ausübung einer beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit dieser Parteien geschlossen worden ist, daß er die engsten Verbindungen zu dem Staat aufweist, in dem sich die Hauptniederlassung dieser Partei befindet oder in dem sich, wenn die Leistung nach dem Vertrag von einer anderen als der Hauptniederlassung zu erbringen ist, die andere Niederlassung befindet. Nach schweizerischem Internationalen Privatrecht¹⁴¹ wird gemäß Art. 117 Abs. 2 IPRG vermutet, der engste Zusammenhang bestehe mit dem Staat, in dem die Partei, welche die charakteristische Leistung erbringen soll, ihren gewöhnlichen Aufenthalt oder, wenn sie den Vertrag aufgrund einer beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit geschlossen hat, in dem sich ihre Niederlassung befindet, wobei gemäß Art. 117 Abs. 3 Buchst. c IPRG bei Auftrag, Werkvertrag und ähnlichen Dienstleistungsverträgen als *charakteristische Leistung die Dienstleistung* gilt.

¹⁴¹ Vgl. hierzu Schweizerische Vereinigung für Internationales Recht (Hrsg.), Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht, Schlußbericht der Expertenkommission zum Gesetzesentwurf, Zürich 1979, S. 220 ff.

Da sowohl im Mandatsverhältnis Schuldner/Arranger, im Note Facility Agreement sowie in dessen Nebenverträgen die charakteristische Leistung im Sinne vorgenannter Vorschriften jeweils von den kontrahierenden Banken erbracht werden, führen die Vermutungen, soweit die vertraglichen Leistungen von ausschließlich in einem Staat domizilierten Bankniederlassungen geschuldet werden, zur Anwendbarkeit des Rechts dieses Staates. Dies ist für die Praxis insbesondere hinsichtlich des Note Facility Agreement wenig hilfreich, da diese Verträge meist von in verschiedenen Staaten domizilierten Bankniederlassungen kontrahiert werden. In diesen Fällen laufen die Vermutungen der Art. 28 Abs. 2 EGBGB, Art. 117 Abs. 2, 3 IPRG leer, die Ermittlung des Vertragsstatuts hat dann entsprechend der für Anleihen entwickelten Kollisionsregeln zu erfolgen, aufgrund derer je nach Sachverhalt die Anwendbarkeit des Rechts des Emittenten, der federführenden Banken, des Emissionsorts oder der Finanzierungswährung in Betracht kommt¹⁴².

b) Sonderanknüpfungen

Für die Sonderanknüpfungen des deutschen wie des schweizerischen Kollisionsrechts gilt für die zur Einrichtung von Note Facilities geschlossenen Verträge das für Anleihen Ausgeführte entsprechend¹⁴³.

¹⁴² Vgl. oben II.2.a.(2).

¹⁴³ Vgl. oben II.2.b.

IV. ZINS- UND WÄHRUNGSSWAPS

1. Erscheinungsformen

a) Grundformen

Als eine der bedeutendsten Finanzinnovationen der 80er Jahre werden Zins- und Währungsswaps angesehen¹⁴⁴. Sie werden überwiegend in Zusammenhang mit Anleiheemissionen getätigt und sind dabei Instrumente zur Arbitrage von relativen Kostenvorteilen bei der Fremdkapitalbeschaffung unterschiedlicher Schuldner auf verschiedenen Kreditmärkten¹⁴⁵. Trotz vielfältiger Gestaltungsformen lassen sich bei Swapgeschäften drei Grundformen feststellen. Es handelt sich dabei um Zinsswaps (interest rate swaps) und Währungsswaps (currency swaps), die als reine Währungsswaps (cross currency swaps) und in der Kombination mit Zinsswaps als Zins-/Währungsswaps (cross currency interest rate swaps) erscheinen¹⁴⁶.

Swapgeschäfte sind Verträge zweier Parteien über den gegenseitigen Austausch von Geldzahlungen in festgelegten Zeiträumen. Gegenstand eines Zinsswaps ist der gegenseitige Aus-

¹⁴⁴ Röllner, Finanzinnovationen als Chancen der deutschen Banken im nationalen und internationalen Wettbewerb, in: Kolbeck (Hrsg.), Bankinnovationen, Frankfurt 1986, S. 11, 17.

¹⁴⁵ Ebenroth/Messer, Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Währungsswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen aufgrund vertraglicher Lösungsklauseln, ZVglRWiss. 87 (1988) 1, 2.

¹⁴⁶ Ebenroth/Messer, Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Währungsswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen aufgrund vertraglicher Lösungsklauseln, ZVglRWiss 87 (1988) 1, 2.

tausch von Zinszahlungen mit unterschiedlicher Berechnungsbasis auf einen nominellen Kapitalbetrag über einen festgelegten Zeitraum. Bei einem reinen Währungsswap hingegen vereinbaren die Parteien, in einem bestimmten Zeitpunkt wertgleiche Kapitalbeträge in unterschiedlichen Währungen zu einem festgelegten Kurs gegenseitig auszutauschen und in einem späteren Zeitpunkt zu einem ebenfalls festgelegten Kurs zurückzutauschen, während bei einem Zins-/Währungsswap die Parteien zusätzlich zum Kapitalaustausch vereinbaren, gegenseitig Zinsen auf die ausgetauschten Beträge zu bezahlen.

Typisches Beispiel für ein Swapgeschäft ist folgender Zinsswap:

Die Bank A, ein Schuldner erstklassiger Bonität, benötigt zur Vermeidung von Zinsänderungsrisiken variabel verzinsliche Mittel zur Refinanzierung ihres Kreditengagements am Geldmarkt. Das Unternehmen B, ein Schuldner minderer Bonität, sucht für eine langfristige Investition festverzinsliche Kapitalmarktmittel. Da A eine bessere Bonität als B genießt, kann sie Mittel jeglicher Art zinsgünstiger als B aufnehmen. A kann variabel verzinsliche Geldmarktmittel zu Libor aufnehmen, während B dies nur zu 0,5% über Libor kann. Während A festverzinsliche Kapitalmarktmittel zu 11% beschaffen kann, ist dies B nur zu 13% möglich. A hat gegenüber B einen Vorteil sowohl auf dem Kapital- als auch auf dem Geldmarkt, dieser Vorteil ist auf dem Kapitalmarkt jedoch größer. Diesen relativen Vorteil können A und B mittels eines Zinsswaps ausnutzen. A nimmt Kapitalmarktmittel zu 11% auf, beispielsweise durch Emission einer Euroanleihe. B hingegen nimmt Geldmarktmittel zu 0,5% über Libor auf, beispielsweise mittels eines Roll-Over-Kredits. Im Rahmen eines Swapgeschäftes verpflichtet sich A gegenüber B zur Leistung von variablen Zinszahlungen in Höhe von Libor minus 1%, während sich B gegenüber A zur Leistung von festen Zinszahlungen in Höhe der gesamten

von A eingegangenen Zinsverbindlichkeiten von 11% verpflichtet. Infolge des Swaps erhält A Mittel zu 1% unter Libor, B hingegen Mittel zu 11% zuzüglich 1,5%, also 12,5%. Durch den Zinsswap erhält A damit um 1% und B um 0,5% günstigere Mittel als bei einer direkten Refinanzierung am Markt.

Zinsswapverträge sind rechtlich als atypische Verträge zu qualifizieren, während reine Währungsswaps als doppelter Devisenkauf zu qualifizieren sind¹⁴⁷. Zins-/Währungsswaps hingegen sind als Kombination von Zins- und Währungsswaps atypische Verträge mit kaufvertraglichen Elementen hinsichtlich des Austauschs der Kapitalbeträge. Swapgeschäfte sind unabhängig von ihnen zugrundeliegenden Finanzierungsgeschäften¹⁴⁸. Die aufgrund eines Swapgeschäftes zu erbringenden gegenseitigen Geldzahlungen stehen zwar meistens Gegenpositionen aus Finanzierungsgeschäften mit Dritten gegenüber. Diese Gegenpositionen werden durch Swapgeschäfte jedoch nicht berührt, da durch das Swapgeschäft mittels eines separaten Vertrages lediglich Zahlungen zwischen den Swapparteien geregelt werden. Den Parteien eines Swapgeschäftes sind daher häufig die dem Geschäft zugrundeliegenden Gegenpositionen der jeweils anderen Partei nicht bekannt, auch ist aus diesem Grund der Abschluß von Swapgeschäften möglich, denen keinerlei Finanzierungsgeschäfte zugrundeliegen. Swapgeschäfte finden vor allem als liability swaps im Rahmen von Passiv-

¹⁴⁷ Zur rechtlichen Würdigung von Zins- und Währungsswaps vgl. *Ebenroth/Messer*, Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Währungsswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen aufgrund vertraglicher Lösungsklauseln, ZVglRWiss 87 (1988) 1, 5 ff.

¹⁴⁸ *Ebenroth/Messer*, Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Währungsswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen aufgrund vertraglicher Lösungsklauseln, ZVglRWiss 87 (1988) 1, 5; *Schäfer*, Zinsswaps und Zinscaps als Differenzgeschäfte gem. §§ 762, 764 BGB, ZIP 1986, 1304 f.; *Kümpel*, Zum Termin- und Differenzeinwand bei Zinsterminkontrakten und Zinsswapgeschäften, WM 1986, 661, 668.

geschäften und hier im Bereich der Anleihefinanzierung Anwendung, sie werden aber auch als asset swaps beim Bilanzmanagement der Aktivseite getätigt. Durch Währungsswaps kann anstelle aufgenommener Mittel überschüssige Liquidität ausgetauscht werden. Mittels Zinsswaps können Zinszahlungen ausgetauscht werden, die statt auf Zinsverbindlichkeiten auf Zinsforderungen der Parteien basieren.

b) Weiterentwicklungen

In der Weiterentwicklung der im Rahmen von Anleihemarktfinanzierungen entwickelten Swapgrundformen wurden sogenannte Swapgeschäfte der zweiten Generation entwickelt¹⁴⁹. Swapgeschäfte werden zunehmend auch im Rahmen des Managements von Passiva eingesetzt, die nicht auf Kapitalmarkttransaktionen beruhen, sondern auf beispielsweise Projektfinanzierungen, Exportfinanzierungen, Leasinggeschäften oder Bankkrediten beruhen. Die Zahlungsströme dieser Swapgeschäfte werden auf die spezifischen Bedürfnisse der Parteien, insbesondere die Zahlungsströme, die sich aus den jeweiligen Projekten ergeben, abgestimmt und haben daher ein breites Spektrum verschiedener Laufzeit- und Tilgungsmodalitäten. Es wurden daher beispielsweise prolongierbare Swaps (extendable swaps), kündbare Swaps (puttable swaps), Stufenswaps (step up swaps) und Amortisationsswaps (amortizing swaps) mit während der Laufzeit zu- bzw. abnehmender Höhe der ausgetauschten Kapitalbeträge sowie vielfältige Kombinationen zwischen diesen Formen entwickelt¹⁵⁰. Ferner wurden Ketten- oder Cocktail-

¹⁴⁹ Vgl. Dresdner Bank (Hrsg.), Zinsmanagement - Instrumente und Anwendungen, Frankfurt 1987, S. 12 - Swaps.

¹⁵⁰ Price, Currency Swaps: exchanges of borrowings, in: *Ant 1* (Hrsg.), Swap Finance, Bd. 1, London 1986, S. 21, 29.

swaps¹⁵¹ entwickelt, bei denen mehrere selbständige Swapgeschäfte hintereinander geschaltet werden, um durch Beteiligung mehrerer Parteien eine angestrebte Problemlösung zu erreichen und die gewünschten Kostenvorteile überhaupt zu ermöglichen.

2. Anknüpfung nach deutschem und schweizerischem Kollisionsrecht

a) Vertragsstatut

(1) Subjektive Anknüpfung

Das auf Swapgeschäfte anwendbare Recht ergibt sich nach deutschem wie nach schweizerischem Internationalen Privatrecht gemäß Art. 27 Abs. 1 EGBGB bzw. Art. 116 Abs. 1 IPRG primär aus der Rechtswahl der Parteien. Es ist in der Praxis bei Swapgeschäften üblich, eine Rechtswahl zu treffen, die in je nach Abschlußform unterschiedlicher Weise erfolgt. Beim nicht standardisierten Vertragsschluß¹⁵² wird über jedes vereinbarte Swapgeschäft ein Vertragsdokument fixiert, das in aller Regel eine Rechtswahlklausel enthält. Beim standardisierten Vertragsschluß¹⁵³ erfolgt der Abschluß eines Swapgeschäftes tele-

¹⁵¹ *Gray/Kurz/Strupp*, Interest rate swaps, in: *Antl* (Hrsg.), Swap Finance, Bd. 1, London 1986, S. 3, 8 ff.

¹⁵² *Ebenroth/Messer*, Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Währungsswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen aufgrund vertraglicher Lösungsklauseln, ZVglRWiss 87 (1988) 1, 13; *Cunningham/Golden*, A Practitioner's Guide to the 1986 Code of Swaps, in *Antl* (Hrsg.), Swap Finance, Loose Leaf Service, London 1986, S. 61; *Cates*, Swap Financing, Int. Lawyer 1986, 837, 839.

¹⁵³ *Ebenroth/Messer*, Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Währungsswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen auf-

fonisch mit anschließender Telexbestätigung. Dieser Abschlußform liegt grundsätzlich ein zwischen den Parteien getroffenes master agreement zugrunde, das als Rahmenvertrag die Vertragsbedingungen für alle zwischen den Parteien geschlossenen Swapgeschäfte festlegt und ebenfalls in aller Regel eine Rechtswahlklausel enthält.

In zunehmendem Maße finden beim Abschluß von Swapgeschäften die Bestimmungen des ISDA-Codes 1986 oder der BBAIRS-terms Verwendung¹⁵⁴. Beim ISDA-Code 1986 handelt es sich um ein von der ISDA (International Swap Dealers' Association), der New Yorker Vereinigung von Swaphändlern, veröffentlichtes, unvollständiges Kompendium von Vertragsbedingungen und Begriffsdefinitionen für Zinsswaps in US-\$, die die Parteien derartiger Swapgeschäfte dem Abschluß von Einzelgeschäften oder master agreements zugrundeliegen können. Die BBAIRS-terms sind von der BBA (British Bankers' Association) publizierte, in sich geschlossene Vertragsbedingungen für verschiedene gebräuchliche Zins- und Währungsswaps von bis zu zwei Jahren Laufzeit.

Auf der Basis des ISDA-Codes 1986 veröffentliche die ISDA ferner zwei Musterverträge für master agreements¹⁵⁵. Der Mustervertrag für Zinsswaps (interest rate swap agreement) verweist auf die Bestimmungen des ISDA-Codes 1986, während im

grund vertraglicher Lösungsklauseln, ZVglRWiss 87 (1988) 1, 14 ff.

¹⁵⁴ Vgl. hierzu *Ebenroth/Messer*, Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Währungsswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen aufgrund vertraglicher Lösungsklauseln, ZVglRWiss 87 (1988) 1, 14 ff.; *Jahn*, Vereinheitlichung von Swap-Verträgen, Die Bank 1987, 197.

¹⁵⁵ Vgl. hierzu *Ebenroth/Messer*, Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Währungsswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen aufgrund vertraglicher Lösungsklauseln, ZVglRWiss 87 (1988) 1, 15; *Jahn*, ISDA-Musterverträge zu Swapvereinbarungen setzen sich durch, Die Bank 1988, 100.

Mustervertrag für Währungsswaps diese Bestimmungen enthalten sind. Sowohl im Regelungswerk der BBAIRS-terms als auch in den Regelungswerken des ISDA-Codes 1986 und des ISDA-Mustervertrages für Währungsswaps sind Rechtswahlklauseln vorgesehen. Die BBAIRS-terms sehen in Sec.G Ziff. 8 die Anwendbarkeit englischen Rechts vor, während der ISDA-Code 1986 in Sec. 20.3 die Anwendbarkeit New Yorker Rechts vorsieht. Der ISDA-Währungsswap-Mustervertrag Ziff. 13.(a) in Verbindung mit schedule part 3 hingegen sieht eine Wahlmöglichkeit der Parteien zwischen englischem und New Yorker Recht vor.

(2) Objektive Anknüpfung

Haben die Parteien eines Swapgeschäftes ausnahmsweise *keine* Rechtswahl getroffen, unterliegt der Vertrag nach der subsidiären objektiven Anknüpfung des deutschen und des schweizerischen Internationalen Privatrechts an der engsten Verbindung gemäß Art. 28 EGBGB bzw. am engsten Zusammenhang gemäß Art. 117 IPRG dem Recht des Staates, in dem der Vertrag bei Würdigung aller Umstände seinen Schwerpunkt hat¹⁵⁶. Die Ermittlung des danach anwendbaren Rechts kann bei Swapgeschäften Schwierigkeiten bereiten. Charakteristisch für Swapgeschäfte ist der Austausch von Zins- und/oder Kapitalzahlungen. Sowohl vertragliche Leistung als auch vertragliche Gegenleistung sind daher grundsätzlich gleichermaßen für das Swapgeschäft charakteristisch, so daß die in Art. 28 Abs. 2 EGBGB bzw. Art. 117 Abs. 2 IPRG enthaltenen Vermutungen für die Anwendbarkeit des Rechts, dem der Schuldner der charakteristischen Leistung unterliegt, mangels Bestimmbarkeit einer auf seiten nur einer Partei liegenden, für den Vertrag

¹⁵⁶ Vgl. zu Art. 28 EGBGB *Palandt-Heldrich*, BGB, 47. Aufl., München 1988, Art. 28 EGBGB Anm. 2; vgl. zu Art. 117 IPRG Botschaft des schweizerischen Bundesrats zum Bundesgesetz über das internationale Privatrecht, BBl. 1983 I, 263, 409 ff.

charakteristischen Leistung häufig nicht anwendbar sind. Schließt hingegen eine Bank ohne eigenes unmittelbares Interesse mit einem Kunden oder einer anderen Bank ein Swapgeschäft lediglich aus dem Motiv der Erbringung einer Finanzdienstleistung dem Vertragspartner gegenüber, wird die für das betreffende Swapgeschäft charakteristische Leistung von dieser Bank erbracht, was dann die Vermutung der Anwendbarkeit des Rechts des Staates zur Folge hat, in dem die kontrahierende Niederlassung dieser Bank ihren Sitz hat¹⁵⁷.

b) Sonderanknüpfungen

Nach deutschem Währungsrecht bedürfen Zins- und Währungsswaps in Fremdwährung zwischen deutschen Gebietsansässigen hinsichtlich der Verpflichtung zu Zinszahlungen gemäß § 3 S. 1 Währungsgesetz einer währungsrechtlichen Genehmigung der Deutschen Bundesbank. Genehmigungsfrei hingegen sind gemäß § 49 Abs. 1 Außenwirtschaftsgesetz Swapgeschäfte, an denen mindestens ein Gebietsfremder beteiligt ist. Die Deutsche Bundesbank ist grundsätzlich bereit, erforderliche Genehmigungen zu erteilen, die auch in Form von auf ein Jahr befristeten Sammelgenehmigungen ergehen können¹⁵⁸. Gemäß Art. 34 EGBGB muß nach deutschem Internationalen Privatrecht dieses zwingende Genehmigungserfordernis beachtet werden, während dessen Beachtung nach schweizerischem Internationalen Privatrecht gemäß Art. 19 Abs. 1 IPR fakultativ ist¹⁵⁹. Für die Schweiz dagegen bestehen keine währungsrechtlichen Beschränkungen für Swapgeschäfte. Im übrigen sind die allgemeinen

¹⁵⁷ Vgl. hierzu allgemein *Kleiner*, Internationales Devisenschuldrecht, Zürich 1985, S. 34.

¹⁵⁸ *Bosch*, Rechtsfragen bei internationalen Finanzierungen, in: Deutsche Bank (Hrsg.), Internationale Investitionsfinanzierungen, Frankfurt 1986, S. 168, 187.

¹⁵⁹ Vgl. oben II.2.b.(1).

Sonderanknüpfungen des deutschen und des schweizerischen Internationalen Privatrechts zu beachten.

V. INNOVATIVE TERMINMARKTINSTRUMENTE

1. Erscheinungsformen

a) Financial Futures und Finanzoptionen

(1) *Financial Futures*

Financial Futures¹⁶⁰, im deutschen Sprachraum auch als Finanzterminkontrakte bezeichnet, sind terminmarktbezogene Finanzinnovationen, die erstmals Mitte der 70er Jahre an den US-amerikanischen Terminbörsen auftraten.

Bei Financial Futures handelt es sich um Börsentermingeschäfte, die den nach Menge und in der Zukunft liegenden Liefertermin standardisierten Kauf oder Verkauf einer dem Geld-, Kapital- oder Devisenmarkt zuzuordnenden Basisgröße zu einem festgelegten Preis zum Gegenstand haben¹⁶¹. Sie werden

¹⁶⁰ Vgl. hierzu *Ebenroth/Einsele*, Rechtliche Hindernisse auf dem Weg zur "Goffex", ZIP 1988, 205 ff. m.w.N.; *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 57 ff. - "financial futures contract"; *Financial Futures and Options*, Financial Times Survey, in: Financial Times vom 10.3. 1988; *Dresdner Bank* (Hrsg.), Zinsmanagement - Instrumente und Anwendungen, Frankfurt 1987, Financial Futures - S. 1 ff.

¹⁶¹ *Ebenroth/Einsele*, Rechtliche Hindernisse auf dem Weg zur "Goffex", ZIP 1988, 205; *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstru-

an Terminbörsen zwischen zugelassenen Börsenmitgliedern auf eigene oder fremde Rechnung gehandelt und werden unter Zwischenschaltung einer Clearingstelle als eigentlichem Vertragsgegner kontrahiert¹⁶².

Den Financial Futures sind insbesondere Zinsterminkontrakte (Interest Rate Futures), Aktienindexkontrakte (Stock Index Futures), Devisenterminkontrakte (Currency Index Futures) und Edelmetallterminkontrakte (Precious Metal Futures) zuzuordnen¹⁶³, die sich durch die standardisierte Basisgröße unterscheiden.

Zinsterminkontrakte¹⁶⁴ haben als Basisgröße verzinsliche Finanztitel mit je nach Kontraktart unterschiedlichen Laufzeiten und Kontraktvolumen. Die Kontraktart "US-Treasury Bills" beispielsweise hat den Terminkauf von 90 Tage-Schatzwechseln im Volumen von US-Dollar 1 Mio. zum Gegenstand,

mente, Frankfurt 1986, S. 57 - "financial futures contract".

¹⁶² *Ebenroth/Einsele*, Rechtliche Hindernisse auf dem Weg zur "Goffex", ZIP 1988, 205; *Dresdner Bank* (Hrsg.), Zinsmanagement - Instrumente und Anwendungen, Frankfurt 1987, Financial Futures - S. 3.

¹⁶³ *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 57 - "financial futures contract"; *Dresdner Bank* (Hrsg.), Zinsmanagement - Instrumente und Anwendungen, Frankfurt 1987, Financial Futures - S. 1.

¹⁶⁴ *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 77 ff. - "interest rate futures contract"; *Dresdner Bank* (Hrsg.), Zinsmanagement - Instrumente und Anwendungen, Frankfurt 1987, Financial Futures - S. 1 ff.; *Smirlock*, Hedging Bank Borrowing Costs with Financial Futures, Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review, May/June 1986, 13; *Kuhner*, Die Bilanzierung von Zinstermingeschäften, Mitteilungen aus dem Institut für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Bonn Nr. 28, Bonn 1988, S. 3; *Schmidt*, Möglichkeiten zur aufsichtsrechtlichen Begrenzung der Risiken von Financial Futures, Sparkasse 1986, 245.

während sich die Kontraktart "Ginnie Mae" auf den Terminkauf von Pfandbriefen der Government National Mortgage Association (GNMA) im Volumen von US-Dollar 100.000 bezieht.

Aktienindexkontrakte¹⁶⁵ dagegen beruhen auf einem, je nach Kontraktart unterschiedlichen Aktienindex, wobei sich das Kontraktvolumen aus der Multiplikation des jeweiligen Indexwerts mit einer festgelegten Recheneinheit ergibt. Der Kontraktwert der Kontraktart Standard & Poor's Stock Price Index beispielsweise ist aus der Multiplikation des Indexwerts des Standard & Poor's Aktienindexes mit 100, der Kontraktwert der Kontraktart Major Market Index dagegen aus dem Indexwert dieses Aktienindexes mit 500 zu errechnen.

Devisen-¹⁶⁶ und Edelmetallkontrakte schließlich haben als Basisgröße feste Betragseinheiten von je nach Kontraktart unterschiedlichen Devisen bzw. Edelmetallen, wobei sich der Kontraktwert aus der Multiplikation der Betragseinheit mit dem entsprechenden Terminkurs ergibt.

Financial Futures werden daneben auch durch ihre unterschiedlichen Liefertermine unterschieden. Je nach den vier möglichen standardisierten Terminen werden März-, Juni-, September- und Dezember-Kontrakte unterschieden, die jeweils am zweiten bzw. dritten Mittwoch des jeweiligen Monats fällig werden¹⁶⁷.

¹⁶⁵ Zahn, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 135 ff. - "stock index futures contract"; Schmidt, Möglichkeiten zur aufsichtsrechtlichen Begrenzung der Risiken von Financial Futures, Sparkasse 1986, 245.

¹⁶⁶ Zahn, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 27 ff. - "currency futures contract".

¹⁶⁷ Dresdner Bank (Hrsg.), Zinsmanagement - Instrumente und Anwendungen, Frankfurt 1987, Financial Futures - S. 2.

Financial Futures unterscheiden sich von Warentermingeschäften (Commodity Futures)¹⁶⁸, aus deren börsenmäßigen Ausgestaltung sie entwickelt wurden, insbesondere dadurch, daß die gehandelten Basisgrößen nicht einem Warenmarkt, sondern einem Finanzmarkt zuzuordnen sind. Im übrigen unterscheiden sie sich von sonstigen Termingeschäften in zwei Punkten. Sie sind infolge ihrer standardisierten Ausgestaltung börsenmäßig handelbar. Ferner werden sie nicht tatsächlich erfüllt, bei Eintritt des Fälligkeitstermins erfolgt lediglich ein Ausgleich der Differenz zwischen dem vereinbarten Terminpreis und dem Kassapreis am Fälligkeitstermin unter vorheriger Glattstellung durch Gegengeschäfte.

(2) *Finanzoptionen*

Mit einer Option¹⁶⁹ erwirbt der Optionskäufer gegen Zahlung einer Optionsprämie das Recht, zu einem vereinbarten Preis (Basispreis, Strike Price) jederzeit während eines festgelegten Zeitraums (sogenannte amerikanische Option) oder zu einem festgelegten Fälligkeitstermin (sogenannte europäische Option) ein bestimmtes Basisobjekt als Geschäftsgegenstand vom Optionsverkäufer als sogenannten Stillhalter zu kaufen (sogenannte Kaufoption, Call Option) oder an den Stillhalter zu verkaufen (Verkaufsoption, Put Option)¹⁷⁰. Basisobjekt von

¹⁶⁸ *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 57 - "financial futures contract"; *Dresdner Bank* (Hrsg.), Zinsmanagement - Instrumente und Anwendungen, Frankfurt 1987, Financial Futures - S. 1.

¹⁶⁹ *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 111 - "option".

¹⁷⁰ *Ebenroth/Einsele*, Rechtliche Hindernisse auf dem Weg zur "Goffex", ZIP 1988, 205, 208 m.w.N.; *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 111 - "option";

Finanzoptionen ist im Unterschied zu den Optionen der Waren-terminmärkte (Commodity Options) eine dem Geld-, Kapital- oder Devisenmarkt zuzuordnende Größe.

Während der Geschäftsgegenstand von Finanzoptionen ursprünglich auf Aktien beschränkt war¹⁷¹, sind im Zuge innovativer Entwicklungen auf den Finanz-Terminmärkten Finanzoptionen erschienen, die als Zinsoptionen (Interest Rate Options)¹⁷² verzinsliche Finanztitel, als Devisenoptionen (Currency Options)¹⁷³, als Futures Options Financial Futures und als

Pulver, Börsenmässige Optionsgeschäfte, Zürich 1987, S. 6 ff.

- ¹⁷¹ Vgl. *Müller/Steuer*, Rentenoptionshandel und Neuerungen bei Aktienoptionen, *Die Bank* 1986, 182; zu Aktienoptionen vgl. *Abel/Bergmann/Boing*, Optionen, Neuss 1986, S. 8 ff.
- ¹⁷² *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 82 ff. - "interest rate option"; *Müller/Steuer*, Rentenoptionshandel und Neuerungen bei Aktienoptionen, *Die Bank* 1986, 182, 183; *Brestel*, Aktien-, Währungs- und Zinsoptionen I: Grundlagen, in: Institut für Bankwirtschaft an der Hochschule St. Gallen (Hrsg.), Internationaler Wandel im Wertschriftengeschäft der Banken, St. Gallen 1987, S. 215; *Ebnetter*, Aktien-, Währungs- und Zinsoptionen II: Strategien, ebenda, S. 231; *Dresdner Bank* (Hrsg.), Zinsmanagement - Instrumente und Anwendungen, Frankfurt 1987, Financial Futures - S. 1 ff.; *Bothe*, Zinsoptionen als Bankabsatzleistungen, Mitteilungen aus dem Institut für das Spar-, Giro- und Kreditwesen der Universität Bonn, Bonn 1987, S. 2 ff.
- ¹⁷³ *Zahn*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 29 ff. - "currency option"; *Brestel*, Aktien-, Währungs- und Zinsoptionen I: Grundlagen, in: Institut für Bankwirtschaft an der Hochschule St. Gallen (Hrsg.), Internationaler Wandel im Wertschriftengeschäft der Banken, St. Gallen 1987, S. 215; *Ebnetter*, Aktien-, Währungs- und Zinsoptionen II: Strategien, ebenda, S. 231; *Heri*, Mögliche Strategien bei Unsicherheit am Devisenmarkt, ebenda, S. 257; *Manthey*, Währungsoptionen - ein Instrument des Devisenmanagements, *Die Bank* 1986, 358; *Welcker*, Drei Arten von Währungsoptionen, *Die Bank* 1986, 298.

Aktienindexoptionen (Stock Index Options)¹⁷⁴ Aktienindizes und somit abweichende Finanzmarktinstrumente zum Gegenstand haben.

Finanzoptionen unterscheiden sich von Financial Futures und sonstigen Termingeschäften durch ihre asymmetrische Risikostruktur. Während Financial Futures als Terminmarktinstrument mit symmetrischer Struktur eine unbedingte gegenseitige Abnahme- bzw. Lieferverpflichtung beider Parteien zum Inhalt haben, begründet der Abschluß eines Optionsgeschäfts lediglich für den Verkäufer einer Kauf- oder Verkaufsoption eine durch Ausübung der Option seitens des Optionskäufers bedingte Eventualverbindlichkeit, wobei diese einseitige Risikoverteilung zu Lasten des Optionsverkäufers durch Zahlung der Optionsprämie kompensiert wird.

Finanzoptionen werden als sogenannte Exchange Traded bzw. Listed Options wie Financial Futures an Terminbörsen als standardisierte Kontrakte auf einheitliche Termine gehandelt¹⁷⁵. Sie werden aber auch, anders als Financial Futures, als börsenfreie Kontrakte (Over-the-Counter bzw. OTC-Options) gehandelt¹⁷⁶.

¹⁷⁴ Zahn, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 135 ff. - "stock index futures contract".

¹⁷⁵ Vgl. Pulver, Börsenmässige Optionsgeschäfte, Zürich 1987, S. 4 ff.

¹⁷⁶ Vgl. Zahn, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 111 - "option".

(3) Märkte und Marktteilnehmer

Märkte für Financial Futures und Finanzoptionen¹⁷⁷ bildeten sich zunächst an den traditionellen Börsenplätzen für Terminbörsen in New York, Chicago, Philadelphia, Kansas City sowie - später - London heraus. Beide Finanzinstrumente werden dort an bestehenden bzw. speziell hierfür eingerichteten Terminbörsen gehandelt. Weitere Märkte für diese Finanzinstrumente bildeten sich an anderen Börsenplätzen wie Paris, Amsterdam und Hongkong heraus. Terminbörsen für Financial Futures und Finanzoptionen sollen in naher Zukunft sowohl in Deutschland als Goffex¹⁷⁸, als auch in der Schweiz als Soffex¹⁷⁹ eingerichtet werden.

Das Volumen der bestehenden Märkte für Financial Futures und Finanzoptionen hat in den vergangenen Jahren einen spektakulären Zuwachs erfahren¹⁸⁰. Sowohl Volumen als auch die Anzahl der verschiedenen gehandelten Futures- und Optionskontrakte

¹⁷⁷ Zur derzeitigen Marktsituation für Financial Futures und börsengehandelte Finanzoptionen und den dort jeweils gehandelten Kontraktarten vgl. Financial Futures and Options, Financial Times Survey, in: Financial Times vom 10.3.1988.

¹⁷⁸ Zur Goffex vgl. *Ebenroth/Einsele*, Rechtliche Hindernisse auf dem Weg zur "Goffex", ZIP 1988, 205; Studie über die Möglichkeit zur Errichtung einer deutschen Börse für Optionen und Financial Futures, erstellt von der Unternehmensberatung GmbH Arthur Andersen & Co., S. 1 ff.; *Breuer*, Für eine deutsche Options- und Futures-Börse, Die Bank 1987, 387.

¹⁷⁹ Zur Soffex vgl. *Ebenroth/Einsele*, Rechtliche Hindernisse auf dem Weg zur "Goffex", ZIP 1988, 205; *Dullforce*, Switzerland's new futures exchange, in: Financial Futures and Options, Financial Times Survey S. VII, Financial Times vom 10.3.1988; *Breuer*, Für eine deutsche Options- und Futures-Börse, Die Bank 1987, 387.

¹⁸⁰ Vgl. Financial Futures and Options, Financial Times Survey, Financial Times vom 10.3.1988.

haben explosionsartig zugenommen und erfuhren durch den Börsenkrach im Oktober 1987 einen lediglich vorübergehenden Einbruch¹⁸¹. Getragen werden diese Terminmärkte vor allem von als Hedger und Trader bezeichneten Marktteilnehmern¹⁸².

Bei Hedgern handelt es sich um Marktteilnehmer, die Financial Futures oder Finanzoptionen abschließen, um sich dadurch gegen bestehende Zins-, Kurs- oder Preisänderungsrisiken (Hedging) abzusichern. Diese Absicherung erfolgt dadurch, daß eine bestehende Grundposition des Hedgers durch Abschluß eines gegenläufigen Financial Futures- oder Optionsgeschäftes abgedeckt wird, dessen Wertzuwachs einen allfälligen Wertverlust der Grundposition ausgleicht.

Bei Tradern hingegen handelt es sich um Marktteilnehmer, die ohne bestehende Grundposition Financial Futures- oder Finanzoptionsgeschäfte abschließen. Motiv hierfür ist in der Regel die spekulative Absicht, aus der Übernahme offener Risikopositionen Gewinne zu erzielen. Ein weiteres Motiv ist auch die Absicht, als sogenannter Spreader durch gleichzeitigen Erwerb und Verkauf von Kontrakten an derselben oder an verschiedenen Terminbörsen durch Marktineffizienzen verursachte Preisdifferenz zwischen identischen oder verschiedenen Kontrakten zu arbitrieren.

¹⁸¹ Financial Futures and Options, Financial Times Survey, Financial Times vom 10.3.1988.

¹⁸² Zahn, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 58 - "financial futures contract".

b) Börsenfreie Zinstermingeschäfte

(1) *Forward Forward Deposits und Forward Rate Agreements*

Forward Forward Deposits¹⁸³ sind Vereinbarungen zwischen zwei Parteien, bei denen sich eine Partei verpflichtet, bei der anderen Partei zu einem künftigen Zeitpunkt die Anlage eines festgelegten Kapitalbetrages zu einem bestimmten Zinssatz für einen bestimmten Zeitraum zu tätigen, während sich die andere Partei verpflichtet, diese Einlage zu den festgelegten Konditionen entgegenezunehmen.

Bei einem Forward Rate Agreement, teilweise auch als Future Rate Agreement bezeichnet, vereinbaren dagegen zwei Parteien, daß der verlierende Teil an den gewinnenden Teil den Differenzbetrag bezahlt, der sich aus dem Unterschied zwischen der in einem künftigen Zeitpunkt für einen bestimmten Zeitraum aus der fiktiven Anlage eines festgelegten Nominalbetrages erzielbaren Verzinsung und der durch einen bestimmten Zinssatz (Kontraktzinssatz) festgelegten Verzinsung dieser Mittelanlage für denselben Zeitraum ergibt¹⁸⁴. Im Unterschied zu Forward Forward Deposit erfolgt bei Forward Rate Agreements keine tatsächliche Mittelanlage, es wird lediglich der Differenzbetrag zwischen der Verzinsung nach dem Kontrakt-

¹⁸³ Meyer, "Forward Rate Agreements": ein neues Zinsabsicherungsinstrument, *Der Schweizer Treuhänder* 1987, 190.

¹⁸⁴ Meyer, "Forward Rate Agreements": ein neues Zinsabsicherungsinstrument, *Der Schweizer Treuhänder* 1987, 190; Zahn, *Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente*, Frankfurt 1986, S. 67 - "future rate agreement"; *Dresdner Bank* (Hrsg.), *Zinsmanagement - Instrumente und Anwendungen*, Frankfurt 1987, future rate agreements - S. 1; *Bank for International Settlements, Recent Innovations in International Banking*, Basel 1986, S. 121.

zinssatz und der Verzinsung nach dem künftigen Marktzinssatz für eine fiktive Mittelanlage ausgeglichen.

(2) *Caps, Floors und Collars*

Bei Caps¹⁸⁵ handelt es sich um vertraglich festgelegte Obergrenzen für die Verzinsung eines bestimmten Kapitalbetrages für einen festgelegten Zeitraum. Steigt ein bestimmter Referenzzinssatz während der Laufzeit eines Caps über einen festgelegten Maximalsatz, ist der "Verkäufer" des Caps als Stillhalter gegen Zahlung einer Prämie verpflichtet, dem "Käufer" die daraus resultierende Mehrverzinsung eines festgelegten Kapitalbetrages zu erstatten.

Floors¹⁸⁶ hingegen sind umgekehrt hierzu vertraglich festgelegte Untergrenzen für die Verzinsung eines bestimmten Kapitalbetrages über einen festgelegten Zeitraum. Unterschreitet ein bestimmter Referenzzinssatz während der Laufzeit einen festgelegten Minimalzinssatz, ist der "Verkäufer" des Floors als Stillhalter gegen Zahlung einer Prämie verpflichtet, dem

¹⁸⁵ Zahn, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 17 - "cap"; *Dresdner Bank* (Hrsg.), Zinsmanagement - Instrumente und Anwendungen, Frankfurt 1987, caps - S. 1 ff.; von *Eckartsberg*, Zins- und Währungsswaps/Caps, in: *Deutsche Bank* (Hrsg.), Neue Entwicklungen am internationalen Kapitalmarkt, Frankfurt 1986, S. 34, 41; *Zugehör*, DM-Zinsswaps als Instrument der Finanzabteilung, *Die Bank* 1987, 558; *Schäfer*, Zinsswaps und Zinsswaps als Differenzgeschäfte gem. §§ 762, 764 BGB, ZIP 1986, 1304; *Rowley/Neuhaus*, How caps and floors can influence desired cash flow, *Euromoney Corporate Finance*, July 1986, 37.

¹⁸⁶ *Dresdner Bank* (Hrsg.), Zinsmanagement - Instrumente und Anwendungen, Frankfurt 1987, Caps - S. 1; *Rowley/Neuhaus*, How caps and floors can influence desired cash flow, *Euromoney Corporate Finance*, July 1986, 37.

"Käufer" des Floors die daraus resultierende Minderverzinsung eines festgelegten Kapitalbetrages zu erstatten.

Bei Collars¹⁸⁷ schließlich handelt es sich um eine Kombinationsform zwischen Caps und Floors, durch die vertraglich Bandbreiten für die Verzinsung eines bestimmten Kapitalbetrages für einen festgelegten Zeitraum eingerichtet werden. Für die Höchst- bzw. Mindestverzinsung eines Kapitalbetrages wird für eine bestimmte Laufzeit sowohl ein Cap als auch ein Floor festgelegt. Je nachdem, ob der festgelegte Referenzzinssatz den Maximal- oder den Minimalzinssatz über- bzw. unterschreitet, zahlt entweder der Stillhalter des Caps oder der Stillhalter des Floors den Zinsunterschied an die Gegenpartei. Beide Parteien erhalten für die von ihnen jeweils gegebene Garantie einer Höchst- bzw. Mindestverzinsung eine Prämie, die in der Regel verrechnet wird. Die Nettokosten eines Collars ergeben sich aus der Differenz zwischen Cap-Prämie und Floor-Prämie, was zu niedrigeren Finanzierungskosten eines Collars gegenüber einem isolierten Cap oder Floor führt.

Etwaige Zahlungen des Stillhalters erfolgen bei diesen Zinstermingeschäften jeweils am Ende einer Zinsperiode und bemessen sich als Differenz zwischen dem Referenzzinssatz und dem Maximal- bzw. Minimalzinssatz unter Berücksichtigung der tatsächlichen Anzahl der Zinstage der betreffenden Zinsperiode bezogen auf den festgelegten Kapitalbetrag. Im Unterschied zu Zinsoptionen bedarf es keiner Ausübung eines Wahlrechts, die Ausgleichszahlungen des Stillhalters erfolgen automatisch.

¹⁸⁷ Zahn, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986, S. 65 - "floor ceiling agreement"; Dresdner Bank (Hrsg.), Zinsmanagement - Instrumente und Anwendungen, Frankfurt 1987, Caps - S. 1.

(3) *Märkte und Marktteilnehmer*

Sämtliche vorgenannten Varianten von Zinstermingeschäften sind börsenfrei. Sie werden vor allem im Interbankengeschäft und im Großkundengeschäft der Banken kontrahiert. Sie dienen dabei als Hedging-Instrumente zur Absicherung von Zinsänderungsrisiken, können jedoch auch zu Spekulationszwecken eingesetzt werden, soweit ihnen keine abzusichernde Grundposition gegenübersteht. Sie haben den Vorteil, daß sie im Gegensatz zu den standardisierten, börsengehandelten Zinstermingeschäften frei aushandelbar sind und daher auf die Bedürfnisse der Beteiligten maßgeschneidert werden können. Für Laufzeiten von bis zu einem Jahr ist der Markt für diese Instrumente sehr liquide. Laufzeiten, die über die Grenze hinausgehen, sind zwar darstellbar, aber aufgrund mangelnder Markttiefe nur unter Inkaufnahme von entsprechenden Preisauflagen bzw. -abschlägen zu erhalten.

Forward Forward Deposits, Forward Rate Agreements und Collars sind gleichermaßen Zinstermingeschäfte mit symmetrischer Risikostruktur, da das Risiko einer Zinsänderung bei beiden Parteien liegt. Caps und Floors hingegen weisen eine aufgrund der einseitigen Lokalisierung des Zinsänderungsrisikos asymmetrische Risikostruktur auf.

Forward Forward Deposits, Forward Rate Agreements und Collars kommen zur Absicherung gegen Zinssteigerungen bei künftigem Kreditbedarf sowie gegen Zinssenkungen bei künftigem Anlagebedarf in Betracht. Caps hingegen eignen sich als Hedging-Instrument lediglich zur Absicherung gegen künftige Zinssteigerungen, während sich der Einsatzbereich von Floors als Hedging-Instrument auf die Absicherung gegen Zinssenkungen beschränkt.

2. Anknüpfung nach deutschem und schweizerischem Kollisionsrecht

a) Vertragsstatut

Financial Futures sind Börsentermingeschäfte, die den Terminkauf des jeweiligen Basisobjekts zum Gegenstand haben¹⁸⁸. Finanzoptionen hingegen sind schuldrechtlich als Verträge sui generis einzuordnen¹⁸⁹, es handelt sich bei ihnen, soweit sie börsenmäßig handelbar sind, ebenfalls um Börsentermingeschäfte.

Financial Futures und Finanzoptionen werden durchweg von mindestens einer Partei von vornherein in der Absicht geschlossen, es zu einer tatsächlichen Erfüllung nicht kommen zu lassen, sondern unter Glattstellung durch entsprechende Gegengeschäfte mittels Indexschwankungen einen Differenzgewinn zu erzielen. Ist diese Absicht nicht Vertragsbestandteil geworden, handelt es sich bei diesen Geschäften um verdeckte Differenzgeschäfte, die bei mangelnder wirtschaftlicher Berechtigung nach deutschem¹⁹⁰ wie nach schweizerischem¹⁹¹ Recht gemäß §§ 764, 762 BGB bzw. Art. 513 OR als

¹⁸⁸ *Ebenroth/Einsele*, Rechtliche Hindernisse auf dem Weg zur "Goffex", ZIP 1988, 205, 206.

¹⁸⁹ *Ebenroth/Einsele*, Rechtliche Hindernisse auf dem Weg zur "Goffex", ZIP 1988, 205, 206 ff.

¹⁹⁰ *Ebenroth/Einsele*, Rechtliche Hindernisse auf dem Weg zur "Goffex", ZIP 1988, 205, 206 ff. m.w.N.; zum Differenzeinwand nach §§ 764, 762 BGB allg. *Ebenroth/Messer*, Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Währungsswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen aufgrund vertraglicher Lösungsklauseln, ZVglRWiss 1987, 1, 8 ff. m.w.N.

¹⁹¹ *Giovanoli*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, 2. Abt. 7. Teilbd., 2. Aufl., Bern 1978, Art. 513 OR, RdNr. 23 ff.; *Guhl/Merz*

klaglose Naturalobligationen dem Differenzeinwand unterliegen. Ist diese Absicht Vertragsbestandteil geworden¹⁹², sind diese Geschäfte bei mangelnder wirtschaftlicher Berechtigung als offene Differenzgeschäfte zu qualifizieren, die als nicht klagbare Spielverträge gemäß § 762 BGB bzw. Art. 513 OR dem Spieleinwand unterliegen.

Als Börsentermingeschäfte unterliegen Financial Futures und Finanzoptionen nach deutschem Börsenrecht gemäß § 53 BörsG dem Termineinwand, der diese Geschäfte für nicht börsentermingeschäftsfähige Personen als unverbindlich erklärt¹⁹³. Bei derartigen Geschäften zwischen börsentermingeschäftsfähigen Personen dagegen ist die Erhebung des Differenz- und Spieleinwandes gemäß § 58 BörsG, bzw. bei Devisen als Geschäftsgegenstand in Verbindung mit § 96 Abs. 1, 3 BörsG und § 1 der hierzu ergangenen Verordnung vom 7. März 1925¹⁹⁴, ausgeschlossen, diese Geschäfte sind daher insoweit verbindlich.

Börsenfreie Zinstermingeschäfte erfüllen den äußeren Tatbestand des Spiels nach § 762 BGB bzw. Art. 513 OR. Der äußere

Kummer, Das Schweizerische Obligationenrecht, 7. Aufl., Zürich 1980, S. 17.

¹⁹² Vgl. *Ebenroth/Messer*, Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Währungsswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen aufgrund vertraglicher Lösungsklauseln, ZVglRWiss 1987, 1, 8.

¹⁹³ *Ebenroth/Einsele*, Rechtliche Hindernisse auf dem Weg zur "Goffex", ZIP 1988, 205, 206; vgl. *Kümpel*, Zur Termingeschäftsfähigkeit nach dem Börsengesetz, Sparkasse 1986, 558; zum systematischen Verhältnis von Differenz- und Termineinwand nach deutschem Recht vgl. *Hellwig/de Lousanoff*, Die Verbindlichkeit sog. Hedge-Geschäfte, in: Festschrift für *Ernst Stiefel*, München 1987, S. 309.

¹⁹⁴ RGBl. I 1925, 20.

Tatbestand des Spiels¹⁹⁵ setzt voraus, daß die Beteiligten sich wechselseitig eine Leistung als Gewinn unter entgegengesetzten Bedingungen versprechen, so daß der Eintritt der einen Bedingung zugleich die Vereitelung der anderen Bedingung enthält. Dieses Erfordernis ist bei sämtlichen börsenfreien Zinstermingeschäften erfüllt, da die erwartete künftige Wertdifferenz zwischen Referenzzinssatz und Vertragszinssatz für beide Parteien eine Gewinnmöglichkeit unter entgegengesetzten Bedingungen bedeutet. Weiter erforderlich für das Vorliegen eines Spiels ist ferner, daß der Zweck der Abrede für beide Parteien übereinstimmend allein die Erzielung des Spielgewinns ist¹⁹⁶. Dies ist bei börsenfreien Zinstermingeschäften der Fall, wenn sie ohne wirtschaftlich berechnete Sicherungsbedürfnisse geschlossen werden. Dies ist etwa dann gegeben, wenn den betreffenden Geschäften keine abzusichernde Gegenposition gegenübersteht und beide Parteien mit einem derartigen Geschäft ausschließlich gegeneinander auf Gewinnerzielung aus Zinsschwankungen spekulieren. Derartige Geschäfte sind ohne weiteres als nach § 762 BGB bzw. Art. 513 OR klaglose Spielverträge zu qualifizieren. Ist hingegen infolge Vorliegens eines wirtschaftlich berechtigten Sicherungsbedürfnisses keine Spielabsicht gegeben, sind diese Geschäfte nicht als klaglose Spielverträge im Sinne von § 762 BGB, Art. 513 OR, sondern als verbindliche atypische Verträge zu qualifizieren.

¹⁹⁵ Zu den Voraussetzungen eines Spielvertrages vgl. *Ebenroth/Messer*, Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Währungsswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen aufgrund vertraglicher Lösungsklauseln, ZVglRWiss 1987, 1, 12 m.w.N.

¹⁹⁶ Vgl. *Ebenroth/Messer*, Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Währungsswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen aufgrund vertraglicher Lösungsklauseln, ZVglRWiss 1987, 1, 12 m.w.N.

(1) *Subjektive Anknüpfung*

Nach der vorrangigen subjektiven Anknüpfung des deutschen wie des schweizerischen Internationalen Privatrechts nach Art. 27 Abs. 1 EGBGB bzw. Art. 116 Abs. 1 IPRG ist das anwendbare Recht auch bei innovativen Terminmarktinstrumenten als schuldrechtliche Verträge aus der bei Kontraktabschluß getroffenen Rechtswahl der Parteien zu ermitteln. Die Vereinbarung einer Rechtswahl ist bei sämtlichen Terminmarktinstrumenten, insbesondere bei den standardisierten Vertragsarten üblich, im übrigen ergibt sich eine Rechtswahl insbesondere bei den börsenfreien Zinstermingeschäften aus den üblicherweise von seiten der Banken in das Geschäft einbezogenen Geschäftsbedingungen.

(2) *Objektive Anknüpfung*

Ist bei innovativen Terminmarktinstrumenten *keine* Rechtswahl der Parteien festzustellen, ist das auf diese Geschäfte anwendbare Recht nach der subsidiären objektiven Anknüpfung des deutschen bzw. des schweizerischen Internationalen Privatrechts nach Art. 28 EGBGB bzw. Art. 117 IPRG festzustellen. Die Ermittlung des Vertragsschwerpunktes, dessen Recht danach anwendbar ist, bereitet bei Financial Futures sowie bei börsengehandelten Finanzoptionen kaum Schwierigkeiten. Financial Futures werden durchweg, börsengehandelte Finanzoptionen häufig an einer Terminbörse zwischen dort zugelassenen Börsenmitgliedern und einer börsenzugehörigen Clearing-Stelle kontrahiert. Dies führt dazu, daß der Vertragsschwerpunkt an den betreffenden Börsenplatz zu lokalisieren ist, was zur Anwendbarkeit des Rechts des Staates führt, dem dieser Börsenplatz unterliegt. Bei nichtbörsengehandelten Finanzoptionen und Zinstermingeschäften, die eine Bank mit einem Kunden oder mit einer anderen Bank als Finanz-

dienstleistung schließt, ist die Anwendbarkeit des Rechts zu vermuten, dem die Bank bzw. deren kontrahierende Niederlassung unterliegt, im übrigen erfolgt die Ermittlung des Vertragsschwerpunktes nach den allgemeinen Grundsätzen.

(3) *Ordre Public*

Bei der Anwendung ausländischen Rechts auf Terminmarktinnovationen ist wie bei allen übrigen schuldrechtlichen Verträgen auch nach deutschem und nach schweizerischem Kollisionsrecht der jeweilige inländische *ordre public* zu wahren¹⁹⁷.

Gemäß Art. 6 EGBGB ist eine Rechtsnorm eines anderen Staates nicht anzuwenden, wenn ihre Anwendung zu einem Ergebnis führt, das mit wesentlichen Grundsätzen des deutschen Rechts offensichtlich unvereinbar ist, insbesondere ist sie nicht anzuwenden, wenn die Anwendung mit den Grundrechten unvereinbar ist.

Entsprechend hierzu ist nach Art. 17 IPRG die Anwendung von Bestimmungen eines ausländischen Rechts ausgeschlossen, wenn sie zu einem Ergebnis führen würde, das mit dem schweizerischen *ordre public* unvereinbar ist.

Diese Vorbehaltsklauseln¹⁹⁸ genießen bei den innovativen Terminmarktinstrumenten besondere Beachtung. Bei mangelnder wirtschaftlicher Berechtigung unterliegen diese Geschäfte nach deutschem wie nach schweizerischem Recht dem Differenz- bzw. Spieleinwand und sind dadurch klaglos¹⁹⁹. Die Behandlung

¹⁹⁷ Vgl. hierzu *KegeI*, Internationales Privatrecht, 6. Aufl., München 1987, S. 323 ff.

¹⁹⁸ *KegeI*, Internationales Privatrecht, 6. Aufl., München 1987, S. 323 ff.

¹⁹⁹ Soweit dieser nicht nach deutschem Börsenrecht durch § 58 BörsG für Börsentermingeschäfte unter börsentermin-

derartiger Geschäfte als nicht klagbare Naturalobligationen gehört zu den wesentlichen Grundgedanken des deutschen²⁰⁰ wie des schweizerischen²⁰¹ Rechts, und sind im Rahmen des *ordre public* daher auch bei Anwendung ausländischen Rechts zu beachten. Aufgrund des Vorbehalts des *ordre public* ist ausländisches Recht, das Termingeschäfte entgegen der Rechtslage in Deutschland bzw. in der Schweiz für verbindlich erklärt, nicht zu beachten. Ausländische Urteile über in Deutschland bzw. in der Schweiz unverbindliche Termingeschäfte können, soweit sie diese Geschäfte für verbindlich erklären, daher weder in Deutschland²⁰² noch in der Schweiz²⁰³ anerkannt werden. Schiedsgerichtsklauseln, die die Klaglosigkeit von Termingeschäften durch Vereinbarung eines nach ausländischem Recht entscheidenden Schiedsgerichts zu umgehen versuchen, sind ebenfalls wegen Verstosses gegen den deutschen²⁰⁴ wie des schweizerischen²⁰⁵ *ordre public* unbeachtlich.

geschäftsfähigen Parteien ausgeschlossen ist, vgl. oben V.2.a.

²⁰⁰ *Soergel*, Bürgerliches Gesetzbuch, Band 4, 11. Aufl., Stuttgart 1975, § 762 RdNr. 9 m.w.N.

²⁰¹ *Giovanoli*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, 2. Abt., 7. Teilbd., Vorbem. zu Art. 513-515 OR RdNr. 4 m.w.N.

²⁰² Vgl. § 328 I Nr. 4 ZPO; *Staudinger*, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 2. Buch, 12. Aufl., Berlin 1986, § 764 RdNr. 36 m.w.N.

²⁰³ *Giovanoli*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, 2. Abt., 7. Teilbd., Vorbem. zu Art. 513-515 OR RdNr. 4.

²⁰⁴ BGH RIW 1987, 867 m.w.N.

²⁰⁵ So wohl *Giovanoli*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, 2. Abt., 7. Teilbd., Vorbem. zu Art. 513-515 OR RdNr. 4.

b) **Sonderanknüpfungen**

Bei Financial Futures und Finanzoptionen als Börsentermingeschäften ist nach deutschem Börsenrecht unabhängig vom Vertragsstatut der Termineinwand nach § 53 BörsG zu beachten. § 61 BörsG, eine Kollisionsnorm des deutschen Internationalen Privatrechts, der die Anwendung entgegenstehenden ausländischen Rechts ausschließt²⁰⁶, erklärt die §§ 52 - 60 und damit auch den Termineinwand als auch für ausländische Börsentermingeschäfte maßgeblich. Hinsichtlich sonstiger Sonderanknüpfungen sind bei innovativen Finanzmarktinstrumenten die allgemeinen Regeln des deutschen wie des schweizerischen Internationalen Privatrechts zu beachten.

VI. **SCHLUß**

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß die internationalprivatrechtliche Anknüpfung bei innovativen Finanzierungsinstrumenten im deutschen und im schweizerischen Kollisionsrecht nach den im wesentlichen gleichen Regeln erfolgt. Das Vertragsstatut als das auf Finanzinnovationen als schuldrechtliche Verträge anwendbare Recht ist nach deutschem Internationalen Privatrecht gemäß § 27 Abs. 1 EGBGB und nach schweizerischem Internationalen Privatrecht gemäß § 116 Abs. 1 IPRG primär durch die subjektive Anknüpfung an der von den Parteien getroffenen Rechtswahl zu ermitteln. Ist bei innovativen Finanzierungsinstrumenten ausnahmsweise *keine* Rechtswahl der Parteien festzustellen, ist nach der subsidiären objektiven Anknüpfung des deutschen Internationalen Privatrechts gemäß § 28 EGBGB und des schweizerischen Inter-

²⁰⁶ BGH RIW 1987, 867; BGH WM 1984, 1245 m.w.N.

nationalen Privatrechts gemäß § 117 IPRG Vertragsstatut das Recht des Staates, mit dem die Verträge die engste Verbindung bzw. den engsten Zusammenhang aufweisen. Der danach unter Würdigung aller Umstände zu ermittelnde Vertragsschwerpunkt wird für das deutsche Internationale Privatrecht gemäß § 28 Abs. 2 EGBGB wie für das schweizerische Internationale Privatrecht gemäß § 117 Abs. 2 IPRG widerlegbar bei der Partei vermutet, die die charakteristische Vertragsleistung erbringt. Abschließend ist festzuhalten, daß insbesondere beim grenzüberschreitenden Einsatz von innovativen Finanzierungsinstrumenten die Vereinbarung einer Rechtswahlklausel zu empfehlen ist, um Schwierigkeiten bei der für die objektive Anknüpfung erforderlichen Feststellung des Vertragsschwerpunktes zu vermeiden.

Literatur

- Abel, Ulrich/Bergmann, Harmut/Boing, Georg*, Optionen, Neuss 1986.
- Altneu, Steven/Jones, M./Alvarez-Moro, O.*, Pricing, Syndication and placement processes, in: *Bankson, Lloyd/Lee, Michael* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 19 ff.
- Attems, Johannes*, Innovative Instrumente aus der Sicht des Emittenten, in: *Bühler, Wilhelm/Feuchtmüller, Wolfgang/Vogel, Michael E.* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 241 ff.
- Bank for International Settlements*, Recent Innovations in International Banking, Basel 1986.
- Baum, B.*, Rating-Systeme und ihre Methoden, Mitteilungen aus dem Institut für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Bonn Nr. 26, Bonn 1987.
- Beaumont, Rupert*, The difference between NIFs and RUFs, IFLR June 1985, 31 ff.
- Ders.*, Documentation and legal aspects, in: *Bankson, Lloyd/Lee, Michael* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 63 ff.
- Betz, Rolf*, Neue Finanzierungsformen, in: *Deutsche Bank* (Hrsg.), Neue Entwicklungen am internationalen Kapitalmarkt, Frankfurt 1986, S. 15 ff.
- Bolck, Christian*, Euronotes gewinnen im Wettbewerb der Finanzierungsinstrumente, Die Bank 1986, 513 ff.

- Boller, Heinz*, Neue Finanzierungsformen aus der Sicht eines Industrieunternehmers, *Der Schweizer Treuhänder* 1987, 205 ff.
- Bosch, Ulrich*, Rechtsfragen bei internationalen Finanzierungen, in: Deutsche Bank (Hrsg.), *Internationale Investitionsfinanzierungen*, Frankfurt 1986, S. 168 ff.
- Bothe, Sigrid*, Zinsoptionen als Bankabsatzleistungen, *Mitteilungen aus dem Institut für das Spar-, Giro- und Kreditwesen der Universität Bonn*, Bonn 1987.
- Botschaft des schweizerischen Bundesrats zum Bundesgesetz über das internationale Privatrecht, *BBI*. 1983 I, 263 ff.
- Brestel, Norbert*, Aktien-, Währungs- und Zinsoptionen I: Grundlagen, in: Institut für Bankwirtschaft an der Hochschule St. Gallen (Hrsg.), *Internationaler Wandel im Wertschriftengeschäft der Banken*, St. Gallen 1987, S. 215 ff.
- Breuer, Rolf E.*, Für eine deutsche Options- und Futures-Börse, *Die Bank* 1987, 387 ff.
- Ders.*, Neue Formen am Anleihemarkt, in: *Bruns, Georg/Häuser, Karl* (Hrsg.), *Innovationen auf Finanzmärkten*, Frankfurt 1986, S. 7 ff.
- Bruckermann, Gerhard*, Der Euro-Note-Markt, in: Deutsche Bank, *Neue Entwicklungen am internationalen Kapitalmarkt*, Frankfurt 1986, S. 25 ff.
- Bruns, Georg/Rodrian, Heinrich*, *Handbuch Wertpapier und Börse*, Berlin, Stand: August 1987.
- Büschgen, Hans E.*, Finanzinnovationen, *ZfB* 1986, 301 ff.

- Canaris, Claus-Wilhelm*, Großkommentar HGB, 3. Aufl., Band III/3 (Bankvertragsrecht) 2. Bearb., Berlin 1981.
- Cates, Armel*, Swap Financing, Int. Lawyer 1986, 837 ff.
- Cohen, Edi*, New Buoyancy for the Floater, The Banker June 1987, 69 ff.
- Cunningham, Daniel P./Golden, Joffrey B.*, A Practitioner's Guide to the 1986 Code of Swaps, in *Anti, Boris* (Hrsg.), Swap Finance, Loose Leaf Service, London 1986, S. 61 ff.
- Denning, Ulrike*, Die Euro-Teilmärkte, Hamburg 1987.
- Dombret, Andreas*, Die Verbriefung als innovative Finanzierungstechnik, Frankfurt 1987.
- Dresdner Bank (Hrsg.), Zinsmanagement - Instrumente und Anwendungen, Frankfurt 1987.
- Dullforce, William*, Switzerland's new futures exchange, in: Financial Futures and Options, Financial Times Survey S. VII, Financial Times vom 10.3.1988.
- Dumas, Charles/Pilato, Alexander*, The Valuation of Perpetuals, in: Perpetual Floating Rate Notes, A Special IFR Survey, London 1987, S. 9 ff.
- Dungan, Nicholas W. F.-R.*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler, Wilhelm/Feuchtmüller, Wolfgang/Vogel, Michael E.* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 221 ff.
- Dungan, Nicholas W. F.-R.*, The structure of revolving underwriting facilities, in: *Bankson, Lloyd/Lee, Michael* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 9 ff.

Ebenroth, Carsten Thomas, Banking on the Act of State, Konstanz 1985.

Ders., Globale Herausforderungen durch die Verschuldungskrise, Konstanz 1987.

Ders., Code of Conduct - Ansätze zur vertraglichen Gestaltung internationaler Investitionen, Konstanz 1987.

Ders., Mittelständische Unternehmen und globale Herausforderung, in: Festschrift für *Lothar Späth*, Heidelberg 1987, S. 612 ff.

Ders., Überlegungen zur Ausgestaltung transnationaler Investitionsverträge, in: Festschrift für *Ernst Stiefel*, München 1987, S. 147 ff.

Ders./Einsele, Dorothee, Rechtliche Hindernisse auf dem Weg zur "Goffex", ZIP 1988, 205 ff.

Ders./Messer, Ulrich, Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Währungsswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen aufgrund vertraglicher Lösungsklauseln, ZVglRWiss. 87 (1988) 1 ff.

Ders./Teitz, Louise Ellen, Winning or Losing by Default, The International Lawyer 1985, 225 ff.

Ebneter, Antoinette, Aktien-, Währungs- und Zinsoptionen II: Strategien, in: Institut für Bankwirtschaft an der Hochschule St. Gallen (Hrsg.), Internationaler Wandel im Wertschriftengeschäft der Banken, St. Gallen 1987, S. 231 ff.

von Eckartsberg, Wolfgang, Zins- und Währungsswaps/Caps, in: *Deutsche Bank* (Hrsg.), Neue Entwicklungen am internationalen Kapitalmarkt, Frankfurt 1986, S. 34 ff.

- Elstein, Jan*, A BONUS facility, in: *Bankson, Lloyd/Lee, Michael* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 112 ff.
- Felix, Richard*, The US commercial paper market, in: *ders.* (Hrsg.), Commercial Paper, London 1987, S. 1 ff.
- Fisher, Frederick G.*, International Bonds, London 1981.
- Frank, H. Peter*, Theoretische Bewertung, Konditionengestaltung und Marktpreisbildung innovativer Finanzierungsinstrumente, Mitteilungen aus dem Institut für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Bonn Nr. 25, Bonn 1987, S. 6 ff.
- Frankfurter Wertpapierbörse*, Studie über die Möglichkeit zur Errichtung einer deutschen Börse für Optionen und Financial Futures, erstellt von der Unternehmensberatung GmbH Arthur Andersen & Co., Juli 1987.
- Franzen, Christopher*, Finanzinnovationen - was ist das ?, Die Bank 1988, 18 ff.
- Friese, Antje B.*, Euro Commercial Paper gewinnt an Bedeutung, Die Bank 1988, 133 ff.
- Gautschi, Georg*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, 2. Abt. 4. Teilbd., 3. Aufl., Bern 1971.
- Giovanoli, Silvio*, in: Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, 2. Abt. 7. Teilbd., 2. Aufl., Bern 1978.
- Gleske, Leonhard*, Finanzinnovationen aus der Sicht der Notenbanken und Bankenaufsichtsbehörden, Die Bank 1986, 280 ff.
- Grabbe, J. Orlin*, International Financial Markets, New York 1986.

- Gray, Robert W./Kurz, William C.F./Strupp, Cory N.*, Interest rate swaps, in: *Antl, Boris* (Hrsg.), *Swap Finance*, Bd. 1, London 1986, S. 3 ff.
- Guhl, Theo/Merz, Hans/Kummer, Max*, *Das Schweizerische Obligationenrecht*, 7. Aufl., Zürich 1980.
- Hahn, Oswald*, Innovationen in der Bankwirtschaft und anderswo - Gedanken zu einem Schlagwort, *ZfgG* 1987, 139 ff.
- Heini, Anton*, Die Rechtswahl im Vertragsrecht und das neue IPR-Gesetz, in: *Beiträge zum neuen IPR des Sachen-, Schuld- und Gesellschaftsrechts*, Festschrift für *Rudolf Moser*, Zürich 1987, S. 67 ff.
- Hellwig, Hans Jürgen/de Lousanoff, Olga*, Die Verbindlichkeit sog. Hedge-Geschäfte, in: *Festschrift für Ernst Stiefel*, München 1987, S. 309 ff.
- Henderson, Schuyler K.*, The impact of US law on Euronote facilities, in: *Bankson, Lloyd/Lee, Michael* (Hrsg.), *Euro notes*, London 1985, S. 79 ff.
- Heri, Erwin*, Mögliche Strategien bei Unsicherheit am Devisenmarkt, in: *Institut für Bankwirtschaft an der Hochschule St. Gallen* (Hrsg.), *Internationaler Wandel im Wertpapiergeschäft der Banken*, St. Gallen 1987, S. 257 ff.
- Horn, Norbert*, *Das Recht der internationalen Anleihen*, Frankfurt 1972.
- Jäggi, Peter/Druey, Jean Nicolas/von Greyerz, Christoph*, *Wertpapierrecht*, Basel 1985.
- Jahn, Uwe*, ISDA-Musterverträge zu Swapvereinbarungen setzen sich durch, *Die Bank* 1988, 100 ff.

- Ders.*, Vereinheitlichung von Swap-Verträgen, *Die Bank* 1987, 197 ff.
- Keigel, Gerhard*, Internationales Privatrecht, 6. Aufl., München 1987.
- Kleiner, Beat*, Internationales Devisen-Schuldrecht, Zürich 1986.
- Ders.*, Neue Kapitalmarktfinanzierungsformen - ihre schuldrechtliche Einordnung, *Der Schweizer Treuhänder* 1987, 202 ff.
- Koch, Karl, Wolfgang/Vogel, Horst*, Zur handels- und steuerrechtlichen Behandlung von Optionsanleihen, *BB Beilage* 10/1986, 1 ff.
- Köhler, Claus*, Innovationen im Bankgeschäft als geld- und währungspolitisches Problem, in: *Kolbeck, Rosemarie* (Hrsg.), *Bankinnovationen*, Frankfurt 1986, S. 111 ff.
- Kostner, Markus/Niederkofler, Martin*, Hybridformen zwischen Euro-Kredit und Euro-Anleihe, in: *Bühler, Wilhelm/Feuchtmüller, Wolfgang/Vogel, Michael E.* (Hrsg.), *Finanzmarktinnovationen*, Wien 1985, S. 201 ff.
- Kuhner, Christoph*, Die Bilanzierung von Zinstermingeschäften, Mitteilungen aus dem Institut für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Bonn Nr. 28, Bonn 1988, S. 3 ff.
- Kümpel, Siegfried*, Zum Termin- und Differenzeinwand bei Zinsterminkontrakten und Zinsswapgeschäften, *WM* 1986, 661 ff.
- Ders.*, Zur Termingeschäftsfähigkeit nach dem Börsengesetz, *Spar-kasse* 1986, 558 ff.

- Kußmaul, Heinz*, Betriebswirtschaftliche Überlegungen bei der Ausgabe von Null-Kupon-Anleihen, BB 1987, 1562 ff.
- Loos, Gerhard*, Steuerliche und handelsrechtliche Einstufung von Aufgeld und Unterverzinslichkeit bei Optionsanleihen, BB 1988, 369 ff.
- Lusser, Markus*, Finanzinnovationen und die Stabilität der Finanzmärkte, Aussenwirtschaft 1987, 143 ff.
- Manthey, Rainer*, Währungsoptionen - ein Instrument des Devisenmanagements, Die Bank 1986, 358 ff.
- Mayr, Thomas*, Anleiheformen des Euromarktes, in: *Bühler, Wilhelm/Feuchtmüller, Wolfgang/Vogel, Michael E.* (Hrsg.), Finanzmarktinnovationen, Wien 1985, S. 41 ff.
- Meier-Hayoz, Arthur/v.d.Crone, Hans Caspar*, Wertpapierrecht, Bern 1986.
- Meyer, Rudolf*, "Forward Rate Agreements": ein neues Zinsabsicherungsinstrument, Der Schweizer Treuhänder 1987, 190 ff.
- Müller, Klaus/Steuer, Stephan*, Rentenoptionshandel und Neuerungen bei Aktienoptionen, Die Bank 1986, 182 ff.
- Palandt*, Bürgerliches Gesetzbuch, 47. Aufl., München 1988.
- Price, John A.M.*, Currency Swaps: exchanges of borrowings, in: *Antl, Boris* (Hrsg.), Swap Finance, Bd. 1, London 1986, S. 21 ff.
- Pulver, Urs*, Börsenmässige Optionsgeschäfte, Zürich 1987.
- Richardt, Reinhard*, Wertpapierrecht, 1. Aufl., Heidelberg 1987.

- Rickenbacher, Robert*, Globalurkunden und Bucheffekten im schweizerischen Recht, Zürich 1981.
- Rölller, Wolfgang*, Finanzinnovationen als Chancen der deutschen Banken im internationalen Wettbewerb, in: *Kolbeck, Rosemarie*, Bankinnovationen, Frankfurt 1986, S. 11 ff.
- Rowley, Jan/Neuhaus, Henrik*, How caps and floors can influence desired cash flow, *Euromoney Corporate Finance*, July 1986, 37 ff.
- Saurer, Helmut*, Bedeutung innovativer Instrumente für die Portfolio-Optimierung, Institut für Bankwirtschaft an der Hochschule St. Gallen, Internationaler Wandel im Wertschriftengeschäft der Banken, St. Gallen 1987, S. 197 ff.
- Schaad, Ernst*, Tendenzen im internationalen Banking, *Der Schweizer Treuhänder* 1987, 45 ff.
- Schäfer, Frank A.*, Zinsswaps und Zinscaps als Differenzgeschäfte gem. §§ 762, 764 BGB, *ZIP* 1986, 1304 f.
- Schatzmann, Hans*, Neue Kapitalmarktformen: Eine Folge der "Securitization", *Der Schweizer Treuhänder* 1987, 178 ff
- Schmidt, Elke*, Möglichkeiten zur aufsichtsrechtlichen Begrenzung der Risiken von Financial Futures, *Sparkasse* 1986, 245 ff
- Schönle, Herbert*, Bank- und Börsenrecht, 2. Aufl., München 1976.
- Schuster, Leo*, Deregulierung im schweizerischen Bankenwesen, *Die Bank* 1988, 75 ff.

Schwander, Ivo, Internationales Vertragsschuldrecht - Direkte Zuständigkeit und objektive Anknüpfung, in: Beiträge zum neuen IPR des Sachen-, Schuld- und Gesellschaftsrechts, Festschrift für *Rudolf Moser*, Zürich 1987, S. 79 ff.

Schwark, Eberhard, Börsengesetz, München 1976.

Schweizerische Vereinigung für Internationales Recht (Hrsg.), Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht, Schlußbericht der Expertenkommission zum Gesetzesentwurf, Zürich 1979.

Smirlock, Michael, Hedging Bank Borrowing Costs with Financial Futures, Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review, May/June 1986, 13 ff.

Soergel, Bürgerliches Gesetzbuch, Band 4, 11. Aufl., Stuttgart 1975.

Staudinger, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 2. Buch, 12. Aufl., Berlin 1986.

Stenram, Robert, A RUF facility with a swing line option, in: *Bankson, Lloyd/Lee, Michael* (Hrsg.), Euronotes, London 1985, S. 199 ff.

Talbert, W.Pike, Notes issuances facilities and the Euro commercial paper market, in: *Felix, Richard* (Hrsg.), Commercial Paper, London 1987, S. 97 ff.

Ugeux, Georges, Floating Rate Notes, 2. Aufl., London 1985.

Ulmer, Peter/Ihrig, Christoph, Ein neuer Anleihetyp: Zero-Bonds, ZIP 1985, 1169 ff.

Walz, Hartmut/Menichetti, Mario, Kriterien zur Bewertung von Doppelwährungsanleihen, Die Bank 1987, S. 552 ff.

- Welcker, Johannes*, Drei Arten von Währungsoptionen, Die Bank 1986, 298 ff.
- Zahn, Hans*, Finanzinnovationen - Glossarium der neuen Hedging- und Finanzierungsinstrumente, Frankfurt 1986.
- Zöllner, Wolfgang*, Wertpapierrecht, 14. Aufl., München 1987.
- Zuehör, Gerhard*, DM-Zinscaps als Instrument der Finanzabteilung, Die Bank 1987, 558 ff.
- (*O. Verf.*), Innovationen im internationalen Bankgeschäft, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, April 1986, S. 25 ff.
- (*O. Verf.*), Die Märkte für private ECU, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank August 1987, S. 32 ff.
- (*O. Verf.*), Credit Suisse First Boston Research, in: Perpetual Floating Rate Notes, A Special IFR Survey, London 1987, S. 39.