

Albert-Ludwig-Universität Freiburg i.Br.
Juristische Fakultät

Rechtsprobleme bei Geschäften mit Derivaten

Magisterarbeit
zur Erlangung der Magisterwürde
legum magister

bei Prof. Dr. iur. Uwe Blaurock

vorgelegt von

Necesio Antonio Krapp Tavares
aus Rio de Janeiro, Brasilien
Matr.-Nr. 9310447

Juli 1998

Necesio A. Krapp Tavares
necesio@hotmail.com

Rua Goethe, 35 Grünwälderstr. 22
22281-020 Rio de Janeiro RJ 79098 Freiburg i. B.

Inhaltverzeichnis

<u>A. Zur Einführung</u>	1
<u>B. Derivate und ihre Kennzeichen</u>	2
I. Derivate als Finanzinnovation	2
II. Der Begriff "Derivate" und ähnlich verwendete Ausdrücke	3
III. Die internationalen Aspekte von Derivaten	5
<u>C. Die wirtschaftlichen Grundlagen von Derivaten</u>	6
I. Die Anwendung von Derivaten	6
II. Derivate in der Vergangenheit	7
III. Die Wirtschaft und die neue Entwicklung von Derivaten	9
IV. Risiken bei Derivaten	14
1. Marktrisiko	15
2. Kreditrisiko	15
3. Systemrisiko	15
4. Operatives Risiko	16
5. Rechtliches Risiko	16
<u>D. Die Arten von Derivaten und ihre rechtliche Behandlung</u>	16
I. Futures	16
1. Der Begriff "Future"	16
3. Die Rechtsnatur von Futures	17
3. Beispiele zu Futures	18
a) Waren oder Commodity Futures	18
b) Devisen Futures	19
c) Zinsen Futures	20
d) Aktienindex Futures	21
II. Optionen	22
1. Der Begriff "Option"	22
2. Rechtsnatur der Option	23
3. Beispiele zu Optionen	24

III. Swaps	24
1. Der Begriff "Swap"	24
2. Rechtsnatur von Swaps	25
a) Währungsswaps	25
b) Zinsswaps	26
c) Zins- Währungsswaps	27
3. Beispiele zu Swaps	27
a) Währungsswap	27
b) Zinsswaps	29
IV. Andere Derivate und Derivate Combination	29
1. "Forwards" als Termingeschäft	29
2. Swaptions, Caps, Floors und Colars	30
V. Organisation des Handels von Derivatgeschäften	31
VI. Aufklärungspflichten bei Derivatgeschäften	32
<u>E. Fälle aus der Praxis</u>	33
I. Swapverträge als Geschäft <i>ultra vires</i>	33
1. Der Fall <i>Hazel v. Hammersmith & Fulham Council</i>	33
a) Die Entscheidung in erster Instanz	35
b) Die Entscheidung im <i>Court of Appeal</i>	35
c) Die Entscheidung im <i>House of Lords</i> und ihre Folgen	36
2. Die Swapverträge und die Doktrin <i>ultra vires</i> in Deutschland	38
II. Derivatgeschäfte und Konkurs	39
1. Der Konkurs des <i>Baring</i> Finanzkonzerns	39
2. Vorschläge zur Reglementierung Derivatgeschäften	42
a) Die Windsor Erklärung	42
b) Vorschläge des Basler Ausschuß für Bankenaufsicht	43
3. Derivatgeschäfte bei einem Konkurs in Deutschland	45
a) Termingeschäfte bei Konkurs	45
b) Swapverträge bei Konkurs	46
<u>F. Zusammenfassung</u>	46

Rechtsprobleme bei Geschäften mit Derivaten

A. Zur Einführung

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit Rechtsproblemen von Derivatgeschäften. Es handelt sich um ein komplexes Thema, wofür bisher weder in Deutschland noch in anderen Ländern eine umfassende rechtliche Regelung besteht.

Es ist das Hauptziel dieser Arbeit, den Begriff, den Nutzen und den Gebrauch von Derivaten aufzuzeigen und zu erklären, wie mögliche Regelungen für deren Einsatz gestaltet werden sollten.

Erstens wird der Begriff erklärt, sowie die Rolle der Derivate als Finanzinnovation, ihre Kennzeichen und Risiken. Darüber hinaus werden die wirtschaftlichen Grundlagen aufgezeigt, aus denen sich die Derivate entwickelt haben.

Zweitens werden die verschiedenen Arten von Derivaten erklärt und ihre Rechtsnatur nach dem deutschen Recht. Um den Gegenstand der Derivate zu verdeutlichen, werden zahlreiche Beispiele angeführt, die die grundlegende Anwendung und den Ablauf von Derivatgeschäften demonstrieren.

Drittens werden zwei Fälle aus der Praxis beschrieben. Das erste Fall betrifft das Derivatgeschäft als ein Geschäft *ultra vires* am Beispiel der in Großbritannien geführten Klage *Hazel v. Hammersmith & Fulham Council*, der zweite den Konkurs des *Baring* Finanzkonzerns in Singapur im Jahre 1992. Obwohl sich diese Fälle in verschiedenen Rechtskreisen außerhalb Deutschlands zugetragen haben, wird eine Analyse nach dem deutschen Recht vorgenommen.

Unter besonderer Berücksichtigung der analysierten Beispiele aus der Praxis und den allgemeinen Risiken der Derivate, wird im abschließenden Kapitel der Arbeit zusammenfassend diskutiert, warum es keinem nationalen Rechtskreis gelungen ist, die Derivatgeschäfte in

vollem Umfang zu reglementieren. Verdeutlicht wird die Notwendigkeit der Vertragsfreiheit der Parteien, sowie Vorschläge, wie reglementierende Maßnahmen bezüglich der Derivate vorgenommen werden sollten.

B. Derivate und ihre Kennzeichen

I. Derivate als Finanzinnovation

Der Begriff “Innovation” ist von dem lateinischen Wort “innovatio” abgeleitet und bedeutet “Erneuerung” oder “Veränderung”¹. Diese geht in der Regel mit einer neuen, fortschrittlichen Lösung eines technischen Problems bei Produkten oder Verfahren einher². Wenn Finanzinstrumente diese Merkmale enthalten, sind sie als sogenannte Finanzinnovationen einzuordnen.

Finanzinnovationen, die für Finanz- bzw. Geldmärkte entwickelt wurden, werden oft als derivative Produkte oder als Derivate bezeichnet. Daher soll untersucht werden, ob die Begriffe “Innovation” und “Derivat” als Synonyme für eine Kategorisierung der neu geschaffenen Finanzinstrumente verwendet werden können. Mit derivaten Finanzinstrumenten geht notwendigerweise eine “Erneuerung” einher, da sie eine Ableitung von Merkmalen bereits bestehender Finanzinstrumente verkörpern; folglich sind sie zugleich “Finanzinnovationen”. Hieraus folgt im Umkehrschluß jedoch nicht, daß alle innovativen Finanzinstrumente auch “Derivate” sind. Finanzinnovationen setzen lediglich eine “Erneuerung” eines bereits bestehenden Finanzinstruments voraus. Sie fordern nicht wie Derivate eine “Ableitung” aus den Merkmalen eines oder mehrerer Finanzinstrumente zu einem neuen, eigenständigen Handelsobjekt. Finanzinnovationen können aus einem “originären” Finanzinstrument geschaffen werden. Allerdings werden sie nicht schon durch eine fortschrittliche Ausgestaltung zu einem neuen eigenständigen

¹ Georges / Georges, Ausführliches Lateinisch-Deutsches Handwörterbuch.

² Siehe Duden - Deutsches Universal Wörterbuch, unter “Innovation”.

Finanzinstrument, einem Derivat³. Derivate sind mehr als nur neue Finanzinstrumente. Sie bedeuten für die Finanzindustrie einen “Entwicklungssprung” in eine völlig neue Dimension⁴.

Somit ist auf dem deutschen Finanzmarkt zwischen der Gruppe der Innovationen und dem darin enthaltenen Teil der Derivate zu differenzieren. Neben den Derivaten bilden die originären Finanzinstrumente, wie z.B. das Commercial Paper⁵, einen weiteren Anteil der innovativen Finanzinstrumente.

II. Der Begriff “Derivat” und ähnlich verwendete Ausdrücke

Der Begriff “Derivat” und das englische Wort *derivative* ist dem Lateinischen *derivatio* entlehnt und bedeutet “Ableitung” oder “Erweiterung eines vorhergehenden Begriffs zu einem neuen Ganzen”⁶. Das heißt, daß Derivate im wirtschaftswissenschaftlichen bzw. rechtlichen Kontext spekulative Ableitungen sind, die sich von einer Zukünftigkeit her bestimmen; sie sind Ableitungen, die auf Prognosen beruhen und Vorabkommen beinhalten.

Ausdrücke wie Derivate, Derivatprodukte, Derivatinstrumente, derivative Finanzgeschäfte, derivative Finanzinstrumente⁷ - oder kürzer: Finanzderivate⁸, Derivatengeschäft, Hedge, Hedging, Hedgegeschäft oder Finanzinnovation werden oft synonym verwendet, d.h. als Synonyme für die Kategorisierung der neu geschaffenen Finanzinstrumente. Die Terminologie ist nicht streng festgelegt, d.h. die Ausdrücke können auf verschiedene Weise gebraucht werden, da sie in der Wirtschaftspraxis entstanden sind, meist im angelsächsischen Rechtskreis, in dem Sitten und

³ Jaskulla, S. 16.

⁴ Linz, S. 563.

⁵ Jaskulla, S. 75.

⁶ Georges / Georges, Ausführliches Lateinisch-Deutsches Handwörterbuch.

⁷ Jahn, § 114, Rn. 1.

Bräuche (*Common Law*) ausschlaggebender und marktformierender sind als der Wunsch nach strikt kodifiziertem Recht.

In deutschen Gesetzen werden Geschäfte mit Derivaten nicht mit einer einheitlichen Terminologie erfaßt⁹. So finden sich in Gesetzen z.B. folgende Begriffe: Finanzleistungen (Art. 105 EGInsO, Art. 15 Zweites Finanzmarktförderungsgesetz); Finanztermingeschäft (Art. 105 EGInsO); Finanzgeschäft und Finanzinstrumente (Art. 340 c HGB, § 2 Abs. 4 Kreditbestimmungsverordnung); Finanz-Swaps und Finanz-Termingeschäft (Grundsatz I gem. § 10 KWG), Zinstermin- und Zinsoptionsgeschäfte (Grundsatz I a gem. § 10 KWG). Erst im Jahr 1994, als das WpHG in Kraft trat, wird eine Definition für Derivate festgelegt. Es handelt sich hier aber um einen Begriff, der zwar keinesfalls unpräzise definiert, aber doch mit einer weitreichenden Bedeutung versehen wurde. Nach § 2 Abs. 2 WpHG sind Derivate Rechte, die an einem inländischen oder ausländischen Markt gehandelt werden, und deren Börsen- oder Marktpreis unmittelbar oder mittelbar von der Entwicklung des Börsen- oder Marktpreises von Wertpapieren oder ausländischen Zahlungsmitteln oder der Veränderung von Zinssätzen abhängt.

Markt ist i.S.d. WpHG derjenige, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum unmittelbar oder mittelbar zugänglich ist. Obwohl Wertpapierindizes nicht ausdrücklich genannt werden, sind sie jedoch durch den Zusatz "mittelbar" erfaßt. Nach der gesetzlichen Definition werden also sowohl Optionen als auch Terminverträge miteingeschlossen. Der Begriff Derivat wird in der Praxis nicht einheitlich und exakt benutzt. Es gibt hier keine präzise Definition dafür, obwohl allen Derivaten gemeinsam ist, daß ihre Bewertung und Wertentwicklung nicht originär erfolgt, sondern von einem Basiswert abgeleitet wird¹⁰. Der Basiswert

⁸ Schäfer, § 17, Rn. 1.

⁹ Jahn, § 114, Rn. 1.

¹⁰ Schäfer, § 17, Rn. 1.

entspricht einer oder mehreren Finanzaktiva, die bei Marktschwankungen oszillieren. Beim Basiswert handelt es sich oft um Aktien, Anleihen, Devisen, Waren, Zinssätze, so wie Indizes, die sich darauf beziehen¹¹.

Unter einem Derivat ist im übertragenen Sinn ein neues Finanzinstrument zu verstehen, das aus den Merkmalen eines anderen Finanzinstruments abgeleitet wurde. Demnach sind Finanzinstrumente als Derivate zu bezeichnen, wenn sie von den Merkmalen eines oder mehrerer Finanzinstrumente abgeleitet wurden und aufgrund dessen ein neues, eigenständiges Handelsobjekt verkörpern. Darüber hinaus ist für Derivate charakteristisch, daß ihr Ertrag in der Regel von der Entwicklung anderer Kapitalanlageinstrumente oder künstlicher Bezugsobjekte, wie z.B. Indizes, abhängt¹². Das Derivat ist also ein Geschäft, das von einem variablen Basiswert abgeleitet wird.

III. Die internationalen Aspekte von Derivaten

Geschäfte mit Derivaten haben oft einen internationalen Aspekt. Er rührt daher, daß der Vertrag, der dem Derivat entspricht, Elemente aus verschiedenen Jurisdiktionen tragen kann, und zwar weil das Derivat in Fremdwährung oder ausländischen Indizes gehandelt werden kann, oder weil der Sitz der Vertragsparteien und der Ort des Vertragsschlusses in verschiedenen Länder liegen können.

Bei Swapverträgen gibt es in der Regel ebenfalls ein internationales Element, da Swaps stets in Fremdwährung gehandelt und somit auch die anfallenden Zinsen in der Fremdwährung berechnet werden.

Solche internationalen Bestandteile beziehen sich jedoch nicht nur auf rechtliche Gesichtspunkte. Denn Derivate sind wirtschaftlich betrachtet eine Intensivierung internationaler Direktinvestitionen, wie z.B. bei der

¹¹ a.a.O., § 17, Rn. 1.

¹² Jaskulla, S. 16.

Gründung einer Fabrik im Ausland, deren Wert empfindlich auf Devisenschwankungen reagiert.

C. Die wirtschaftlichen Grundlagen von Derivaten

I. Die Anwendung von Derivaten

Die Anwendung aller Derivate fußt ursprünglich auf der Suche nach Schutz bei Investitionen bzw. Vermögen gegen das Risiko von Verlusten, welche durch die Schwankung der Zinssätze, der Aktien- und Devisenkurse, sowie der allgemeinen Warenpreise verursacht werden können. Solche Risiken werden durch die Anwendung von Derivaten nicht gänzlich ausgeschlossen, sondern vom Gesichtspunkt der Anleger aus auf ein tragbares Niveau reduziert. Dem Wunsch der Kapitalanleger nach einer besseren Absicherung ihrer Vermögenspositionen wird also durch den Gebrauch von Derivaten nachgekommen. Derivate haben die Aufgabe, einen sogenannten “Hedge” einzugehen. Unter “Hedge” versteht man die Absicherung des Warenpreises oder eines Börsenindex, wodurch eine gewisse Risikoabsicherung gewährleistet wird.

Das Wort *hedge* kommt aus der englischen Sprache. Es bedeutet ursprünglich “Hecke”, die Schutz vor dem Nachbar bietet¹³. Die “Hecke” wurde zur allgemeinen Metapher für Schutz¹⁴ und dann zur spezifischen Metapher in der ökonomischen Terminologie¹⁵. Als ökonomische Metapher gibt es im Deutschen kein Äquivalent; sie wird schlichtweg mit

¹³ Oxford Advanced Learner’s Dictionary of current English: “row of bushes, shrubs or tall plants, ... cut level at the top, forming a boundary for a field, garden, ...” - also die Hecken zwischen Grundstücken.

¹⁴ Oxford Dictionary: “means of defence against possible loss”.

¹⁵ a.a.O.: “secure oneself against loss specially when betting, by compensating transactions”

Deckungsgeschäft oder *Sicherungsgeschäft* wiedergegeben¹⁶ und oft wird auch der Ausdruck *Hedgeschäfts* verwendet.

II. Derivate in der Vergangenheit

Aristoteles erzählt in seinem Werk *Politik*¹⁷ von einem wirtschaftlichen Verfahren, das eine außerordentliche Ähnlichkeit zu einem modernen Derivat besitzt. Es handelt sich um ein ökonomisches Meisterstück des Philosophen Thales von Milet.

Aristoteles berichtet, daß Thales wegen seiner Armut verhöhnt wurde, und daß man ihm vorwarf, daß seine Armut ein Zeugnis der Unnützlichkei der Philosophie sei. Thales aber bewies seinen Zeitgenossen das Gegenteil.

Thales sah mit Hilfe seiner Astronomiekennntnisse voraus, daß in jenem Jahr eine ergiebige Olivenernte zu erwarten war. Noch im Winter pachtete er mit dem wenigen Geld, das er besaß, alle Ölpresen in Milet und Chios für einen geringen Betrag. Dafür mußte er nicht viel bezahlen, weil niemand mit ihm im Wettbewerb stand. Die Besitzer der Ölpresen waren damit einverstanden, ihm diese zu verpachten; nicht nur weil dies ein Geschäft für sie war, sondern auch, weil sie nicht wissen konnten, wie der Ernteertrag sein würde. Wenn die Ernte schlecht wäre, dann hätten sich die Besitzer schon ein bißchen Geld im voraus gesichert, was in ihrem Interesse war. Als die Ernte endlich kam und sehr ergiebig war, wurden innerhalb derselben Zeit viele Ölpresen verlangt. Da verpachtete Thales die Pressen so teuer wie er wollte und gewann damit viel Geld.

Aus diesem schloß Aristoteles, daß Thales zeigte, daß es für einen Philosophen durchaus leicht sei, reich zu werden, wenn er nur wollte. Und Thales lieferte auf diese Weise einen Beweis seiner Weisheit, obwohl

¹⁶ *Feldbausch / Feldbausch*, Bankwörterbuch.

¹⁷ *Aristoteles*, *Politik*, Erstes Buch, Kapitel 11, S. 64.

es für ihn nicht das Wichtigste war, sich zu bereichern, da der Philosoph andere, größere Interessen hat.

Die Ähnlichkeit dieser Geschichte zu einem modernen Derivat besteht darin, daß Thales im voraus einen Betrag bezahlte, um die Möglichkeit zu haben, eine bestimmte Ware zu einem zukünftigen Termin benutzen zu dürfen. Wäre die Ernte nicht so gut ausgefallen wie er dachte, was er als Risiko auf sich nahm, dann hätte er sein Geld verloren, da die Nutzung der Ölpresen wertlos gewesen wäre. Bei einem heutigen Derivat, wie z.B. einer Option, zahlt man eine Prämie, nicht um das Recht zu haben, eine Ware in der Zukunft benutzen zu dürfen, sondern um das Recht zu haben, eine Ware für einen vorher festgelegten Preis an dem vereinbarten Termin ein- bzw. verkaufen zu können.

Trotz der gewaltigen Zunahme von Derivatgeschäften in den letzten Jahren und ihrer zunehmenden Verflechtung ist die Idee von Derivaten also nicht neu. Bereits im letzten Jahrhundert wurden sowohl in Europa als auch in Nordamerika landwirtschaftliche Produkte schon Monate vor der Ernte gehandelt¹⁸. Der Verkäufer hatte den Vorteil, daß er unabhängig von dem späteren Wert der Waren einen minimalen Preis für seine Produkte absichern konnte. Wenn bei der Ernte der Preis der Produkte gestiegen ist, was im Sinne des Einkäufers war, dann verloren die Verkäufer die Möglichkeit, einen zusätzlichen Gewinn zu machen. D.h. die Einkäufer bezahlten den vorher ausgehandelten Preis, auch wenn die Ware inzwischen mehr wert war. Eine minimale Sicherheit für den Verkäufer wurde durch den Handel allerdings schon garantiert. Die Sicherheit besteht darin, daß der Verkäufer den ausgehandelten Preis auf jeden Fall bekommt, auch wenn die Ware nichts wert ist. Der Handel zwischen Ein- und Verkäufer wurde hier aus dem nachherigen Verkauf der Ernte abgeleitet¹⁹.

¹⁸ Schäfer, § 13, Rn. 1.

¹⁹ Siehe Kapitel B II: "Der Begriff Derivat", welches diesen Sachverhalt begrifflich erläutert.

Das Ergebnis einer bestimmten Ernte kann die derzeitige Wirtschaft kaum oder nur beschränkt beeinflussen. Aber die heutige weltweite Schwankung von Zinsen oder Aktien- und Devisenkursen, die sich besonders in den letzten Jahrzehnten vergrößert hat, ist ein permanenter Risikofaktor für Anleger und Unternehmer. Die Verminderung und das Verwalten dieses Risikos wurden durch die Anwendung von Derivaten erreicht. Die Anwendung von mehreren oder verschiedenen Derivaten ermöglicht Anlegern die Kalkulation eines Risikos, das sie einzugehen bereit sind²⁰.

III. Die Wirtschaft und die neue Entwicklung von Derivaten

Die Anwendung von Derivaten konnte ein gewaltiges Wachstum in den letzten fünfzehn Jahren verzeichnen. Unabhängig von ihrer Art und ihren Kennzeichen und unabhängig davon, ob Derivate auf einem rein nationalen Markt oder auf internationalen Finanzmärkten gehandelt werden, entwickelte sich kein anderes Kreditinstrument und keine andere Finanzinnovation so schnell wie diese.

Obwohl die Kenntnis über Derivate noch sehr begrenzt ist, erkennt man eine unmittelbare Verbindung zwischen ihrer wachsenden Verwendung und der immensen Zunahme des internationalen Geldverkehrs in den letzten Jahren. Die Summe dieser Geldbeträge ist von kaum nachvollziehbarer Größe. Es existiert noch keine sichere Statistik, die das heutige Volumen des grenzüberschreitenden Geldverkehrs präzisieren kann²¹.

²⁰ Dufey / Chung, S 2.

²¹ Es fehlen immer noch genaue Angaben über das gesamte Volumen der Zahlungen, die diesem Geldverkehr entsprechen. Weder die *World Bank* noch die *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich*, nicht einmal der *International Monetary Fund*, können sichere Daten darüber angeben. Obgleich der *International Monetary Fund* Daten und Statistiken über die Salden des internationalen Zahlungsverkehr bietet, sind die Informationen über ihre jeweiligen Volumina nicht verfügbar.

Die Zahlungen, die durch den internationalen Geldverkehr abgewickelt werden, sind Ablösungen von Forderungen, die aus verschiedenen Ursachen entstehen. Diese liegen im Warenexport bzw. -import, im internationalen Handel mit Dienstleistungen aller Art, im Geldanleihengeschäft und in den übrigen wichtigen finanziellen Transaktionen, wie z.B. den ausländischen Direktinvestitionen oder den Derivaten, die auf den internationalen Geld- bzw. Finanzmärkten gehandelt werden.

Oft sind diese verschiedenen Gründe kaum isoliert zu identifizieren, da sie eng miteinander verbunden sein können. Beispielsweise werden ausländische Direktinvestitionen in vielen Fällen nicht nur als Erwerb von Eigentum getätigt, sondern können auch Teil eines komplexeren Handelsgeschäfts sein, wie z.B. dem Import und Export von Waren oder internationale Überweisungen von Gewinn und Fremdfinanzierungen.

Sicher ist aber, daß das riesige Volumen des internationalen Geldverkehrs nicht mit einer gleichwertigen Entwicklung der internationalen Wirtschaft einhergeht. Eine solche Schlußfolgerung drängt sich insbesondere beim Vergleich von Wirtschaft und Wachstum des internationalen Geldverkehrs bzw. der Anwendung von Derivatgeschäften und des internationalen Handels auf. Die internationalen Finanztransaktionen wachsen in bezug auf das Geldvolumen verhältnismäßig schneller als der internationale Handel. Das heißt, es fließen viele Gelder, und der Handel findet auf elektronischem Wege statt, ohne in eine Produktion von Waren überzugehen.

Ein weiteres Kennzeichen des internationalen Geldverkehrs ist, abgesehen von seinem hohen Gesamtvolumen, die hohe Geschwindigkeit, mit der finanzielle Transaktionen durchgeführt werden. Das internationale Kapital bewegt sich immer schneller²². Dazu tragen verschiedene strukturelle Faktoren bei.

²² *Maughan, S. 21.*

Die Verwendung von neuen Technologien²³ ermöglicht die Überweisung von Buchgeld und den Austausch von Informationen mit einer Sicherheit und einer Schnelligkeit, die vorher so nicht gekannt wurden. Besonders die Benutzung von Personalcomputern und von moderner Software, die überall auf den Geld- und Finanzmärkten eingesetzt werden, ermöglichen ein virtuelles Informationsnetz, das die Märkte miteinander verknüpft.

Zu Beginn der achtziger Jahre begannen viele nationale Binnenmärkte einen Prozeß, während dem sie ihre Reglementierung allmählich mit dem Ziel der Vereinfachung des Bestehenden änderten,²⁴ um internationale Anleger anzuwerben. Solche Maßnahmen verstärkten den Wettbewerb dieser Märkte untereinander.

Die Möglichkeit, kurzfristige finanzielle Transaktionen zu führen, sind zugleich Grund und Konsequenz der schnellen Bewegung des internationalen Kapitals. Unternehmen oder Anleger, deren Einkommen ihren gegenwärtigen Gebrauch von Fonds übertrifft, können durch Anleihen an Kreditnehmer, deren momentane finanzielle Auflagen eingelöst werden müssen, einen zusätzlichen Gewinn machen²⁵.

Weder die verschiedenen Arten von Investitionen, noch ihre jeweiligen Volumina boten eine Gewähr dafür, daß diese Investitionen sicherer wurden. Die Entscheidung, eine Investition zu führen, heißt für den Anleger immer auch ein bestimmtes Risiko einzugehen. Abgesehen von den strukturellen wirtschaftlichen Umständen kann es zu makroökonomischen Veränderungen und Instabilitäten kommen. Solche Veränderungen hängen von den ökonomischen Politiken ab, die von verschiedenen nationalen Regierungen verfolgt werden.

In den siebziger Jahren kam es zu den OPEC - Ölpreisschocks. Dies bedeutete das Ende der festen Wechselkurse von Fremdwährung, die im

²³ *Dufey / Chung*, S. 6.

²⁴ *Herring / Litan*, S. 13.

²⁵ *Dufey / Chung*, S. 2.

Jahre 1944 beim Bretton-Woods-Abkommen etabliert worden waren. Während des OPEC-Schocks schwankten sowohl Wechselkurse als auch Zinsen weltweit²⁶. Die Volatilität von Devisen und Zinsen auf den internationalen Finanzmärkten war die Regel. Die wirtschaftlichen Konsequenzen für die sogenannten Entwicklungsländer waren katastrophal: Die notwendigen Ölimporte aus dem Ausland verpflichteten diese Länder internationale Geldanleihen anzunehmen, deren Schwankungen und stets wachsende Zinsen kaum tragbar waren. Dies hatte einen höheren inflationären Index und eine ökonomische Rezession zur Folge.

Nationale Regierungen sind typische große Darlehensnehmer. Ihre ökonomische Politik soll Wirtschafts- und Sozialentwicklung fördern. Störfaktoren wie Staatsverschuldung, Inflationsrate und Arbeitslosigkeit sollen dabei ausgeschaltet oder zumindest unter Kontrolle gebracht werden. Einige wichtige Instrumente, um diese Ziele zu erreichen, sind die Steuerpolitik sowie die Bestimmung von Zinssatz und Devisenkurs. Aber leider können solche Politiken Zinssätze und Devisenkurse ergeben, die oft unrichtigen Werten entsprechen, weil sie nichts mit der Realität zu tun haben, sondern Modellen künstlich angepaßt werden, so daß sich die Sätze und Kurse weltweit durch Volatilität auszeichnen. Da die internationalen Geld- bzw. Finanzmärkte miteinander stark verbunden sind, kann die Schwankung dieser Sätze nationale oder internationale Anleger sehr belasten. So entsteht ein Bestreben der Unternehmen und Anleger nach Finanzinstrumenten²⁷, die geschäftliche Transaktionen oder Investitionen gegen einen möglichen Verlust, der aus der besprochenen Instabilität herrührt, absichern sollen. Derivate versuchen Schutz gegen ein mögliches Risiko zu bieten, dessen Größe nicht vorsehbar ist.

Eine wichtige Rolle in bezug auf die Ausweitung der Derivate spielen Banken und andere Finanzinstitutionen. Hier werden Finanzprodukte

²⁶ *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, § 13, Rn. 7.

²⁷ *Dufey / Chung*, S. 6.

entworfen, die auf einem rezeptiv wachsenden Verbrauchermarkt Gewinne und damit Sicherheit bringen sollen.

Außer dem Marktverlangen nach Sicherheit ist es die akademische Forschung, die den Gebrauch von Derivaten steigert²⁸. Ihre Forschungsergebnisse ermöglichen eine zunehmende Präzisierung der ökonomischen Variablen, sie machen Derivate gewissermaßen mathematisch bestimmbar und damit abschätzbar. Derivate werden sicherer und der Umgang mit ihnen akurater, da er das Marktverlangen befriedigt.

Kennzeichen der neuzeitlichen Finanzindustrie ist, daß der Finanzmarkt sich von einem Kreditmarkt zu einem Kapitalmarkt wandelt²⁹. Die alte Hauptrolle der Banken als Vermittler von Anleihen ist heute zur Nebenrolle geworden. Die Banken und Finanzinstitutionen bieten ihren Kunden verschiedene Finanzdienstleistung an, wovon die reine Kapitalanleihe nur einen kleinen Teil ausmacht. Die derzeitige Kapitalfinanzierung wird viel mehr durch andere Finanzprodukte, wie z.B. Wertpapiere, Effekte, Aktien und Derivate durchgeführt.

Merkmal der zunehmenden Anwendung von Derivaten ist, daß ihr Gebrauch die Interessen der weltgrößten Darlehensnehmer, wie z.B. Regierungen, Konzerne, Banken und Finanzinstitutionen, mit denen der weltgrößten Kapitalanleger, wie z.B. Pensionskassen, Versicherungsgesellschaften und Investmentgesellschaften, verknüpft³⁰; denn die Anwendung von Derivaten ermöglicht den Beteiligten des Finanzmarktes, Darlehensnehmern und Kapitalanlegern gleichzeitig, das Risiko ihrer jeweiligen Finanztransaktionen zu identifizieren und zu verwalten. Diese Verknüpfung von Interessen soll keinesfalls als

²⁸ Der Nobel-Preis für Wirtschaftswissenschaften wurde im Jahr 1997 an Prof. Robert Merton von der Harvard University, und Prof. Myron Scholes von der Stanford University verliehen. Ihre Auszeichnung ist das Resultat ihrer Studie über eine neue Methode, um den Wert von Derivaten zu bestimmen.

²⁹ *Herring / Litan*, S. 13 und *Maughan*, S. 21.

³⁰ *Maughan*, S. 21.

Kooperativität verstanden werden, sondern als eine integrierende Wettbewerbssteigerung. Banken und Finanzinstitutionen, die sich mit Derivaten beschäftigen, stehen unter starkem Wettbewerbsdruck, da die harte Konkurrenz untereinander die Gewinnspanne verkleinert. Tatsächlich orientieren sich ihre Aktivitäten immer nach der bestmöglichen "Performance"³¹.

Eine andere und oft vorkommende Eigenschaft des Derivatgeschäfts ist die reine Spekulation, die den Handel bestimmt. Die extreme Spekulation bei Marktschwankungen und ihr jeweiliges wirtschaftliches Risiko können zu einem bestimmten Niveau Konkurrenzfähigkeit und Barliquidität bewirken, aber zugleich auch die Existenz dieser Märkte und ihrer Teilnehmer bedrohen und sogar vernichten. Ein berühmtes Beispiel dazu ist der Konkurs der englischen Barings Bank³² anfang 1995, der durch den Verlust von über 860 Millionen Pfund aufgrund von Spekulationen mit Derivaten ausgelöst wurde.

IV. Risiken bei Derivaten

Weder die Derivate noch ihre Risiken sind neu oder wirtschaftlich gesehen unbekannt. Neben ihren spekulativen Aspekten sind Derivatgeschäfte im Wesentlichen ein Instrument, um Risiken zu verwalten. Aber die Komplexität und das gewaltige Volumen der Derivatgeschäfte schufen Risiken von völlig neuer Dimension, deren Verständnis die Grundlage für eine bessere Kontrolle ist.

1. Marktrisiko

Das Marktrisiko besteht darin, daß unerwartete Marktpreisänderungen, also die Volatilität von Marktpreisen, Verluste zeitigen können. Es handelt

³¹ a.a.O., S. 24.

³² Scott / Wellons S. 947.

sich um Verluste, die aus Fehleinschätzungen der Marktentwicklung entstehen³³.

2. Kreditrisiko

Kredit- oder Insolvenzrisiko³⁴ nennt man das Risiko, das in der Gefahr liegt, einer der Handelspartner könnte seinen vertraglichen Verpflichtungen nicht nachkommen³⁵.

Eine spezifische Art von Kreditrisiko ist das Liquiditätsrisiko. Dieses Risiko entsteht durch die Gefahr, daß ein Handelspartner zum Zeitpunkt des fälligen Handels - und nur zu diesem Zeitpunkt - nicht solvent ist. Konkursgefahr muß dabei jedoch nicht unbedingt bestehen.

3. Systemrisiko

Das Systemrisiko ist eine Kombination aus den Elementen des Markt- und Kreditrisikos. Hier droht die Zahlungsunfähigkeit eines oder mehrerer Marktteilnehmer, was einen sogenannten Dominoeffekt³⁶ hervorrufen kann. Die größte Gefahr des Systemrisikos besteht darin, daß es nicht nur auf Derivatgeschäftsmärkten begrenzt ist, sondern auf dem internationalen Finanzmarkt in andere Marktbereiche diffundiert.

4. Operatives Risiko

Das Operative Risiko ist das Risiko, das von menschlichem Versagen oder von Informationssystemfehlern verursacht wird³⁷. Informationssystemfehler entstehen beim Ausfall von Computern oder bei

³³ Claussen, S.382.

³⁴ a.a.O., S.383.

³⁵ Schäfer, Financial Futures, § 17, Rn. 17.

³⁶ Claussen, S. 383.

³⁷ BIZ, Risk Management Guidelines for Derivatives; S. 16.

Störungen des Kommunikationsnetzes. Sie vereiteln die Transaktionen von Derivatgeschäften.

5. Rechtliches Risiko

Das Rechtliche Risiko (*legal risk*) besteht darin, daß die Derivatverträge nicht rechtsgültig sind. Rechtsungültigkeit besteht, wenn entweder die rechtliche Absicherung der Verträge oder der juristische Status des Geschäftspartners in bezug auf Geschäftsfähigkeit Mängel aufweist oder rechtswidrig ist.

D. Die Art von Derivaten und ihre rechtliche Behandlung

In der Literatur gibt es keine einheitliche Klassifizierung für Derivatgeschäfte, um verschiedene Begriffe wie Futures, Options, Swaps und die in bezug zu diesen Kombinationen stehenden, einzuordnen.

I. Futures

1. Der Begriff "Future"

Ein Future ist ein Vertrag über ein Termingeschäft³⁸. Die Parteien vereinbaren eine feste Lieferung oder die Abnahme von bestimmten Waren zu einem vorher festgelegten Termin in der Zukunft (dem sogenannten "maturity date") und zu einem ebenfalls vorher bestimmten Preis (dem sogenannten "strike price")³⁹.

Die gehandelten Waren können commodities wie Gold oder Öl, Devisen, Aktien, Wertpapiere, Geldanleihen bzw - schulden und die auf diese bezogenen Indizes sein, sowie alle anderen Arten von Vermögen. Ziel des

³⁸ Die Ausdrücke Festgeschäft, Termingeschäft, Fixgeschäft und Direktgeschäft werden auch als Synonyme für Festgeschäft benutzt, gemäß *Schäfer*, Financial Futures, § 17, Rd. 5.

³⁹ *Wood*, Title Finance, S. 207.

Futures ist, ein "Hedge" einzuführen, d.h. einen bestimmten Preis abzusichern.

2. Die Rechtsnatur von Futures

Nach dem deutschen Recht sind Futures Differenzgeschäfte. Nach Henssler⁴⁰ handelt es sich bei dem Differenzgeschäft um einen Vertrag, der objektiv ein Austauschgeschäft von Waren, Wertpapieren oder sonstigen über einen Marktpreis zu verfügbaren Wirtschaftsgütern darstellt; er ist subjektiv durch die erkennbare Differenzabsicht zumindest einer Partei gekennzeichnet, wobei sich die Differenzabsicht in die Absicht, den Vertrag nicht effektiv zu erfüllen, und in die Spekulationsabsicht untergliedert.

Nach § 764 BGB muß ein Future ein Lieferungsgeschäft in Waren oder Wertpapieren sein. Theoretisch denkbar wäre z.B., daß ein Devisen Future, der das echte Handelsobjekt beinhalten soll, in der Lieferung von Devisen besteht. Aber diese Abwicklung ist weder vernünftig noch marktgerecht, da das Interesse der Anleger an einer tatsächlich erfolgenden Lieferung gering ist. Unabhängig davon, ob ein Future ein fiktives Handelsobjekt betrifft, oder ob es eine konkrete Basis hat, wird die Abwicklung des Vertrags nicht durch eine tatsächliche Andienung erledigt, sondern durch eine Barzahlung. Diese Zahlung errechnet sich aus der Differenz zwischen dem Preis bei Vertragschluß und dem Markt- oder Börsenpreis im Augenblick des vorher festgelegten Termins⁴¹. Die verlierende Partei des Futures zahlt also diese Differenz an die gewinnende Partei.

Warum, so fragt man sich, hat man an den Finanzterminbörsen nicht schon längst auf die Erfüllungsmöglichkeit verzichtet, da jene doch die Organisation des Marktes, der sich auf eine effektive Lieferung stets

⁴⁰ Henssler, S. 569.

⁴¹ Palandt, § 764, Rn. 1.

einstellen muß, nur erschwert? Die Antwort ist relativ einfach. Die physische Erfüllung gewährleistet, daß die Preise der Terminkontrakte nur die Erwartungen des Marktes hinsichtlich des Wertes des zugrunde liegenden Wertpapiers zum Zeitpunkt der Fälligkeit widerspiegeln. Ohne die Möglichkeit, die Verträge effektiv zu erfüllen, könnte sich der Kontraktpreis von demjenigen des Kassamarktes entfernen. Dann wäre aber die ökonomische Berechtigung der Terminmärkte in Frage gestellt, weil sie ihre Versicherungsfunktion nur noch unvollkommen erfüllen könnten. Die Möglichkeit der tatsächlichen Andienung stellt sicher, daß der notwendige Zusammenhang zwischen Termin- und Kassamarkt erhalten bleibt⁴².

3. Beispiele zu Futures

a) Waren oder Commodity Futures

Im März verkauft das Unternehmen A an das Unternehmen B mittels eines Futurevertrags 1t Getreide zum Preis von 100,- DM. Die Ware soll im September geliefert werden. Wenn im September der Marktpreis von 1t Getreide 90,- DM ist, macht das Unternehmen A einen Gewinn von 10,- DM, da es 100,- DM vom Unternehmen B bekommt, obwohl der Marktpreis 90,- DM ist. Wenn aber der Marktpreis im September 110,- DM ist, verliert A die Möglichkeit 10,- DM zu gewinnen, weil es das Getreide zum Preis von 110,- DM anstatt 100,- DM verkaufen hätte können. Aber letztendlich hat A kein Risiko auf sich genommen, falls der Marktpreis unter 100,- DM pro t fällt. Dieses Verfahren sichert einen Marktpreis für das Unternehmen A, welches damit ein Hedge macht.

Bei einem Futurevertrag vereinbaren die Parteien eigentlich keine Lieferung von Waren, sondern die Zahlung der Differenz zwischen dem Marktpreis zum vereinbarten Zeitpunkt und dem Preis, der im Vertrag steht.

⁴² Henssler, S. 615.

b) Devisen Futures

Im März verkauft das Unternehmen A in Deutschland Waren in Höhe von US\$ 1,000 an einen Einkäufer in den USA. Diese Zahlung soll im September stattfinden. Dann verkauft das Unternehmen A durch einen Devisen Futurevertrag die US\$ 1,000 an den Anleger B zum Preis von 1.750,- DM. Die Ausgleichszahlung soll ebenfalls im September stattfinden, zu dem Zeitpunkt also, wenn von dem nordamerikanischen Einkäufer die US\$ 1,000 fällig sind. Das Unternehmen verkauft also einen Devisen Future, um sich dagegen abzusichern, daß bei einer möglichen Abwertung der Deutschen Mark in bezug auf den nordamerikanischen Dollar zwischen März und September ein Verlust entsteht. Denn in jedem Fall bekommt A 1.750,- DM für die US\$ 1,000.

Falls die Deutsche Mark aber bis September eine Abwertung erfährt, und dann US\$1,000 nicht mehr 1.750,- DM, sondern 1.800,- DM entsprechen, verliert das Unternehmen A die Möglichkeit einen zusätzlichen Gewinn in Höhe von 50,- DM zu erwirtschaften. Aber in jedem Fall decken die zu erwartenden 1.750,- DM, die mittels Hedge garantiert sind, Herstellungskosten und Steuern. Zudem sind sie so kalkuliert, daß A zwar nicht unbedingt den bestmöglichen, aber immerhin überhaupt einen Gewinn macht. Das sollte schließlich das Ziel eines jeden Unternehmens sein.

Die Geldbeträge der Deutschen Mark und des amerikanischen Dollars werden nicht physisch geliefert, sondern es wird nur die Differenz zwischen Marktpreis und Vertragspreis bezahlt.

c) Zinsen Futures

Im März vereinbaren die Parteien A und B eine Geldanleihe durch einen Zinsen Futurevertrag durchzuführen. Die Geldanleihe soll erst im September stattfinden, wenn A das Geld tatsächlich braucht. Die

Geldanleihe soll nach einem Jahr bezahlt werden, und der Schuldner A soll an den Gläubiger B Zinsen in Höhe von 10 Prozent im Jahr bezahlen. Die Partei B führt diesen Zinsen Future ein, weil sie im März glaubt, daß die Zinsen im September fallen würden.

Wenn im September der Zinssatz auf dem Markt bei 12 Prozent liegt, dann vermeidet A eine zusätzliche Ausgabe von 2 Prozent. Wenn der Zinssatz im September geringer als 10 Prozent ist, dann kann A nicht davon profitieren, konnte dafür aber schon im voraus durch einen Hedge die maximalen Kosten der Geldanleihe absichern.

Im September wird nicht der ganze Betrag der Geldanleihe von B an A überwiesen. Wenn der Zinssatz im September bei 12 Prozent im Jahr liegt, dann zahlt B an A die Differenz zwischen dem Zinssatz auf dem Markt und dem im Futurevertrag vereinbarten Zinssatz. Die Differenz wird dann nach der gesamten Dauer und dem Betrag der Geldanleihe errechnet⁴³. Wenn der Zinssatz im September weniger als 10 Prozent wäre, dann muß A die Differenz an B bezahlen.

d) Aktienindex Futures

Im März vereinbaren die Parteien A und B, daß im September A an B Aktien verkaufen wird. Diese Aktien gehören zu einem bestimmten Aktienportefeuille, dessen Wert täglich, je nach seinem jeweiligen Index an der Börse, variiert. Der Preis des Handels wird schon im voraus festgelegt und entspricht 100.

Wenn im September der Preis des Aktienportefeuilles 90 beträgt, dann wird A einen Gewinn in Höhe von 10 machen. Wenn aber der Preis 110 ist, dann wird A einen Verlust in Höhe von 10 machen, denn A darf von dieser Preissteigerung an der Börse nicht profitieren, weil er die Aktien für den vereinbarten Preis in Höhe von 100 an B verkaufen muß.

⁴³ In diesem Fall $Z = B / (S_2 - S_1) * D$, wobei Z = Zahlung, B = Betrag der Geldanleihe, S_2 = Zinssatz am September, S_1 = Zinssatz am März, und D = Dauer der Geldanleihe.

Der Aktienindex Future kann die zukünftigen Preise eines Aktienportefeuilles absichern, d.h. ein Hedge aushandeln. Bei diesem Vertrag existiert keine Lieferung von Aktien. Eine Partei bezahlt der anderen die Differenz zwischen dem Preis des Aktienportefeuilles an der Börse und dem Preis des Aktienportefeuilles im Vertrag. Wenn im September der Preis höher als 100 ist, dann zahlt A die Differenz an B. Falls aber der Preis weniger als 100 ist, dann läuft die Zahlung umgekehrt, d.h B zahlt den Unterschied an A.

Das Ziel vieler ähnlicher Transaktionen ist aber indessen nicht nur ein Hedge, sondern die Umgehung des konkreten Handels, indem der Handel simuliert wird. Ein Anleger, der einen Betrag in Höhe von 100 in ein Aktienportefeuille investieren will, kann diesen Betrag von einer Bank anleihen und dann die Aktien einkaufen. In diesem Fall aber muß er Zinsen für das Anleihen und andere finanzielle Kosten übernehmen. Solche Ausgaben können dann vermieden werden, wenn der Anleger einfach einen Aktienindex Futurevertrag einführt. Der Vertrag hat dasselbe Ergebnis, entweder Gewinn oder Verlust, wie wenn man die Aktien verwenden würde.

II. Optionen⁴⁴

1. Der Begriff "Option"

Unter einem Optionsvertrag wird das Recht, jedoch nicht die Pflicht des Optionserwerbers verstanden, eine gewisse Menge einer bestimmten Ware oder eines Finanztitels innerhalb eines festgelegten Zeitraums oder zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt zu einem beim

⁴⁴ Nach *Jaskulla* (S. 74) enthalten Optionen durch die Kombination einzelner Elemente einen innovativen Charakter, ohne jedoch die Wesensmerkmale einer Option zu verlieren. Aus diesem Grund würden Optionen nicht zu Derivaten gehören, sondern zu den originären Finanzinstrumenten. Trotz dieses vernünftigen Arguments, handelt es sich hierbei aber um eine Mindermeinung, da die meisten Autoren Options als Derivate klassifizieren.

Optionsabschluß festgelegten Preis (Basispreis) zu kaufen (Kaufoption/Call) bzw. zu verkaufen (Verkaufsoption/Put)⁴⁵.

Der Einkäufer einer Option zahlt an den Verkäufer einen Geldbetrag, die sogenannte Optionsprämie. Gegen diese Zahlung erwirbt der Einkäufer das Recht des Optionsvertrages.

Im Gegensatz zu einem Future, bei dem es sich um ein Festgeschäft handelt, bei welchem die Lieferung oder die Abnahme zu einem vorher festgelegten Termin vereinbart wird, kann bei einem Optiongeschäft der Einkäufer wählen, ob er das vereinbarte Geschäft durchführt oder ausschlägt, indem er den Termin verstreichen läßt. Optiongeschäfte unterscheiden sich daher von den Festgeschäften dadurch, daß eine Voluntativbedingung, d.h. eine freiwillige Entscheidung des Einkäufers, das Termingeschäft zustandebringt oder erlöschen läßt⁴⁶. Der Einkäufer seinerseits muß die Entscheidung des Verkäufers akzeptieren, ob er sich für oder gegen die Option entscheidet.

So wie bei den Futures kann auch bei Optionen das Handelsobjekt alle Arten von Vermögen beinhalten. Aber in der Mehrheit handelt es sich bei Optionen um Währungen, Zinsen und Aktien.

2. Rechtsnatur der Option

Das Optionrecht kann auf drei verschiedene Arten ausgestaltet werden, und zwar als bedingter Vertrag, Angebotsvertrag oder Gestaltungsrecht⁴⁷.

Das Optionrecht kann sich aus einem offenen Vertrag ohne festen Termin ergeben, der durch die Optionerklärung bindend wird. Das Optionrecht erlaubt aber auch die Möglichkeit, daß es so ausgehandelt wird, daß der Optionkäufer innerhalb der Optionfrist den bindenden Vertrag annehmen muß. Darüber hinaus kann das Optionrecht auch als eigenständiges

⁴⁵ Jaskulla, S. 73.

⁴⁶ Schäfer, § 17 Rn.3.

Gestaltungsrecht gehandhabt werden. Bei dieser Konstruktion kann der Käufer nach seinem Wunsch eine inhaltlich festgelegte Abmachung einseitig in Kraft setzen⁴⁸.

Der Bundesgerichtshof hat in einer neueren Entscheidung lediglich festgestellt, daß das Optiongeschäft und der spätere Kauf der Waren ein einheitliches Rechtsgeschäft darstellt, das als Börsentermingeschäft zu qualifizieren ist⁴⁹. Welche der drei oben dargestellten Formen nun der Bundesgerichtshof im konkreten Fall einer Option für gegeben ansieht, kann dieser Entscheidung nicht entnommen werden. In der Literatur⁵⁰ sind frühere Hinweise aus der Rechtsprechung dahin ausgelegt worden, daß das Optiongeschäft durch einen Kaufvertrag mit Optionvorbehalt zustandekommt. Die Lieferungs- und Zahlungsverpflichtungen sollten danach erst entstehen, wenn das Gestaltungsrecht ausgeübt wird. Diese Interpretation ist auch nach der neuesten Entscheidung des Bundesgerichtshofes zwar nicht ausgeschlossen, sicherlich aber nicht die einzig naheliegende. Wahrscheinlicher ist, daß das Gericht von einem offenen Kaufvertrag ausgegangen ist, weil das der Betonung einer Verknüpfung beider Phasen in einem einheitlichen Rechtsgeschäft näherkommt als die Konstruktion eines Gestaltungsrechts⁵¹.

3. Beispiel zu Optionen

Bei dem vorliegenden Beispiel handelt es sich um eine sogenannte Verkaufsoption/Put. Der Einkäufer der Option kauft sich das Recht, aber nicht die Pflicht, eine bestimmte Ware unter den unten erklärten Bedingungen zu einem zukünftigen Termin zu verkaufen.

⁴⁷ Henssler, S. 591.

⁴⁸ Kümpel, § 13, Rn. 89.

⁴⁹ BGHZ 92, 317.

⁵⁰ Häuser, DB 1985, S. 1169, 1170; Kümpel / Häuser, S. 29, 155 ff.

⁵¹ Henssler, S. 593.

Im März führt der Anleger A eine Option ein, die folgende Kennzeichen besitzt: A hat die Option 1t Getreide im September zum Preis von 100 zu verkaufen. Dafür zahlt er eine Prämie in Höhe von 5. Wenn im September der Marktpreis für diese Menge von Getreide 90 ist, dann kann er seine Option ausüben und einen Gewinn in Höhe von 10 minus die Prämie von 5 bekommen. Wenn im September der Marktpreis 110 ist, dann übt A seine Option nicht aus und läßt sie einfach verfallen. Der größte Verlust, den der Anleger in diesem Fall erfahren kann, ist der Verlust der schon im voraus bezahlten Prämie. In diesem Sinn können Optionen eine recht günstige Art von Investition sein, die neben der Preisfixierung ex ante (Hedge) den zusätzlichen Vorteil bietet, das Geschäft bei Unvorteilhaftigkeit nicht durchzuführen.

III. Swaps

1. Der Begriff "Swap"

Das englische Wort "Swap" entspricht dem deutschen "tauschen". Dieser Ausdruck wurde in die deutschsprachige Geschäftspraxis der Banken übernommen.

Es gibt mehrere Arten von Swaps, aber ihre Grundformen teilen sich in drei Typen ein, und zwar in den Währungsswap, den Zinsswap, und in eine dritte Form, den Zins-Währungsswap, der eigentlich eine Kombination aus den ersten beiden Typen ist.

Bei einem Währungsswapvertrag vereinbaren die Parteien das Austauschen von Kapitalbeträgen und Finanzverpflichtungen, die aus ihren eigenen, im voraus eingeführten Geldanleihen herrühren. Die Kapitalbeträge haben den gleichen Wert, jedoch in verschiedenen Währungen. Die Finanzverpflichtungen beinhalten die Zahlung von Zinsen und die Kapitalrückerstattung, die mit der Geldanleihe verbunden sind. Die Zinsverpflichtungen sind in diesem Fall entweder ausschließlich variabel oder ausschließlich fest.

Bei einem Zinsswapvertrag vereinbaren die Parteien das Austausch von ihren Zinsverpflichtungen, die aus verschiedenen Geldanleihen kommen. Diese Zinsverpflichtungen werden in derselben Währung gerechnet, jedoch mit verschiedenen Zinsberechnungsweisen. Es handelt sich um den Tausch einer Festzinsverpflichtung, so z.B. um einen Zinssatz in Hohre von 9% im Jahr gegen eine Zinsverpflichtung mit einem variablen Prozentsatz⁵², wie z.B. FIBOR⁵³ plus 5% im Jahr.

2. Rechtsnatur von Swaps

a) Währungsswaps

Die Wahrungsswapgeschafte werden in der Literatur entweder als Kauf unter Abrede des Wiederverkaufs⁵⁴ gemäß §§ 497 ff. BGB oder als doppelter Devisenkauf qualifiziert⁵⁵.

Der Währungsswapvertrag kombiniert zwischen den Parteien zwei im voraus eingeführte Geldanleihen, die in verschiedenen Währungen gehandelt wurden. Da sich der Vertrag auch dadurch auszeichnet, daß während der Swaplaufzeit Zinszahlungen von beiden Parteien geleistet werden müssen, treten die kaufvertraglichen Elemente völlig zurück. Die darlehensvertraglichen Bestandteile stehen dagegen im Vordergrund, da der Vertrag nicht den Austausch von Wirtschaftsgütern, sondern den Austausch des Nutzens eines Kapitalbetrags beabsichtigt.

Eine ausschließliche Bewertung des Wahrungsswapvertrags als Darlehen kann aber nach §§ 607 ff. BGB nicht erreicht werden, da der Swap eine Gegenseitigkeit der Kapitaleistungsverpflichtungen beinhaltet.

⁵² a.a.O., S. 617.

⁵³ FIBOR bedeutet Frankfurter Interbank Offered Rate. Es handelt sich um einen Zinssatz, der auf Basis der Angebote von zehn Banken aus Frankfurt gerechnet wird.

⁵⁴ *Bärmann*, Europäisches Geld-, Bank-, und Börsenrecht, Teil I, S. 187.

⁵⁵ *Schönle*, Bank- und Börsenrecht, S. 404.

Da die Parteien das Recht des Wiederkaufs nicht einfordern, wie es § 497 BGB vorsieht, wird der Währungsswapvertrag als Vertrag eigener Art eingeordnet, der vorherrschende Elemente des Darlehenvertrags beinhaltet⁵⁶.

b) Zinsswaps

Wirtschaftlich gesehen tauschen die Parteien bei Zinsswaps Verpflichtungen aus, die sie bei der Einführung ihrer jeweiligen Geldanleihe übernehmen. Diese Transaktion hat keinen rechtlichen Einfluß auf die Gläubiger.

Bei dem Austausch von Zinsverpflichtungen gibt es kein positives Tauschobjekt, da eine Schuld und keine Vermögensgegenstände übertragen werden. Es gibt also keinen Tausch im Sinne von § 515 BGB, nach dem die Vorschriften über den Kauf auf den Tausch angewendet werden. Aus denselben Gründen stellt der Swap weder eine Erfüllungsübernahme nach § 239 BGB noch eine Schuldübernahme nach §§ 414, 415 BGB dar⁵⁷.

Da sich der Zinsswapvertrag damit keiner der dem BGB bekannten Vertragsformen zuordnen läßt, ist er gemäß § 305 BGB als gegenseitiger Vertrag *sui generis* einzuordnen⁵⁸.

b) Zins-Währungsswaps

Auch beim Zins-Währungsswapvertrag stehen die Elemente des Darlehenvertrags im Vordergrund.

⁵⁶ Henssler, S. 623.

⁵⁷ Ebenso im Ergebnis Kümpel, WM 1986, S.661, 668; Ebenroth / Messer, ZfglRWiss 87 (1988), S. 1, 6.

⁵⁸ Henssler, S. 621, 622; Ebenroth / Messer, ZfglRWiss 87 (1988), 1, 6; Erne, S. 50.

Der Unterschied zum Währungsswap liegt in den Berechnungsmethoden für die auszutauschenden Zinszahlungen, die entweder auf einem Festzinssatz oder auf einem gewöhnlichen Zinssatz beruhen. Der effektive Austausch der Kapitalbeträge findet dagegen in gleicher Weise wie beim Währungsswap statt.

Die rechtliche Einordnung des Zins-Währungsswaps entspricht also derjenigen des Währungsswaps, d.h. es ist ebenfalls ein gegenseitiger Vertrag *sui generis* ohne adäquate Entsprechung im BGB.

3. Beispiele zu Swaps

a) Währungsswaps

Die Unternehmen A und B haben ihren jeweiligen Sitz in Deutschland und in den USA. Beide wollen ihre Geschäfte durch die Gründung von Tochtergesellschaften im Ausland expandieren, das deutsche Unternehmen in den USA und das nordamerikanische in Deutschland.

Eine bloße Überweisung von inländischen Ressourcen ins Ausland birgt immer die Gefahr in sich, daß aus der Schwankung von Devisenkursen ein großer Verlust resultiert. Deshalb wird die wirtschaftliche Expansion ins Ausland von beiden Unternehmen am besten mit Fremdwährung finanziert, d.h. die deutsche Firma finanziert ihre Tochtergesellschaft in den USA mit Dollar und die nordamerikanische ihre mit Deutscher Mark.

Beide Unternehmen gehören in ihren jeweiligen Ursprungsländern zu den bekannten und wirtschaftlich starken, so daß hier im gegebenen Fall auf relativ günstige Ressourcen zurückgegriffen werden kann, was im Ausland aufgrund mangelnder Beziehungen nicht möglich ist. Man geht davon aus, daß in diesem Fall das Unternehmen A in Deutschland eine Geldanleihe bei der Bank C mit jährlichen Zinsen in Höhe von 9,5% bekommen könnte, in den USA hingegen für dieselbe Geldanleihe mindestens 10% Zinsen im Jahr zahlen müßte. Das Unternehmen B befindet sich in einer vergleichbaren Lage, da es seinerseits in den USA

eine ziemlich günstige Geldanleihe bei der Bank D mit Zinsen in Höhe von 8% bekommen kann, aber für dieselbe Finanzierung in Deutschland mindestens 10% Zinsen im Jahr bezahlen müßte.

Wenn die Parteien einen Swapvertrag abschließen, dann können beide von den heimischen finanziellen Vorteilen der anderen profitieren. In diesem Fall nehmen beide die nationale Geldanleihe in ihrer eigenen Währung auf, deren Betrag dann umgetauscht wird. Danach versehen die Parteien die andere ebenfalls mit regelmäßigen Fonds, die dazu benutzt werden die Zinsen und Kapitalrückerstattungen zu bezahlen.

Der Swapvertrag regelt das Schuldverhältnis der Parteien A und B, die vereinbaren, die Finanzverpflichtungen des anderen zu übernehmen. Aber zwischen dem Unternehmen A und der Bank D oder zwischen dem Unternehmen B und der Bank C bestehen keine rechtlichen bzw. überhaupt keine Verbindungen.

Durch diesen Swapvertrag können beide Parteien eine günstigere Finanzierung erreichen, da man weniger Zinsen zahlen muß, und zwar 1,5% (d.h. 11%-9,5%) bei dem nordamerikanischen Unternehmen und 2% (d.h. 10%-8%) bei dem deutschen Unternehmen.

b) Zinsswaps

Das Unternehmen A hat von der Bank C Geld ausgeliehen. Dafür zahlt es Zinsen in Höhe von 10% im Jahr. Die Verfallszeit der Geldanleihe beträgt drei Jahre. Auf dem Finanzmarkt kostet zur gegebenen Zeit ein Darlehen unter ähnlichen Bedingungen 9% Zinsen im Jahr. Das Unternehmen A glaubt, daß die Zinssätze noch weiter sinken werden.

Das Unternehmen B nahm von der Bank D eine zinsvariable Geldanleihe an, die ebenfalls noch drei Jahre dauert. Die Zinsen dieser Anleihe entsprechen dem FIBOR Zinssatz plus 5%, der derzeit 3,5% ist, und damit ein Gesamtzinssatz von 8,5% im Jahr ergibt.

Die Beträge der beiden Anleihen sind gleichwertig. Das Unternehmen B geht, im Gegensatz zum Unternehmen A, davon aus, daß die Zinsen nicht fallen, sondern steigen werden. Beide Unternehmen führen dann einen Zinsswapvertrag ein, der durch eine dritte Bank vermittelt wird. Somit vereinbaren sie den periodischen Austausch von Zahlungen. Dann zahlt Unternehmen A an B einen Betrag, der den Zinsen entspricht, die B der Bank D zahlen muß, und auch umgekehrt.

IV. Andere Derivate und Derivate Kombinationen

1. "Forwards" als Termingeschäft

Die Termingeschäfte, die individualvertraglich außerbörslich gehandelt werden, werden zur terminologischen Abgrenzung "Forwards" oder "*forward contract*" genannt⁵⁹.

Obwohl die *Forwards* oft als bloße außerbörsliche, private Geschäfte bezeichnet wurden, wurde der gewinnbringende Handel mit ihnen für die Entwicklung von anderen börslichen Termingeschäften sehr bedeutsam. Die *Forwards* waren während der siebziger Jahre so erfolgreich, daß danach ähnliche Transaktionen, die sogenannten Devisenfutures wie die *Forwards* an der Börse gehandelt wurden⁶⁰.

2. Swaptions, Caps, Floors und Colars

Derivatgeschäfte können auf verschiedene Weise kombiniert werden, und zwar besonders bei Swaps und Options, in denen Elemente von anderen Derivaten oder Kapitalmarktprodukten durch Trennung und Neubegründung in einer bisher nicht praktizierten Form vorkommen.

Bei einer Swaption erhält der Käufer das Optionrecht, einen Swap unter vorher vereinbarten Bedingungen mit dem Einkäufer einzugehen, und

⁵⁹ Wood, S. 207; Kümpel § 13. Rn. 98.

⁶⁰ Siems, S. 3.

nicht eine Ware oder einen Finanztitel zu einem zukünftigen Zeitpunkt an den Verkäufer der Swaption zu kaufen oder zu verkaufen.

Bei einem Cap vereinbaren die Parteien, daß der Verkäufer des Caps der anderen Partei Zahlungen in der Höhe leistet, in der ein vereinbarter Referenzzinssatz ein gewisses Niveau überschreitet⁶¹.

Bei einem Floor vereinbaren die Parteien, daß der Verkäufer des Floors dem Einkäufer ein Betrag zahlt, der der Differenz zwischen dem vereinbarten Floor-Satz und einem den Floor-Satz unterschreitenden Referenzsatz, wie z.B. LIBOR, multipliziert mit einem Nominalbetrag, entspricht⁶².

Ein Collar ist eine Kombination zwischen den Elementen des Cap und des Floor.

Caps, Floors und Collars, die durch Variation der Kennzeichen eines derivativen Finanzinstruments, in der Regel einer zinsvariablen Anleihe, geschaffen werden, haben Optioncharakter⁶³.

V. Organisation des Handels von Derivatgeschäften

International betrachtet⁶⁴, werden Börsentermingeschäfte⁶⁵, wie Futures und Options, häufig, aber nicht nur an Börsen gehandelt.

⁶¹ Schäfer, Financial Futures, § 17, Rn. 5.

⁶² a.a.O. § 17, Rn. 5.

⁶³ Jaskulla, S. 38.

⁶⁴ Beispielweise werden Futures und Options an den *London International Financial Futures Exchange - LIFFE*, *Marché à Terme International de France - MATIF*, und *Chicago Mercantile Exchange - CME* gehandelt. (Wood, Title Finance, S. 216.).

⁶⁵ "Anders als im Börsengesetz von 1896, das noch eine Legaldefinition der Börsentermingeschäfte enthielt, die voraussetzte, daß die Geschäfte an einer organisierten Börse abgewickelt wurden, besteht heute Einigkeit darüber, daß Börsentermingeschäfte sowohl an der Börse als auch außerhalb einer Börse abgeschlossen werden können. Wie § 50 Abs. 1 S. 1 BörsG zu entnehmen ist, bedürfen Börsentermingeschäfte, «soweit sie an der Börse abgeschlossen werden», der Zulassung durch den Börsenvorstand. Im Umkehrschluß ergibt sich, daß Börsentermingeschäft auch außerhalb einer Börse getätigt werden können." (Schwintowshi / Schäfer, Bankrecht - Commercial Banking - Investment Banking, § 13, Rdn. 11.). In Deutschland sind in diesem Sinne Futures als börsliches Börsentermingeschäft und

Die *Deutsche Terminbörse (DTB)* ist für die Abwicklung von Futures, die in Deutschland gehandelt werden, verantwortlich. Die *DTB* ist seit 1994 ein Teil der *Deutschen Börsen AG*. Es handelt sich um eine vollelektronische Börse⁶⁶, deren Zentralrechner in Frankfurt liegt. Börsliche Optionengeschäfte werden in Deutschland an der *DTB* (Optionen auf Aktien und den DAX) sowie an den Wertpapierbörsen (Optionen auf Aktien und Renten) gehandelt⁶⁷.

Die Derivate, in Form von Swaps, Forwards und auch Options⁶⁸, die außerbörslich über Telekommunikationssysteme direkt zwischen den Händlern abgeschlossen werden, werden als OTC-Derivate (*over the counter*-Derivate) bezeichnet⁶⁹. Auch die Swaps werden als OTC-Derivate klassifiziert, da sie in der Praxis kaum ohne die Vermittlung einer Bank oder eines Finanzinstituts eingeführt werden, wie es in den Beispielen über Swapverträge in dieser Arbeit dargestellt wurde.

Die Banken spielen für den Handel von OTC-Derivaten die Hauptrolle, da sie nicht nur die Transaktionen zwischen den Parteien vermitteln, sondern auch, weil sie häufig den Vertrag mit der ersten Partei schon selbst eingehen, und erst danach eine zweite Partei suchen, die auch Interesse an den Bedingungen des Vertrags hat⁷⁰. Der Ablauf dieses Handels zwischen den Banken oder zwischen den Banken und ihren Kunden findet wie üblich bei einem Telekommunikationssystem über ein Computer- oder Telefonnetz statt.

Forwards als außerbörsliches Börsentermingeschäft zu klassifizieren. Options können zu beiden Klassifikationen gehören, je nach dem, ob sie als OTC-Derivate oder innerhalb der *DTB* oder an den Wertpapierbörsen gehandelt werden. Gemäß *Kümpel* wird der Börsentermingeschäftscharakter der Swapgeschäfte nach überwiegender Meinung verneint. Er erläutert aber, daß in der Literatur bereits vereinzelt der Börsentermingeschäftscharakter der Swapgeschäft bejaht wird. (Bank- und Kapitalmarktrecht., § 13, Rn. 165 ff.).

⁶⁶ *Schäfer*, § 17, Rn. 18.

⁶⁷ *Kienle*, § 106, Rn. 57.

⁶⁸ a.a.O., Rn. 22.

⁶⁹ *Wood*, Title Finance, S. 215.

⁷⁰ *Henssler*, S. 620.

Kennzeichen der OTC-Derivate sind ihre Flexibilität, da sie von den Banken und Finanzinstituten nach den Bedürfnissen der Kunden ausgearbeitet werden können⁷¹. Bei der Gestaltung solcher Verträge werden bereits bekannte Muster benutzt, wie z.B. die *Master Agreements* von *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)* oder andere vom *Bundesverband Deutscher Banken*⁷². Gegenüber diesen ist der Vertragsinhalt der börslichen Börsentermingeschäfte völlig standardisiert⁷³.

VI. Aufklärungspflichten bei Derivatgeschäften

Nach der Vorschrift des §§ 50 ff. BörsG. werden die Benutzer von Börsentermingeschäften mit dem System der Vollinformation geschützt⁷⁴.

Dieses System ist zweistufig gestaltet. Die erste Stufe ist eine pauschalisierende, formale Aufklärung für den Anleger. Er bekommt nach § 53 Abs. 2 BörsG ein Informationsblatt, das ihn über die Grundsätze von Termingeschäften aufklärt. In der zweiten Stufe erfolgt der individuell gestaltete Schutz für den Anleger, der sich an seiner Risikobereitschaft, eigener Fachkenntnis und seinen persönlichen Anlagezielen orientiert. In dieser Stufe bekommt der Anleger eine anleger- und objektgerechte Aufklärung und Beratung von einer Bank oder einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen⁷⁵.

Obwohl den OTC-Derivaten die Standardisierung der börslichen Börsentermingeschäfte fehlt, stehen einige von ihnen in bezug zu einem Terminmarkt, an dem immer die Möglichkeit besteht, ein ausgleichendes

⁷¹ a.a.O., S. 619.

⁷² Kienle, § 106, Rn. 23.

⁷³ Schwintowski / Schäfer, § 13, Rn. 11.

⁷⁴ Claussen, § 9, Rn. 201.

⁷⁵ Schäfer, § 13, Rn. 78.

Gegengeschäft zu tätigen, wie es die Definition von Börsentermingeschäften nach dem BGH⁷⁶ fordert.

Es ist also möglich, daß auch individuell zugeschnittene OTC-Derivate Börsentermingeschäfte darstellen können, wenn sie die Voraussetzungen eines Börsentermingeschäfts erfüllen. In diesem Zusammenhang werden für sie auch die im BörsG festgesetzten Aufklärungs- und Beratungspflichten anwendbar.

E. Fälle aus der Praxis

I. Swapverträge als Geschäfte *ultra vires*

1. Der Fall *Hazel v. Hammersmith & Fulham Council*

Der berühmte Fall *Hazel v. Hammersmith & Fulham Council* zeigte die erste echte Krise in der Geschichte des Swapmarktes. Der Grund der Klage lag aber nicht in der Nicht- oder Mißerfüllung der vertraglichen Verpflichtungen oder in der Auslegung der vertraglichen Klauseln, sondern in der Geschäftsfähigkeit einer der Vertragsparteien.

Die Auseinandersetzung fing mit der Aussage einer Finanzaufsichtsbehörde im Jahr 1988 an und endete im Jahr 1991 mit einer stark kritisierten Entscheidung des *House of Lords*, des höchsten Gerichts in England⁷⁷.

Bei einer öffentlichen Erklärung im Juli 1988 warnte die *Audit Commission* mehrere Kommunalverwaltungen (*councils*) und die Banken ihrer Gegenparteien davor, daß einige ihrer Swapverträge *ultra vires* Geschäfte seien. Nach der zuständigen Finanzaufsichtsbehörde seien die Swapverträge zwischen Parteien geschlossen worden, ohne daß eine diesbezügliche Geschäftsfähigkeit der Parteien bestanden hätte. Die Kommunalverwaltungen hätten folglich die rechtlichen Grenzen ihrer

⁷⁶ BGH, WM 1984, 1598, 1599.

⁷⁷ *Goris*, S. 3.

Geschäftsfähigkeit überschritten. Die *Audit Commission* ging davon aus, daß der *Hammersmith & Fulham Council* nicht mit Swapgeschäften spekulieren dürfte. Gültig seien nur solche Swapverträge gewesen, die ein *Hedge* intendierten und so eine identifizierbare Geldanleiheschuld beinhalteten.

Der *Hammersmith & Fulham Council* hatte bis Juli 1988 sehr aggressive Aktivitäten mit Swapgeschäften entwickelt. Aber sofort nach der Aussage der Finanzaufsichtsbehörde legte er sich eine neue Strategie zu. Die gewinnbringenden Swapverträge wurden dann vorzeitig beendet, und gleichzeitig neue Swapverträge eingeführt und zwar mit dem einzigen Ziel, größere Verluste bei ungedecktem Engagement zu vermeiden.

Im Februar 1989 erhob die *Audit Commission* gegen ihn Klage; daraufhin mußte der *Hammersmith & Fulham Council* alle Zahlungen unterbrechen, die aus den Swapverträgen entstanden waren. Das Ergebnis der Klage der Finanzaufsichtsbehörde war die Feststellung, daß einige finanzielle Transaktionen des *Council*, die Swapverträge eingeschlossen, ungesetzlich waren. Bei der Klage wurden mehrere Banken als Mitangeklagte vorgeladen, da sie ebenfalls als Parteien bei den Swapverträgen fungierten.

a) Die Entscheidung in erster Instanz

Die Entscheidung in erster Instanz beim *Divisional Court of the Queen`s Bench Division* fand im November 1989 statt⁷⁸ und war sogar noch strenger und restriktiver als die erste Aussage der *Audit Commission*. Die Entscheidung enthielt eine allgemeine Verurteilung der Benutzung aller finanziellen Instrumente wie Swaps, Futures, Options, Caps, Floors, die einfach als "*Transactions*" (Transaktionen) bezeichnet wurden. Gemäß des *Divisional Court* liegt jede Art von "*Transactions*" außerhalb der Geschäftsfähigkeit einer Kommunalverwaltung.

Nach dieser Auslegung spielt eine mögliche Hedge-Verbindung zwischen der Zahlungsverpflichtung eines Swapvertrages und den Zahlungsverpflichtungen einer vorher eingeführten und genau definierten Geldanleihe keine Rolle. Nach dem Standpunkt des Gerichts übt eine Kommunalverwaltung bereits dann schon eine Neben-Aktivität aus, wenn sie sich auf Geldanleihen einläßt. Ein Swapvertrag würde folglich gar eine Neben-Aktivität zweiten Grades, also eine Neben-Aktivität zu einer Neben-Aktivität, darstellen⁷⁹.

b) Die Entscheidung im Court of Appeal

Die in die Klage verwickelten riesigen finanziellen Interessen⁸⁰ lassen nicht erstaunen, daß das Verfahren durch weitere Instanzen ging.

Im Februar 1990 beschließt der *Court of Appeal*, daß das Eingehen einer finanziellen Transaktion - gemäß der Geschäftsfähigkeit einer Kommunalverwaltung - gültig sein könnte, wenn die Bedingung besteht, daß die Swapverträge mit dem Ziel eingeführt wurden, Risiken bei Zinssätzen zu kontrollieren.

Der *Court of Appeal* geht davon aus, daß die Kommunalverwaltung das Recht hat, sich gegen ungünstige Zinssätze zu schützen. Dagegen sind Swapverträge aber nicht erlaubt, wenn sie mit einer spekulativen Absicht eingeführt werden⁸¹. Der *Court of Appeal* erkennt also an, daß ein Swapvertrag unter gewissen Bedingungen als Neben-Aktivität der Verwaltung akzeptiert werden darf.

⁷⁸ *Hazel v. Hammersmith & Fulham Council (D.C.)*, W.L.R., 12.01.1990, S. 17 ff.

⁷⁹ Sinngemäß nach dem Ausdruck des Gerichts: "*incidental to the incidental*".

⁸⁰ In diesem Zusammenhang fügt sich die Erklärung von *C. de Croisset*, leitender Angestellter des *Crédit Commercial de France*, ein: "*There is, to my knowledge, no modern precedent, at least since the second world war, where a group of large public authorities from an OECD country are perhaps going to be allowed to default*", in "*Local Councils Commit 'Perfect Financial Crime'*", *International Financial Review*, 04.11.1989, S. 6.

⁸¹ *Hazel v. Hammersmith & Fulham Council (C.A.)*, W.L.R., 04.05.1990, S. 1038 ff.

Die Entscheidung unterteilt die Swapgeschäftaktivitäten des *Council* in zwei Zuständigkeiten. Die Eine entspricht den Aktivitäten, die in der Zeit vor der Aussage der *Audit Commission* stattfanden. Sie wurden als Handel oder Spekulation bezeichnet und infolgedessen berechtigt als illegale *ultra vires* Geschäfte verurteilt. Die zweite Zuständigkeit bezieht sich auf die Aktivitäten, die zwischen Juli 1988 und Februar 1989 ausgeführt wurden und deren Ziel es war, mögliche Verluste für die Steuerträger gering zu halten. Das gesetzmäßige Kriterium der Verurteilung beruft sich also auf ein wesentlich ökonomisches Merkmal, je nachdem, ob ein Unterschied zwischen der Verwaltung von Zinssatzrisiken, die erlaubt ist, oder dem bloßem Handel, der dagegen unrechtlich ist, gemacht wird.

c) Die Entscheidung im *House of Lords* und ihre Folge

Im Januar 1991 entscheidet das *House of Lords*, daß es sich bei allen Geschäften mit Swaps, die bei der *Hammersmith & Fulham Council* ausgeführt wurden, um Geschäfte *ultra vires* handelt, unabhängig von den Gründen aus denen sie eingegangen wurden⁸².

Das *House of Lords* betrachtete die Swapverträge also nur als eine profitbringende Angelegenheit und nicht als ein finanzielles Instrument, dessen Ziel es ist ein *Hedge* zu erreichen. Nach seiner Ansicht handelt es sich mehr um eine Spielerei als um eine finanzielle Absicherung⁸³.

Die Entscheidung hat aber nicht einkalkuliert, welche Folgen sie in bezug auf die Rechte der Banken haben könnte, die mit dem *Hammersmith & Fulham Council* die Swapverträge eingegangen sind. Obwohl die Swapverträge *ab initio* als ungültige Geschäfte beurteilt wurden, schwieg

⁸² *Hazel v. Hammersmith & Fulham Council (H.L.)*, W.L.R., 08.02.1991, S. 372 ff.

⁸³ Nach den Worten von Lord Ackner: “ *they are indistinguishable from any other transaction which involves the hope of gain ... I therefore conclude that swap transactions are essentially speculative methods of raising money in hope of reducing the burden of interest payable on money already borrowed. They are separate and distinct activity - a form of diversification*” aus W.L.R., 08.02.1991, S.180-182 und S.398-399. Oder kürzer nach Lord Templeman: “ *more akin to gambling than insurance*” aus W.L.R., 08.02.1991, S. 398.

das Urteil darüber, wie die Rückgabe der Geldbeträge, die die Parteien miteinander ausgetauscht hatten, stattfinden sollte. In diesem Sinn bestätigte das Urteil, daß mögliche Folgen bei *ultra vires* Transaktionen von den Gegebenheiten jedes einzelnen Falls abhängig sind⁸⁴.

Der Fall *Hazel v. Hammersmith & Fulham Council* ergab für die involvierten Banken einen Verlust in Höhe von etwa 600 Millionen Pfund und verursachte Änderungen sowohl bei den vereinbarten Vertragsklauseln als auch bei dem Inhalt der Dokumente, die die Verträge begleiten⁸⁵. Das Ziel dieser Änderungen war es, Zweifel über eine mögliche Geschäftsunfähigkeit der Parteien auszuräumen.

Dies zeigt, daß zusätzlich zu den schon bekannten ökonomischen Risiken Derivatgeschäfte ein rechtliches Risiko enthalten können⁸⁶.

2. Die Swapverträge und die Doktrin *ultra vires* in Deutschland

Überlegungen über die in England geschehenen Fälle provozieren die Frage, ob in Deutschland Swapverträge der öffentlichen Hand ebenfalls von der Doktrin *ultra vires* betroffen und somit ungültig sind. Dies bestätigte sich in einer Entscheidung des BGH aus dem Jahr 1956⁸⁷. Damals wurde die Operation eines Geschäfts, das von einer Körperschaft des öffentlichen Rechts ausgeführt wurde, als nichtig bestimmt. Es handelte sich dabei um die Aktivität einer Hauptgeschäftsstelle der Fischwirtschaft, deren Operation als rein privatrechtliches Geschäft erkannt und damit als *ultra vires* Handlung bezeichnet wurde. Diese

⁸⁴ “*It may not follow that, as between the council and the banks, paymentes made by the council before or after the period of interim strategy can be recovery by the council. Nor does it follow that payments received by the council before or after that period cannot be recovered by the banks. The consequences of any ultra vires transaction may depend on the facts of each case*” (W.L.R., 08.02.1991, S. 373, 374.).

⁸⁵ *Goris*, S. 14.

⁸⁶ Kurze Zeit danach sind in den U.S.A. ähnliche Fälle bekanntgeworden (*Scott / Wellons*, S. 1062).

⁸⁷ BGHZ, 20, 119ff.

Entscheidung des BGH hat bestimmt, daß sich eine *ultra vires* Handlung außerhalb des Rahmens der Handlungsfähigkeit eines Teils der Staatsverwaltung befindet und deshalb ungültig ist⁸⁸.

Die Handlungsfähigkeit des Staates wird durch Gesetze und Verordnungen begrenzt; der Staat kann also nicht *ultra vires* handeln. Die Abwesenheit einer bestimmten Regelung für die Behandlung von Swapverträgen innerhalb des Staates bedeutet aber nicht, daß ein Verbot dafür besteht. Um die Gültigkeit solcher Swapverträge zu ermitteln, sollten sie auf ihren Zweck hin untersucht werden⁸⁹.

Wirtschaftlich gesehen sind Swapverträge, wie auch alle anderen Derivate, Finanzinstrumente, deren grundlegendes Ziel es ist ein *Hedge* zu machen. Trotzdem ist allen Derivaten gemeinsam, daß sie auch als spekulatives Objekt dienen können.

Um die Gültigkeit von Swapverträgen der öffentlichen Hand zu bestimmen, soll neben allen anderen gesetzlichen Voraussetzungen⁹⁰ der Zweck nachgeprüft werden, wofür der Staat sie eingeführt hat. In diesem Sinn sind die Swapsverträge gültig, die mit dem Ziel eingegangen wurden einen Kredit der öffentlichen Hand unter günstigeren Bedingungen abzusichern. Dagegen werden all jene Verträge als Geschäft *ultra vires* bezeichnet, und damit nichtig erklärt, deren Ziel nichts anderes ist als ein *Hedge* zu machen, wie z.B. zu spekulieren.

Das Kriterium der wirtschaftlichen oder ökonomischen Wesenheit der Derivate wird hier nicht als eine reine Lösung für eine gesetzliche Lücke vorgeschlagen. Es handelt sich vielmehr darum, daß der Staat innerhalb seiner gesetzlich eingeschränkten Handlungsfähigkeit dennoch moderne

⁸⁸ Schäfer, Bankrecht - Commercial Banking - Investment Banking, § 14, Rn. 54.

⁸⁹ “Die Verwaltung ist frei darin, Sachen und Leistungen auf dem Markt zu beschaffen, und sie tut dies in den jedermann zur Verfügung stehenden Formen des Privatrechts, z.B. Kauf und Miete. Sie kann auch Dienst- und Werkverträge, Darlehen und Bürgschaften vereinbaren. In all diesen Fällen bedient sie sich der gesetzlich ausgeformten Institute des Privatrechts, die in der Regel einen angemessenen Ausgleich der Interessen gewährleistet.”, Bull, § 6, Rn. 381.

⁹⁰ Maurer, § 14, Rn. 26 ff.

Finanzinstrumente benutzen darf, allerdings nur solche, die unmittelbar oder mittelbar an den allgemeinen Zweck des Staates anknüpfen. Wenn der Staat sich durch Darlehen finanzieren darf, dann darf er unmittelbar einen Swapvertrag, der gültig sein wird, eingehen, damit er sein Darlehen absichern kann⁹¹.

II. Derivatgeschäfte und Konkurs

1. Der Konkurs des *Baring* Finanzkonzerns

Im Februar 1995 ist der 230 Jahre alte englische Finanzkonzern *Baring* in Konkurs gegangen. Der Konkurs ergibt sich aus dem Verlust von 860 Millionen Pfund, der beim Handel von Derivaten angefallen ist. Das gesamte Kapital des Finanzkonzerns betrug damals etwa 540 Millionen Pfund⁹².

Die Holding des Finanzkonzerns war die *Baring Brothers & Co. Ltd* (im folgenden *BB&Co*), eine Bank mit Sitz in London, die von der *Bank of England* beaufsichtigt wurde. Die *Baring Futures (Singapore) Ltd* (im folgenden *BFS*) war die Tochtergesellschaft mit Sitz in Singapur, die den Konkurs provoziert hat. Die *BFS* wurde bei der *Singapore International Mercantile Exchange - SIMEX* beaufsichtigt. Bei der *BFS* arbeitete der Mitarbeiter *Nicholas Leeson*, der für Derivatgeschäfte mit Futures und Options verantwortlich war. Die Geschäftsleitung hatte ihn im März 1992 nach Singapur geschickt. Kurz zuvor war ihm in London die Erlaubnis als Makler wegen Betrugs entzogen worden, was der Behörde in Singapur allerdings nicht bekannt war.

Die Tat von *Leeson* bestand darin, daß er Futures und Options im Auftrag von anderen Tochtergesellschaften des Finanzkonzerns gehandelt hatte, und gleichzeitig alle Verluste auf ein Konto mit der markanten Nummer

⁹¹ damit auch einverstanden *Jahn*, § 114, Rn. 98 ff.

⁹² *Scott / Wellons*, S. 947.

88888 versteckte. Dieses Verfahren erlaubte ihm monatelang einen Gewinn vorzutäuschen.

Der Handel mit Derivaten bestand grundsätzlich aus zwei Transaktionen, und zwar aus Index Futures und aus einer Kombination von Kaufoption/Call und Verkaufsoption/Put von Index Options.

Die Transaktionen hatten aus zwei Gründen Verluste ergeben. Erstens war der Finanzkonzern nicht nur ein Vermittler der Transaktionen, sondern auch seine Partei, die für den gesamten Verlust der Transaktionen verantwortlich gewesen ist. Zweitens entsprachen die eingeführten Derivatgeschäfte unsicheren Positionen, d.h. die Positionen waren *offen*, da es kein *Hedge* für das Risiko, das sie enthielten, gab.

Das *Hedging* von selbst eingeführten Derivaten ist ein übliches Verfahren von Banken, die bei Derivatmärkten tätig sind. Wenn eine Bank eine zu große Menge einer einzigen Sorte von Derivaten besitzt, dann bietet sie selbst dem Markt andere Derivate an, die dem entgegengesetzten Risiko entsprechen. Solche Verfahren hatte die *BFS* völlig ignoriert, vielleicht auch, weil die Transaktionen erfolgreich aussahen.

Um den Verlust zu reduzieren hat *Leeson* neue riskante Derivate eingeführt, deren Ergebnis ein noch größerer Verlust war. Dieser wuchs von 4,2 Millionen Pfund im September 1992 auf 860 Millionen Pfund im Februar 1995, war also innerhalb von Monaten nach dem Schneeballprinzip angestiegen.

Im März 1995 wurde der bankrotte Finanzkonzern bei der *Dutch Bank Internationals Nederlanden Groep NV* (im folgenden *ING Bank*) eingegliedert. Bei dieser Transaktion kaufte die *ING Bank* sowohl das Vermögen des *Baring* Finanzkonzerns, als auch seine Schulden. Der Transaktion wurde von der englischen Bankaufsichtsbehörde und von der Cayman Insel, wo Tochtergesellschaften des *Baring* Konzerns ihren Sitz hatten, zugestimmt. Das Ganze kostete die *ING Bank* den symbolischen Preis von 1 Pfund und die Verpflichtung, Investitionen in Höhe von 660

Millionen Pfund für den heruntergewirtschafteten Finanzkonzern zu leisten⁹³.

Nach der Eingliederung erläuterte ein detaillierter Bericht der *Bank of England*⁹⁴ die Ursachen des Konkurs. Unabhängig von dem Betrug, der mittels der Derivatgeschäfte geleistet wurde, sind viele andere Gründe für den Konkurs herausgefunden worden. Erstens die nicht vorhandenen internen Kontrollen im Finanzkonzern selbst, die eine derartige Handlungsweise eines Mitarbeiters und deren Folgen unterbunden hätten. Zweitens die Unkenntnis über Derivatgeschäfte, Derivatmärkte und Abläufe von Transaktionen bei einem großen Teil der Geschäftsführung. Drittens fehlte es an festgelegten finanziellen Grenzen für Transaktionen und an einem adäquaten Kapital, um Verluste ertragen zu können. Viertens wurden Fehler bei der Tätigkeit der Bankaufsichtsbehörde in Singapur und teilweise auch bei der *Bank of England* festgestellt, da der Sitz des Finanzkonzerns in England, also weit weg von Singapur, lag. Obwohl diese Faktoren einzeln betrachtet einfach sind, hat ihre Kombination für den Konkurs die Hauptrolle gespielt.

Letztendlich haben die Umstände für den Konkurs des *Baring* Finanzkonzerns vor allem neue Fragen über die Notwendigkeit der Regelung für Derivatgeschäfte aufgeworfen.

2. Vorschläge zur Reglementierung von Derivatgeschäften

Sofort nach dem Konkurs des *Baring* Finanzkonzerns beginnen die ersten internationalen Diskussionen darüber, wie ähnliche Krisen in Zukunft vermieden werden können.

⁹³ a.a.O., S. 948.

⁹⁴ Bank of England, Report of the Board of Banking Supervision Inquiry into the Circumstances of the Collapse of Barings - BoE Report, S. 1 ff.

a) Die Windsor Erklärung

Im Mai 1995 erklärten sich Vertreter von Bankaufsichtsbehörden aus 16 Ländern damit einverstanden, die internationale Aufsicht auf den Derivatmärkten zu verbessern. Die Erklärung war das Ergebnis einer Tagung, die im englischen Windsor stattfand und daher als "Windsor Erklärung" bekannt wurde.

Die Maßnahmen in der Erklärung⁹⁵ zielen auf eine Erweiterung der Zusammenarbeit zwischen den Behörden, vor allem beim Austausch von Informationen und bei der Annahme von vereinheitlichten Verfahren. Die Behörden sollen, entsprechend ihrer jeweiligen Kompetenz, die aktive Aufsicht beim Kreditrisiko von Mitgliedern der Derivatmärkte und die Entwicklung von Mechanismen, um das Kreditrisiko von Mitgliedern der Derivatmärkte getrennt identifizieren zu können, intensivieren. Außerdem wird vereinbart, alle Mitglieder der Derivatmärkte über die Verfahren, die die Behörden im Fall der Zahlungsunfähigkeit eines der Mitglieder nehmen werden, zu unterrichten⁹⁶.

Obwohl die Windsor Erklärung wegen ihren zu allgemeinen Maßnahmen zu kritisieren ist, ist sie ein erster wichtiger Schritt in die Richtung, eine besondere Regelung für Derivatgeschäfte zu schaffen.

b) Vorschläge des Basler Ausschuß für Bankenaufsicht

Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht besteht im Rahmen der Bank für internationalen Zahlungsausgleich. Seine Mitglieder sind Vertreter von Zentralbanken und Bankaufsichtsbehörden aus verschiedenen

⁹⁵ Windsor Declaration, in *Scott / Wellons*, S. 978 ff.

⁹⁶ a.a.O., S. 979 ff.

Ländern⁹⁷. Die Ergebnisse des Basler Ausschusses haben oft die Richtlinien der Europäischen Gemeinschaft beeinflusst⁹⁸.

Einige wichtige Beispiele dieses Einflusses sind die Solvabilitätskoeffizienten für Kreditinstitut-Richtlinien⁹⁹ (im folgenden EG-Solvabilitätsrichtlinie) und die EG-Kapitaladäquanzrichtlinien¹⁰⁰ (im folgenden KA-Richtlinie).

Die EG-Solvabilitätsrichtlinie verlangt eine Unterlegung der Derivatgeschäfte einer Bank oder eines Finanzinstituts zum Bestand von Eigenkapital, das einem Prozentsatz der Derivatgeschäfte entsprechen soll.

Die KA-Richtlinie erläutert das Kredit- und auch das Marktrisiko. Hinsichtlich der Bankdarlehen ist die Analyse des Kreditrisikos besonders wichtig, weil damit die Zahlungsfähigkeit eines Schuldners geschätzt werden kann. Die Hauptrisiken bei der Handelstätigkeit einer Bank, einschließlich Derivatgeschäfte und andere kurzfristige Transaktionen, sind jedoch die Marktrisiken, wie z.B. Aktienpreise, Zinssätze und Devisenkurse. Darüber hinaus bestimmt die KA-Richtlinie den Kapitalbedarf (*capital requirements*) in bezug auf solche Risiken, damit die Banken diese verwalten und ertragen können¹⁰¹.

Im November 1995 stellte der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht in Zusammenarbeit mit der *Technical Committee of International Organisation of Securities Commissions (IOSCO)* einen Bericht vor, in welchem eine größere Veröffentlichung (*public disclosure*) über die Aktivität von Banken und

⁹⁷ Der sogenannte 10er-Club, zu dem z.Z. 12 Mitgliedern gehören: Belgien, Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada, Niederlande, Schweden, Schweiz, USA und auch Luxemburg.

⁹⁸ *Fischer*, § 126, Rn. 4.

⁹⁹ Richtlinie 89/647/EWG vom 18.12.1989, Abl. vom 30.12.1989, Nr. L 386, S. 14., zuletzt geändert durch Richtlinie 94/7/EG vom 15.03.1994, Abl. vom 06.04.1994, Nr. L 89, S. 17.

¹⁰⁰ Richtlinie 93/6/EWG vom 15.03.1993, Abl. vom 11.06.1993, Nr. L141, S. 1.

¹⁰¹ *Board / Goodhart / Power / Schoenmaker*, S. 245.

Finanzinstitutionen, die mit Derivatgeschäften handeln, vorgeschlagen wird¹⁰².

Gemäß dem Bericht könnte die Aufsichtsfähigkeit der Banken verstärkt werden, indem öffentlich darüber informiert wird, wie groß beim Handel von Derivatgeschäften das eigene Risiko der Banken und Finanzinstitutionen ist und wie diese solche Risiken handhaben¹⁰³. Denn gut informierte Derivatgeschäftsparteien, Anleger, Depositinhaber und Verbraucher können eine strenge Disziplin auf die Derivatmärkte ausüben, da die Banken und Finanzinstitutionen ihre Aktivitäten auf eine Art führen müssen, die vorsichtig und gleichzeitig erfolgsorientiert ist¹⁰⁴. Darüber hinaus ist eine Institution, die wenig Informationen über ihre eigenen Risiken anbietet, bei einer Marktkrise viel stärker für Mißverständnisse und Gerüchte empfänglich, als eine Institution, die eine Aufklärungspolitik betreibt¹⁰⁵.

Es wird zudem festgelegt, daß der empfohlene Aufklärungsvorschlag keine anderen Bestimmungen ersetzen soll, die bereits bei der Entwicklung einer vereinheitlichten Aufsicht von Derivatgeschäften eingerichtet wurden¹⁰⁶. Vielmehr handelt es sich um Maßnahmen, die die Erweiterung der Durchsichtigkeit des Marktes objektivieren. Sie sollen durch das vereinheitlichte Verfahren von Banken und Finanzinstitutionen oder auch durch die von der Bankaufsichtsbehörde geschaffenen Regelungen festgelegt werden.

¹⁰² *Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht / Technical Committee of International Organisation of Securities Commissions - IOSCO, Public Disclosure of the Trading of Banks and Securities Firms.*

¹⁰³ a.a.O., S. 1 ff.

¹⁰⁴ a.a.O., S. 2.

¹⁰⁵ a.a.O., S. 2.

¹⁰⁶ a.a.O., S. 3.

3. Derivatgeschäfte bei einem Konkurs in Deutschland

Der Konkurs des *Baring* Finanzkonzerns in England wurde wegen der Zahlungsunfähigkeit seiner Termingeschäfte verursacht. Im folgenden werden nun die Grundzüge des deutschen Insolvenzverfahrens bezüglich der Derivatgeschäfte erklärt.

a) Termingeschäfte bei Konkurs

Insolvenzverfahren von Termingeschäften werden mittels Art. 15 des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz (2. FiFöG) geregelt, der seit 01.08.1994 in Kraft ist, und der den gleichen Wortlaut wie Art. 105 des Einführungsgesetzes zur Insolvenzordnung (GEInsO) besitzt, der erst am 01.01.1999 in Kraft treten wird, sowie § 104 Abs. 2, 3 der Insolvenzordnung (Inso), der seit 19.10.1994 in Kraft ist.

Wenn ein Termingeschäft wegen Konkurs nicht erfüllt wird, wobei der Konkurs vor der Frist der vereinbarten Erfüllung geschehen ist, so kann die Erfüllung nicht verlangt, sondern nur eine Forderung wegen Nichterfüllung geltend gemacht werden. Die Forderung wegen Nichterfüllung bezieht sich nicht mehr auf die Differenz zwischen dem vereinbarten Preis und dem Markt- oder Börsenpreis am Tag, an dem die Erfüllung fällig wird, sondern auf die Differenz zwischen dem vereinbarten Preis und den Markt- oder Börsenpreis am zweiten Werktag nach der Eröffnung des Konkursverfahrens.

b) Swapverträge bei Konkurs

Swapverträge werden mit einer Laufzeit von mehreren Jahren eingegangen und schaffen damit ein Dauerschuldverhältnis¹⁰⁷. Bei einem Swapvertrag muß zuerst herausgefunden werden, ob eine der Klauseln

¹⁰⁷ Schäfer, §14, Rn. 58.

den Abbruch des Vertrages bestimmt, wenn eine der Parteien im Konkurs steht. Regelt keine Klausel den Abbruch, so wird der Ablauf der letzten Zahlung genauso wie bei einem Insolvenzverfahren von Termingeschäften gehandhabt, gemäß dem oben zitierten Artikel.

F. Zusammenfassung

Es besteht bisher keine umfassende rechtliche Regelung für Derivatgeschäfte, weder in Deutschland noch in anderen Ländern.

Wichtige Kennzeichen der Derivatgeschäfte sind ihre wirtschaftliche Wesenheit und ihre vertragliche Flexibilität. Die wirtschaftliche Wesenheit besteht darin, daß die Parteien ein Derivatgeschäft einführen, weil sie sich vor einem wirtschaftlichen Risiko durch einen Hedge schützen wollen. Darüber hinaus haben die Parteien verschiedene ökonomische Gesichtspunkte, wodurch der Gewinn einer Partei dem Verlust der anderen entspricht.

Grundlage der Flexibilität von Derivatgeschäften ist die Vertragsfreiheit. Dadurch können die Parteien besonders bei den OTC-Märkten bestimmte Bedingungen vereinbaren, die ihren Bedürfnissen - gemäß ihren verschiedenen Gesichtspunkten - entsprechen. Somit werden oft originelle Derivatgeschäfte geschaffen, die verschiedene Elemente von Finanzinstrumenten neuartig verbinden. Die größte Herausforderung einen Vorschlag für ein Derivatgeschäft zu regeln ist, wie man Regeln aufstellen kann, ohne die Vertragsfreiheit der Parteien zu begrenzen.

Angesichts solcher Forderungen erklärt sich, warum es bisher keinem nationalen Rechtskreis gelungen ist, Derivatgeschäfte umfassend zu reglementieren: mögliche Maßnahmen, die die Vertragsfreiheit der Parteien limitieren würden, hätten zur Folge, daß die Transaktionen zu ausländischen Finanzmärkten wandern würden. Das hat sich deutlich beim Fall *Hazel v. Hammersmith & Fulham Council* gezeigt, bei welchem die Entscheidung des *House of Lords* mittelbar bestimmte, die Vertragsfreiheit einer Partei zu begrenzen, da sie nach der Auffassung des

Gerichts einfach geschäftsunfähig war Swapverträge einzugehen. Die wegen dieses Falls geschehene Krise hat bewiesen, daß die erfolgreiche Entwicklung eines Finanzmarkts auch von einer günstigen rechtlichen Umwelt abhängig ist. Folglich kann ein Vorschlag, Derivatgeschäft zu regeln, nur erfolgreich sein, wenn er aus einer kooperativen internationalen Initiative heraus entsteht, da alle wichtigen internationalen Finanzmärkte mit diesen Regelungen erreicht werden müssen.

Nach dem Konkurs des *Baring* Finanzkonzerns stellte der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht, in Zusammenarbeit mit der *IOSCO*, einen Entwurf vor, der die Veröffentlichung von Informationen (*public disclosure*) über Risiken, die beim Handel von Derivatgeschäften anfallen, forderte. Die Veröffentlichung soll ermöglichen, daß alle Parteien, die Derivatgeschäfte eingehen möchten, alle Informationen über die Risiken der Transaktionen bekommen können. In diesem Sinn sollen die Parteien die Risiken der anderen kennen und gleichzeitig selbst den anderen über ihre eigenen Risiken aufklären. Die Veröffentlichung ist kein *terra incognita*. International betrachtet fordern die Börsen, daß ihre Mitglieder die Anleger über die mit den Transaktionen verknüpften Risiken aufklären. Das deutsche Gesetz verifiziert diese Angelegenheit, indem es in §§ 50 ff. BörsG ein System von Vollinformation zum Schutz der Anleger bestimmt. Das Ziel der Veröffentlichung ist also Durchsichtigkeit auf dem Derivatgeschäftsmarkt zu schaffen, unabhängig davon, ob es sich um börsliche - oder OTC-Märkte handelt.

Fraglich ist, ob eine *de lege ferenda* Regel für Derivatgeschäfte durch ein formelles Gesetz verkörpert werden soll. Denn es scheint effektiver, wenn die Zentralbanken und Bankaufsichtsbehörden die Hauptrolle bei der Erlangung von Durchsichtigkeit auf den Derivatgeschäftsmärkten spielen können und zwar bei der Zusammenarbeit miteinander und bei der Annahme von vereinheitlichten Verfahren und standardisierten Maßnahmen in ihren jeweiligen nationalen Räumen, die die Aufklärung von Informationen über Risiken zwischen den Teilnehmern der

Derivatgeschäftsmärkte nachprüfen können. In diesem Sinn wird die Durchsichtigkeit der Derivatgeschäftsmärkte unmittelbar durch die Tätigkeit von Zentralbanken und Bankaufsichtsbehörden abgesichert.

Abschließend kann gesagt werden, daß Derivatgeschäfte, trotz ihrer immer anwesenden spekulativen Elemente, ein mächtiges Instrument sind um wirtschaftliche Risiken zu verwalten. Eine erfolgreiche Regelung für diesen Gegenstand sollte drei Merkmale besitzen: erstens internationale Zusammenarbeit, zweitens die Vertragsfreiheit der Parteien respektieren und drittens eine Orientierung für Veröffentlichungen zu Derivatgeschäftsrissen festsetzen.

Literaturverzeichnis

- Aristoteles* Politik, Übersetzt und herausgegeben von Olog Gigon, München, 1996.
- Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf A.* Handbuch des Kapitalanlagerrechts, München, 1997.
- Bärmann, Johannes (Hrsg.)* Europäisches Geld-, Bank-, und Börsenrecht, Teil I, Berlin, 1974.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)* Risk Management Guidelines for Derivatives, Basel, 1994.
- Bank of England* Report of the Board of Banking Supervision Inquiry into the Circumstances of the Collapse of Barings - BoE Report, Bank of England, London, 1995.
- Baseler Ausschuß für Bankenaufsicht / Technical Committee of International Organisation of Securities Commissions - IOSCO* Framework for Supervisory Information about the Derivatives Activities of Banks and Securities Firms, Basel, 1995.
- ders. -* Public Disclosure of the Trading of Banks and Securities Firms, Basel, 1995.
- Board, J. / Goodhart, C. / Power, M. / Schoenmaker, D.* Derivatives Regulation, in *Schachter, Barry (Hrsg.)*, Derivatives, Regulation and Banking., Amsterdam, 1997, S. 237-261.
- Borchers, Jens* Swap Geschäfte in Zivil und Steurrecht, Frankfurt a. M., 1993.
- Büschgen, Hans E. / Richolt, Kurt* Handuch des Internationalen Bankgeschäfts, Wiesbaden, 1989.
- Bull, Hans Peter* Allgemeines Verwaltungsrecht, Heildelberg, 1993.
- Claussen, Carsten Peter* Bank- und Börsenrecht, München, 1996.
- Duden* Deutsches Universal Wörterbuch, Mannheim, 1989.
- Dufey, G. / Chung, T.* International Financial Markets: a Survey, in *Scott / Wellons (Hrsg.)*, International Finance, Westbury N.Y., 1996, S. 1-7.
- Ebenroth, Carsten / Messer, Thomas* Die vorzeitige Beendigung von Zins- und Währungsswaps bei Eintritt von Vertragsverletzungen aufgrund vertraglicher Lösungsklauseln, ZVglRWiss 87 (1988), S. 1-32.
- Erne, Roland* Die Swapgeschäfte der Banken - Eine rechtliche Betrachtung der Finanzswaps unter besonderer Berücksichtigung des deutschen Zivil-, Börsen-, Konkurs- und Aufsichtsrechts, Berlin, 1992.

- Feldbausch, Friedrich K. / Feldbausch, Johannes* Bankwörterbuch - Deutsch-Englisch / Englisch-Deutsch, Düsseldorf, 1997.
- Fischer, Reinfrid* Die Aufsichtsbehörde und ihre Instrumente, in *Schimanky, Herbert / Bunte, Hermann-Josef / Lwowski, Hans-Jürgen (Hrsg.)*, Bankrechts-Handbuch, §126, München, 1997.
- Francis, Jack C. / Toy, William W. / Whittaker, J. Gregg* The Handbook of Equity Derivatives, Chicago, 1995.
- Georges, Karl Ernst / Georges, Heinrich* Ausführliches Lateinisch-Deutsches Handwörterbuch: aus dem Quellen zusammengetragen und mit besonderer Bezugnahme auf Synonimik und Antiquitäten unter Berücksichtigung der besten Hilfsmittel, Darmstadt, 1995.
- Goris, Paul* The Legal Aspect of Swaps, London, 1994.
- Häuser, Franz* Börsenmäßiges Optionsgeschäft und Differenzeinwand, DB 1985, S. 1169-1172.
- Henssler, Martin* Risiko als Vertragsgegenstand, Tübingen, 1994.
- Herring, R. / Litan, R.* Financial Regulation in the Global Economy, in *Scott / Wellons (Hrsg.)*, International Finance, Westbury N.Y., 1996, S. 12-18.
- Hu, Henny* Misunderstood Derivates: The causes pf Informational Failure and the Promise of Regulamentory Incrementalism, Yale Law Journal, Vol. 102, (April) 1993, S. 1457-1513.
- Hudson, Alastair* The Law on Financial Derivatives, London, 1996.
- Jahn, Uwe* Außerbörsliche Finanztermingeschäft (OTC-Derivate), in *Schimanky, Herbert / Bunte, Hermann-Josef / Lwowski, Hans-Jürgen (Hrsg.)*, Bankrechts-Handbuch, §114, München, 1997.
- Jaskulla, Ekkerhard M.* Die Einführung derivativer Finanzinstrumente an den deutschen Wertpapierbörsen als Regelungsproblem, Frankfurt a. M., 1995.
- Kiel, Peter* Internationales Kapitalanlegerschutzrecht, Berlin, 1993.
- Kienle, Christopher J.* Börsentermingeschäft, in *Schimanky, Herbert / Bunte, Hermann-Josef / Lwowski, Hans-Jürgen (Hrsg.)*, Bankrechts-Handbuch, §106, München, 1997.
- Kohls, Rainer* Bankrecht, München, 1997.
- Kümpel, Siegfried* Zum Termin- und Differenzneinwand bei Zinsterminkontrakten und Zinsswapgeschäfte, WM 1986, S.661-670.
- ders.-* Bank- und Kapitalmarktrecht, Köln, 1995.
- Kümpel, Siegfried / Häuser, Franz* Börsentermingeschäfte: Termin- und Differenzeinwand, Frankfurt a. M., 1986.

- Linz, Heinrich* Derivatивmarkt: Nutzen-/Risikoanalyse, ZKredW 1993, S. 563-565.
- Maurer, Hartmut* Allgemeines Verwaltungsrecht, München, 1997.
- Maughan, D.* Global Capital Markets and the implications for financial institutions, in *Scott / Wellons (Hrsg.)*, International Finance, Westbury N.Y., 1996, S. 20-31.
- Niemann, Cristoph* Finanzinnovationen im Binnenmarkt, WM 1993, S. 777-778.
- Oxford University Press* Oxford Dictionary, Oxford, 1980.
- ders.-* Oxford Advanced Learner`s Dictionary of current English, Oxford, 1996.
- Palandt* Bürgerliches Gesetzbuch, München, 1997.
- Rivers-Lange, Jean-Louis / Contamine-Raynaud, Monique* Droit Bancaire, Paris, 1990.
- Rudolph, Bernd* Derivate Finanzinstrumente, Stuttgart, 1995.
- Schäfer, Frank A.* Financial Futures, in *Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf A. (Hrsg.)*, Handbuch des Kapitalanlagerrechts, §17, München, 1997.
- ders.-* Börsentermingeschäfte, in *Bankrecht - Commercial Banking - Investment Banking*, §13, Köln, 1997.
- ders.-* Finanzinnovationen, in *Bankrecht - Commercial Banking - Investment Banking*, §14, Köln, 1997.
- Schönle, Herbert* Bank- und Börsenrecht, München, 1976.
- ders.-* Droit des Obligations et Droit Bancaire: Études, Basel, 1995.
- Schimanky, Herbert / Bunte, Hermann-Josef / Lwowski, Hans-Jürgen* Bankrechts-Handbuch, München, 1997.
- Schwintowski, Hans-Peter / Schäfer, Frank A.* Bankrecht - Commercial Banking - Investment Banking, Köln, 1997.
- Scott, Hal S. / Wellons, Philip A. (Hrsg.)* International Finance - Transactions, Policy and Regulation, Westbury N.Y., 1996.
- Siems, Thomas F.* 10 Myths about Financial Derivatives, in *Cato Policy Analysis n° 283*, Cato Institute, 1997.
- Wahrenburg, Mark* Bankkredit- oder Anleihefinanzierung, Köln, 1992.
- Windsor Declaration* in *Scott / Wellons (Hrsg.)*, International Finance, Westbury N.Y., 1996, S. 978-982.
- Wood, Philip R.* Title Finance, Derivatives, Securitisations, Set-off and Netting, London, 1995.
- Wood, Philip R.* Comparative Financial Law, London, 1995.

Abkürzungsverzeichnis

a.a.O.	am angegebenen Ort
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des BGH in Zivilsachen (Band, Seite)
BoE Report	Bank of England Report
BörsG	Börsengesetz
bzw.	beziehungsweise
C.A.	Court of Appeal
CME	Chicago Mercantile Exchange
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Jahr, Seite)
ders.	derselbe (Autor)
D.C.	Divisional Court
d.h.	das heißt
DTB	Deutsche Terminbörse
EGInsO	Einführungsgesetz zur Insolvenzordnung
f.	für
ff.	folgende
FIBOR	Frankfurter Interbank Offered Rate
2. FiFöG	zweites Finanzmarktförderungsgesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
H.L.	House of Lords
Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
InsO	Insolvenzordnung
i.S.d.	in Sinn des / der
KWG	Kreditwesengesetz
LIBOR	London Interbank Offered Rate

LIFFE	London International Financial Futures Exchange
MATIF	Marché à Terme International de France
Nr.	Nummer
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
OPEP	Organization of the Petroleum Exporting Countries
OTC	over the counter
Rn.	Randnummer
S.	Seite
s.	siehe
usw.	und so weiter
W.L.R.	Weekly Law Reports
WM	Wertpapier - Mitteilungen, Zs. f. Wirtschaft- und Bankrecht (Jahr, Seite)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
ZKredW	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen (Band, Seite)
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft (Band, Jahr und Seite)
z.B.	zum Beispiel
Zs.	Zeitschrift
z.Z.	zur Zeit

Für sonstige Abkürzungen wird verwiesen auf:

Kirchner, Hildebert

Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 4. Aufl., Berlin, 1993