

Dr. Jean-Claude Zerey [Hrsg.]

# Finanzderivate

## Rechtshandbuch

### 2. Auflage

**Dirk Auerbach**, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, Frankfurt am Main | **Okko Hendrik Behrends**, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main | **Dr. Ana de Corbavia**, lic oec. HSG, MSc Math., London | **Thilo Danz**, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main | **Dr. Andrea Diefenhardt**, Rechtsanwältin, Frankfurt am Main | **Mag. Martin Ebner**, Rechtsanwalt, Wien | **Christian Eck**, Frankfurt am Main | **Dr. Jan Ender**, Rechtsanwalt, Berlin | **Dr. Jörg Fried**, Rechtsanwalt, Berlin | **MMag. Walter Capp**, Rechtsanwalt, Wien | **Thomas Grol**, Diplom-Betriebswirt, Frankfurt am Main | **Daniel Haeberli**, Rechtsanwalt, Zürich | **Marion Hanten**, Rechtsanwältin, Frankfurt am Main | **Dr. Uwe Jahn**, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main | **Brigitta Kieninger**, Diplom-Kauffrau, Frankfurt am Main | **Daniela Klotzbach**, Diplom-Kauffrau, Frankfurt am Main | **Dr. Jasmin Kölbl-Vogt**, Rechtsanwältin, Frankfurt am Main | **Nadine Küster**, Diplom-Kauffrau, Frankfurt am Main | **Antje-Irina Kurz**, Rechtsanwältin, Frankfurt am Main | **Dr. Volker Läger**, Frankfurt am Main | **Petra Lomp**, Rechtsanwältin, Frankfurt am Main | **Sven-Patrick Maier**, Diplom-Kaufmann, MBA, MSc, CPA, London | **Andreas Patzner**, Rechtsanwalt und Steuerberater, Frankfurt am Main | **Frank Martin Roth**, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main | **Henning von Sachsen-Altenburg**, Rechtsanwalt, London | **Martin Schlosser**, Diplom-Kaufmann, Frankfurt am Main | **Ulrich Schüwer**, Diplom-Kaufmann, MSc Frankfurt am Main | **Dr. Gunnar Schuster**, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main | **Andreas Steck**, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main | **Dr. Sascha Steffen**, Wissenschaftlicher Assistent, Mannheim | **Patricia Vornhagen**, Rechtsanwältin, Frankfurt am Main | **Dr. Frank Voßmann**, Diplom-Kaufmann, Frankfurt am Main | **Dr. Jean-Claude Zerey**, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main



Nomos

facultas.wuv

Helbing  
Lichtenhahn  
Verlag



# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	5
Abkürzungsverzeichnis .....	21
Autorenverzeichnis .....	27
I. Teil: Wirtschaftlicher Hintergrund .....	33
<b>§ 1 Funktionen und Einsatz von Finanzderivaten</b> .....	<b>35</b>
<b>A. Derivate im Überblick</b> .....	<b>35</b>
I. Einführung .....	35
II. Grundformen von Derivaten .....	36
III. Der Markt für Derivate .....	39
IV. Motive für den Einsatz von Derivaten .....	40
<b>B. Zinsderivate</b> .....	<b>42</b>
I. Risiken bei Zinspositionen .....	42
II. Merkmale bestimmter Zinsderivate .....	45
<b>C. Währungsderivate</b> .....	<b>47</b>
I. Risiken bei Währungspositionen .....	47
II. Merkmale bestimmter Währungsderivate .....	48
<b>D. Kreditderivate</b> .....	<b>49</b>
I. Kreditrisiko und Kreditderivate .....	49
II. Entwicklung des Marktes für Kreditderivate .....	50
III. Merkmale bestimmter Kreditderivate für Einzelrisiken .....	51
IV. Merkmale bestimmter Kreditderivate für Portfoliorisiken .....	53
<b>E. Die Finanzkrise 2007-2009</b> .....	<b>55</b>
I. Ursprung der Finanzkrise .....	55
II. Rolle von Verbriefung und Finanzderivaten .....	56
<b>F. Historische Krisenfälle</b> .....	<b>57</b>
<b>§ 2 Praxisbeispiele zu Finanzderivaten</b> .....	<b>59</b>
<b>A. Unbedingte Derivate</b> .....	<b>59</b>
I. Zinsswap .....	59
II. Zins-Forward (Forward Rate Agreement, FRA) .....	60
III. Währungs-Forward .....	60
IV. Total (Rate of) Return Swap (TRS) .....	60

<b>B. Bedingte Derivate</b> .....	61
I. Zins-Option.....	61
II. Währungs-Option.....	62
III. Credit Default Swap (CDS).....	62
IV. Credit Linked Note (CLN).....	63
<b>§ 3 Komplexe Derivate - ausgewählte Beispiele</b> .....	64
I. Ausgewählte komplexe FX-Derivate.....	64
II. Lookback-Optionen.....	67
III. Ausgewählte komplexe Zinsderivate.....	68
IV. Ausgewählte Komplexe Kreditderivate.....	70
<b>§ 4 Wirtschaftlicher Hintergrund und Formen von Zertifikaten</b> .....	75
<b>A. Einleitung</b> .....	75
I. Begriffserklärung und Marktüberblick.....	75
II. Zertifikate aus Sicht der beteiligten Parteien.....	76
III. Besondere Merkmale von Zertifikaten.....	77
<b>B. Ausgewählte Zertifikate-Typen</b> .....	79
I. Hebelprodukte.....	79
II. Anlageprodukte.....	80
<b>C. Zertifikate - Kreditrisiko und Rating</b> .....	82
I. CDS und Spreads.....	82
II. Besicherte Zertifikate.....	84
III. Zertifikateratings.....	85
<b>D. Ausblick</b> .....	86
2. Teil: Vertragsrecht.....	87
<b>§ 5 Der Deutsche Rahmenvertrag und das European Master Agreement</b> .....	89
<b>A. Dokumentation von OTC-Derivategeschäften auf der Grundlage von Rahmenverträgen</b> .....	90
I. Gebräuchliche Muster-Rahmenverträge.....	90
II. Sinn der Verwendung von Rahmenverträgen.....	91
<b>B. Der Deutsche Rahmenvertrag</b> .....	92
I. Grundkonzeption und Funktionsweise.....	92
II. Rubrum.....	93
III. Zweck und Gegenstand des Vertrags.....	94
IV. Einzelabschlüsse.....	96
V. Leistungspflichten aufgrund der Einzelabschlüsse.....	97

VI. Zahlungsverrechnung	97
VII. Beendigung des Vertrags	98
VIII. Beendigung durch Kündigung	99
IX. Beendigung im Insolvenzfall	99
X. Übersicht über das Liquidationsnetting	100
XI. Auslegungsprobleme im Zusammenhang mit der vertraglichen Regelung des Liquidationsnetting	101
XII. Eingeschränkt zweiseitige Natur des Liquidationsnetting	104
XIII. Der DRV als Rahmenvertrag im Sinne des § 104 Abs. 2 S. 3 InsO	105
XIV. Aufrechnung mit Gegenansprüchen durch die ersatzberechtigte Partei	106
XV. Zustimmungsvorbehalt im Hinblick auf die Übertragung von Rechten und Pflichten	107
XVI. Nebenbestimmungen	107
XVII. Besondere Vereinbarungen	108
<b>C. Besicherungsanhang</b>	108
I. Uneingeschränkte Vollrechtsübertragung	108
II. Laufende Bestellung von Sicherheiten	110
III. Keine „Verwertung“ der Sicherheiten	110
<b>D. European Master Agreement (EMA)</b>	111
I. Entstehung	111
II. Konzeption	112
III. Struktur	113
IV. Produktübergreifender Ansatz	114
V. Eignung für sämtliche EU Mitgliedsstaaten	115
VI. Einbeziehung von Marktstandarddokumentationen	115
VII. Künftige Bedeutung des EMA	116
<b>E. Anhänge des Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte</b>	116
I. Anhang über die vorzeitige Erfüllung durch Ausgleichszahlung	117
II. Anhang für Devisengeschäfte und Optionen auf Devisengeschäfte	119
III. Anhang für Optionsgeschäfte auf Börsenindizes oder Wertpapiere	121
IV. Anhang für Deckungsgeschäfte	125
V. Anhang für Kapitalanlagegesellschaften und Mantelvereinbarung für Finanzgeschäfte mit Kapitalgesellschaften	127
VI. Die Bestätigung des Einzelabschlusses	134
<b>§6 Die ISDA Master Dokumentation</b>	143
<b>A. Einleitung und historischer Überblick</b>	143
I. Die Entwicklung des Derivatemarktes	143

II. Die Evolution der Standard Dokumentation im Derivatemarkt .....	145
III. Der generelle Aufbau der ISDA Dokumentation .....	147
IV. Netting .....	149
<b>B. Der Aufbau des ISDA Master Agreement .....</b>	<b>151</b>
I. Allgemeine Bemerkungen .....	151
II. Einzelne Bestimmungen .....	153
<b>C. ISDA Credit Support Dokumentation .....</b>	<b>176</b>
I. Allgemeine Bemerkungen .....	176
II. Credit Support Anhang .....	176
III. Credit Support Deed .....	177
IV. 2001 ISDA Margin Bestimmungen .....	178
<b>D. Kreditderivate .....</b>	<b>178</b>
<b>E. Die ISDA Protokolle .....</b>	<b>179</b>
<b>§ 7 Credit Default Swaps/Vertragsgestaltung .....</b>	<b>181</b>
<b>A. Einleitung: Funktion, Historie und Überblick .....</b>	<b>182</b>
I. Wirtschaftlicher Hintergrund, Funktion, Abgrenzung von ähnlichen Geschäften, Markt und Entwicklung der Dokumentation .....	182
II. Banken, Versicherungen und andere Marktteilnehmer .....	184
III. Finanzkrise v. 2007 und Credit Default Swaps: Zusammenhänge, Auswirkungen, rechtliche und andere Konsequenzen .....	186
<b>B. Der Anhang für Kreditderivate zum deutschen Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte .....</b>	<b>188</b>
I. Aufbau und Systematik des Anhangs für Kreditderivate und der Begriffsbestimmungen zum Anhang .....	188
II. Die Vertragspartner (Käufer und Verkäufer) und ihr Verhältnis zum Referenzschuldner .....	188
III. Umfang und Eingrenzung der Risikoübertragung .....	190
IV. Erfüllung bei Eintritt der Leistungsbedingungen .....	220
V. Administrative Regelungen und Sonstiges .....	234
VI. Marktpraxis der Verwendung der Definitions und des Anhangs .....	235
<b>C. Die sogenannte Bridge-Lösung .....</b>	<b>236</b>
I. Motivation .....	236
II. Der Mechanismus und die einzelnen Regelungen der Bridge-Lösung .....	236
<b>D. Ausländische Rechtsprechung zu Credit Default Swaps .....</b>	<b>238</b>
I. Deutsche Bank AG v. ANZ Banking Group Ltd.; Commercial Division, High Court 28 May 1999 .....	238
II. Eternity Global Master Fund Limited v. Morgan Guaranty Trust Company of New York and JP Morgan Chase Bank .....	238

III. Ursa Minor Ltd. v. AON Financial Products .....	239
IV. Nomura International Plc. v. Credit Suisse First Boston International .....	240
V. UBS v. Deutsche Bank (Armstrong Industries, Inc.).....	241
VI. Merrill Lynch Int'l v. XL Capital Assurance Inc. 564 F. Supp.2d 298 (S.D.N.Y. 2008).....	241
VII. WG Special Opportunities Master Fund („VVG“) v. Citibank, N.A.; VVG v. Wachovia Bank, N.A. ....	242
<b>§ 8 Dokumentation von strukturierten Derivatgeschäften bei synthetischen ABS und CDOs.....</b>	<b>244</b>
<b>A. Einleitung .....</b>	<b>244</b>
<b>B. Strukturen und Dokumentation .....</b>	<b>247</b>
I. Synthetische ABS (im engeren Sinne), MBS (RMBS/CMBS) und CDOs (CBO, CLO).....	247
II. Strukturierte Derivatgeschäfte .....	249
<b>C. Gründe für den Einsatz strukturierter Derivate/synthetischer ABS und CDO Struk- turen.....</b>	<b>255</b>
<b>§ 9 Rohwaren- und Energiegeschäfte .....</b>	<b>256</b>
<b>A. Überblick .....</b>	<b>257</b>
<b>B. Vertragsgestaltung .....</b>	<b>257</b>
I. Vertragstypen.....	257
II. Energie- und Rohwarengeschäfte unter dem DRV.....	272
III. Architektur der EFET-Verträge.....	278
IV. Auswahlkriterien für die Bestimmung der Dokumentation .....	282
V. Methoden der Risikominimierung .....	286
VI. Besonderheiten bei der Verhandlung mit Kreditinstituten.....	286
<b>C. Energiehandel und Bankaufsicht .....</b>	<b>287</b>
<b>D. Einzelne Produkte .....</b>	<b>290</b>
I. Emissionsderivate .....	290
II. Edelmetalle (Bullion).....	306
III. Metalle.....	310
IV. Wetterderivate.....	310
V. Katastrophenderivate.....	312
VI. Kohle.....	313
VII. Strom und Gas.....	313
<b>§ 10 Zertifikate und Optionsscheine - Rechtliche Aspekte .....</b>	<b>315</b>
<b>A. Prospektrecht.....</b>	<b>315</b>
I. Konzept des Basisprospekts.....	316

II. Europäische Harmonisierung - EU Pass.....	317
<b>B. MiFID</b> .....	317
<b>C. Das neue Schuldverschreibungsgesetz</b> .....	318
<b>D. AGB Kontrolle</b> .....	319
<b>E. Börsenregularien</b> .....	319
<b>F. Derivate Kodex</b> .....	319
<b>G. Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission</b> .....	320
<b>H. Ausblick</b> .....	320
<b>3. Teil: Insolvenzrecht</b> .....	323
<b>§ 11 Finanzderivate in der Insolvenz - Grundlagen</b> .....	327
<b>A. Zielsetzung insolvenzanknüpfender Lösungs- und Netting-Klauseln</b> .....	327
I. Grundlagen, wirtschaftliche Bedeutung und Fallbeispiel.....	327
II. Begriff und Abgrenzung.....	329
<b>B. Funktionsweise und wesentliche Elemente rahmenvertraglicher Netting-Vereinbarungen</b> .....	330
I. Single Agreement Klausel.....	330
II. Beendigungsklausel.....	331
III. Positionenbewertung.....	332
IV. Netting und Abschlusszahlung.....	333
V. Alternativen zu klassischen Netting-Mechanismen.....	333
<b>C. Aufsichtsrechtliche Vorgaben für Netting-Vereinbarungen (GroMiKV/SolvV)</b> .....	334
<b>D. Aufsichtsrechtliche Besonderheiten bei Instituten</b> .....	336
I. Insolvenzantrag durch die BaFin.....	336
II. Moratorium.....	337
III. Sonstige Besonderheiten.....	343
<b>E. Clearing von OTC-Derivaten</b> .....	343
<b>§ 12 Netting und Finanzsicherheiten</b> .....	346
<b>A. Finanzsicherheiten im Derivate- und Structured-Finance-Bereich</b> .....	346
I. Funktionsweise typischer Besicherungsanhänge.....	347
II. Funktionsweise typischer Rahmenverträge für Wertpapierdarlehens- und Repo-Geschäfte.....	349
<b>B. Insolvenzrechtliche Privilegierung von Finanzsicherheiten</b> .....	351
I. EU-Vorgaben in der Richtlinie 2002/47/EG über Finanzsicherheiten (Finanzsicherheitenrichtlinie).....	351
II. Umfang von § 1 Abs. 17KWG.....	351

III. Anfechtbarkeit der Stellung von Finanzsicherheiten in der Krise? Privilegierung von Margensicherheiten (§ 130 S. 2 InsO).....	353
IV. Insolvenzfestigkeit der Aufrechnung von Close-out Betrag und Finanzsicherheit.....	355
<b>C. Reform der Finanzsicherheitenrichtlinie.....</b>	<b>356</b>
<b>§ 13 Insolvenzzrechtliche Grenzen für Netting-Vereinbarungen - Überblick .....</b>	<b>359</b>
<b>A. Vertragliches Netting als zeitliche Vorwegnahme des gesetzlichen Nettings.....</b>	<b>359</b>
<b>B. Argumentationsansätze zur Vereinbarkeit von Netting-Vereinbarungen mit §119 InsO.....</b>	<b>359</b>
<b>C. Argumentationsansätze zur Anfechtbarkeit von Netting-Vereinbarungen.....</b>	<b>361</b>
<b>D. Prüfungsreihenfolge und Argumentationslinien - Graphische Übersicht .....</b>	<b>361</b>
<b>§ 14 Vereinbarkeit von Netting-Vereinbarungen mit § 119 InsO und §§103 ff InsO.....</b>	<b>363</b>
<b>A. Kein genereller Verstoß von Netting-Vereinbarungen gegen § 119 InsO.....</b>	<b>363</b>
I. Gesetzgebungsgeschichte und Rechtsprechung.....	363
II. Zwischenergebnis und Zweck der Prüfung von §§104 Abs. 2, 104 Abs. 1 und 103 InsO.....	364
<b>B. Vereinbarkeit mit § 104 Abs. 2 InsO?.....</b>	<b>365</b>
I. Anwendungsbereich des § 104 Abs. 2 InsO.....	365
II. Vereinbarkeit von Netting-Vereinbarungen mit § 104 Abs. 2 InsO.....	370
III. Sonderkonstellationen.....	371
<b>C. Vereinbarkeit mit § 104 Abs. 1 InsO?.....</b>	<b>373</b>
<b>D. Vereinbarkeit mit § 103 InsO?.....</b>	<b>374</b>
<b>§ 15 Netting-Vereinbarungen und Insolvenzanfechtung.....</b>	<b>375</b>
<b>A. Anfechtbarkeit von Netting-Vereinbarungen.....</b>	<b>375</b>
<b>B. Anfechtungsvoraussetzungen und -tatbestände.....</b>	<b>375</b>
<b>C. Effektive Gläubigerbenachteiligung als Anfechtungsvoraussetzung .....</b>	<b>378</b>
<b>D. Vermeidung zusätzlicher Anfechtungsrisiken - Gestaltungsmöglichkeiten und riskante Klauseln.....</b>	<b>380</b>
<b>§ 16 Netting-Vereinbarungen bei internationalen Sachverhalten.....</b>	<b>381</b>
<b>A. Deutsches Internationales Insolvenzrecht.....</b>	<b>381</b>
<b>B. Räumlicher Anknüpfungspunkt.....</b>	<b>381</b>
I. Sachverhalte innerhalb der Europäischen Union.....	381
II. Sachverhalte außerhalb der Europäischen Union.....	383
III. Umfang der „Lex Contractus“-Anknüpfung.....	383
IV. Konkurrenzverhältnis von § 340 Abs. 2 und § 104 Abs. 2 InsO.....	384



V. Anwendbares Statut bei Sachverhalten mit Auslandsbezug - Graphische Übersicht.....	385
<b>C. Anknüpfung bei Insolvenzanfechtung</b> .....	386
I. Anwendungsbereich des Art. 13 EulnsVO.....	386
II. Anwendungsbereich des § 339 InsO.....	386
<b>D. Multi-Branch-Netting</b> .....	387
<b>§ 17 Master-Netting-Agreements</b> .....	389
<b>§ 18 Verwendung und Analyse von Netting Opinions</b> .....	391
<b>A. Bedeutung von Netting Opinions in der Praxis</b> .....	391
<b>B. Zielrichtung und Aufbau von Netting Opinions</b> .....	391
<b>C. Checkliste für die Verwendung von Netting Opinions</b> .....	392
<b>§ 19 Zusammenfassung</b> .....	396
4. Teil: Aufsichtsrecht und Öffentliches Recht.....	397
<b>§ 20 Behandlung von OTC-Derivaten nach der Solvabilitätsverordnung</b> .....	399
<b>A. Einleitung</b> .....	399
<b>B. Abgrenzungen und Begriffsbestimmungen</b> .....	400
I. Risiken aus „Marktpreisrisikoderivaten“.....	400
II. Derivative Adressausfallrisikopositionen.....	401
III. Derivate im Sinne der Marktrisikopositionen.....	401
IV. Abgrenzung ausgewählter derivativer Geschäfte.....	402
<b>C. Kreditrisiken</b> .....	403
I. Einleitung.....	403
II. Mehrfache Berücksichtigung iRd Berechnung von Adressenausfallrisiken.....	404
III. Bemessungsgrundlage.....	404
IV. Kreditrisiko-Standardansatz (KSA).....	405
V. Auf internen Ratings basierender Ansatz (IRBA).....	408
<b>D. Marktpreisrisikopositionen</b> .....	408
I. Einleitung.....	408
II. Gesamtbuchpositionen.....	409
III. Handelsbuchpositionen.....	412
IV. Optionspositionen.....	419
V. Interne Marktrisikomodelle.....	423

<b>E. Zusammenfassung und Ausblick</b> .....	426
<b>§ 21 Zum Einsatz von Derivaten bei Pfandbriefbanken</b> .....	428
<b>A. Einleitung</b> .....	428
I. Restriktive Tradition .....	428
II. Vordringen von Derivaten als Hilfsgeschäfte .....	429
III. Zulassung von Fremdwährungsgeschäften .....	430
IV. Anerkennung von Derivaten als Nebengeschäfte und Indeckungnahme .....	432
V. Aufgabe des Spezialbankprinzips .....	433
<b>B. Indeckungnahme von Derivaten</b> .....	433
I. Für die Deckung geeignete Derivate .....	433
II. Geeignete Kontrahenten .....	442
III. Deckungsgrenzen .....	444
IV. Rechtsstellung der Kontrahenten in der Insolvenz .....	445
V. Absicherung der Kontrahenten .....	447
VI. Besicherung von Deckungsderivaten .....	448
<b>§ 22 Versicherungsaufsichtsrecht - Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten durch Versicherungsunternehmen</b> .....	451
<b>A. Grundsätzliche Zulässigkeit des Einsatzes derivativer Finanzinstrumente</b> .....	451
I. Definition derivativer Finanzinstrumente .....	452
II. Arten zulässiger Geschäfte .....	453
III. Sonderfälle: Receiver Forward Swaps und Long Receiver Swaptions .....	454
IV. Kombinierte Strategien .....	455
V. Indexgeschäfte .....	456
VI. Glattstellung offener Positionen .....	456
<b>B. Strukturierte Produkte</b> .....	456
I. Definition und Anwendbarkeit des Rundschreibens 3/99 .....	456
II. Erwerbbarkeit von „einfach strukturierten Produkten“ .....	457
III. Voraussetzungen für den Erwerb „komplex strukturierter Produkte“ .....	458
IV. Besondere Regelungen für die Zuordnung strukturierter Produkte zum gebundenen Vermögen .....	459
V. Indexzertifikate .....	461
VI. Grenzen .....	461
<b>C. Kreditderivate</b> .....	461
I. Eigenständige Regelungen im Rundschreiben 1/2002 .....	461
II. Auswirkung auf stand-alone Kreditderivate .....	462
III. Auswirkung auf Verbriefungsstrukturen .....	463







