

Daniel Vogel

Kreditderivate

Originaldokument gespeichert auf dem Webserver der Universitätsbibliothek Bern



Dieses Werk ist unter einem
Creative Commons Namensnennung-Keine kommerzielle Nutzung-Keine Bearbeitung 2.5
Schweiz Lizenzvertrag lizenziert. Um die Lizenz anzusehen, gehen Sie bitte zu
<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.5/ch/> oder schicken Sie einen Brief an Creative
Commons, 171 Second Street, Suite 300, San Francisco, California 94105, USA.

Inauguraldissertation zur Erlangung der Würde eines Doctor iuris der
Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bern.

Die Fakultät hat diese Arbeit am 26.04.2012 auf Antrag der beiden Gutachter, Prof. Dr.
Susan Emmenegger und Prof. Dr. Thomas Koller, als Dissertation angenommen.

Zürich 2014

Urheberrechtlicher Hinweis

Dieses Dokument steht unter einer Lizenz der Creative Commons
Namensnennung-Keine kommerzielle Nutzung-Keine Bearbeitung 2.5 Schweiz.
<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.5/ch/>

Sie dürfen:



dieses Werk vervielfältigen, verbreiten und öffentlich zugänglich machen

Zu den folgenden Bedingungen:



Namensnennung. Sie müssen den Namen des Autors/Rechteinhabers in der von ihm festgelegten Weise nennen (wodurch aber nicht der Eindruck entstehen darf, Sie oder die Nutzung des Werkes durch Sie würden entlohnt).



Keine kommerzielle Nutzung. Dieses Werk darf nicht für kommerzielle Zwecke verwendet werden.



Keine Bearbeitung. Dieses Werk darf nicht bearbeitet oder in anderer Weise verändert werden.

Im Falle einer Verbreitung müssen Sie anderen die Lizenzbedingungen, unter welche dieses Werk fällt, mitteilen.

Jede der vorgenannten Bedingungen kann aufgehoben werden, sofern Sie die Einwilligung des Rechteinhabers dazu erhalten.

Diese Lizenz lässt die Urheberpersönlichkeitsrechte nach Schweizer Recht unberührt.

Eine ausführliche Fassung des Lizenzvertrags befindet sich unter
<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.5/ch/legalcode.de>

Inhaltsübersicht

Inhaltsübersicht	V
Inhaltsverzeichnis	VII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
EINLEITUNG	1
TEIL 1 KREDITDERIVATE IM FINANZMARKT	7
I. Strukturen und Märkte von Kreditderivaten	8
II. Derivative Finanzinstrumente.....	32
III. Kreditrisiko als Gegenstand des Transfers.....	50
IV. Begriff und Gestaltungsformen des Risikotransfers	62
TEIL 2 KREDITDERIVATE IM VERTRAGSRECHT	85
I. Vertragliche Grundlagen.....	86
II. Gemeinsame vertragsrechtliche Aspekte.....	102
III. Credit Default Swaps.....	150
IV. Total Return Swaps	217
V. Credit Spread Options.....	249
TEIL 3 KREDITDERIVATE IM AUFSICHTSRECHT	271
I. Kreditderivate im deutschen und englischen Finanzmarktrecht	272
II. Bankaufsichtsrechtliche Aspekte	277
III. Versicherungsaufsichtsrechtliche Aspekte	289
IV. Kapitalmarktrechtliche Aspekte.....	316
TEIL 4 AUSGEWÄHLTE RECHTSFRAGEN	325
I. Credit Default Swaps.....	326
II. Total Return Swaps	378
III. Credit Spread Options.....	390
IV. Rechtsstreitigkeiten	397
ZUSAMMENFASSUNG	405
LITERATURVERZEICHNIS	411

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	V
Inhaltsverzeichnis	VII
Abkürzungsverzeichnis	XXI
EINLEITUNG	1
1. Kreditderivate: Eine erste Übersicht.....	2
2. Terminologie	3
3. Aufbau: Die vier Teile.....	4
TEIL 1 KREDITDERIVATE IM FINANZMARKT	7
I. Strukturen und Märkte von Kreditderivaten	8
1. Gemeinsame Grundlagen.....	8
a) Grundstruktur und Definition.....	8
b) Ausgleichsvarianten.....	9
aa) Cash Settlement und Physical Settlement	10
bb) ISDA Auction Settlement.....	12
c) Entgeltlichkeit der Risikoübernahme	12
d) Synthetische Instrumente	13
2. Grundtypen	14
a) Credit Default Swap	16
aa) Grundstruktur	16
bb) Single Name und Basket CDS	16
cc) Anwendungssachverhalt.....	17
b) Total Return Swap	19
aa) Grundstruktur	19
bb) Anwendungssachverhalt.....	21
c) Credit Spread Option	22
aa) Die Grundstrukturen	22
bb) Anwendungssachverhalt: Put CSO auf Referenzverbindlichkeit	25
3. Marktübersicht.....	26
a) Marktteilnehmer	26
b) Motive.....	27
aa) Begriffserklärungen: Absicherung, Arbitrage, Spekulation	27
bb) Spezifische Motive bei Kreditderivaten	28
c) Marktvolumen	29
4. Regulatorische Entwicklungen: Clearing.....	30

II. Derivative Finanzinstrumente.....	32
1. Begriff.....	32
2. Erscheinungsformen und Systematisierung.....	35
3. Grundtypen	37
a) Forwards und Futures.....	37
aa) Übersicht	37
bb) Rechtsnatur	38
b) Swaps.....	39
aa) Übersicht	39
bb) Rechtsnatur	41
c) Optionen	43
aa) Übersicht	43
bb) Rechtsnatur	45
III. Kreditrisiko als Gegenstand des Transfers.....	50
1. Begriff des Kreditrisikos	50
2. Varianten zur Erfassung des Kreditrisikos.....	52
a) Bestimmungsgrößen.....	52
b) Credit Spread	53
aa) Begriff.....	53
bb) Erfassung des Credit Spreads.....	54
cc) Credit Spread und Kreditrisiko	56
c) Credit Events.....	56
3. Kreditrisikosensitive Basiswerte von Kreditderivaten	57
a) Begriff des Kredits und der Ursprung von Kreditrisiken.....	57
b) Finanzierungsverträge als kreditrisikosensitive Aktiva	58
aa) Abgrenzungen	58
bb) Übersicht zu den einzelnen Finanzierungsverträgen.....	59
1) Begriff des Finanzierungsvertrages	59
2) Kreditvertrag	59
3) Anleihe.....	60
IV. Begriff und Gestaltungsformen des Risikotransfers	62
1. Risikotransfer	62
2. Alternativer Risikotransfer (ART)	64
3. Kreditrisikotransfer (CRT) und dessen Instrumente	65
a) Möglichkeiten des Kreditrisikotransfers.....	65
b) Instrumente des Kreditrisikotransfers.....	66
aa) Herkömmliche Verfahren.....	67
bb) Kreditverbriefung – Securitisation	68

1) Im Allgemeinen.....	68
2) Synthetische Strukturen im Besonderen	69
i) Credit Linked Note	69
ii) Synthetische Collateralised Debt Obligation	70
cc) Asset Swaps.....	72
c) Isolation, Loslösung und Handel des Kreditrisikos als Risikotransfer	73
4. Sicherungsgeschäfte als Risikotransferverträge	74
a) Garantie und garantieähnliche Verträge.....	75
b) Bürgschaft.....	77
c) Versicherungsvertrag	78
aa) Rechtliche Grundlagen.....	78
bb) Vertragstypus	78
1) Merkmale	78
2) Tatsächliche Schädigung als Vertragsinhalt	80
cc) Besonderheiten des Rückversicherungsvertrags.....	81
d) Abgrenzungskriterien	82
TEIL 2 KREDITDERIVATE IM VERTRAGSRECHT	85
I. Vertragliche Grundlagen.....	86
1. Rahmenverträge.....	86
2. 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions (CDD).....	87
a) Transaktionsbestätigung	88
b) CDD im engeren Sinn.....	89
c) Geltungsvoraussetzungen im Einzelfall.....	90
aa) Qualifikation als vorformulierte Vertragsbedingungen.....	90
bb) Geltung nur bei konkreter Übernahme	92
cc) Notwendigkeit der Möglichkeit zur Kenntnisnahme	94
dd) Geltungsschranken bei Globalübernahmen	95
3. Besicherungsvereinbarungen.....	96
4. Auslegung	97
a) Auslegung vorformulierter Verträge	97
b) Ausgewählte Aspekte der Auslegung	98
aa) Ziel und Gegenstand der Auslegung	98
bb) Auslegungsmittel im Allgemeinen	99
cc) Vertragszweck im Besonderen.....	100
dd) Unklarheitsregel als besondere Auslegungsregel.....	101
II. Gemeinsame vertragsrechtliche Aspekte.....	102
1. Grundlagen zur vertragsrechtlichen Zuordnung.....	102

a)	Grundsätze der vertragsrechtlichen Qualifikation	103
aa)	Vertragsqualifikation als Vertragsauslegung	103
bb)	Vertragsqualifikation vs. Typenfreiheit.....	103
b)	Grundlagen der vertragstypenübergreifenden Zuordnung	104
aa)	Vertragssynallagma	105
bb)	Dauerschuldverhältnis	106
1)	Bestimmung eines Dauerschuldverhältnisses.....	107
2)	Rechtliche Besonderheiten	110
cc)	Differenzeinwand	111
1)	Termingeschäfte auf Waren oder Börsenpapiere.....	112
2)	Spielartigkeit.....	113
2.	Vertragsrechtliche Bedeutung des (Kredit-)risikotransfers	114
a)	Vertragliche Erfassung des Kreditrisikotransfers	116
aa)	Vertragliche Festlegung des Inhalts des Risikos	116
bb)	Schuldrechtliche Gestaltung des Risikotransfers.....	117
cc)	Risikoanknüpfungspunkt als grundstrukturelevante Komponente ..	118
b)	Risiko und Gefahr im Vertragsrecht	119
aa)	Gefahrtragungsbegriff des Obligationenrechts	120
bb)	Risiko beim Versicherungsvertrag	120
cc)	Keine eigentliche Betrachtung von Derivaten als Risikotransferverträge.....	121
c)	Kreditrisikotransfer als Zweck von Kreditderivaten	122
3.	Vertragsschluss und -laufzeit	124
a)	Vertragsparteien.....	124
b)	Gültiger Vertragsschluss	124
c)	Bedeutung der Transaktionsbestätigung	126
d)	Laufzeit und Vertragsende	128
aa)	Im Allgemeinen	128
bb)	Maximale Laufzeit	129
4.	Hauptleistungspflichten und deren Erfüllung	130
a)	Feststellung von Leistungspflichten	131
aa)	Dogmatische Grundlagen.....	131
1)	Leistungspflichten im Allgemeinen	131
2)	Geldleistungspflichten im Besonderen	133
bb)	«Besondere» Leistungspflichten und deren Ablehnung.....	134
1)	Risikotragung.....	134
2)	Belassungspflicht beim Darlehensvertrag.....	135
3)	Einräumung eines Rechts	137

4) Stillhalteverpflichtung als Nebenpflicht	138
b) Prämienzahlungen	139
aa) Inhalt	139
bb) Prämien und der Zinsbegriff des OR	140
cc) Periodische Leistungen und Teilleistungen	141
c) Abwicklungsmöglichkeiten	143
aa) Bedeutung der Art der Ausgleichsleistung	143
bb) Cash Settlement als Geldschuld	145
cc) Physical Settlement als Kaufvertrag	145
d) Erfüllung von Geldleistungspflichten	148
III. Credit Default Swaps	150
1. Vertragsinhalt	151
a) Essentialia negotii	151
b) Leistungspflichten	152
aa) Prämienzahlung	152
bb) Ausgleichsleistung	154
1) Leistungsvoraussetzungen	154
2) Cash Settlement	155
3) Physical Settlement	157
c) Credit Events	157
aa) Credit Events der CDD	158
1) Bankruptcy	159
2) Obligation Acceleration	161
3) Obligation Default	162
4) Failure to Pay	162
5) Repudiation/Moratorium	163
6) Restructuring	164
bb) Bezug des Eintritt des Credit Events zum Basiswert	165
1) Single Name CDS	166
2) <i>n</i> th-to-Default CDS	166
3) Portfolio CDS	166
cc) Wirkung des Eintritts	167
d) Mitteilungspflichten	167
aa) Allgemeine Regelungen zu Mitteilungen	167
bb) Credit Event Notice	168
cc) Notice of Publicly Available Information	168
dd) Notice of Physical Settlement	170
e) Basiswerte	171

aa)	Bestimmung der Basiswerte nach den CDD	172
1)	Festlegung der Verbindlichkeiten (Obligations).....	172
2)	Festlegung der lieferbaren Verbindlichkeiten (Deliverable Obligations)	173
bb)	Besondere Strukturierungsvarianten.....	174
1)	Basket CDS.....	174
2)	CDS on Asset-Backed Securities (ABS).....	175
f)	Laufzeit und Vertragsende	176
2.	Vertragsrechtliche Qualifikation	176
a)	Einordnung unter die derivativen Finanzinstrumente	177
aa)	Als derivatives Finanzinstrument.....	177
bb)	Abgrenzungen gegenüber anderen Typen derivativer Finanzinstrumente	178
1)	Gegenüber anderen Grundtypen von Kreditderivaten (TRS/CSO)	178
2)	Gegenüber den Grundtypen derivativer Finanzinstrumente.....	178
b)	Vertragsrechtliche Abgrenzungen.....	180
aa)	Kauf-/Tausch- bzw. Verkaufsrechtsvertrag.....	180
bb)	Bürgschaft- und Garantievertrag	181
cc)	Versicherungsvertrag	181
1)	In der synthetischen Struktur liegende Unterschiede	182
2)	Keine Verletzung zwingenden Gesetzesrechts	184
c)	Der CDS: Ein Innominatkontrakt sui generis	185
3.	Vertragstypenübergreifende Zuordnungen	186
a)	Synallagma.....	187
b)	Dauerschuldverhältnis.....	187
c)	Differenzeinwand	189
4.	Rechtsnatur einzelner Elemente	189
a)	Leistungsvoraussetzungen	190
aa)	Rechtlicher Rahmen	191
1)	Bedingungen.....	192
i)	Im Allgemeinen	192
ii)	Mitteilungen als (Wollens)-Bedingungen	193
iii)	Beweislast	194
2)	Fälligkeitsvereinbarungen	194
3)	Gestaltungsrechte	195
4)	Optionsrechte.....	195
5)	Obliegenheiten	196

6) Weitere Voraussetzungen	197
7) Abgrenzungen	198
bb) Credit Event.....	199
1) Zweck des Credit Events.....	199
2) Credit Event als Bedingung.....	199
cc) Abwicklungsvoraussetzungen	200
1) Vorbemerkungen.....	200
i) Zweck und rechtliche Bedeutung der Mitteilungen	200
ii) Sicherungsgeber als zur Mitteilung berechtigte Partei	201
iii) Besonderheit der Notice of Publicly Available Information (NPAI)	201
iv) Mitteilungen beim Cash Settlement.....	202
v) Mitteilungen beim Physical Settlement	202
2) Credit Event Notice beim Cash Settlement.....	203
i) Als Gestaltungsrecht.....	203
ii) Als Obliegenheit.....	203
iii) Als Bedingung	204
iv) Als Fälligkeitsregelung	204
v) Berechtigung des Sicherungsgebers zur Erbringung der Mitteilung	205
vi) Fazit: Credit Event Notice als Obliegenheit	205
3) Credit Event Notice und NPAI beim Cash Settlement.....	206
4) Notice of Physical Settlement	207
i) <i>Keine Ausübung</i> eines Verkaufsrechts.....	207
ii) <i>Als</i> Ausübung eines Wahlrechts	208
b) Hauptleistungspflichten	209
aa) Prämienzahlung.....	209
bb) Ausgleichsleistung.....	210
1) Cash Settlement	210
2) Physical Settlement	211
c) Laufzeit	212
d) Sonderregelungen des Bedingungsrechts	213
aa) Sicherungsmassregeln.....	213
bb) Herbeiführung oder Verhinderung des Eintritts der Bedingung	214
1) Art. 156 OR	214
2) Treu und Glauben im Besonderen	215
IV. Total Return Swaps	217
1. Vertragsinhalt.....	218

a)	Essentialia negotii	218
b)	Leistungspflichten.....	218
aa)	Wertveränderungsausgleichspflichten.....	219
1)	Beim Cash Settlement	220
i)	Inhalt im Allgemeinen.....	220
ii)	Ausgestaltung als «Tausch» oder Differenzzahlung.....	221
2)	Beim Physical Settlement	222
bb)	Die Weiterleitung der Erträge	222
cc)	TRS-Prämie	223
c)	Basiswert	224
d)	Laufzeit und Vertragsende	225
aa)	Im Allgemeinen	225
bb)	Credit Event-Klausel	225
2.	Vertragsrechtlichen Qualifikation	226
a)	Einordnung unter die derivativen Finanzinstrumente	226
aa)	Als derivatives Finanzinstrument.....	226
bb)	Die «Share Swap Transaction» (BGer 5A.420/2008)	228
1)	Abgrenzung zum TRS	228
2)	Optional Physical Settlement und Kündigungsmöglichkeit der SAir Group	229
cc)	Abgrenzungen gegenüber anderen Typen derivativer Finanzinstrumente	231
1)	Gegenüber anderen Grundtypen von Kreditderivaten (CDS/CSO).....	231
2)	Gegenüber Basistypen derivativer Finanzinstrumente.....	231
b)	Abgrenzungen.....	232
aa)	Leasingvertrag.....	232
bb)	Pachtvertrag.....	234
cc)	Sicherungsgeschäfte	235
c)	Der TRS: Ein Innominatkontrakt sui generis.....	235
3.	Vertragstypenübergreifende Zuordnungen	236
a)	Synallagma.....	237
b)	Dauerschuldverhältnis.....	238
c)	Differenzeinwand	240
4.	Rechtsnatur einzelner Elemente	240
a)	Hauptleistungspflichten	241
aa)	Weiterleitung der Erträge	241
bb)	TRS-Prämie	242

cc)	Wertveränderungsausgleich beim Cash Settlement	243
1)	Austausch	243
2)	Differenzzahlung.....	243
dd)	Wertveränderungsausgleich beim Physical Settlement	245
b)	Laufzeit	245
c)	Credit Events.....	246
aa)	Ausfall der Referenzverbindlichkeit ohne Credit Event-Klausel	246
bb)	Eintritt eines vereinbarten Credit Events	247
1)	Wirkungen	247
2)	Rechtsnatur des Credit Events	247
V.	Credit Spread Options.....	249
1.	Vertragsinhalt.....	250
a)	Essentialia negotii	250
b)	Leistungspflichten.....	251
aa)	«Kreditrisikotransfer» der CSO	251
bb)	Optionsprämie	252
cc)	Ausgleichsleistung.....	252
1)	Leistungsvoraussetzungen	252
2)	Cash Settlement	253
3)	Physical Settlement	254
c)	Basiswert	254
d)	Laufzeit und Vertragsende	255
aa)	Im allgemeinen.....	255
bb)	Knock-out-Klausel bei Eintritt eines Credit Events	256
2.	Vertragsrechtliche Qualifikation	257
a)	Einordnung unter die derivativen Finanzinstrumente	257
aa)	Als derivatives Finanzinstrument.....	257
bb)	Abgrenzungen gegenüber anderen Basistypen von Kreditderivaten.....	258
cc)	Die CSO als derivativer Optionsvertrag.....	258
b)	Abgrenzung gegenüber dem Optionsvertrag als Typus	259
c)	Die CSO: Innominatvertrag sui generis.....	260
3.	Vertragstypenübergreifende Zuordnungen	261
a)	Synallagma.....	261
b)	Dauerschuldverhältnis.....	262
c)	Differenzeinwand	263
4.	Rechtsnatur einzelner Elemente	264
a)	Das Recht zur Ausübung der Option	264
aa)	Gegenstand und Begründung	264

bb)	Qualifikation	265
1)	Optionsrecht.....	265
2)	Rechtsnatur des Kaufs-/Verkaufsrechts.....	266
3)	Optionsrecht beim Cash Settlement	266
4)	Ausübung des Optionsrechts	267
b)	Die Hauptleistungspflichten	267
aa)	Prämienzahlung des Optionskäufers	268
bb)	Ausgleichsleistung des Optionsverkäufers	268
1)	Cash Settlement	268
2)	Physical Settlement	269
c)	Laufzeit	269
d)	Credit Event bei der knock-out CSO	270
TEIL 3 KREDITDERIVATE IM AUFSICHTSRECHT		271
I.	Kreditderivate im deutschen und englischen Finanzmarktrecht	272
1.	Rechtliche Grundlagen	272
2.	Grundzüge der Regelung im MiFID, WpHG, KWG und FSMA 2000	273
II.	Bankaufsichtsrechtliche Aspekte	277
1.	Abgrenzung zum Bankgeschäft	277
2.	Einsatz durch Banken	278
a)	Der Begriff des Kreditderivates im Anwendungsbereich der ERV	278
b)	Eigenmittelvorschriften	279
aa)	Allgemeine Anforderungen.....	280
bb)	Unterlegung von Kreditrisiken	280
1)	Reduktionswirkung bei der (abgesicherten) Forderung	281
2)	Unterlegung des als Sicherungsgeber übernommenen Kreditrisikos	282
3)	Unterlegung von Gegenparteirisiken	283
cc)	Unterlegung von Marktrisiken	283
1)	Kreditderivate und Marktrisiken	285
2)	Nach dem Marktrisiko-Standardansatz.....	285
3)	Nach dem Marktrisiko-Modellansatz	286
c)	Risikoverteilungsvorschriften	287
III.	Versicherungsaufsichtsrechtliche Aspekte	289
1.	Abgrenzung zum Versicherungsgeschäft	289
a)	Begriff der Versicherung.....	290
aa)	Zum aufsichtsrechtlichen Begriff in der Schweiz	291

bb) Versicherungsvertrag als Bestandteil des aufsichtsrechtlichen Begriffs	292
cc) Anwendbares Recht im internationalen Verhältnis.....	293
dd) Rechtsvergleichende Betrachtung: Der Begriff in Deutschland, UK und USA.....	294
b) Einzelne Kriterien im Vergleich.....	297
aa) Risikotransfer: Kein Monopol der Versicherung.....	298
1) Versicherungsgeschäft und Kreditderivate	298
2) Entwicklung des Versicherungsbegriffs.....	299
3) Zulässigkeit des derivativen Risikotransfers.....	300
bb) Der planmässige Geschäftsbetrieb	300
cc) Das (versicherbare) Risiko	302
dd) Absicherungswirkung von Kreditderivaten.....	304
1) Zweck und Motive beim Risikotransfer	304
2) Das Problem der covered CDS im Speziellen	306
ee) Bedürfnis nach einer Regulierung.....	308
c) Zusammenfassende Würdigung.....	309
2. Einsatz durch Versicherungsunternehmen	310
a) Im Rahmen des Versicherungsgeschäfts	310
b) Im Rahmen der Kapitalanlage	312
aa) Grundsätzliche Zulässigkeit.....	312
bb) Einzelne Vorschriften	313
1) Im Rahmen aller Kapitalanlagen	313
2) Beim gebundenen Vermögen.....	314
IV. Kapitalmarktrechtliche Aspekte.....	316
1. Kreditderivate als Effekten im Sinne des BEHG	316
2. Kreditderivate im Recht der kollektiven Kapitalanlage.....	318
a) Der Begriff des Kreditderivates	318
b) Anlagevorschriften einzelner Anlagevehikel	319
aa) Bei den offenen kollektiven Kapitalanlagen	319
1) Effektenfonds	319
2) Immobilienfonds	321
3) Übrige Fonds für traditionelle und alternative Anlagen	321
bb) Bei den geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen	322
1) SICAF	322
2) Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen.....	323

TEIL 4 AUSGEWÄHLTE RECHTSFRAGEN	325
I. Credit Default Swaps.....	326
1. Beispiel einer Transaktion und deren Bestätigung	326
a) Transaktionsbeispiel	326
b) Transaktionsbestätigung	327
2. Prämienzahlungen.....	329
a) Verzugszins bei verspäteter Prämienzahlung	329
b) Rechtsfolgen einer fehlerhafte Berechnung der Prämie.....	332
3. Mitteilungspflichten	333
a) Die Notice of Publicly Available Information.....	333
aa) Beweislast bei Forderung der Ausgleichsleistung.....	334
bb) Notice of Publicly Available Information ohne einen Credit Event	335
cc) Credit Event ohne Notice of Publicly Available Information	336
dd) Fazit: NPAI als Beweislastverteilungsregel.....	337
b) Erbringung der Credit Event Notice ohne NPAI durch den Sicherungsgeber	338
4. Nichtlieferung beim Physical Settlement.....	339
a) Voraussetzungen des Buy-In Prozesses.....	340
b) Kein Cash Settlement Fallback bei Rückzahlung der Anleihen.....	342
5. Einzelne Tatbestände von Credit Events.....	343
a) Benachrichtigung des Richters nach Art. 725a OR.....	343
b) Auflösung nach Beschluss der Generalversammlung	345
aa) Sec. 4.2(e) CDD	347
1) Auslegung des Wortlautes	347
i) Im allgemeinen Sprachgebrauch	347
ii) Besonderer Sprachgebrauch	348
2) Ergänzende Auslegungsmittel	350
3) Resultat.....	352
bb) Sec. 4.2(a) CDD	352
c) Einberufung der Gläubigerversammlung	352
d) Beschluss der Gläubigergemeinschaft.....	354
6. Aus der Moral Hazard Problematik entstehende Konstellationen	356
a) Vermeidung einer weiteren Kreditgewährung.....	358
aa) Kreditnachgewährungspflicht aufgrund Kreditbeziehung.....	359
bb) Herbeiführung eines Credit Events wider Treu und Glauben.....	360
cc) Auswirkung einer Haftung aus faktischer Organschaft	361
b) Verhinderung von Massnahmen des Anleiherechts	363
c) Gewährung eines privilegierten Sanierungsdarlehens	365

7. Ex nunc Auflösung bei Mangel im Begründungsakt.....	367
8. Reduktion von Eigenmittelanforderungen	369
a) Die einzelnen Voraussetzungen der Anerkennung	369
aa) Rz. 204: Effektive Übertragung	369
bb) Rz. 206: unmittelbare Forderung	370
cc) Rz. 207: Umfang Absicherung	370
dd) Rz. 208: Unwiderrufbarkeit	371
ee) Rz. 209: Unbedingtheit.....	371
ff) Rz. 210: Rechtliche Durchsetzbarkeit	372
gg) Rz. 211: Schriftlichkeit.....	372
hh) Rz. 212-216: Sicherungsgeber.....	372
ii) Rz. 220: Abzusichernde Forderung	373
jj) Rz. 221–224: Credit Events	373
kk) Rz. 225: Bestimmung des Credit Events.....	375
ll) Rz. 226: Bewertung beim Cash Settlement	376
mm) Rz. 227: Abwicklung beim Physical Delivery	376
nn) Rz. 228: Asset Mismatch	377
b) Rechtsfolgen der Anerkennung	377
II. Total Return Swaps	378
1. Beispiel einer Transaktion und deren Bestätigung	378
a) Transaktionsbeispiel	378
b) Transaktionsbestätigung	379
2. Ex nunc Auflösung bei Mangel im Begründungsakt.....	381
3. Reduktion von Eigenmittelanforderungen	383
a) Voraussetzung für die Anerkennung	384
aa) Rz. 204: Effektive Übertragung	384
bb) Rz. 206: unmittelbare Forderung	384
cc) Rz. 207: Umfang Absicherung	385
dd) Rz. 208: Unwiderrufbarkeit	385
ee) Rz. 209: Unbedingtheit.....	386
ff) Rz. 210: Rechtliche Durchsetzbarkeit	386
gg) Rz. 211: Schriftlichkeit.....	386
hh) Rz. 212-216: Sicherungsgeber.....	387
ii) Rz. 220: Abzusichernde Forderung	387
jj) Rz. 221–224: Credit Events	387
kk) Rz. 225: Bestimmung des Credit Events.....	388
ll) Rz. 226: Bewertung beim Cash Settlement	388
mm) Rz. 227: Abwicklung beim Physical Delivery	388

nn) Rz. 228: Asset Mismatch	389
b) Rechtsfolgen der Anerkennung	389
III. Credit Spread Options	390
1. Beispiel einer Transaktion und deren Bestätigung	390
a) Transaktionsbeispiel	390
b) Transaktionsbestätigung	391
2. Ex nunc Auflösung bei Mangel im Begründungsakt.....	393
3. Reduktion von Eigenmittelanforderungen	395
IV. Rechtsstreitigkeiten	397
1. Deutsche Bank AG v. Ambac Credit Products LLC.....	397
a) Sachverhalt	397
b) Urteil	397
2. Aon Financial Products v. Société Générale.....	398
a) Sachverhalt	398
b) Urteil	398
3. Merrill Lynch International v. XL Capital Assurance Inc.....	400
a) Sachverhalt	400
b) Urteil	402
4. VCG Special Opportunities Master Fund Ltd. v. Citibank N.A.	403
a) Sachverhalt	403
b) Urteil	404
ZUSAMMENFASSUNG	405
Erster Teil: Kreditderivate im Finanzmarkt.....	405
Zweiter Teil: Kreditderivate im Vertragsrecht.....	406
Dritter Teil: Kreditderivate im Aufsichtsrecht	408
Vierter Teil: Ausgewählte Rechtsfragen	409
LITERATURVERZEICHNIS	411

Abkürzungsverzeichnis

1992 MA	1992 ISDA Master Agreement
2002 MA	2002 ISDA Master Agreement
2003 Ex. A	Exhibit A to 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions, («Confirmation»), S. 61 ff. CDD
2007 MCA	2007 Master Corporate Bond Total Return Swap Confirmation, Agreement («Master Confirmation Agreement»)
A.	Auflage
a.A.	anderer Ansicht
a.a.O.	am angegebenen Ort
Abb.	Abbildung
ABILR	American Bankruptcy Institute Law Review
ABl	Amtsblatt der Europäischen Union
ABLJ	American Bankruptcy Law Journal, Phoenix, AZ (USA)
Abschn.	Abschnitt
Abt.	Abteilung
AG	Aktiengesellschaft
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AJP	Zeitschrift für die Aktuelle Juristische Praxis
Allg.	Allgemein(e)
Anh.	Anhang
AS	Amtliche Sammlung des Bundesrechts
Aufl.	Auflage
AVB	Allgemeine Vertragsbedingungen
AVO	Verordnung über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen (Aufsichtsverordnung, AVO) vom 9. November 2005 (SR 961.011)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht [D]
BankG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG) vom 8. November 1934 (SR 952.0)
BankV	Verordnung über die Banken und Sparkassen (Bankenverordnung, BankV) vom 17. Mai 1972 (SR 952.02)
BBl	Bundesblatt
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
Bd.	Band
BEG	Bundesgesetz über Bucheffekten (Bucheffektengesetz, BEG) vom 3. Oktober 2008 (SR 957.1)
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995 (SR 954.1)
BEHV	Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel

	(Börsenverordnung, BEHV) vom 2. Dezember 1996 (SR 954.11)
BEHV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung-FINMA, BEHV-FINMA) vom 25. Oktober 2008 (SR 954.193)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738) [D]
BGBI.	Bundesgesetzblatt (Teil, Seite) [D]
BGE	Amtliche Sammlung der Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts
BGer	Schweizerisches Bundesgericht
BGH	Bundesgerichtshof [D]
BIS	Bank for International Settlements
BK	Berner Kommentar
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
bps	Basispunkte
BSK	Basler Kommentar
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht [D]
CDD	2003 ISDA Credit Derivatives Definitions
CDS	Credit Default Swap
CGFS	Committee on the Global Financial System
CH	Confoederatio Helvetica
ch.	Chapter
CHF	Schweizer Franken
CLN	Credit Linked Note
CLR	Columbia Law Review
CMLJ	Capital Markets Law Journal, Oxford
CO CR	Commentaire Romand
CSO	Credit Spread Option
D	Deutschland
d.h.	das heisst
DB	Der Betrieb, Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht, Düsseldorf
DIFP	The Missouri Department of Insurance, Financial Institutions and Professional Regulation
DZWir	Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Berlin/New York
EBUSLJ	Entrepreneurial Business Law Journal, Ohio (USA)
Einl.	Einleitung
ERV	Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effekthändler (Eigenmittelverordnung, ERV) vom 29. September 2006 (SR 952.03)
EU	Europäische Union

Ex.	Exhibit
f./ff.	(fort)folgende
FB	Finanz Betrieb, Düsseldorf
Fig.	Figure
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FMPM	Financial Markets and Portfolio Management, Boston USA
Fn.	Fussnote
FRA	Forward Rate Agreement
FSA	Financial Services Authority [UK]
FSMA 2000	Financial Services and Markets Act 2000 (2000 c. 8) [UK]
FStR	IFF Forum für Steuerrecht
gem.	Gemäss
GesKR	Schweizerische Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht sowie Umstrukturierungen, Zürich
gl.M.	gleicher Meinung
GLFDLR	Futures & Derivatives Law Report, Eagan (Minnesota) USA
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
i.e.S.	im engeren Sinn
i.f.	in fine
i.S.	im Sinne
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinn
IFLR	International Financial Law Review
insb.	insbesondere
ISDA	International Swaps and Derivatives Association, Inc. (< www.isda.org >)
J.B.L.	Journal of Business Law
JCF	Journal of Corporate Finance, Athens (Georgia) USA
JCFL	Fordham Journal of Corporate & Financial Law, New York
JIBFL	Butterworths Journal of International Banking and Financial Law
JIBL	Journal of International Banking Law, London UK (bis 2003, heute JIBLR)
JIBLR	Journal of International Banking Law and Regulation, London
JLEP	Journal of Law, Economics & Policy, Arlington (Virginia) USA
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG) vom 23. Juni 2006 (SR 951.31)
KKV	Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung, KKV) vom 22. November 2006 (SR 951.311)

KKV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagenverordnung-FINMA, KKV-FINMA) vom 21. Dezember 2006 (SR 951.312)
KWG	Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz), BGBl. I S. 2794 [D]
m.a.W.	mit anderen Worten
m.E.	meines Erachtens
m.w.H.	mit weiteren Hinweisen
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
Mia.	Milliarde(n)
MiFID	Markets in Financial Instruments – Richtlinie 2004/39/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (ABl L145/1)
Mio.	Million(en)
N	Randnote
N.Y. Ins. Law	New York Insurance Law [Bluebook Abbreviation] abrufbar unter <public.leginfo.state.ny.us/menuf.cgi>, unter Laws of New York / ISC, zuletzt besucht am #####.
NJW	Neue Juristische Wochenschrift, Frankfurt a. M.
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungsreport, Frankfurt a. M.
No.	Number
NPAI	Notice of Publicly Available Information
Nr.	Nummer
NYS	New York State
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
o.A.	ohne Angabe
OR	Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (SR 220)
OTC	Over the Counter
pa	per annum
PERG	The Perimeter Guidance Manual, in Regulatory Guides des FSA Handbook, Handbuch abrufbar unter <fsahandbook.info/FSA/html/handbook/PERG >.
RAO	Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 (2001 No. 544) [UK]
Rz.	Randziffer
S.	Seite
SBVg	Schweizerische Bankiervereinigung
SCALR	Southern California Law Review

SchKG	Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs vom 11. April 1889 (SR 281.1)
sec.	Section
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung
sog.	sogenannt(e)
SPR	Schweizerisches Privatrecht
SR	Systematische Sammlung des Bundesrechts
SRV OTC	Schweizer Rahmenvertrag für Over-the-Counter- (OTC-) Derivate (2003) vom 12. Juni 2003, abrufbar unter < www.swissbanking.org/home/shop.htm >, unter Rahmenverträge, zuletzt besucht am 07.07.2010.
ST	Der Schweizer Treuhänder, Zürich
SVZ	Schweizerische Versicherungszeitschrift, Bern
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
Tab.	Tabelle
Tlbd.	Teilband
TREX	Der Treuhandexperte, Zürich
TRS	Total Return Swap
u.a.	unter anderem
UK	United Kingdom
USA	United States of America
USC	United States Code
USD	United States Dollar
UTlbd	Unterteilband
Utlbd.	Unterteilband
UWG	Bundesgesetz gegen den unlauteren Wettbewerb (UWG) vom 19. Dezember 1986 (SR 241)
v.	Versus
VAG	Bundesgesetz betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen (Versicherungsaufsichtsgesetz, VAG) vom 17. Dezember 2004, SR 961.01.
VAG [D]	Versicherungsaufsichtsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 17. Dezember 1992 (BGBl. 1993 I S. 2) [D]
VEdF	Verordnung über den Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten durch die Versicherungseinrichtungen vom 19. November 1997 (AS 1998 84), aufgehoben durch Art. 217 Ziff. 2 AVO
vgl.	Vergleiche
Vorbem.	Vorbemerkungen
VR	Verwaltungsrat
vs.	Versus
VVG	Bundesgesetz über den Versicherungsvertrag (Versicherungsvertrags-

	gesetz, VVG) vom 2. April 1908 (SR 221.229.1)
VW	Versicherungswirtschaft, Karlsruhe
W. Va. Code	West Virginia Code abrufbar unter < www.legis.state.wv.us/WVCODE/Code.cfm >
WM	Wertpapiermitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Frankfurt am Main
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708) [D]
YJR	Yale Journal on Regulation, New Haven, CT (USA)
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZbV	Zeitschrift für Versicherungswesen, Hamburg
ZK	Zürcher Kommentar
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht
ZVersWiss	Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft, Berlin/Heidelberg

EINLEITUNG

«In the wake of the economic turmoil that recently engulfed this nation and beyond, financial institutions are facing the consequences of the deals they struck and the risks they assumed in better times. The courts are being called upon to closely examine complex and lengthy contracts in order to ascertain who agreed to what and, more to the point, who owes money to whom.»¹

Richterin SHIRA A. SCHEINDLIN hat diese Aussage im Rahmen einer Rechtsstreitigkeit zwischen Citibank und Morgan Stanley gemacht. Gegenstand des Streites war ein Credit Default Swap zwischen den beiden Parteien auf eine von Citibank begebene Collateralised Debt Obligation (CDO). SCHEINDLIN bringt mit dieser Aussage verschiedene bedeutende Aspekte auf den Punkt, welche auch in der vorliegenden Arbeit thematisiert werden.

So komplex und bisweilen schwer verständlich die Hintergründe eines Vertrages sein mögen, die daraus resultierende Frage ist einfach und die Feststellung, wer wem was schuldet, stellt die zentrale Aufgabe des Vertragsrechts dar.

Dafür ist jedoch das Verständnis dieser komplexen Deals aus besseren Zeiten nötig. Und dies stellt keine einfache Aufgabe dar, wurde doch offensichtlich – so lässt sich zumindest *ex post* feststellen – von den Hauptakteuren auf dem Finanzmarkt in den Jahren vor der Krise «nicht alles richtig gemacht», bzw. bisweilen gemacht, ohne selbst zu verstehen². An dieser Stelle ist jedoch eine differenzierte Betrachtung angebracht. Denn zu rasch zu ver-

¹ Citibank, N.A. v. Morgan Stanley & Co. Intern., PLC, 724 F.Supp.2d 407 (S.D.N.Y. 2010), 409.

² «...standing in the middle of all these complex, highly leveraged, exotic trades he created without necessarily understanding all of the implications of those monstrosities!!!». Vielzitiert Auszug aus einer E-Mail von Fabrice Tourre. Tourre war bei Goldman Sachs für die Strukturierung verschiedener ABS zuständig und wurde im Rahmen des Vorwurfs an Goldman Sachs bekannt, solche Produkte an Kunden verkauft und gleichzeitig auf einen Verlust in diesen Produkten gewettet zu haben. Siehe hierzu statt vieler etwa: Wall Street Journal vom 17.04.2010 (KATE KELLY, Trader Seized on Mortgage-Security Boom), abrufbar unter <online.wsj.com/article/SB10001424052702304180804575188060696896860.html>; New York Times vom 19.07.2010 (LOUISE STORY, Goldman Employee Denies Fraud), abrufbar unter <www.nytimes.com/2010/07/20/business/20goldman.html>.

teufeln³ ohne eigentlich zu verstehen, ist sicherlich ebenso zu kritisieren, und vermag auch keine nachhaltigen Lösungen mit sich zu bringen.

Inwiefern Kreditderivate mit komplexen Deals genannt ABS oder CDO in Zusammenhang stehen, wird neben anderem aus dem ersten Teil hervorgehen. Gleichzeitig ist hier auch eine Abgrenzung zu ziehen: Weder ABS, CDO usw. noch die Finanzkrise selbst sind Gegenstand der vorliegenden Arbeit. Bezweckt wird vielmehr nur, jedoch immerhin, die vertrags- sowie aufsichtsrechtliche Erfassung *de lege lata* der Grundtypen von Kreditderivaten.

Bevor im ersten Teil Kreditderivate und ihr Umfeld untersucht werden, sollen zunächst die grundlegende Funktionsweise der verschiedenen Kreditderivate kurz vorgestellt (1.), die hier verwendete Terminologie erklärt (2.) und ein Überblick zu den vier Teilen der vorliegenden Arbeit vermittelt werden (3.).

1. Kreditderivate: Eine erste Übersicht

Kreditderivate – in neuester Zeit bisweilen auch abgekürzt CDx genannt⁴ – haben in relativ kurzer Zeit ein enormes Wachstum verzeichnet. Unter den Begriff der Kreditderivate wird bisweilen ein breites Feld von Instrumenten subsumiert. Vorliegend werden unter Kreditderivaten die drei als Grundtypen herauszulösenden Instrumente verstanden: der Credit Default Swap (CDS), der Total Return Swap (TRS) sowie die Credit Spread Option (CSO). Sie unterscheiden sich durch verschiedene Anknüpfungspunkte an das zu übertragende Kreditrisiko.

Bei einem CDS kann der Sicherungsnehmer gegen eine jährliche Prämienzahlung vom Sicherungsgeber eine Ausgleichsleistung fordern, wenn bei einem Unternehmen ein sog. Credit Event eingetreten ist. Dieser kann dem Bankrott eines Unternehmens oder auch nur einem Zahlungsverzug entsprechen.

Bei einem TRS leitet der Sicherungsnehmer sämtliche Erträge und positiven Wertveränderungen z.B. einer Anleihe an den Sicherungsgeber weiter; dieser hat im Gegenzug deren negativen Wertveränderungen sowie eine jährliche Prämie zu bezahlen.

³ Vgl. NZZ vom 12.03.2010, 23 (CHRISTOPH EISENRING, Gefährliche Verteufelung der Kreditderivate).

⁴ Vgl. z.B. FITCH RATINGS, Survey, *passim*.

Die CSO bezieht auf Wertveränderungen des Credit Spreads als eine Messgrösse des Kreditrisikos und berechtigt den Käufer der Option, vom Verkäufer eine anhand des vereinbarten Credit Spreads berechnete Ausgleichsleistung zu fordern. Die CSO weist dieselbe Struktur wie die auch ausserhalb von Kreditderivaten bekannte Option auf und kann wie diese als Call oder Put ausgestaltet werden.

Der Zweck von diesen Kreditderivaten liegt im Kreditrisikotransfer. Kreditrisiko kann vereinfacht in Ausfallrisiko und Bonitätsänderungsrisiko unterteilt werden: Ersteres umfasst das Risiko eines konkreten Ausfalls einer Position, welcher einen unmittelbaren Verlust für den Gläubiger bedeutet, letzteres die Gefahr, dass es zu einem solchen Verlust kommt. Der Ursprung dieser Kreditrisiken wird vorliegend auf sog. Finanzierungsverträge wie Anleihen oder Kredite eingeschränkt; stammen diese «Kreditrisiken» aus anderen Beziehungen, werden sie als Gegenparteiisiken bezeichnet.

Der Risikotransfer durch Kreditderivate führt nicht zwingend zu einer Absicherung auf Seiten des Sicherungsnehmers. Diese ist nur ein Motiv, einen Risikotransfer vorzunehmen. Vielmehr ist der Begriff des Risikotransfers umfassender zu verstehen und umfasst jegliche durch diesen Transfer bei der Aktualisierung des Risikos stattfindende Vermögensverschiebung zwischen den beiden beteiligten Parteien.

2. Terminologie

Bei der für verschiedene Instrumente und Praktiken verwendeten Terminologie ist weder eine Einheitlichkeit noch eine Verbindlichkeit feststellbar. Welche Begriffe vorliegend mit welchem Inhalt verwendet werden, wird im ersten Teil mit Hinweisen auf andere Interpretationen dargestellt. Da auf dem Finanzmarkt die englische Sprache klar vorherrscht und deutsche Übersetzungen in der Regel nur dazu geeignet sind, zu einer noch pointierteren Begriffsverwirrung zu führen, werden häufig die englischen Bezeichnungen verwendet. Haben englische Begriffe ihren Ursprung in vertraglichen Dokumentationen oder werden die Begriffe in den Dokumentationen definiert, so werden sie in Kursivschrift wiedergegeben; dagegen werden allgemeine englische Ausdrücke, welche sich m.E. bis zu einem gewissen Punkt bereits als «eingedeutscht» betrachten lassen, sowie allgemeine Bezeichnungen für Instrumente oder Praktiken, in Normalschrift wiedergegeben. So beispielsweise der Begriff Credit Event oder die bei

derivativen Finanzinstrumenten möglichen Abwicklungsvarianten als Cash Settlement oder Physical Settlement.

Kreditderivate sind Zweiparteienverhältnisse; die Parteien werden im folgenden beim CDS und TRS als Sicherungsnehmer und Sicherungsgeber und bei der CSO als Optionskäufer und Optionsverkäufer⁵ bezeichnet. Der Basiswert, auf welchen sie Bezug nehmen, wird als Referenzverbindlichkeit und der Schuldner dieser Verbindlichkeit als Referenzschuldner benannt.

3. Aufbau: Die vier Teile

Der erste Teil erfasst Kreditderivate im Finanzmarkt: Dazu ist einerseits im Detail zu bestimmen, was unter Kreditderivaten zu verstehen ist und ihre Grundstruktur sowie Anwendungsmöglichkeiten darzustellen. Andererseits muss auch das System, in das diese Instrumente eingebettet sind, genauer untersucht werden. Denn der Finanzmarkt bietet seinen Akteuren unzählige Möglichkeiten und Arten von Investitionen, Transaktionen und Betätigungsfelder. Unterscheiden lassen sich z.B. Marktsegmente und Produktkategorien, wobei sich verschiedene Kriterien zur Differenzierung anbieten. So kann ein Produkt gleichzeitig mehreren Marktsegmenten oder Produktkategorien zugehören. Diese Zuordnungen basieren jedoch in erster Linie auf der Praxis der beteiligten Akteure, weniger auf einer Unterstellung aufgrund klarer Begriffsdefinitionen. So werden Kreditderivate – aufgrund ihrer Möglichkeit zum Transfer von Kreditrisiken – den Produkten des Kreditrisikotransfers (CRT Instrumente), als Produkte des Risikotransfers den alternativen Risikotransfers (ART) und auch den derivativen Finanzinstrumenten zugeordnet. Aufgrund der Kategorisierung der üblichen Basiswerte und der daraus fließenden Zahlungen können sie auch als sog. *fixed income* Produkte betrachtet werden. Einige dieser Produkte sind im ersten Teil ebenfalls darzustellen, ihre vertragsrechtlichen Hintergründe herauszulösen wie auch die diese Instrumente umgebende Begriffe zu betrachten sowie abzugrenzen.

Der zweite Teil befasst sich mit der vertragsrechtlichen Erfassung von Kreditderivaten. Kreditderivate, mithin auch Derivate im Allgemeinen, sind dem gemeinen Vertragsrecht auf mehreren Ebenen unbekannt. Sie sind einerseits gesetzlich nicht normiert. Als Innominatverträge gelten zwar zahlreiche Verträge des Alltags, und zwar nicht nur diejenigen des modernen

⁵ Zur Begründung siehe unten 2:V.1.b)aa) (S. 250).

Wirtschaftslebens wie z.B. der Leasingvertrag oder das Kreditkartengeschäft, sondern auch traditionelle Verträge wie z.B. der Bewirtungs- und Beherbergungsvertrag. Andererseits – und hier liegt auch der Unterschied zu den genannten Verträgen – geht es bei Derivaten um die monetäre Bestimmung von Wertveränderung von «Gegenständen», welche sich nicht einmal immer dazu eignen, überhaupt Gegenstand eines Vertrages zu sein.

Die Bestimmung dieser Wertveränderungen bzw. des Kreditrisikos erfolgt durch die Strukturierung von Geldströmen durch Anknüpfung an die jeweiligen Erfassungsmöglichkeiten – ein dem Vertragsrecht unbekannter Vorgang. In gewisser Weise beinhalten zwar auch das (verzinsliche) Darlehen und der Versicherungsvertrag einen solchen Austausch von Geld, sie befinden sich aber näher an den tatsächlichen Geschehnissen: Beim Darlehen erhält der Borger Eigentum an einer Summe Geld oder vertretbaren Sachen, welches er direkt zur Befriedigung seiner Bedürfnisse einsetzen kann, beim Versicherungsvertrag erhält der Versicherungsnehmer eine gewisse Sicherheit und wird beim Eintritt der versicherten Gefahr (bis zu einem gewissen Punkt) tatsächlich schadlos gehalten.

Die derivative Strukturierung dagegen ermöglicht eine virtuelle Vervielfältigung der Basiswerte und hebt sich so bis zu einem gewissen Grad von der Realität ab. Vertragsrechtlich sind bereits beim erwähnten Darlehen und dem Versicherungsvertrag hinsichtlich der Frage nach den Leistungspflichten der Parteien Unstimmigkeiten der Lehre auszumachen, welche auch bei Kreditderivaten auftauchen und hinsichtlich verschiedener Leistungsstörungen oder der Auflösung rechtliche Relevanz erhalten.

Neben der Beantwortung dieser Fragen wird auch in allgemeiner Weise auf sämtliche vertragsrechtlichen Aspekte eingegangen, eine vertragsrechtliche Qualifikation vorgenommen sowie die Rechtsnatur einzelner Elemente bestimmt – die Grundlagen, um die anfangs aufgeworfene Frage zu beantworten, wer wem was und gestützt auf welche Grundlage schuldet.

Im dritten Teil werden die für Kreditderivate geltenden aufsichtsrechtlichen Vorschriften dargestellt. Dabei sind jeweils zwei Fragen voneinander zu unterscheiden: jene nach dem Bedürfnis einer Aufsicht, sowie jene nach den besonderen Vorschriften für ein bereits einer Aufsicht unterstelltes Unternehmen oder im Rahmen der Kapitalanlage eines einzelnen Anlagevehikels. Zentral ist in diesem Kontext die Frage, inwiefern Kreditderivate unter den aufsichtsrechtlichen Versicherungsbegriff fallen. Da dieser selbst kaum definiert ist, stellt bereits dessen exakte Bestimmung eine Herausforderung dar, welche unter Bezugnahme auf dessen Verständnis in Deutschland sowie

dem angloamerikanischen Rechtskreis soweit möglich vorzunehmen und in einzelnen Punkten mit Kreditderivaten zu vergleichen sein wird. Damit werden die m.E. massgebenden Kriterien herausgelöst, um den durch die beiden Verträge jeweils bewirkten Risikotransfer differenzieren zu können.

Während Kreditderivate in den ersten drei Teilen in allgemeiner Weise als Instrumente oder Vertragstypen untersucht werden, liegt der Fokus des vierten Teils auf einzelnen Transaktionen, denen konkrete Sachverhalte zugrundeliegen. Gestützt darauf werden weitere Rechtsfragen erörtert. Diese interagieren selbstredend mit den übrigen Teilen – oder umgekehrt – wobei der Fokus ebenfalls auf vertragsrechtlichen Fragen liegt. Zentral sind verschiedene Konstellationen mit Bezug zu Credit Events bei einem CDS, welche unter die Moral Hazard Problematik fallen.

Um einzelne Transaktionen geht es auch im Rahmen der dargestellten Rechtsstreitigkeiten. Ausgewählt wurden Urteile des *United States District Court for the Southern District of New York* und solche des *United States Court of Appeals for the Second Circuit* die mit Blick auf den Umgang der Gerichte mit Kreditderivaten von Interesse sind und die gleichzeitig über die Welt der Kreditderivate Aufschluss geben.

KREDITDERIVATE IM FINANZMARKT

Der erste Teil dient der Darstellung von Kreditderivaten im Kontext des Finanzmarktes. In einem ersten Schritt sind dabei in Kapitel I die als Kreditderivate bezeichneten Finanzinstrumente sowie ihre Grundstrukturen darzustellen. Diese weisen verschiedene Gemeinsamkeiten auf, auf welche zu Beginn des Kapitels einzugehen sein wird. Im Anschluss daran sollen die drei Grundtypen herausgelöst werden sowie deren Struktur bestimmt und anhand eines Beispiels eine Anwendungsmöglichkeit dargestellt werden. Ebenfalls in diesem Kapitel findet sich eine Marktübersicht zu Kreditderivaten, Marktteilnehmer, deren Motive sowie dem Marktvolumen, soweit diesbezüglich überhaupt Daten verfügbar sind. Abschliessend wird noch die aktuelle regulatorischen Entwicklung betreffend das Clearing im Bereich der OTC Derivate angesprochen.

Eine präzise Erfassung von Kreditderivaten ist nur unter Bezugnahme auf deren Umfeld und Rolle im Finanzmarkt möglich. So werden in Kapitel II der Begriff und die Strukturen von derivativen Finanzinstrumenten im allgemeinen bestimmt. Inwiefern Kreditderivate unter diese zu subsumieren sein werden, wird im 2. Teil aus vertragsrechtlicher und im 3. Teil aus aufsichtsrechtlicher Sicht zu erörtert. Derivative Finanzinstrumente sowie Kreditderivate zählen grundsätzlich zu den Instrumenten des Risikotransfers, wobei das Risiko bei Kreditderivaten auf das Kreditrisiko einzugrenzen ist. Kreditrisiko als Gegenstand wird in Kapitel III behandelt. Dabei ist der Begriff des Kreditrisikos, dessen Möglichkeiten zur Erfassung sowie der Ursprung von Kreditrisiken zu bestimmen.

Einen Transfer von Kreditrisiken kann neben Kreditderivaten auch durch andere Produkte verwirklicht werden. Kapitel IV befasst sich mit dem allgemeinen Begriff des Risikotransfers, worunter auch der alternative Risikotransfer sowie der Kreditrisikotransfer im Besonderen fallen. Im Rahmen des Kreditrisikotransfers werden auch die verschiedenen, neben Kreditderivaten existierenden Produkte des Kreditrisikotransfers dargestellt und der Inhalt der unter die Sicherungsgeschäfte zu subsumierenden Verträge bestimmt.

I. Strukturen und Märkte von Kreditderivaten

Im vorliegenden Kapitel werden die allgemeinen Strukturen und Eigenschaften von Kreditderivaten (1.) sowie die konkreten Strukturen einzelner zu dieser Gruppe zählenden Instrumente und deren Einsatzmöglichkeiten (2.) erklärt. Es folgt eine Übersicht über den Markt von Kreditderivat (3.) sowie über die aktuellen regulatorischen Entwicklungen (4.).

1. Gemeinsame Grundlagen

Die als Kreditderivate bezeichneten Verträge werden grundsätzlich von drei Grundtypen gebildet – dem Credit Default Swap (CDS), dem Total Return Swap (TRS) und der Credit Spread Options (CSO)⁶. Aus finanzökonomischer Sicht hat sich für Verträge dieser Art der Begriff Finanzinstrument oder Finanzprodukt eingebürgert. Die Strukturen dieser Grundtypen weisen neben nicht unbedeutenden Unterschieden auch Gemeinsamkeiten auf. Dazu zählen eine gemeinsame oder vergleichbare Grundstruktur (a), die identischen Möglichkeiten der Gestaltung des Ausgleichs oder der Abwicklung (b), die Entgeltlichkeit der Risikoübernahme (c) sowie den Effekt der Schaffung von synthetischen Positionen (d).

a) Grundstruktur und Definition

Die allen Kreditderivaten gemeinsame Struktur besteht im Austausch von Zahlungsströmen, von denen mindestens einer vom Kreditrisiko des zugrundeliegenden Basiswertes (auch *Underlying*) abhängt⁷. Bewirkt wird damit die Loslösung des in einer bestimmten Weise definierten Kreditrisikos vom Basiswert, womit dieses Kreditrisiko separat handelbar und übertragbar wird⁸. Der Basiswert eines Kreditderivates weist definitionsgemäss ein

⁶ Siehe dazu im Detail unten 2 (S. 14).

⁷ DAS, *Credit Derivatives*, 6; HUDSON, *Derivatives*, Rz. 2–118; BÜSCHGEN/BÖRNER, *Bankbetriebslehre*, 286; siehe auch unten zur Erfassung des Kreditrisikotransfers 2:II.2.a) (S. 116).

⁸ Vgl. DAS, *Credit Derivatives*, 3, 6; PARKER, *Credit Derivatives*, 9 f., 28, sowie 231: «*The objective of a credit derivative transaction is to isolate and separately trade a reference entity's credit risk*»; CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 4.165. Tendenziell auch HENDERSON, *JIBFL* 1998, 337; ferner RUDOLPH/SCHÄFER, *Finanzmarktinstrumente*, 173; SCHÜWER/STEFFEN in *ZEREY (Hrsg.)*, *Finanzderivate*, § 1 N 34 f.; ähnlich auch ZEREY in *ZEREY (Hrsg.)*, *Finanzderivate*, § 7 N 2 (Umverteilung); LOMBARDINI, *Droit Bancaire*, 949 Rz. 21; NESKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.)*, *Kreditderivate*, 56; NORDHUES/BENZLER in *BURGHOF et al. (Hrsg.)*, *Kreditderivate*, 185; NORDEN, *Kreditderivate*, 13; HORAT, *ST* 2003, 969 f.;

Kreditrisiko auf, wie z.B. eine Anleihe oder ein Kredit⁹. Diese kreditrisikosensitiven Basiswerte werden als Referenzverbindlichkeiten bezeichnet, der Schuldner dieser Verbindlichkeiten entsprechend als Referenzschuldner. An einem Kreditderivat als Vertrag sind jedoch nur zwei Parteien beteiligt.

Die Abhängigkeit eines Zahlungsstroms vom Kreditrisiko zeigt sich entweder in der Verpflichtung zu einer Leistung selbst oder im Umfang der Zahlung. Die Gestaltung dieser Abhängigkeit ist für ein Kreditderivat von zentraler Bedeutung und beeinflusst dessen Qualität bzw. das dadurch übertragene Kreditrisiko. Sie erfolgt im wesentlichen durch die vertragliche Definition des zum Vertragsgegenstand erhobenen Kreditrisikos, u.a. anhand der Anknüpfung an unterschiedliche Kreditrisikomessgrößen¹⁰.

Die üblichen Definitionen von Kreditderivaten sind funktional ausgerichtet und beschreiben Kreditderivate entweder als Instrumente, welche Kreditrisiken isolieren und damit handelbar machen können¹¹ oder als Instrumente zur Übertragung bzw. zum Transfer von Kreditrisiken¹². Daneben finden sich auch, jedoch seltener, Definitionen, welche sich an jenen von derivativen Finanzinstrumenten anlehnen und auf die Wertabhängigkeit dieser Instrumente von kreditrisikosensitiven Basiswerten abstellen¹³.

b) Ausgleichsvarianten

Die vorliegend zu den Grundtypen zu zählenden Kreditderivate weisen ungedeckte (*unfunded*) Strukturen auf. Ungedeckt bedeutet, dass die Struktur dieser Kreditderivate so beschaffen ist, dass diejenige Partei, welche in

BRANDT, BKR 2002, 243; J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 1; SPIELER, Kreditderivate, 207; RESOVAC, Credit Linked Notes, 235; MATHIEU/D'HÉROUVILLE, dérivés de crédit, 47. Vgl. auch die Definition in Anh. 1 Abschn. C Ziff. 8 MiFID. Zum Handel mit Kreditrisiken: KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Rz. 14.108

⁹ Diese sind unter dem Begriff des Finanzierungsvertrages zusammenzufassen: siehe dazu unten III.3 (S. 57).

¹⁰ Vgl. BURGHOFF/HENKE in BURGHOFF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 33; NORDEN, Kreditderivate, 15. Siehe zur vertragsrechtlichen Erfassung auch unten 2:II.2.a) (S. 116).

¹¹ ZIMMERMANN in BOEMLE *et al.*, Finanzmarktlexikon, 688; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 755 (vgl. aber N 2074 f.); CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.165. In dieser Definition wird der Transfer teilweise als ein möglicher Zweck betrachtet: vgl. dazu z.B. DAS, Credit Derivatives, 6.

¹² Z.B. MiFID Anh. 1 Abschn. C Ziff. 8; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 1202, wobei die Definition durch die Bezugnahme auf ein Portfolio etwas unglücklich ausfällt.

¹³ Siehe DAS, Credit Derivatives, 6; EDWARDS, JBL 2004, 618; vgl. auch JAMES, Derivatives, 13.

der Zukunft aufgrund der Risikotragung möglicherweise eine Zahlungspflicht treffen wird, keine entsprechende Leistung im Voraus zu erbringen hat¹⁴. Diesen ungedeckten Strukturen stehen die entsprechend als gedeckt bezeichneten Strukturen (*funded*) gegenüber. Letztere zeichnen sich dadurch aus, dass bereits bei Vertragsschluss eine Zahlung erfolgt, welche unter Umständen ganz oder teilweise zurückbezahlt werden wird. Dadurch lässt sich das Gegenpartierisiko eliminieren¹⁵. Zu der gedeckten Struktur wird regelmässig die Credit Linked Note gezahlt¹⁶.

Diese möglicherweise zu erbringende Leistung wird vorliegend als Ausgleichsleistung oder auch als Abwicklung bezeichnet. Diese kann als Cash Settlement oder Physical Settlement erfolgen, deren Funktionsweise sogleich dargestellt wird. Das anschliessend angeführte *Auction Settlement* ist eine besondere Variante des Cash Settlements.

Gedeckt i.S.v. *funded* ist von *covered* abzugrenzen. Ferner wird ungedeckt auch i.S.v. *uncovered* verwendet¹⁷. Mit *covered* bzw. *uncovered* wird Bezug auf das Motiv der Parteien sowie der Frage genommen, ob mit dem Kreditderivat die Absicherung einer Position vollzogen werden soll. Diese Vorgänge liegen ausserhalb der Struktur einer Transaktion¹⁸, wohingegen sich *funded/unfunded* auf diese selbst bezieht.

aa) Cash Settlement und Physical Settlement

Die vom definierten Kreditrisiko abhängige – oben als Zahlung angeführte – Ausgleichsleistung kann jeweils entweder als Barausgleich (sog. Cash Settlement) oder durch physischen Lieferung einer Verbindlichkeit (sog.

¹⁴ Vgl. z.B. PARKER, Credit Derivatives, 27.

¹⁵ Vgl. z.B. BCBS, Credit Risk Transfer, 2. Vorliegend wird gedeckt i.S.v. *funded* aus Sicht des Sicherungsnehmers und damit der dadurch bewirkten Eliminierung dessen Gegenpartierisikos verstanden. Eine andere Definition stellt auf die Sicht des Sicherungsgebers ab, womit eine gedeckte Struktur die Übertragung der Kreditposition voraussetzt: vgl. dazu CGFS, CRT, 5 insb. Fn. 2. Nur letztere Definition erwähnend z.B. STAUB, Kreditrisikotransfer, 21.

¹⁶ Siehe dazu unten IV.3.b)bb)2)i) (S. 69).

¹⁷ Siehe zum Verständnis von «ungedeckt» als nicht der Absicherung dienend bei der Pressemitteilung der BaFin vom 18.05.2010 («BaFin untersagt ungedeckte Leerverkäufe und ungedeckte CDS auf Staatsanleihen der Eurozone»), abrufbar unter <www.bafin.de/cln_110/nn_722802/SharedDocs/Mitteilungen/DE/Service/PM_2010/pm_100518_cds_leerverkauf_allgemeinverf_C3_BCgungen.html>.

¹⁸ Siehe dazu unten d) (S. 13) sowie die weiteren Verweise.

Physical Settlement¹⁹) vereinbart werden²⁰ – im folgenden wird für die Abwicklung die englische Bezeichnung verwendet.

Cash Settlement bezeichnet eine Geldleistung, deren Ausgestaltung das aktualisierte Risiko – d.h. in der Regel den dadurch erlittenen Verlust des Sicherungsnehmers – nachbildet oder nachbilden soll²¹. Berechnet wird der Umfang regelmässig anhand der Differenz von Markt- oder Börsenwerten der vereinbarten Referenzverbindlichkeit zu verschiedenen Zeitpunkten oder der Differenz zwischen deren Nominal- und dem Markt- oder Börsenwert zum Zeitpunkt des Ausgleichs. Unter dem Physical Settlement wird die physische Lieferung einer vereinbarten Referenzverbindlichkeit gegen Bezahlung eines zuvor vereinbarten Kaufpreises oder deren Nominalwert verstanden²².

Folgendes Beispiel diene der Veranschaulichung dieser beiden Abwicklungsvarianten: Die Referenzverbindlichkeit habe einen Nominalwert von 100% und ihr Marktwert betrage zum Abwicklungszeitpunkt 40%. Wurde ein Cash Settlement vereinbart, so hat der Sicherungsgeber die Differenz zwischen Nominal- und Marktwert zu bezahlen, vorliegend 60% (bezogen auf den Nominalwert der Transaktion). Beim Physical Settlement bezahlt er 100% (wiederum bezogen auf den Nominalwert der Transaktion) als Kaufpreis und erhält im Gegenzug die Referenzverbindlichkeit, welche noch einen Marktwert von wie erwähnt 40% aufweist. Würde sie sogleich wieder verkauft, wäre sein Verlust identisch mit der Abwicklung als Cash Settlement.

Der wesentliche Unterschied zwischen den beiden Varianten liegt für den Sicherungsgeber insbesondere darin, dass er bei der physischen Lieferung einer Anleihe eine Forderung gegen den Referenzschuldner besitzt und damit am Konkursverfahren als Gläubiger teilnehmen kann²³. Dies ermöglicht ihm unter Umständen einen höheren Restwert zu erzielen, als der Marktwert der Anleihe zur Zeit der Lieferung erwarten liess.

¹⁹ Bisweilen auch als *Physical Delivery* bezeichnet.

²⁰ Siehe Nachweise sogleich bei den einzelnen Erörterungen sowie bei den einzelnen Grundtypen unten 2 (S. 14).

²¹ SPIELER, *Kreditderivate*, 209; NESKE in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), *Kreditderivate*, 58.

²² DAS, *Products* (2. A.), 34 f.; NESKE in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), *Kreditderivate*, 58; MUGASHA, *Multi-Bank Financing*, Rz. 8.65; PARKER, *Credit Derivatives*, 29.

²³ SPIELER, *Kreditderivate*, 210.

bb) ISDA Auction Settlement

Die 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions wurden durch das 2009 ISDA Credit Derivatives Determinations Committees and Auction Settlement Supplement to the Definitions ergänzt. Dessen Zweck liegt in der Verbesserung der Abwicklung von CDS, denen grosse Referenzschuldner zugrundeliegen. Dieses Bedürfnis ergab sich aus dem Problem, dass der CDS Markt denjenigen für Anleihen im Nominalvolumen teilweise überbot, womit aufgrund der Nachfrage die Preise von Anleihen insolventer Referenzschuldner stark stiegen und beim Physical Settlement das Problem eintreten konnte, dass der Sicherungsnehmer eine Anleihe am Markt überhaupt nicht mehr erwerben konnte²⁴.

Die Ergänzung kann von den Parteien als neben den oben angeführten Ausgleichsmöglichkeiten des Cash oder Physical Settlement gewählt werden. Der wichtigste Unterschied des *Auction Settlement* gegenüber den anderen Abwicklungen besteht darin, dass bei Credit Events gewisser grosser Referenzschuldner die ISDA eine Auktion zur Festlegung des Marktpreises für Verbindlichkeiten dieses Schuldners durchführt. Die im Protokoll genannten CDS auf den jeweiligen Referenzschuldner können als Cash Settlement anhand des festgestellten Preises abgewickelt werden²⁵. Dabei wird für jede Auktion ein neues Protokoll erstellt²⁶. Das *Auction Settlement* wurde auch nach dem Kollaps von Lehman Brothers wie ungefähr einem Dutzend weiteren Insolvenzen erfolgreich verwendet²⁷.

c) Entgeltlichkeit der Risikoübernahme

Für die Übernahme des Risikos erhält der Sicherungsgeber eine Entschädigung²⁸. Diese wird oftmals als Prämie oder Spread²⁹ bezeichnet und kann einmalig oder periodisch geschuldet sein³⁰. Sie wird i.d.R. als Prozentsatz bzw. in Basispunkten (bps) per annum (pa) angegeben und vom Nominalwert des Kreditderivates berechnet. Der Umfang der Prämie hängt vom

²⁴ Z.B. hat im Fall der Insolvenz von Delphi die hohe Nachfrage nach Anleihen zu stark überhöhten Preisen geführt: NZZ vom 10.11.2005, 29 (Turbulenzen am Markt für Kreditderivate); siehe ferner z.B. WILLIAMS/WILKES/HULSE, GLFDLR 2009, 1 f.

²⁵ WILLIAMS/WILKES/HULSE, GLFDLR 2009, 2.

²⁶ WILLIAMS/WILKES/HULSE, GLFDLR 2009, 2.

²⁷ Siehe dazu z.B. TETT in LIPTON/RENNIE (Hrsg.), Credit Derivatives, 13, 15.

²⁸ Statt vieler: CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.165.

²⁹ Nicht zu verwechseln mit dem Credit Spread. Vgl. zu diesem unten III.2.b) (S. 53).

³⁰ Beim TRS ergibt sich die Entschädigung aus der Differenz zwischen der TRS Prämie und der periodischen Weiterleitung der Erträge.

übertragenen Kreditrisiko wie auch vom Eindeckungsrisiko – dem Kreditrisiko des Sicherungsgebers – des Kreditderivates selbst ab³¹. Die Entschädigung für die Risikoübernahme muss sich nicht zwingend aus einer einzelnen Zahlungspflicht ergeben, sondern kann wie beim Total Return Swap (TRS) auch in der Differenz gegenseitiger Zahlungsströme liegen.

Die Entschädigungen für die Risikoübernahme aus Kreditderivaten haben sich insbesondere bei liquiden Kreditderivaten wie etwa gewissen CDS zu einer selbständigen Messgrösse zur Einschätzung des Kreditrisikos eines Referenzschuldners entwickelt³².

d) Synthetische Instrumente

Bei Kreditderivaten handelt es sich um sog. synthetische Instrumente. Dies bedeutet, dass der Abschluss eines Kreditderivates zwar keine vertragliche Beziehung des Sicherungsgebers gegenüber dem Referenzschuldner begründet, jener aber so gestellt wird, als ob eine solche Beziehung bestünde³³. Der Referenzschuldner wird auch nicht Partei eines Kreditderivates, er ist um den erfolgten Risikotransfer nicht einmal in Kenntnis zu setzen. Risikotransfer mittels Kreditderivaten lässt sich folglich vertraulich gestalten³⁴. Mit der erwähnten synthetischen Eigenschaft hängt des weiteren auch zusammen, dass der Sicherungsnehmer dem Risiko selbst nicht ausgesetzt zu sein braucht – überhaupt nicht wie auch nicht im identischen Umfang wie der Nominalwert des Kreditderivates³⁵. Damit dienen Kreditderivate in erster Linie auch nicht der direkten Schadloshaltung des Sicherungsnehmers³⁶. Eine diesbezügliche Unterscheidung von Kreditderivaten nach dem Sachverhalt im Einzelfall wurde gesamthaft bisher kaum vorgenommen; nur bei Credit Default Swaps wurden in Bezug auf die Frage, ob der Sicherungsnehmer aus dem Basiswert tatsächlich

³¹ Vgl. BRANDT, BKR 2002, 243. Siehe ferner unten bei den einzelnen Instrumenten, für den CDS 2:III.1.b)aa) (S. 152), den TRS 2:IV.1.b)cc) (S. 223), die CSO 2:V.1.b)bb) (S. 251).

³² CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.171; siehe auch unten 2:III.1.b)aa) (S. 152).

³³ Siehe dazu J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 1, S. 10, ch. 7, S. 72 ff.; CHOUDHRY, Issues, 229; ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 7; HU/BLACK, The M&A Lawyer 2008/4, 5.

³⁴ J.P. MORGAN, JPM Guide, ch 1, S. 9; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N.2075 f.; PARKER, Credit Derivatives, 10; CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.165; vgl. ferner HORAT, ST 2003, 969; TETT in LIPTON/RENNIE (Hrsg.), Credit Derivatives, 5.

³⁵ Vgl. z.B. WHITELEY, Issues, 675; EDWARDS, JBL 2004, 618; CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.165.

³⁶ CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.165; EDWARDS, JBL 2004, 618.

einem Risiko ausgesetzt ist, neuerlich Differenzierungen vorgenommen und CDS in *naked* sowie *covered* aufgeteilt³⁷.

In Bezug auf diejenigen Sicherungsnehmer, welche dem Risiko ausgesetzt sind, wurden ebenfalls entsprechende Begriffe geschaffen. Sicherungsnehmer, welche die Referenzverbindlichkeit eines Kreditderivates selbst halten, besitzen aus der Kreditbeziehung vertragliche oder gesetzliche Rechte, wie z.B. die Rechte nach den Art. 1159 ff. OR bei einer Anleihe. Im Umfang des Nominalwertes des Kreditderivates wurden die aus dieser Referenzverbindlichkeit fließenden Kreditrisiken auf den Sicherungsgeber übertragen: folglich übersteigen die aus dem Halten des Basiswertes fließenden Rechte im Umfang des Kreditderivates die entsprechenden Risiken, und dieser Sicherungsnehmer kann als *empty creditor* bezeichnet werden³⁸.

2. Grundtypen

Die für Kreditderivate begriffsnotwendige Abhängigkeit einer Zahlung vom Kreditrisiko eines Basiswertes lässt sich auf verschiedene Weise gestalten, da sich das Kreditrisiko selbst an verschiedene sogenannte Kreditrisikomessgrößen oder kreditrisikobezogene Ereignisse anknüpfen lässt. Dementsprechend lassen sich Kreditderivate einteilen in Credit Default, Credit Spread und Total Return Produkte^{39 40}. Auf diese Einteilung lassen sich auch die in der Praxis herausgebildeten Grundtypen zurückführen, auf deren Kombinationen auch die meisten komplexeren Kreditderivate basieren⁴¹. Als diese Grundtypen gelten Credit Default Swaps (CDS), Credit Spread Options (CSO) sowie Total Return Swaps⁴² (TRS)^{43 44}. Neben diesen Grundtypen kön-

³⁷ Siehe dazu unten 3:III.1.b)dd)2) (S. 306).

³⁸ Der Begriff wurde von HU/BLACK, *The M&A Lawyer* 2008/4, 5 aus dem Begriff der *empty voters* abgeleitet. Siehe ferner HEMEL, *YJR* 2010, 161 m.w.N.

³⁹ HENDERSON, *JIBFL* 1998, 335 (welcher jedoch anstelle von Credit Spread Produkten von Credit Decline Produkten spricht); BURGHOFF/HENKE/RUDOLPH, *ZBB* 1998; 277 f. NONNENMACHER/BRASCH, *Kreditderivate*, 1988 f.; BURGHOFF/HENKE in *BURGHOFF et al. (Hrsg.), Kreditderivate*, 33; HUDSON, *Derivatives*, Rz. 2–129; SIEVERS, *Kreditderivate*, 36. Ebenfalls nach DAS in der 2. Aufl. *DAS, Products* (2. A.), 8; *DAS, Credit Derivatives*, 7 (3. Aufl.) spricht nur noch von den Credit Spread Produkten; Credit Default sowie Total Return werden nur noch in der Swap Form angeführt.

⁴⁰ Siehe zur Erfassung des Kreditrisikos anhand Credit Events und Credit Spreads auch unten III.2 (S. 52); zur Total Return Perspektive des Kreditrisikos unten bei III.1 (S. 50).

⁴¹ J.P. MORGAN, *JPM Guide*, chapter 1; vgl. auch PARKER, *Credit Derivatives*, 27.

⁴² Relativierend zur Betrachtung des TRS als Kreditderivat jedoch O'KANE, *Lehman*, 42.

nen z.B. Credit Default Produkte auch als Credit Default Optionen⁴⁵ ⁴⁶, oder Credit Spread Produkte auch als Forward oder Swap ausgestaltet werden⁴⁷. Wenn vorliegend von den Grundtypen der Kreditderivate gesprochen wird, so handelt es sich um diejenigen Strukturierungen innerhalb der verschiedenen Anknüpfungsmöglichkeiten, die am häufigsten verwendet werden.

⁴³ J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 1; JAMES, Derivatives, 13; CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.172; BRANDT, BKR 2002, 243 ff.; CHAPLIN, Credit Derivatives, 49 f.; KLINGNER-SCHMIDT in *DERLEDER/KNOPS/BAMBERGER (Hrsg.)*, Handbuch Bankrecht, § 55 N 31; LOMBARDINI, Droit Bancaire, 951 Rz. 29; BÜSCHGEN/BÖRNER, Bankbetriebslehre, 286; vgl. ferner HORAT, ST 2003, 969 Abb. 1; KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Rz. 14.6, 14.112; HEINRICH, Kreditderivate, 35; STAUB, Kreditrisikotransfer, 25 ff.; RIEGER, Derivate, 236; CHAPLIN, Credit Derivatives, 49 f.; O'KANE, Lehman, 17 ff.; RUDOLPH/SCHÄFER, Finanzmarktinstrumente, 176. Credit Spread Optionen werden bisweilen jedoch nicht erwähnt: vgl. z.B. HULL, Derivatives, 547 ff.; SCHÜWER/STEFFEN in *ZEREY (Hrsg.)*, Finanzderivate, § 1 N 31 ff.

⁴⁴ In der deutschen Lehre werden bisweilen Übersetzungen verwendet, womit von Kreditsicherungs-Swap, Gesamtrisiko-Swap oder Spannsicherungs-Swap die Rede ist. Vgl. dazu etwa JAHN in *SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI (Hrsg.)*, Bankrechts-Handbuch, § 114 N 25. Diese Terminologie ist m.E. abzulehnen: Sie ist einerseits insofern inkonsequent, als dass dennoch der engl. Begriff *Swap* in der deutschen Übersetzung verwendet wird, andererseits ist die Terminologie in diesem Bereich bereits genügend ungenau und teilweise sogar geradezu verwirrend, was durch die Verwendung von deutschen «Übersetzungen» noch gefördert wird, insbesondere wenn jeder Autor seine eigenen Kreationen verwendet. Siehe z.B. JAHN zur Definition des Kreditsicherungs-Swaps: «Bei dem klassischen Kreditsicherungs-Swap (das Geschäft kann auch als Kreditrisiko-Option ausgestaltet werden, engl. *credit default swap/credit swap* oder *credit default option/credit option* – auch gelegentlich *Zahlungsverzugs-/Kreditausfall-Swap/Option* genannt) erbringt der [...]».

⁴⁵ So noch DAS, Products (2. A.), 27. Credit Default Options werden in der 3. Aufl. nicht mehr erwähnt, vgl. DAS, Credit Derivatives, *passim*.

⁴⁶ Credit Default Option als Synonym zum Credit Default Swap: MUGASHA, Multi-Bank Financing, Rz. 8.64.

⁴⁷ DAS, Credit Derivatives, 7 f.; WHITELEY, Issues, 717; BURGHOFF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 280.

a) Credit Default Swap

aa) Grundstruktur

Ein Credit Default Swap (CDS)⁴⁸ ist ein Vertrag, welcher der einen Partei ermöglicht, das Ausfallrisiko eines Basiswertes – i.d.R. einer spezifizierten Referenzverbindlichkeit wie einer Anleihe oder einem Kreditvertrag – bzw. des Schuldners dieser Verbindlichkeit (Referenzschuldner) auf eine andere Partei zu übertragen⁴⁹. Gegen eine jährliche Prämie (CDS Spread) sichert der Sicherungsgeber dem Sicherungsnehmer im Falle des Eintritts eines Credit Events eine Ausgleichsleistung zu⁵⁰.

Die Credit Events sowie der für die Bestimmung der Ausgleichsleistung verwendete Mechanismus sind variabel und werden von den Parteien bei Vertragsschluss festgelegt. Dabei hat sich für die Credit Events eine Marktpraxis ergeben⁵¹. Tritt während der Laufzeit kein Credit Event ein, erhält der Sicherungsgeber die Prämien und braucht keine Gegenleistung zu erbringen. Bei einem Eintritt dagegen entsteht beim Sicherungsnehmer ein Ausgleichsanspruch gegenüber dem Sicherungsgeber. Dieser bezweckt regelmäßig eine Kompensation für den mit dem Ausfall einhergehenden Verlust⁵² und kann als Cash oder Physical Settlement ausgestaltet werden.

Ein beim CDS teilweise benutzte besondere Variante des Cash Settlements ist das sogenannte Binary Settlement. Bei diesem wird der Umfang der zu leistende Zahlung bereits bei Vertragsschluss festgelegt⁵³. CDS mit Binary Settlement werden auch als Binary CDS⁵⁴ bezeichnet.

bb) Single Name und Basket CDS

In Bezug auf den Basiswert lassen sich u.a. Single Name und Basket CDS unterscheiden: während erstere sich nur einen einzelnen Basiswert beziehen, liegen den sog. Basket CDS mehrere Basiswerte verschiedener Schuldner

⁴⁸ Die Bezeichnung als Swap hat sich nach NESKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate*, 61, ohne ökonomische Begründung eingebürgert; ähnlich MUGASHA, *Multi-Bank Financing*, Rz. 8.65.

⁴⁹ RESOVAC, *Credit Linked Notes*, 235; DAS, *Products (2. A.)*, 27; O'KANE, *Default Swaps*, 3; HEINRICH, *Kreditderivate*, 39.

⁵⁰ SPIELER, *Kreditderivate*, 209; DAS, *Products (2. A.)*, 27 f.; HEINRICH, *Kreditderivate*, 39.

⁵¹ Siehe unten III.2.c) (S. 56) sowie im Detail unter 2:III.1.c) (S. 157)

⁵² DAS, *Products (2. A.)*, 33; O'KANE, *Default Swaps*, 3.

⁵³ Vgl. DAS, *Products (2. A.)*, 35.

⁵⁴ HULL, *Derivatives*, 554.

(ein Korb) zugrunde⁵⁵. Beim Basket CDS lassen sich verschiedene Varianten der Auszahlungsmodalitäten unterscheiden: Beim sog. Portfolio CDS⁵⁶ wird bei jedem Credit Event eines Basiswertes im Portfolio eine Auszahlungsverpflichtung begründet⁵⁷, bei der n th-to-Default Struktur entsteht nur eine Verpflichtung zur Ausgleichsleistung, wenn der n -te Credit Event im Korb eintritt⁵⁸. So entsteht bei der First-to-Default Struktur nur beim ersten Credit Event eine Ausgleichsleistungsverpflichtung, im Anschluss wird der Vertrag beendet⁵⁹. Entsprechend bezieht sich die Second-to-Default Struktur auf den zweiten Credit Event oder allgemein die n th-to-Default Struktur auf den n -ten Credit Event. Die Ausgleichsleistung wird mittels derselben Varianten wie beim Single Name CDS berechnet⁶⁰.

cc) *Anwendungssachverhalt*⁶¹

Die Proteby Bank hält im Juni 2009 eine festverzinsliche Anleihen der Ref Industries AG zu einem Nennwert von CHF 70 Mio., einer Restlaufzeit von 9 Jahren und einem Coupon von 4.125% pa. Die Ref Industries AG beantragt nun bei der Proteby Bank einen Kredit mit einer Laufzeit von 5 Jahren und einer Höhe von CHF 80 Mio. Die Verzinsung beträgt 3.75% pa.

Angenommen, die Proteby Bank kann aufgrund regulatorischer sowie interner Vorschriften höchstens weitere CHF 10 Mio. Fremdkapital an die Ref Industries AG selbst wie auch in deren Branche investieren, ohne Klumpenrisiken einzugehen und interne Kreditlinien zu missachten. Aufgrund der höheren Verzinsung der Anleihe gegenüber dem beantragten Kredit kann ein Verkauf der Anleihe zugunsten der Kreditvergabe unvorteilhaft ausfallen. Ein negativer Kreditentscheid hingegen könnte die angenommene solide Geschäftsbeziehung zu der Ref Industries AG gefährden.

Als Ausweg aus diesem Dilemma bietet sich nun die Übertragung des Kreditrisikos der Ref Industries AG mittels eines Kreditderivates wie z.B. eines Credit Default Swaps an: Ein vertraulicher Transfer des Ausfallrisikos der Anleihe mittels eines CDS mit einer Laufzeit von 5 Jahren mit einem

⁵⁵ Siehe dazu unten 2:III.1.e)bb) (S. 174); zum Ganzen z.B. PARKER, Credit Derivatives, 25, 32 ff.

⁵⁶ Auch Add-Up basket CDS genannt: HULL, Derivatives, 558.

⁵⁷ PARKER, Credit Derivatives, 35; HULL, Derivatives, 558; vgl. auch O'KANE, Lehman, 57.

⁵⁸ PARKER, Credit Derivatives, 32; HULL, Derivatives, 558.

⁵⁹ Vgl. DAS, Products (2. A.), 39 ff.; DAS, Applications (2.A.), 175 f.; O'KANE, Lehman, 46 f.

⁶⁰ HULL, Derivatives, 558.

⁶¹ Ein Beispiel einer Transaktionsbestätigung für diesen Anwendungssachverhalt eines CDS findet sich unten 4:I.1.b) (S. 326).

Nominalwert von optimalerweise CHF 70 Mio. würde der Proteby Bank ermöglichen, sowohl ihr Kreditengagement gegenüber der Ref Industries AG nicht überzustrapazieren sowie die Geschäftsbeziehung nicht unnötig zu belasten.

Die Rho Bank ihrerseits hat in der gesamten Branche, in welcher die Ref Industries AG tätig ist, keine Kreditvergaben getätigt und erachtet ein Engagement u.a. zwecks Diversifizierung ihres Kreditportfolios wie auch der Generierung von Erträgen als zweckmässig.

Die beiden Banken vereinbaren folglich einen Kreditrisikotransfer mittels eines Credit Default Swaps. Eine Variante für die Bestätigung dieser Transaktion ist im 4. Teil vorhanden⁶². Es weist die folgenden Eckdaten auf: Die Laufzeit dieses CDS beträgt 5 Jahre, als Referenzverbindlichkeit wird die Anleihe der Ref Industries AG bezeichnet, der CDS weist einen Nominalwert von CHF 70 Mio. auf und die Prämie beträgt 3.25% pa.

Die Proteby Bank erhält von der Ref Industries AG weiterhin die vereinbarten Zinszahlungen – die Coupons der Anleihe sowie die Zinsen aus dem Kredit. Aus dem CDS ist sie verpflichtet, für die nächsten 5 Jahre (Laufzeit CDS) jährlich die vereinbarte Prämie an die Rho Bank für deren Risikoübernahme zu bezahlen. Der Umfang der Prämie sollte derjenigen im Zins der Kreditbeziehung enthaltenen gleichkommen^{63 64}. Die Prämie wird auf den Nominalwert des CDS von CHF 70 Mio, berechnet – $3.25\% \times 70 \text{ Mio.}$ entsprechen jährlich CHF 2.275 Mio.

Im Gegenzug hat sich die Rho Bank als Sicherungsgeberin verpflichtet, bei Eintritt eines festgelegten Credit Events bei der Ref Industries AG die Referenzverbindlichkeit von der Proteby Bank zum Nennwert von CHF 70 Mio. abzukaufen (Physical Settlement). Wird nun z.B. während der Laufzeit über die Ref Industries AG der Konkurs eröffnet, entspricht dies einem vereinbarten Credit Event und die Proteby Bank darf der Rho Bank die Anleihe verkaufen. Diese muss sie annehmen und den Kaufpreis von CHF 70 Mio. bezahlen. Zu diesem Zeitpunkt wird der Marktwert der Anleihe den zu erwartenden Deckungswert widerspiegeln und folglich weniger als der Nennwert und gleichzeitig Kaufpreis betragen. Der Verlust der Rho Bank beschränkt sich damit auf den bezahlten Nennwert von CHF 70 Mio.

⁶² 4:I.1.b) (S. 326).

⁶³ NESKE in BURGHOFF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 59 f.

⁶⁴ Angenommen der 12 Monats CHF LIBOR betrage zu diesem Zeitpunkt 0.5 %, so entsprechen diese 3.25 % dem sog. Credit Spread des beantragten Kredits $3.75\% - 0.5\% = 3.25\%$. Zum Credit Spread sowie dessen Berechnung siehe unten III.2.b) (S. 53).

abzüglich der zu erhaltenen Konkursdividende der Anleihe oder deren aktuellen Marktwert bei einem sofortigen Weiterverkauf. Weist die Anleihe z.B. einen Marktwert von 45 % auf und entscheidet sich die Rho Bank für einen sofortigen Verkauf, erhält sie 45% von CHF 70 Mio = CHF 31.5 Mio., sie hat folglich einen Verlust von 55 % oder von = CHF 38.5 Mio. (70 Mio minus 31.5 Mio) erlitten.

b) Total Return Swap

aa) Grundstruktur

Ein Total Return Swap⁶⁵ überträgt gegen einen vordefinierten Zahlungsstrom (TRS Prämie)⁶⁶ den gesamten ökonomischen Ertrag einer Referenzverbindlichkeit (den sog. Total Return) auf den Sicherungsgeber^{67 68}. Dieser Total Return setzt sich zusammen aus Zinsen und Gebühren sowie Marktwertveränderungen der Referenzverbindlichkeit⁶⁹. Da Marktwertverände-

⁶⁵ Teilweise auch als Total Rate of Return Swap bezeichnet, vgl. J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 2, S. 19; SPIELER, Kreditderivate, 212; BRANDT, BKR 2002, 244; JAHN in SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 114 N 26; SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 N 40; RUDOLPH/SCHÄFER, Finanzmarktinstrumente, 178. Seltener wird der Total Rate of Return Swap als eine Variante des Total Return Swaps angeführt, wobei die Differenz in der Leistung des Sicherungsgebers bestehe: vgl. MUGASHA, Multi-Bank Financing, Rz. 8.68 ff; noch bei DAS, Products (2. A.), 10 ff., keine Unterscheidung mehr bei DAS, Credit Derivatives, 9.

⁶⁶ In der Regel basierend auf LIBOR/EURIBOR zu- oder abzüglich einer Marge, entsprechend den Finanzierungskosten des Basiswertes: DAS, Credit Derivatives, 9; NESKE in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 61; SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 N 40; HULL, Derivatives, 558.

⁶⁷ Auch als TRS-Empfänger, Total Return Empfänger, Total Return Receiver bezeichnet.

⁶⁸ Vgl. J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 2, S. 19; DAS, Credit Derivatives, 8 f.; O'KANE, Lehman, 42; RUDOLPH/SCHÄFER, Finanzmarktinstrumente, 178. NESKE in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 62; HULL, Derivatives, 558. Eine von der erwähnten Struktur abweichende Variante des TRS vertritt jedoch z.B. CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.175 f., wonach die Gegenleistung des Sicherungsgebers nicht eine vordefinierte Prämie, sondern den Total Return umfasse, welcher aus der Referenzverbindlichkeit hätte bezahlt werden müssen, und der Sicherungsnehmer dagegen den tatsächlich bezahlten Total Return. Zusätzlich bezahlt der Sicherungsnehmer noch eine periodische Prämie für diesen Schutz.

⁶⁹ J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 2, S. 19; NESKE in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 61; JAHN in SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 114 N 26; HULL, Derivatives, 558; MATHIEU/D'HÉROUVILLE, dérivés de crédit, 49; SPIELER, Kreditderivate, 212; BRANDT, BKR 2002, 244; vgl. auch die Total Return Perspektive unten III.1 (S. 50) i.f.

rungen sowohl durch Marktrisiken wie auch Kreditrisiken des Referenzschuldners bzw. der -verbindlichkeit verursacht werden können, transferiert ein TRS diese Risiken in gebündelter Form⁷⁰ und ermöglicht damit eine vollständige Übertragung des gesamten ökonomischen Risikos einer zugrundeliegenden Verbindlichkeit⁷¹.

Die Marktwertveränderungen einer Verbindlichkeit selbst können sowohl in einer Steigerung wie auch in einer Minderung bestehen. Unter Weiterleitung der Marktwertveränderungen wird infolgedessen verstanden, dass Steigerungen vom Sicherungsnehmer (auch TRS-Zahler) an den Sicherungsgeber (auch TRS-Empfänger) weiterzuleiten sind, während umgekehrt Minderungen durch den Sicherungsgeber auszugleichen sind⁷². Der Ausgleich der Wertveränderung lässt sich als Cash Settlement oder Physical Settlement vereinbaren. In ersterem Fall können die entsprechenden Zahlungen entweder zum Enddatum der Transaktion hin oder auch periodisch während der Laufzeit erfolgen und entsprechen den Veränderungen des Marktpreises im Berechnungszeitraum⁷³. Ein Physical Settlement dagegen findet nur zum Transaktionsende hin statt und umfasst den Verkauf der Referenzverbindlichkeit an den Sicherungsgeber i.d.R. gegen Bezahlung des Nominalwertes; möglich ist z.B. auch eine Lieferung gegen Bezahlung des zu Transaktionsbeginn aufgewiesenen (Markt-)Wertes⁷⁴.

In einer weiteren Variante des TRS kann auch der Kauf der Referenzverbindlichkeit durch den Sicherungsnehmer zu Beginn der Transaktion sowie der Rückkauf zu Transaktionsende vereinbart werden. Dabei kann der Rückkauf auch optional ausgestaltet oder gänzlich ausgeschlossen werden^{75 76}.

⁷⁰ Siehe dazu DAS, *Products* (2. A.), 16; ferner NORDEN, *Kreditderivate*, 23; MUGASHA, *Multi-Bank Financing*, Rz. 8.68.

⁷¹ DAS, *Credit Derivatives*, 8 f., 16; NESKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.)*, *Kreditderivate*, 62; ; LÄGER/SCHLOSSER in *ZEREY (Hrsg.)*, *Finanzderivate*, § 2 N 4; vgl. RESOVAC, *Credit Linked Notes*, 235; JAHN in *SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI (Hrsg.)*, *Bankrechts-Handbuch*, § 114 N 26.

⁷² DAS, *Credit Derivatives*, 12; HULL, *Derivatives*, 559; O'KANE, *Lehman*, 43 Fig. 27.

⁷³ Vgl. J.P. MORGAN, *JPM Guide*, ch. 2, S. 19; DAS, *Credit Derivatives*, 12; JAHN in *SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI (Hrsg.)*, *Bankrechts-Handbuch*, § 114 N 26; HULL, *Derivatives*, 559.

⁷⁴ J.P. MORGAN, *JPM Guide*, ch. 2, S. 19; NESKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.)*, *Kreditderivate*, 62; DAS, *Credit Derivatives*, 12; HULL, *Derivatives*, 559.

⁷⁵ Vgl. RICHA, *repos*, 56; ZELLWEGE-GUTKNECHT, *SZW* 2010, 272.

⁷⁶ Siehe dazu im Detail unten im Rahmen der Abgrenzung des TRS gegenüber der Share Swap Transaction:2:IV.2.a)bb) (S. 228). Im Rahmen eines TRS hat der Rückkaufspreis

bb) Anwendungssachverhalt⁷⁷

Die Rho Bank hat Refinanzierungskosten von LIBOR +27 bps. Sie möchte zwecks Diversifizierung ihres Kreditportfolios ein Kreditengagement bei der Ref Industries AG eingehen. Die Verzinsung eines solchen Engagements beträgt zum aktuellen Zeitpunkt LIBOR +32 bps.

Die Proteby Bank hat Refinanzierungskosten von LIBOR -2 bps. Ihr Portfolio weise gegenüber der Ref Industries AG eine starke Konzentration auf, welches sie dringend abbauen muss.

In dieser Ausgangslage können sich beide Banken durch den Abschluss eines Total Return Swaps, welchem eine Anleihe der Ref Industries AG zugrundeliegt, ökonomisch besser stellen. Das TRS ermöglicht u.a. Marktteilnehmern wie der Rho Bank, sich die Bilanzen von Marktteilnehmern wie der Proteby Bank mit niedrigeren Refinanzierungskosten «auszuleihen» und damit in weniger riskante Anlagen, d.h. Anlagen mit einem geringeren Kreditrisiko zu investieren, deren Finanzierung auf der eigenen Bilanz zu teuer wäre⁷⁸.

Die Proteby Bank übernimmt in diesem TRS die Stellung der Sicherungsnehmerin bzw. der Total Return Zahlerin, die Rho Bank diejenige als Sicherungsgeberin bzw. Total Return Empfängerin. Zum Laufzeitende hin wird ein Physical Settlement vereinbart, d.h. die Proteby Bank hat der Rho Bank die Anleihe im Umfang des Nominalwertes des TRS anzudienen und erhält einen zu Beginn vereinbarten Preis. Die von der Rho Bank zu bezahlende Prämie beträgt z.B. LIBOR +17 bps. Im Gegenzug erhält sie die Erträge aus der dem TRS zugrundeliegenden Anleihe. Die allfälligen Wertveränderungen der Referenzverbindlichkeit werden durch das Physical Settlement zum Laufzeitende hin ausgeglichen.

Die Proteby Bank erhält folglich 19 bps⁷⁹ für das Halten der Anleihe auf ihrer Bilanz und trägt gleichzeitig kein mit dieser zusammenhängendes Risiko mehr, hat folglich auch ihr Klumpenrisiko gegenüber der Ref Industries AG im Umfang des Nominalwertes des TRS verringert.

entgegen bisweilen anderen Ansichten jedoch dem Verkaufspreis zum Transaktionsbeginn zu entsprechen, siehe ebenfalls unten 2:IV.2.a)bb)2) (S. 229).

⁷⁷ Ein Beispiel einer Transaktionsbestätigung für diesen Anwendungssachverhalt eines TRS findet sich unten 4:II.1.b) (S. 326).

⁷⁸ NESKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate*, 62; ähnlich *DAS, Credit Derivatives*, 17; O'KANE, *Lehman*, 42.

⁷⁹ Die erhaltene Prämie aus dem Swap von von LIBOR +17 bps abzüglich der Kosten für die Refinanzierung von LIBOR -2 bps.

Die Rho Bank bezahlt die TRS-Prämie von LIBOR +17 bps für ein Aktivum, welches sie auf ihrer eigenen Bilanz mit LIBOR +27 bps hätte refinanzieren müssen. Ihre Marge hat sich folglich von 5 bps⁸⁰ auf 15 bps verdreifacht.

c) Credit Spread Option

aa) Die Grundstrukturen

Die Credit Spread Option (CSO) basiert auf dem sog. Credit Spread. Dieser gilt ebenfalls als eine der Messgrößen des Kreditrisikos⁸¹. Bei der CSO sind grundsätzlich zwei Varianten der Strukturierung zu unterscheiden, worauf sogleich einzugehen sein wird. Bisweilen⁸² wird das im folgenden als CSO verstandene Kreditderivat bzw. eine dieser Varianten auch als Credit Option bezeichnet⁸³.

Die vorliegend vorgenommene Unterscheidung zweier Varianten der CSO werden in der Literatur kaum vertreten⁸⁴, sondern entweder auf die eine oder die andere Variante verwiesen. Eine klare Unterscheidung der beiden Varianten ist jedoch einerseits bedeutsam, da ein Call auf den Credit Spread selbst (erste Variante) einem Put auf die Referenzverbindlichkeit

⁸⁰ Verzinsung der Anleihe von LIBOR +32 bps abzüglich der Kosten für die Refinanzierung von LIBOR +27 bps.

⁸¹ Siehe zum Begriff des Credit Spreads unten III.2.b) (S. 53).

⁸² Mehrheitlich wird jedoch von Credit Spread Options (bzw. Credit Spread Produkten, sofern auch der Credit Spread Future erwähnt wird) gesprochen: O'KANE, *Lehman*, 39 ff.; DAS, *Credit Derivatives*, 7, 8 Ex. 1.2, 20; CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 4.178; PARKER, *Credit Derivatives*, 40; BERG, *Kreditderivate*, 72 ff.; CHAPLIN, *Credit Derivatives*, 49 f., 159 f (Spread Option).

⁸³ Vgl. CHOUDHRY, *Handbook*, 179; NESKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.)*, *Kreditderivate*, 66: demnach Credit Options häufig auch als Credit Spread Options bezeichnet werden, da der Marktwert des Referenzaktivums sich durch den Credit Spread bestimmt; ähnlich auch GAUVIN, *dérivés de crédit*, 102 f. Credit Option und Credit Spread Option werden teilweise aber auch voneinander unterschieden: vgl. SIEVERS, *Kreditderivate*, 72 f., 78 f.; RUDOLPH/SCHÄFER, *Finanzmarktinstrumente*, 178. Vgl. ferner auch HUDSON, *Derivatives*, Rz. 2-131, welcher als Credit Option auch die Credit Default Option versteht. Dagegen führt J.P. MORGAN, *JPM Guide*, 86 sowohl die Credit Option als auch die davon zu differenzierende Credit Spread Option an.

⁸⁴ Für wie vorliegend beide Varianten BURGHOF/HENKE/RUDOLPH, *ZBB* 1998, 280 f.; RUDOLPH/SCHÄFER, *Finanzmarktinstrumente*, 178 f.; mehrere Varianten ebenfalls HEINRICH, *Kreditderivate*, 45 ff., wobei er die Default-Swaption zusätzlich anführt; ferner auch SIEVERS, *Kreditderivate*, 72 ff., 78 ff.

(zweite Variante) entspricht^{85 86}. Andererseits werden auch unterschiedliche Risiken übertragen: während bei ersterer nur ein Risikotransfer des mit der eigentlichen Bonitätsveränderung zusammenhängenden Ertragsdifferenz stattfindet, ermöglicht die CSO in der zweiten Variante auch einen Transfer des mit einer Bonitätsveränderung einhergehenden Risikos eines Marktwertverlustes einer festverzinslichen Referenzverbindlichkeit^{87 88}.

Diese beiden Varianten betreffen im wesentlichen den Inhalt des Rechts des Optionskäufers. Allen CSO gemeinsam ist deren optionale Struktur^{89 90}: der Käufer der CSO bezahlt dem Optionsverkäufer eine Prämie, in der Regel bei Vertragsschluss, und erhält ein im Optionsvertrag anhand folgender Punkte näher zu definierendes Recht⁹¹.

In der einen Variante der CSO kann der Optionskäufer bei Ausübung eine Zahlung im Umfang der Differenz zwischen dem Spot Spread (dem Credit Spread zum Ausübungszeitpunkt) und dem vereinbarten Strike Spread, multipliziert mit dem Nominalwert, fordern⁹². Ein Physical Settlement ist in diesem Fall nicht möglich⁹³. In der Ausgestaltung als Call erhält der Käufer der Option eine Zahlung, sofern der Spot Spread grösser ist als der vereinbarte Strike Spread, als Put entsprechend wenn er kleiner ist⁹⁴.

⁸⁵ Die Ausweitung des Credit Spreads hat eine Marktwertsenkung des Basiswertes zur Folge: vgl. BURGHOF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 281; PARKER, Credit Derivatives, 40; CHAPLIN, Credit Derivatives, 159; ferner CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.178 ff.; HUDSON, Derivatives, Rz. 2-35.

⁸⁶ BURGHOF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 281; O'KANE, Lehman, 39 f.; RUDOLPH/SCHÄFER, Finanzmarktinstrumente, 179; vgl. auch MATHIEU/D'HÉROUVILLE, dérivés de crédit, 55.

⁸⁷ Siehe SIEVERS, Kreditderivate, 80.

⁸⁸ Vgl. zum Ganzen auch BURGHOF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 281.

⁸⁹ Zur Option siehe unten II.3.c) (S. 43).

⁹⁰ Siehe z.B. CHOUDHRY, Handbook, 175; CHAPLIN, Credit Derivatives, 159.

⁹¹ Vgl. JAMES, Derivatives, 14; O'KANE, Lehman, 40 Fig. 25; CHAPLIN, Credit Derivatives, 159 f.

⁹² BURGHOF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 280; BANZ, Allfinanz, 265; GAUVIN, dérivés de crédit, 102 f.; HORAT, ST 2003, 971 f.; RUDOLPH/SCHÄFER, Finanzmarktinstrumente, 179; DAS, Credit Derivatives, 20; ähnlich auch CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.182.

⁹³ Wohl a.A. HORAT, ST 2003, 972 Fn. 9.

⁹⁴ Vgl. BURGHOF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 280; BANZ, Allfinanz, 265; HORAT, ST 2003, 972 Fn. 9; CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.182; RUDOLPH/SCHÄFER, Finanzmarktinstrumente, 179. Mathematisch basiert die Auszahlung der Call CSO auf folgender Formel: $(\text{Max } [0, \text{Spot Spread} - \text{Strike Spread}]) \times \text{Nominalwert}$: vgl. BURGHOF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 280 Abb. 4; RUDOLPH/SCHÄFER, Finanzmarktinstrumente, 179 Abb. 7.5.

In einer anderen Variante besteht auch bei der CSO die Möglichkeit, die Referenzverbindlichkeit zu kaufen oder zu verkaufen⁹⁵. Der vereinbarte Strike Spread stellt einen Faktor zur Ermittlung des Kaufpreises dar⁹⁶. Wie bei der Option üblich sind auch hier sämtliche für die Ermittlung des Kaufpreises relevanten Faktoren bei Vertragsschluss zu vereinbaren⁹⁷. In der Ausgestaltung als Put kann der Käufer eine Referenzverbindlichkeit zum Strike Spread an den Optionsverkäufer verkaufen, womit er sich gegen eine Ausweitung des Credit Spreads und dem damit einhergehenden Marktwertverlust der Referenzverbindlichkeit absichern kann⁹⁸. Neben diesem Physical Settlement ist in dieser Variante der CSO auch ein Cash Settlement möglich⁹⁹.

CSOs können wie auch Optionen europäischer, multi-europäischer¹⁰⁰ oder amerikanischer Natur sein¹⁰¹. Grundsätzlich übertragen CSO nur das Credit Spread Risiko und nehmen keinen Bezug zu einem eigentlichen Credit Event¹⁰². Da in der Regel der Eintritt eines Credit Events keinen Einfluss auf die CSO hat, übertragen sie auch das Ausfallrisiko, da der Credit Spread mit Eintritt eines Credit Events erwartungsgemäss steigen sollte¹⁰³. Diese Variante wird auch als no Knock-Out-Variante bezeichnet¹⁰⁴. Wird dagegen die CSO durch Eintritt eines Credit Events ausser Kraft gesetzt, über-

⁹⁵ JAMES, *Derivatives*, 14; BRANDT, *BKR 2002*, 244; GAUVIN, *dérivés de crédit*, 101 ff.; PARKER, *Credit Derivatives*, 40; CHAPLIN, *Credit Derivatives*, 159.

⁹⁶ BURGHOF/HENKE/RUDOLPH, *ZBB 1998*, 281; DAS, *Credit Derivatives*, 26 Ex. 1.11; HEINRICH, *Kreditderivate*, 46; SIEVERS, *Kreditderivate*, 78; PARKER, *Credit Derivatives*, 40; CHAPLIN, *Credit Derivatives*, 159; RUDOLPH/SCHÄFER, *Finanzmarktinstrumente*, 179. Siehe zur Berechnung des Wertes einer Anleihe z.B. DYM, *Credit Risk*, 201 f.

⁹⁷ Vgl. JAMES, *Derivatives*, 14.

⁹⁸ Vgl. JAMES, *Derivatives*, 14; CHAPLIN, *Credit Derivatives*, 159; STAUB, *Kreditrisikotransfer*, 30.

⁹⁹ CHAPLIN, *Credit Derivatives*, 160.

¹⁰⁰ Die multi-europäische Option wird als Bermuda-Option bezeichnet und ermöglicht eine Ausübung an mehreren vorab festgelegten Zeitpunkten: SPIELER, *Kreditderivate*, 214.

¹⁰¹ MATHIEU/D'HÉROUVILLE, *dérivés de crédit*, 55; SPIELER, *Kreditderivate*, 214; O'KANE, *Lehman*, 39; BRANDT, *BKR 2002*, 244; NESKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.)*, *Kreditderivate*, 65.

¹⁰² Vgl. MATHIEU/D'HÉROUVILLE, *dérivés de crédit*, 56; CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 4.182; RUDOLPH/SCHÄFER, *Finanzmarktinstrumente*, 179.

¹⁰³ Vgl. GAUVIN, *dérivés de crédit*, 103; DAS, *Credit Derivatives*, 24; CHAPLIN, *Credit Derivatives*, 162.

¹⁰⁴ NESKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.)*, *Kreditderivate*, 65.

trägt sie ausschliesslich das Credit Spread-Risiko. Entsprechend wird diese Variante als Knock-Out-Variante bezeichnet¹⁰⁵.

bb) Anwendungssachverhalt: Put CSO auf Referenzverbindlichkeit¹⁰⁶

Die Proteby Bank hält eine festverzinsliche Anleihe der Ref Industries AG mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren und einem aktuellen Börsenkurs von 99.4%. Sie möchte im Falle des plötzlichen Bedarfs von Liquidität die Anleihe auf dem Sekundärmarkt in den nächsten 2 Jahren verkaufen können, befürchte jedoch, dass sich die Bonität der Ref Industries in dieser Zeit verschlechtert. Tritt diese Befürchtung tatsächlich ein, würde der Marktwert der Anleihe sinken und damit ihr Credit Spread steigen¹⁰⁷. In Bezug auf das Marktzinsniveau geht die Proteby Bank davon aus, dass dieses gleichbleiben wird. Auch diese Veränderung hätte einen Einfluss auf den Marktwert der Anleihe.

Durch den Kauf einer Put CSO mit knock-out kann die Proteby Bank dieses unerwünschte Risiko des Marktwertverlustes der Referenzverbindlichkeit aufgrund einer Bonitätsverschlechterung absichern. Als risikolose Referenzposition wird eine geeignete Staatsanleihe der Eidgenossenschaft gewählt.

Durch die Vereinbarung eines knock-outs bei einem Credit Event wird das Ausfallrisiko nicht übertragen, d.h. die Prämie für diese CSO fällt kleiner aus als jene für eine CSO ohne knock-out.

Die Rho Bank geht ihrerseits davon aus, dass der Credit Spread der Ref Industries in den nächsten zwei Jahren ungefähr gleichbleiben wird, allenfalls kurzfristig leicht ansteigen könnte. Sie ist daher bereit, der Proteby Bank eine solche Put CSO zu verkaufen und erhält dafür die Optionsprämie.

Als Strike Spread werden 185 bps vereinbart, d.h. der Kaufpreis der Anleihe wird am allfälligen Ausübungszeitpunkt anhand dieses Spreads bestimmt.

¹⁰⁵ NESKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.)*, Kreditderivate, 65; CHAPLIN, Credit Derivatives, 160.

¹⁰⁶ Ein Beispiel einer Transaktionsbestätigung für diesen Anwendungssachverhalt einer CSO findet sich unten 4:III.1.b) (S. 326).

¹⁰⁷ Siehe zu diesem Anwendungsmotiv Nachweise in Fn. 98. Zur Korrelation der Bonität und des Marktwertes einer Anleihe siehe unten beim Credit Spread III.2.b) (S. 53).

3. Marktübersicht

a) Marktteilnehmer

Als potentielle Nutzer von Kreditderivaten fallen sämtliche Unternehmen in Betracht, welche Kreditrisiken ausgesetzt sind oder solche übernehmen wollen¹⁰⁸. Die Hauptakteure sind Investment- und Geschäftsbanken, Versicherungen sowie an Bedeutung gewinnende institutionelle Investoren und Hedge Funds¹⁰⁹. Der Grossteil des Marktes ist jedoch nicht sehr heterogen, bedeutende Anteile am Volumen werden von einigen wenigen Akteuren gehandelt¹¹⁰.

Viele dieser Marktteilnehmer erhalten erst durch Kreditderivate Zugang zu bestimmten Segmenten des Kreditmarktes, da deren Aktivitäten am Markt der Basiswerte selbst aufgrund von tatsächlichen oder rechtlichen Beschränkungen¹¹¹ ausgeschlossen sein können oder nur mit einem negativen Ergebnis¹¹² durchzuführen wären¹¹³. Dennoch – was auch als Kritik am Markt für Kreditderivate zu verstehen ist – sind tatsächlich nur wenige Akteure vorhanden, und diese vorwiegend aus dem Bankensektor¹¹⁴.

Kreditderivate werden auch von Banken ihren Kunden angeboten; so bietet z.B. die ZKB Kunden an, ein Credit Default Swap als Sicherungsnehmer abzuschliessen¹¹⁵.

¹⁰⁸ BURGHOFF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 281 f.; CHOUDHRY, Handbook, 177; vgl. ferner CHAPLIN, Credit Derivatives, 57.

¹⁰⁹ KULPA, JLEP 2009, 292; JAHN, BKR 2009, 27; PARKER, Credit Derivatives, 13, 15; CHOUDHRY, Handbook, 177; DAS, Credit Derivatives, 6 f.; BURGHOFF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 281 f.; vgl. auch CHAPLIN, Credit Derivatives, 57.

¹¹⁰ Vgl. HORAT, ST 2003, 969: demnach wurde im Jahr 2003 90 % des gehandelten Volumens von nur 20 Marktteilnehmern getätigt.

¹¹¹ Z.B. besteht aufgrund der Marktstellung kein Zugang zu Kreditrisiken aus gewissen Ländern oder Branchen.

¹¹² Z.B. kann ein Marktteilnehmer mit hohen Refinanzierungskosten Kreditrisikopositionen mit geringem Kreditrisiko (und damit auch geringerem Risikoaufschlag als risikoreichere Positionen) eingehen, welche auf der eigenen Bilanz zu teuer wären, dazu oben (S. 21).

¹¹³ BURGHOFF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 282.

¹¹⁴ Siehe TETT in LIPTON/RENNIE (Hrsg.), Credit Derivatives, 15 m.w.N.

¹¹⁵ Siehe unter <zkb.is-teledata.ch/html/doku/zinsundkredit_dokument_kreditderivate_1.html?timecode=>>.

b) Motive

Kreditderivate eignen sich wie auch die traditionellen derivativen Finanzinstrumente¹¹⁶ grundsätzlich zur Absicherung, Arbitrage und Spekulation¹¹⁷, wobei Absicherung und Spekulation als die am verbreitetsten Anwendungsmotive gelten¹¹⁸. Was unter diesen Motiven zu verstehen ist, ist unter aa) darzustellen, bevor unter bb) spezifische Motive des Einsatzes von Kreditderivaten angeführt werden.

aa) Begriffserklärungen: Absicherung, Arbitrage, Spekulation

Die Motive der Teilnehmer im Markt für derivative Finanzinstrumente im Allgemeinen werden grundsätzlich der Absicherung, der Arbitrage oder der Spekulation zugeordnet¹¹⁹. Unter Absicherung (engl. *Hedge*) ist ein Geschäft zu verstehen, welches eine zum abzusichernden Wert entgegengesetzte Preisentwicklung aufweist und damit gegen Verluste im abzusichernden Wert – z.B. aufgrund von Preisschwankungen – schützen soll¹²⁰. Die Absicherung als Motiv ist dabei vom Risikotransfer zu unterscheiden, welcher nach der vorliegenden Auffassung keine Absicherungswirkung aufzuweisen hat¹²¹.

Arbitrage dient dem Preisausgleich innerhalb eines Marktes oder zwischen verschiedenen Märkten oder Börsen durch Ausnutzen von Kurs- oder Preisunterschieden mittels eines Geschäftes, welches eine Kaufs- und eine Verkaufstransaktion kombiniert und einen risikolosen Gewinn ohne Kapitaleinsatz ermöglicht¹²².

Unter Spekulation fällt die gewinnbringende Ausnützung von erwarteten Preisunterschieden auf einem Markt, wobei sie aufgrund der blossen Erwartung stets mit einem Risiko verbunden ist¹²³. Ist die Absicht einer

¹¹⁶ Vgl.

¹¹⁷ BRÜTTING/WEBER/HEIDENREICH, FB 2003, 761; BURGHOFF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 282; BÜSCHGEN, Bankbetriebslehre, 977; vgl. ferner HENDERSON, JIBFL 1998, 336 f.; HUDSON, Derivatives, Rz. 2–118.

¹¹⁸ CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.148.

¹¹⁹ HULL, Derivatives, 1; HUDSON, Derivatives, Rz. 2–11 ff.; CONTRATTO, Regulierung, 23 ff.; vgl. ferner CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 1.05 f.; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 10 f.

¹²⁰ ZIMMERMANN in BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 546, unter Hedge.

¹²¹ Zum Begriff Risikotransfer siehe unten 1.

¹²² BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 70, unter Arbitrage.

¹²³ BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 974, unter Spekulation.

Transaktion ausschliesslich auf das Erzielen eines kurzfristigen Gewinns gerichtet, fällt sie unter Spekulation im engeren Sinn¹²⁴.

Während die Absicherung auf eine Risikoausgleichswirkung abzielt, ermöglichen Arbitrage- und Spekulationsmotive die Erzielung eines Zusatzgewinnes; damit lässt sich eine Zweiteilung der Anwendungsmotive vornehmen¹²⁵.

bb) Spezifische Motive bei Kreditderivaten

Die Motive zum Einsatz von Kreditderivaten lassen sich gleich wie bei den derivativen Finanzinstrumenten im Allgemeinen unter die soeben umschriebenen Motive der Absicherung Arbitrage und Spekulation subsumieren. Während die Entwicklung des Marktes für Kreditderivate insbesondere durch Absicherungsmotive im einem weiteren Sinn begünstigt wurde, wurden Kreditderivate mit dem Wachstum ihres Marktes und damit neuen Marktteilnehmern vermehrt zur regulatorischen Arbitrage sowie auch zur Spekulationszwecken eingesetzt¹²⁶. Wohl dominieren noch immer die Absicherungsmotive¹²⁷, die Grenzen zwischen den einzelnen Einsatzzwecken sind jedoch fließend und insbesondere kann die regulatorische Arbitrage auch Absicherungsmotiven – zumindest in einem weiteren Sinn – zugeordnet werden. Während im Rahmen von (reinen) Arbitragestrategien aus Preisunterschieden zwischen Krediten und Anleihen oder zwischen Krediten bzw. Anleihen unterschiedlicher Fälligkeiten die Erzielung risikofreie Gewinne ermöglicht werden¹²⁸, lassen sich im Bereich der (regulatorischen) Eigenkapitaloptimierung z.B. durch Übertragung von Kreditrisiken auf Institute, insbesondere Nichtbanken, deren Kosten der Risikounterlegung geringer als jene einer Bank sind, die Kosten für Kredite insgesamt senken¹²⁹.

¹²⁴ BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 974, unter Spekulation.

¹²⁵ BRÜTTING/WEBER/HEIDENREICH, FB 2003, 761.

¹²⁶ Siehe TETT in LIPTON/RENNIE (Hrsg.), Credit Derivatives, 7.

¹²⁷ BURGHOF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 282; BURGHOF/HENKE in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 37; vgl. auch die Ergebnisse einer Befragung von deutschen Banken nach der Eignung von Kreditderivaten für verschiedene Einsatzzwecke bei BRÜTTING/WEBER/HEIDENREICH, FB 2003, 762 f., Abb. 7 und 8.

¹²⁸ BURGHOF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 282.

¹²⁹ Siehe FRANKE in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 310; vgl. ferner WATZINGER in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 335, wonach vorauszusetzen ist, dass die freigesetzten Eigenmittel in höherverzinslichen Geschäftsbereichen wieder eingesetzt werden.

Ebenfalls als Absicherung ist der Einsatz von Kreditderivaten zum Kreditrisikomanagement (wie Abbau von Risikokonzentrationen oder die Diversifikation eines Kreditportfolios), dem Erschliessen alternativer Investments, der Festlegung von zukünftigen Refinanzierungskosten oder dem Management von Länderrisiken zu betrachten¹³⁰. Im Bereich des Kreditrisikomanagements kann eine Bank ihre komparativen Vorteile einer nur regionalen Tätigkeit oder der überdurchschnittlichen Fähigkeit in der Beurteilung von Kreditnehmern einer bestimmten Branche dank dem Einsatz von Kreditderivaten vollständig ausnutzen, ohne ein Konzentrationsrisiko in einer bestimmten Region oder Branche einzugehen¹³¹.

Die Nutzung von Kreditderivaten im Rahmen von Spekulationsstrategien ermöglicht einem Investor, die eigene Bonitätseinschätzung eines Unternehmens oder einer Branche gewinnbringend umzusetzen¹³² – zumindest sofern sie sich als richtig herausstellen sollte.

Insbesondere bei Banken kann der Einsatz von Kreditderivaten auch aus Handelsmotiven heraus erfolgen, so der Handel mit Kreditderivaten selbst oder das Market Making, jeweils mit dem Ziel, Gewinne aus der resultierenden Geld-/Briefspanne zu erzielen¹³³. Das Market Making für Kreditderivate konzentriert sich auf einige wenige Unternehmen bzw. Banken¹³⁴. Und schliesslich wird bisweilen auch die Finanzierung als Anwendungsmöglichkeit betrachtet, welche ihrerseits mit der zu schaffenden synthetischen Position zusammenhängt¹³⁵.

c) Marktvolumen

Der Markt für Kreditderivate entwickelte sich ab den 1990er Jahren und wies ab Mitte der 90er bis zum Jahr 2007 ein rasantes Wachstum auf¹³⁶. Ende 2005

¹³⁰ Vgl. BURGHOF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 282; PARKER, Credit Derivatives, 14; BURGHOF/HENKE in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 37; HAEBERLI in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 26 N 41; DAS, Credit Derivatives, 6.

¹³¹ FRANKE in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 311; vgl. ferner WATZINGER in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 332.

¹³² BURGHOF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 282.

¹³³ Vgl. PARKER, Credit Derivatives, 13 f.; CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.165.

¹³⁴ Vgl. PARKER, Credit Derivatives, 14 m.w.N.

¹³⁵ Z.B. CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.148 ff. m.w.H.; HULL, Derivatives, 559. Siehe dazu unten bei der Erörterung des Zwecks 2:II.2.c) (S. 122).

¹³⁶ Vgl. z.B. CHAPLIN, Credit Derivatives, 51; TETT in LIPTON/RENNIE (Hrsg.), Credit Derivatives, 3.

umfasste er ein ausstehendes Nominalvolumen von 12 Billionen USD¹³⁷. Geschätzt wurde im Jahr 2006 für Ende des Jahres 2008 ein Marktvolumen von 33 Billionen USD, tatsächlich umfasste gegen Ende 2007 nur der Markt für Credit Default Swaps (CDS) allein ein Volumen von 62 Billionen USD, welches im Nachgang der Finanzkrise sowie durch die dadurch angegangenen Massnahmen im ersten Halbjahr 2009 auf 31 Billionen USD zurückging¹³⁸. Credit Default Swaps sind die am meisten verbreiteten Kreditderivate. Der Anteil von Single Name CDS am gesamten Markt betrug 2006 wohl zwischen 33%¹³⁹ und 50%¹⁴⁰. TRS sowie CSO dagegen weisen nur einen geringen Marktanteil von ca. 10% auf¹⁴¹. Marktdaten von Kreditderivaten sind jedoch mit grossen Unsicherheiten behaftet¹⁴² – sofern überhaupt Zahlen vorliegen und diese auch aktuell sind. Aktuellere Zahlen als die angeführten scheinen zum Zeitpunkt nicht verfügbar¹⁴³.

4. Regulatorische Entwicklungen: Clearing

Die neuerlich durch die Finanzkrise aufgezeigten Konsequenzen auf dem internationalen Finanzmarkt haben die Bedeutung aufgezeigt, generell die Strukturen im Bereich des Handels mit OTC-Derivaten anzupassen und rufen die bereits 2003 in einem Brief von WARREN BUFFET an die Aktionäre der Berkshire Hathaway Inc. geäusserte Bedenken zu Derivaten als «*financial weapons of mass destruction*»¹⁴⁴ in Erinnerung¹⁴⁵. So sind für OTC-Derivate und damit grundsätzlich auch Kreditderivate Bestrebungen im Gange, zentrale Gegenparteien (Clearingstellen, *Central Counterparties*) zu schaffen, um Befürchtungen von Systemrisiken auf dem Markt zu begegnen und

¹³⁷ Finanz und Wirtschaft vom 27.9.2006, 11 (Börsenderivate: Konjunkturdaten belasten Futures auf Staatsanleihen – Banken diversifizieren mit Kreditrisiko).

¹³⁸ ISDA Market Survey, abrufbar unter <www.isda.org/statistics/pdf/ISDA-Market-Survey-historical-data.pdf>; siehe auch EUROPEAN CENTRAL BANK, CDS, 15; TETT in LIPTON/RENNIE (Hrsg.), Credit Derivatives, 14.

¹³⁹ Siehe PARKER, Credit Derivatives, 26.

¹⁴⁰ CHAPLIN, Credit Derivatives, 52.

¹⁴¹ CHAPLIN, Credit Derivatives, 52.

¹⁴² Vgl. CHAPLIN, Credit Derivatives, 51.

¹⁴³ Siehe z.B. die verwendeten Zahlen bei CHAPLIN, Credit Derivatives, 51 ff.

¹⁴⁴ WARREN BUFFET in Shareholder Letter 2002, 15, abrufbar unter <www.berkshirehathaway.com/letters/2002pdf.pdf>.

¹⁴⁵ Vgl. z.B. NZZ vom 12.02.2010, 15 (DANIEL HELLER, Entschärfung von «Massenvernichtungswaffen»); siehe auch ESSEBIER/KÜHN, AJP 2011, 652.

mithin Gegenparteirisiken zu minimieren¹⁴⁶. Die Pflicht zum Clearing betrifft sämtliche standardisierten OTC Derivate und soll bis Ende 2012 umgesetzt sein¹⁴⁷.

Bei der Abwicklung über eine Clearingstelle schliessen Sicherungsgeber und Sicherungsnehmer den zu clearingenden Vertrag untereinander ab; daraufhin schaltet sich die Clearingstelle zwischen die beiden Parteien und wird zum Sicherungsnehmer des ursprünglichen Sicherungsgebers und *vice versa*¹⁴⁸. Die Zwischenschaltung der Clearingstelle erfolgt aus vertragsrechtlicher Sicht durch eine Novation des bestehenden Vertrages durch Austausch der einen Vertragspartei¹⁴⁹.

Neben dem Clearing von OTC Derivaten, welches relativ konkrete Formen angenommen hat, scheinen entgegen ersten Eindrücken am Abend der Finanzkrise keine weiteren Regulierungen tatsächlich umgesetzt zu werden¹⁵⁰.

¹⁴⁶ Vgl. GUPTA, GLFDLR 2009, 1 ff. ; HÜPKES, J.B.L. 2009, 443 f.; ESSEBIER/KÜHN, AJP 2011, 653; NZZ vom 12.02.2010, 15 (DANIEL HELLER, Entschärfung von «Massenvernichtungswaffen»).

¹⁴⁷ Siehe HELLER/VAUSE, Clearing, 67.

¹⁴⁸ Vgl. JAMES, Derivatives, 5.

¹⁴⁹ Siehe BIS, OTC market activity 2010, 7.

¹⁵⁰ New York Times vom 20.09.2011 (Financial Regulatory Reform), abrufbar unter <topics.nytimes.com/topics/reference/timestopics/subjects/c/credit_crisis/financial_regulatory_reform/index.html?scp=1-spot&sq=Financial%20Regulatory%20Reform&st=cse>.

II. Derivative Finanzinstrumente

Derivative Finanzinstrumente haben sich in den letzten Jahrzehnten als grundsätzlich eigenständig wahrgenommene Produktgruppe entwickelt, weshalb sie vorliegend auch selbständig behandelt werden sollen. Dies soll nicht darüber hinweg täuschen, dass auch derivative Finanzinstrumente zu den Produkten des Risikotransfers gezählt werden können und dürfen.

Das folgende Kapitel befasst sich mit dem Begriff der derivativen Finanzinstrumente als Produktgruppe (1.) und ihren Erscheinungsformen und gängigen Systematisierungsmöglichkeiten (2.) Darauf aufbauend werden die Funktionsweise sowie Rechtsnatur der als Grundtypen herausgelösten Instrumente dargestellt (3.).

1. Begriff

Für die vorliegend als derivative Finanzinstrumente bezeichneten Produkte werden in Praxis und Lehre auch andere Begriffe wie etwa Finanzderivate oder auch nur Derivate verwendet¹⁵¹; diese Begriffe werden in der vorliegenden Arbeit als Synonyme aufgefasst, wenn auch vereinzelt gewisse Nuancierungen zwischen den einzelnen Begriffen erkennbar sind¹⁵².

Aus finanzökonomischer Sicht gelten als derivative Finanzinstrumente jene Instrumente, deren Kursentwicklung bzw. deren Wert sich vom Wert anderer, zugrundeliegender (Finanz)Produkte ableiten lässt^{153 154}. Diese zu-

¹⁵¹ Teilweise auch als Finanzinnovation bezeichnet, wobei sich m.E. diesem Begriff nichts abgewinnen lässt: vgl. dazu z.B. CHALIOULIAS, Swap, 24 m.w.N.

¹⁵² Sofern sich Derivate auf Finanzprodukte beziehen, werden sie zumindest im in Deutschland üblichen Sprachgebrauch auch als Finanzderivate bezeichnet, vgl. z.B. KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Rz. 14.74; ebenso CLOUTH, Finanz-Derivate, 1 ff. Im Englischen ist häufig der Begriff *Financial Derivatives* anzutreffen, welcher jedoch auch keinen gefestigten Inhalt aufweist, siehe dazu z.B. HUDSON, Derivatives, Rz. 2-04: er fokussiert auf «*over-the-counter derivatives*», welche er Rahmen seiner Publikation als «*financial derivatives*» zusammenfasst.

¹⁵³ HULL, Derivatives, 1; HUDSON, Derivatives, Rz. 2-03; MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 17; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2049; KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Rz. 14.74; SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 N 1; HENDERSON, JIBFL 1998, 337; PARKER, Credit Derivatives, 8; BSK BEHG-DAENIKER/WALLER, N 11 zu Art. 2 lit. a-c.

¹⁵⁴ Detailliert zur Wertabhängigkeit ASSMANN in ASSMANN/SCHNEIDER (Hrsg.), WpHG N 43, wonach das entscheidende Merkmal von Derivaten darin bestehe, «[...] dass die Bewertung (und damit der Preis) des Rechts, das in der Zukunft oder über einen zukünftigen Zeitraum geltend gemacht werden kann oder zur Erfüllung ist, auf Grund seiner inhaltlichen

grundlegenden Produkte werden allgemein als Basiswert oder auch Underlying bezeichnet; traditionell regelmässig genutzte Basiswerte sind Aktien, Währungen, Zinssätze, Anleihen oder Rohstoffe¹⁵⁵, in neuerer Zeit lassen sich noch Wetter-, Energie- oder Katastrophenderivaten anführen¹⁵⁶. Theoretisch können die Basiswerte derivativer Finanzinstrumente jedoch beliebiger Natur sein¹⁵⁷.

Verschiedentlich nimmt die (aufsichtsrechtlich motivierte) Gesetzgebung Bezug auf den Begriff Derivat und liefert bisweilen für ihren jeweiligen Anwendungsbereich Legaldefinitionen, wobei teilweise auch einzelne Derivate oder Kreditderivate gesondert legaldefiniert werden. Diese Legaldefinitionen decken sich weitgehend mit der erwähnten finanzökonomischen Definition. Diese wird nun in der neueren Literatur übereinstimmend zumindest als unvollständig und damit – allein darauf abstellend – als für die rechtliche Qualifikation nicht hinreichend betrachtet¹⁵⁸. Auf den Punkt gebracht: «*Calling a transaction a derivative, therefore, has increasingly little meaning. It is a beginning point and not an end in legal analysis*»¹⁵⁹. Des weiteren ist auch das Merkmal der Wertabhängigkeit selbst zu relativieren. Die Ableitung des Wertes des Derivates vom zugrundeliegenden Produkt ist bezogen auf ein einzelnes (bestehendes) Instrument korrekt¹⁶⁰. Andererseits gibt es Anzeichen dafür, dass zumindest bei einigen Basiswerten umgekehrt deren Preis von «ihren» Derivaten abgeleitet oder zumindest beeinflusst wird¹⁶¹.

Ausgestaltung unmittelbar oder mittelbar von einem Basiswert [...] abhängt, der seinerseits Preis- und Bewertungsschwankungen unterliegt».

¹⁵⁵ EMCH/RENN/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2049.

¹⁵⁶ HENDERSON, JIBFL 1998, 333; für eine Übersicht zur neueren Entwicklung tatsächlich verwendeter Basiswerte siehe z.B. CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.197 ff.; KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Nr. 14.74.

¹⁵⁷ MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 17, 23; CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 1.01; ebenfalls Indizes der vorstehend erwähnten Basiswerte sind möglich und üblich: vgl. z.B. CLOUTH, Finanz-Derivate, 1.

¹⁵⁸ HUDSON, Derivatives, Rz. 2–04; CONTRATTO, Regulierung, 8 f.; REINER, Derivative Finanzinstrumente, 11; HENDERSON, JIBFL 1998, 337. Weniger Vorbehalte finden sich in der älteren Lehre, welche sich damit begnügte, Derivate als Termingeschäfte (so z.B. GIGER, Finanzderivate, 21) oder als wertabhängig von einem Basiswert (so z.B. HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 45) zu umschreiben.

¹⁵⁹ HENDERSON, JIBFL 1999, 193.

¹⁶⁰ Siehe dazu soeben in Fn. 154.

¹⁶¹ Sofern es sich bei den Basiswerten um Rohstoffe handelt: siehe GROOTJANS/VERWEIJ, Influence, *passim*, insb. 5; vgl. ferner JAMES, Derivatives, 3; NZZ vom 20.07.2011, 29 (MARC CHESNEY, Derivative Finanzprodukte und ihre Systemrisiken); ferner

Einer präziseren Definition erscheint der Begriff des derivativen Finanzinstrumentes dennoch nicht zugänglich, und welche Finanzinstrumente nun als Derivate bzw. derivative Finanzinstrumente gelten, ergab sich nicht zuletzt aus einer reinen Beobachtung jener Geschäftszweige, welche von Finanzinstituten innerhalb ihrer Derivateabteilungen zusammengefasst wurden¹⁶².

Daher wird in neuerer Zeit versucht, derivative Finanzinstrumente nurmehr phänomenologisch zu erfassen. CONTRATTO führt dabei die folgenden Charakteristika als für Derivate typisch an¹⁶³: 1) die vertragliche Rechtsnatur; 2) die Wertabhängigkeit von der zukünftigen Entwicklung einer oder mehreren zugrundeliegenden Variablen; 3) ein innewohnendes aleatorisches Element mindestens einer der beiden vertraglichen Erfüllungsleistungen¹⁶⁴; 4) i.d.R. gekennzeichnet durch eine begrenzte Laufzeit; 5) ein in vielen Fällen innewohnender Hebeleffekt. Teilweise wird von weiteren Autoren die Zukunftsbezogenheit mindestens einer der Leistungen ebenfalls als ein Merkmal angeführt¹⁶⁵. Ein weiteres Merkmal nach REINER besteht ferner in der Möglichkeit, die zukünftigen Zahlungsströme zu jedem Zeitpunkt zu reproduzieren oder glattzustellen¹⁶⁶; diese Voraussetzung führt dazu, z.B. sich weit im Geld befindende Optionen mangels Reproduzierbarkeit ihrer Zahlungsströme nicht als Derivate zu betrachten¹⁶⁷, und schränkt ferner die für Derivate geeigneten Basiswerte ein¹⁶⁸. Eine weitere Meinung stellt zusätzlich auch auf die Art der Abwicklung ab: demgemäss wird ein Vertrag mit Physical Settlement, dessen Basiswert kein Finanzprodukt ist, nicht als derivatives Finanzinstrument gesehen¹⁶⁹. M.E. sollte der Derivatbegriff nicht zu stark eingeschränkt werden, weder anhand von kaum fassbaren Kriterien

BSK BEHG-DAENIKER/WALLER, N 11 zu Art. 2 lit. a-c; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 561.

¹⁶² Dazu HUDSON, Derivatives, Rz. 2-03.

¹⁶³ CONTRATTO, Regulierung, 8 ff.

¹⁶⁴ Ähnlich nun auch REINER/SCHACHT, WM 2010, 342, wogegen er früher die Wertabhängigkeit als ausschliesslich vom Zufall abhängig bezeichnet hatte, nur ein aleatorisches Element demgemäss nicht ausreichte: vgl. REINER, Derivative Finanzinstrumente, 12.

¹⁶⁵ CLOUTH, Finanz-Derivate, 9; KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Nr. 14.76; SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 N 1; REINER/SCHACHT, WM 2010, 342.

¹⁶⁶ REINER, Derivative Finanzinstrumente, 12, 21.

¹⁶⁷ REINER, Derivative Finanzinstrumente, 21.

¹⁶⁸ Siehe REINER, Derivative Finanzinstrumente, 23 ff, 26.

¹⁶⁹ So JAMES, Derivatives, 3.

wie der Reproduzierbarkeit noch durch eine Differenzierung von ökonomisch gleichwertigen Vorgängen wie der Art der Abwicklung.

2. Erscheinungsformen und Systematisierung

Wie der Begriff des derivativen Finanzinstrumentes so sind auch die Erscheinungsformen der einzelnen Derivate vielfältig und nicht präzise fassbar; BUFFET hat dies mit folgenden Worten auf den Punkt gebracht: «*[T]he range of derivatives contracts is limited only by the imagination of man (or sometimes, so it seems, madmen)*»¹⁷⁰.

Zur Systematisierung von derivativen Finanzinstrumenten orientiert sich die herrschende Lehre an verschiedenen Kriterien¹⁷¹; verbreitet ist dabei die Systematisierung nach der (finanzökonomischer) Struktur, welche eine Differenzierung in Termingeschäfte und Optionen¹⁷² bzw. in unbedingte und bedingte Termingeschäfte^{173 174} ermöglicht und schliesslich die Grundlage zur Einteilung derivativer Finanzinstrumente in die drei Grundtypen bildet.

Zu nennen sind ferner auch Differenzierungen nach Standardisierung und Handelsform in börsengehandelte und ausserbörslich gehandelte (Over the Counter, OTC) Kontrakte¹⁷⁵, sowie die in neuerer Zeit insbesondere in der deutschen Lehre verbreitete Differenzierung nach Produktgeneratio-

¹⁷⁰ BUFFET, Chairman's Letter, 13.

¹⁷¹ Siehe zu den möglichen Kriterien der Systematisierung z.B. CLOUTH, Finanz-Derivate, 7 ff.

¹⁷² PULVER, Derivatgeschäfte, 64; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2051; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 563, 584 ff.; CONTRATTO, Regulierung, 11 ff.

¹⁷³ GIGER, Finanzderivate, 21; MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 21; SZCZESNY, HSBC Leitfaden, 12; BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 304; SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, §1 N 4; ähnlich auch CLOUTH, Finanz-Derivate, 9 f. (Festgeschäft und Option).

¹⁷⁴ Der Unterschied in diesen zwei Auffassungen liegt bei der vertragsrechtlichen Betrachtung der Option: während die erstere deren Betrachtung als (bedingtes) Termingeschäft ablehnt, geht die letztere von dieser Auffassung aus, siehe dazu bei der Rechtsnatur der Option unten 3.c)bb) (S. 45).

¹⁷⁵ CLOUTH, Finanz-Derivate, 8 f.; MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 22; KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Nr. 14.80; CONTRATTO, Regulierung, 17 ff. Unter dem ausserbörslichen Effektenhandel wird der nicht organisierte und weder an Ort und Zeit gebundene Effektenhandel verstanden, BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 99; vgl zu den Problemen des Begriffs des OTC Handels und der vorliegenden Negativumschreibung: GIGER, Finanzderivate, 4 ff.

nen¹⁷⁶. Schliesslich sind auch Systematisierungen nach Risikoprofilen sowie nach Basiswerten möglich¹⁷⁷. Insbesondere die Bezeichnung von neueren Erscheinungsformen derivativer Finanzinstrumente orientieren sich dabei an deren Basiswerten, wie Kredit-, Wetter-, Energie- oder Katastrophenderivate¹⁷⁸.

Werden einzelne Erscheinungsformen derivativer Finanzinstrumente in der Literatur dargestellt, so erfolgt diese in einer Mischform der erwähnten Systematisierungsmöglichkeiten¹⁷⁹: Einerseits nach der finanzökonomischen Struktur nach Grundtypen, andererseits werden Derivate, welche auf neu hinzugekommene Basiswerten basieren, regelmässig nach diesen Basiswerten selbst benannt und neben den Grundtypen angeführt. Dies liegt wohl insbesondere am Dilemma, welches eine Systematisierung nach Grundtypen mit sich bringt, da neue Produktschaffungen allenfalls keinem dieser Grundtypen zugeordnet werden (können), wie dies beim CDS sowie dem TRS der Fall ist.

Ferner ist auch die Systematisierung nach Grundtypen zu relativieren. Sie unterscheiden sich durch verschiedene Anknüpfungen an den Wert oder das Risiko, und diese Anknüpfung entscheidet gleichzeitig auch über die möglichen Basiswerte¹⁸⁰.

Grundtypen können nun, wie bereits deren Bezeichnung andeutet, Bausteine für komplexere Derivate darstellen. Soll explizit nur der bekannte, übliche Grundtyp angesprochen werden, so wird dies häufig mit dem Begriff *plain vanilla* signalisiert¹⁸¹: mit *plain vanilla* Option ist folglich der an dieser Stelle vorzustellende Grundtyp der Option gemeint. Neuere und häufig komplexere Strukturierungen dagegen werden als *exotisch* bezeichnet¹⁸². Diese Benennungen sind selbstredend nicht in Stein gemeisselt: was heute *exotisch* ist, kann morgen bereits *plain vanilla* sein.

¹⁷⁶ Siehe dazu CLOUTH, *Finanz-Derivate*, 10 f.; vgl. für den Swap auch CHALIOULIAS, *Swap*, 35 ff.

¹⁷⁷ Siehe dazu KÜMPEL, *Kapitalmarktrecht*, Nr. 14.78 ff.

¹⁷⁸ Vgl. z.B. HUDSON, *Derivatives*, Rz. 2–142; HULL, *Derivatives*, 1, 750 ff., 758 f.; siehe auch CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 4.205.

¹⁷⁹ Vgl. auch CLOUTH, *Finanz-Derivate*, 97.

¹⁸⁰ Siehe dazu unten 2:II.2.a)cc) (S. 118).

¹⁸¹ Vgl. HULL, *Derivatives*, 812; CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 4.99; HUDSON, *Derivatives*, Rz. 1–06 Fn. 13, 2–72, 2–80.

¹⁸² Vgl. HULL, *Derivatives*, 805; HUDSON, *Derivatives*, Rz. 2–64.

3. Grundtypen

Nach ihrer finanzökonomischen Struktur lassen sich derivative Finanzinstrumente in Termingeschäfte und Optionen differenzieren¹⁸³. Vorliegend findet eine Beschränkung der Darstellung auf diese Grundtypen sowie deren rechtlicher Qualifikation statt. Inwiefern die einzelnen Kreditderivate diesen Grundtypen zugeordnet bzw. nicht zugeordnet werden können, wird im Rahmen der vertragsrechtlichen Qualifikation der einzelnen Grundtypen von Kreditderivaten zu klären sein.

Vorliegend wird von drei Grundtypen ausgegangen: dem Forward, dem Swap sowie der Option¹⁸⁴. Dabei sind die ersteren beiden den Termingeschäften zuzurechnen¹⁸⁵. Diese charakterisieren sich durch ein Auseinanderfallen des Zeitpunktes des Vertragsabschlusses mit jenem der Vertragserfüllung, wobei beide Parteien verpflichtet sind, den Vertrag zu erfüllen¹⁸⁶. Im Gegensatz dazu ist bei der Option die (ebenfalls zukünftige) Erfüllung des Vertrages an das Wahlrecht einer Partei gebunden. Dieses Wahlrecht bildet dann auch das Abgrenzungskriterium zwischen den beiden Kategorien¹⁸⁷, unabhängig von der unterschiedlichen Betrachtung der Option als bedingtes Termingeschäft oder einfach als Option.

a) Forwards und Futures

aa) Übersicht

Der Forward ist ein Vertrag, der beide Parteien verpflichtet, einen Basiswert in der im Voraus bestimmten Menge zu dem ebenfalls im Voraus vereinbarten Preis an einem zukünftigen Zeitpunkt zu verkaufen bzw. zu kaufen¹⁸⁸. Die ursprüngliche Funktion des Forwards bestand in der Fixierung des Preises eines Basiswertes am Abschlusstag des Kontrakts, um damit eine negative Kursentwicklung auf den Zeitpunkt der Erfüllung hin

¹⁸³ Siehe dazu oben 2 (S. 35).

¹⁸⁴ Siehe z.B. CONTRATTO, Regulierung, 13 Fn. 39 m.w.N. auf die unterschiedlichen Lehrmeinungen.

¹⁸⁵ Vgl. z.B. HUDSON, Derivatives, Rz. 2–05.

¹⁸⁶ GIGER, Finanzderivate, 21; MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 21; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2052 f.; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 10, 564; CONTRATTO, Regulierung, 11; SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 N 4.

¹⁸⁷ Vgl. MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 22.

¹⁸⁸ MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 22, 29, 36; PULVER, Derivatgeschäfte, 65; GIGER, Finanzderivate, 24; CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.10; HUDSON, Derivatives, Rz. 2-70.

abzudecken¹⁸⁹. Der Forward weist ein symmetrisches Rechte-Pflichten-Profil auf¹⁹⁰.

Vom Forward unterscheidet sich der sog. Future nur in der Form des Handels und (damit einhergehend) regelmässig den zugrundeliegenden Anwendungsmotiven. Während ersterer jeweils individuell zwischen den Parteien vereinbart und OTC gehandelt wird, ist der Future standardisiert und wird an einer (Derivat)Börse gehandelt¹⁹¹. Bei den meisten Futures wird die Lieferung der Ware durch einen Barausgleich (Cash Settlement) ersetzt. Im Vordergrund steht für die Parteien die Nutzung von erwarteten Preisveränderungen; dagegen dient der Forward den Parteien insbesondere dazu, sich gegen eine unerwünschte Preisveränderung ihrer Ware abzusichern¹⁹².

In der Regel separat erwähnt wird das sog. Forward Rate Agreement (FRA); die Struktur entspricht im Grunde genommen jener des Forwards¹⁹³, als Basiswert dient jedoch ausschliesslich ein Zinssatz. Die Parteien bestimmen im FRA einen Zinssatz, zu welchem es gekauft wird, den Betrag und die Dauer, auf welchen der Zinssatz anzuwenden ist sowie die Berechnungsweise des Referenzzinssatzes¹⁹⁴.

Anders als beim Forward wird beim FRA der vereinbarte Zinssatz bei Vertragsschluss diskontiert und bezahlt, zum Abwicklungszeitpunkt erfolgt dann nurmehr eine Differenzzahlung im Umfang der Abweichung des vereinbarten Zinssatzes vom Referenzzinssatz¹⁹⁵.

bb) Rechtsnatur

Forwards und Futures werden abhängig vom konkreten Gegenstand bzw. Basiswert des Vertrages unterschiedlich qualifiziert. Ist der Basiswert ein Kaufgegenstand i.S. des Kaufrechts, handelt es sich um Kaufverträge mit aufgeschobener Erfüllung¹⁹⁶.

¹⁸⁹ GIGER, Finanzderivate, 25.

¹⁹⁰ Vgl. CONTRATTO, Regulierung, 11.

¹⁹¹ GIGER, Finanzderivate, 24 Fn. 61; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2055; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 565, 584; CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.18; HUDSON, Derivatives, Rz. 2-69.

¹⁹² Dazu MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 29.

¹⁹³ CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.65, 4.67; vgl. ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 584.

¹⁹⁴ CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.63.

¹⁹⁵ Vgl. CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.65 ff.

¹⁹⁶ HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 130 f. für Forwards, 145 f. für Futures auf konkreter Basis; GIGER, Finanzderivate, 25; PULVER, Derivatgeschäfte, 67 (ebenso Zinsfutures auf hypothetische Anleihen als Kaufverträge qualifizierend).

Ist der Basiswert kein Kaufgegenstand i.S. des Kaufrechts (z.B. Devisen) oder abstrakt und einer physischen Andienung nicht zugänglich (z.B. ein Index oder ein Zinssatz¹⁹⁷), werden Forwards bzw. Futures als (verkehrstypische) Innominatkontrakte *sui generis* qualifiziert^{198 199}. Teilweise wird dabei die Meinung vertreten, dass auf diese Innominatkontrakte Tauschvertragsrecht analog zur Anwendung gelangen könne²⁰⁰. Als Vertragsinhalt wird in der Regel die Leistung einer bei Vertragsschluss bestimmten Geldzahlung gegen die Leistung einer zu diesem Zeitpunkt wesentlich bestimmbar Geldzahlung, deren Umfang am Erfüllungstermin festgelegt wird, gesehen. Da zugleich die Verrechnung der beiden Forderungen vereinbart wird, ist tatsächlich nur noch eine Differenzzahlung durch eine Partei zu leisten²⁰¹. Bisweilen wird als Vertragsinhalt aber auch nur die Differenzzahlung selbst angeführt²⁰².

b) Swaps

aa) Übersicht

Unter einem Swap wird die Vereinbarung zweier Parteien verstanden, Zahlungsströme über eine bestimmte Laufzeit periodisch auszutauschen²⁰³. Diese Zahlungsströme beziehen sich auf den Nominalwert des Swaps und können variabel²⁰⁴ oder fix ausgestaltet sein²⁰⁵. Zu zwei populären Swaps

¹⁹⁷ FRA werden zwar üblicherweise gesondert betrachtet, im Ergebnis gelten jedoch dieselben Überlegungen.

¹⁹⁸ HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 137 ff., insb. 141 für das Devisentermingeschäft, 142 f. für das Forward Rate Agreement, 146 f. für Devisen-Futures und Futures auf abstrakter Basis; CLOUTH, Finanz-Derivate, 16 (für das Devisentermingeschäft), 40 (für das Forward Rate Agreement); PULVER, Derivatgeschäfte, 66 (für das FRA), 69 (für den Indexfuture).

¹⁹⁹ In der deutschen Doktrin werden für die sog. Festgeschäfte mit Barausgleich teilweise abweichende Meinungen vertreten, so werden insbesondere der Kauf einer Gewinnaussicht oder die Qualifikation als garantieähnliche Verträge diskutiert. Siehe CLOUTH, Finanz-Derivate, 35, 40 mit zahlreichen weiteren Hinweisen.

²⁰⁰ HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 143 (für das FRA), 146 (für Devisen futures), 167 (für Futures auf abstrakter Basis); GIGER, Finanzderivate, 25; ZOBL/WERLEN, ISDA, 22.

²⁰¹ HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 146.

²⁰² Siehe dazu unten 2:II.4.c)bb) (S. 145) mit weiteren Verweisen.

²⁰³ HUDSON, Derivatives, Rz. 2-73; HULL, Derivatives, 148; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 585; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2061; FISCHER, Swapgeschäft, 2038; HANNEMANN, Swaps, 251; MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 22.

²⁰⁴ Floating, d.h. abhängig von einem veränderlichen Referenzzinssatz.

²⁰⁵ HANNEMANN, Swaps, 251; HULL, Derivatives, 148; HUDSON, Derivatives, Rz. 2-85.

zählen Zins-²⁰⁶ sowie Währungsswaps^{207 208}, deren (Grund-)Strukturen als identisch betrachtet werden können²⁰⁹. Als ein weiterer Swap wird zuweilen auch der Devisenswap angeführt; mangels eines periodischen Austausches von Geldströmen stellt dieser keinen eigentlichen Swap dar²¹⁰ – vielmehr handelt es sich nur um eine Vereinbarung über den Tausch von Devisen zum Abschlusszeitpunkt und den gleichzeitigen Rücktausch zu einem späteren Zeitpunkt²¹¹. Teilweise werden Swaps in der Literatur in unterschiedliche Arten kategorisiert²¹²; andere Autoren verzichten auf eine solche Kategorisierung²¹³.

Zumindest plain vanilla Swaps weisen ein symmetrisches Rechte-Pflichten-Profil für beide Vertragspartner auf²¹⁴. Über die Frage, inwiefern diese symmetrische Risikostruktur ein wesentliches Begriffselement darstellt, herrscht scheinbar keine Übereinstimmung²¹⁵. M.E. ist dem Einbezug von asymmetrischen Produkten nicht zu folgen. Die Zuordnung von solchen asymmetrischen Produkten wie Swap-Options, Begrenzungsgeschäfte und Credit Default Swaps ist zumindest erklärungsbedürftig, und wie zu zeigen

²⁰⁶ Siehe z.B. HULL, *Derivatives*, 149 ff. (Interest Rate Swap).

²⁰⁷ Siehe z.B. HULL, *Derivatives*, 165 ff. (Currency Swap).

²⁰⁸ HUDSON, *Derivatives*, Rz. 2-73 ff., 2-79; ZOBL/KRAMER, *Kapitalmarktrecht*, N 585; EMCH/RENZ/ARPAGAU, *Bankgeschäft*, N 2062. Für weitere Variationen von Swaps siehe z.B. HULL, *Derivatives*, 173 ff., 733 ff.

²⁰⁹ HUDSON, *Derivatives*, Rz. 2-98; CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 4.69 ff.: erklärt Zinsswaps, Währungsswaps, Commodity Swaps und Equity Swaps, wobei er jeweils darauf hinweist, dass die Strukturen denjenigen des gewöhnlichen Swaps entsprechen, siehe a.a.O. Rz. 4.100 ff.

²¹⁰ ZOBL/WERLEN, *ISDA*, 35.

²¹¹ CLOUTH, *Finanz-Derivate*, 20 Fn. 75; CHALIOULIAS, *Swap*, 37 f.

²¹² Unterteilung in klassische Devisenswaps und Kapitalmarktswaps: HÄUSLER, *vertragliche Grundlagen*, 98; Unterteilung nach Aktiv- oder Passivposition auf der Bilanz in Asset Swaps und Liability Swaps: HÄUSLER, *vertragliche Grundlagen*, 98 f.; LORETAN, *Swapvertrag*, 24 (mit Relativierung dieser Unterteilung je nach Definition des Swapvertrages und mit Nennung der Swaps als in den drei Erscheinungsformen Zinsswap, Währungsswap und Indexswap mit Varianten); ähnlich HÄUSLER, *vertragliche Grundlagen*, 99 ff., wobei er unter den Liability Swaps anstelle des Indexswaps den kombinierten Zins-Währungsswap anführt.

²¹³ Vgl. HULL, *Derivatives*, 148 ff.; CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 4.69 ff.; HUDSON, *Derivatives*, Rz. 2-73 ff.

²¹⁴ Z.B. CONTRATTO, *Regulierung*, 11; HANNEMANN, *Swaps*, 251.

²¹⁵ Siehe etwa CHALIOULIAS, *Swap*, 35 ff.; ähnlich auch EMCH/RENZ/ARPAGAU, *Bankgeschäft*, N 2061, welche den Credit Default Swap als Ausgestaltungsvariante des Swaps anführen.

sein wird handelt es sich beim Credit Default Swap im Ergebnis nicht um einen Swap²¹⁶.

Swaps werden jeweils individuell zwischen zwei Parteien abgeschlossen²¹⁷ und sind dementsprechend ausschliesslich OTC-Produkte²¹⁸.

bb) Rechtsnatur

Als Vertragsinhalt eines Swaps wird der Austausch von Zahlungsströmen, d.h. die Verpflichtung, die jeweils versprochenen Zahlungen zu erbringen, angeführt²¹⁹. Soweit diese Verpflichtung periodisch über einen gewissen Zeitraum hinweg zu erbringen ist, werden Swaps häufig als eine Aneinanderreihung von Termingeschäften bzw. Forwards bezeichnet²²⁰, wobei unter Umständen noch ein Kassageschäft hinzukommt, wenn bereits bei Vertragschluss ein Austausch von Kapital vorgenommen wird²²¹. Von einer tatbestandlichen Ähnlichkeit zwischen Währungsswap und Devisentermingeschäft sowie der wirtschaftlichen Betrachtung des Zinsswaps als Serie von aufeinanderfolgenden Terminsatzvereinbarungen (Forward Rate Agreements [FRA]) spricht zwar auch CLOUTH²²², folgt dieser Qualifikation für den Zinsswap in rechtlicher Hinsicht jedoch nicht: Beim Swap werden Zahlungspflichten beider Parteien begründet und eine allfällige Differenzzahlung stelle nur eine Erfüllungsmodalität dar²²³, während das FRA gerade als ein-

²¹⁶ Siehe zur Abgrenzung des CDS gegenüber dem Swap unten 2:III.2.a)bb)2) (S. 178).

²¹⁷ MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 22.

²¹⁸ HULL, Derivatives, 148; vgl. ferner ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 581 ff.; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2060.

²¹⁹ WEBER, Swap-Geschäfte, 313; LORETAN, Swapvertrag, 117; ZOBL/WERLEN, ISDA, 30, 32 f., siehe auch a.a.O. Fn. 88; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2061.

²²⁰ HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 150; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2061; ZOBL/WERLEN, ISDA, 43 ff. (nur für den Währungsswap); AMMANN, Swap, 51 (für den Zinsswap); HUDSON, Derivatives, Rz. 2-07, 2-82 (hinsichtlich der Preisberechnung); CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.69, 4.97.

²²¹ Wie beim Devisen- und Währungsswap regelmässig der Fall: HULL, Derivatives, 165; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 102,149 f.; vgl. auch CLOUTH, Finanz-Derivate, 20; AMMANN, Swap, 51.

²²² CLOUTH, Finanz-Derivate, 22, 44 f.

²²³ CLOUTH, Finanz-Derivate, 45; Für die Differenzzahlung beim Swap als Verrechnungsvereinbarung ebenfalls CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.97; HUDSON, Derivatives, Rz. 2-90.

ziger Inhalt nur die von ihm als wechselseitig bedingte Pflicht zur Leistung einer Differenzzahlung bezeichnete Leistungspflicht begründe²²⁴.

Unabhängig dieser tatbestandlichen Ähnlichkeit zwischen Swaps und Termingeschäften werden Swaps nach der als wohl herrschend zu bezeichnenden Lehrmeinung keinem gesetzlich geregelten Vertragstypus zugeordnet²²⁵. Insbesondere scheidet auch die Qualifikation als Tauschvertrag, welche aus sprachlichen und wirtschaftlichen Gründen nahe liegen würde, in Ermangelung eines Verfügungsgeschäftes aus²²⁶. Swapverträge werden damit von der herrschenden Lehre als Innominatverträge *sui generis* qualifiziert²²⁷, wobei allenfalls Tauschvertragsrecht analog anzuwenden sei²²⁸.

Swaps werden von den meisten Autoren nicht als einheitlicher Vertragstypus qualifiziert, sondern jeweils auf die einzelne Ausgestaltung abgestellt. M.E. überzeugt jedoch die Betrachtung der verschiedenen Erscheinungsformen von Swaps als ein einheitlicher Vertragstypus von LORETAN²²⁹; stimmen die erwähnten Autoren doch insofern zumeist darin überein, dass es sich jeweils um Innominatverträge *sui generis* handelt.

Das durch ein Swap begründete Austauschverhältnis²³⁰, wenn auch keines im rechtlichen Sinn, ist ein wesentliches Element von Swapverträgen

²²⁴ CLOUTH, Finanz-Derivate, 40; a.A. HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 142, welcher sich für die Differenzzahlung (auch) beim FRA als (reine) Erfüllungsmodalität ausspricht.

²²⁵ ZOBL/WERLEN, ISDA, 41, 44; WEBER, Swap-Geschäfte, 310 ff.; LORETAN, Swapvertrag, 111; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 157, 160 jedoch nur für Zins- und Währungsswaps, während er Devisenswaps als Zusammenfassung zweier Darlehensgeschäfte qualifiziert, a.a.O. 154.

²²⁶ HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 140, 151, 155, 159; WEBER, Swap-Geschäfte, 311 f.; vgl. auch LORETAN, Swapvertrag, 102 ff., 106, m.w.H., welche gegen eine Qualifikation als Tauschvertrag sprechen und Hinweisen auf die in der Literatur angeführten Gründen in Fn. 436.

²²⁷ ERNE, Swapgeschäfte, 54, 62; WEBER, Swap-Geschäfte, 312; ZOBL/WERLEN, ISDA, 36, 41, 44; LORETAN, Swapvertrag, 115; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 157, 159 f.; PULVER, Derivatgeschäfte, 75; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2061; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht N 585. Für Deutschland siehe z.B. CLOUTH, Finanz-Derivate, 23, 43 f.

²²⁸ HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 157; vgl. ferner EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2054; AMMANN, Swap, 79 (für den Zinsswap).

²²⁹ LORETAN, Swapvertrag, 85; wenn auch nicht explizit, so doch im Ergebnis auch GIGER, Finanzderivate, 29 f.; PULVER, Derivatgeschäfte, 74 f.; im Ansatz wohl auch ERNE, Swapgeschäfte, 62; a.A. ZOBL/WERLEN, ISDA, 37.

²³⁰ Vgl. LORETAN, Swapvertrag, 87; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 161.

und führt dazu, Swaps als synallagmatische Verträge zu qualifizieren²³¹. Swaps werden nicht als Dauerschuldverhältnisse im engeren Sinn qualifiziert, da ein mehrmaliger, über eine festgelegte Dauer zu erfolgende Leistungsaustausch kein Dauerelement darstellt²³². Umstritten ist, ob sie den Sukzessivlieferungsverträgen zugeordnet werden können, obwohl einige (marginale) Abweichungen dazu bestehen. Die Mehrheit der Autoren spricht sich daher für eine Betrachtung als unechte Sukzessivlieferungsverträge und damit für Dauerschuldverhältnisse im weiteren Sinn aus²³³.

c) Optionen

aa) Übersicht

Die Option ist eine Vereinbarung, bei welcher nur der Verkäufer eine Verpflichtung zur Erfüllung eingeht und der Käufer das einseitig ausübbares Recht erhält, eine bestimmte Menge des Basiswertes zu einem im Voraus festgelegten Preis²³⁴ innerhalb eines definierten Zeitraumes²³⁵ zu kaufen (Call Option) oder zu verkaufen (Put Option)²³⁶. Für dieses Recht bezahlt er dem Verkäufer eine Optionsprämie, welche den Wert dieser Vereinbarung aus-

²³¹ ZOBL/WERLEN, ISDA, 46; LORETAN, Swapvertrag, 87; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 161; PULVER, Derivatgeschäfte, 74; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2061; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 585; KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Rz. 14.313; JAHN in SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 114 N 75 f; vgl. ferner BGer 5A.420/2008 E. 6.

²³² WEBER, Swap-Geschäfte, 314; ZOBL/WERLEN, ISDA, 52; wohl a.A. JAHN in SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 114 N 76.

²³³ ERNE, Swapgeschäfte, 54; 62; ZOBL/WERLEN, ISDA, 53; PULVER, Derivatgeschäfte, 75 m.w.N.; LORETAN, Swapvertrag, 93; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 163 f.; KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Rz. 14.314; ähnlich ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 585; a.A. jedoch z.B. CLOUTH, Finanz-Derivate, 24.

²³⁴ Oder allenfalls festgelegter Berechnungsweise des Preises: GIGER, Finanzderivate, 23.

²³⁵ Bei einer amerikanischen Option wird der definierte Zeitraum vorliegend als Laufzeit der Option bezeichnet, bei einer europäischen Option muss die Ausübung an einem bestimmten Termin (Fälligkeitstermin) erfolgen: JAMES, Derivatives, 9 f.; SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 N 8; HULL, Derivatives, 194. Für die Bezeichnung des vorliegend als Laufzeit benannten Zeitraumes finden sich auch andere Bezeichnungen: als Frist z.B. beim Lexikon bei Scoach, unter *Warrants*, <www.scoach.ch/DE/Showpage.aspx?pageID=223>; als *expiration date* oder *maturity date* z.B. bei HULL, Derivatives, 194; entsprechend als Verfalltag z.B. bei SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 N 8.

²³⁶ MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 49; JAMES, Derivatives, 9; HUDSON, Derivatives, Rz. 2-30, 2-32; CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.33; SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 N 8.

drückt²³⁷. Abhängig von der jeweiligen Vereinbarung oder der Natur des Basiswertes wird der tatsächliche Kauf bzw. Verkauf des Basiswertes (Physical Settlement) durch eine Differenzzahlung (Cash Settlement) ersetzt, welche sich aus der Differenz zwischen dem aktuellen (Markt)Wert des Basiswertes und dem vereinbarten Kauf- oder Verkaufspreis ergibt.

Da der Käufer keine weiteren Verpflichtungen eingeht, bleibt sein Risiko auf den Verlust der Optionsprämie beschränkt²³⁸, sein Gewinnpotential dagegen ist bei einer Call Option theoretisch unbegrenzt und bei einer Put Option zwar – aufgrund der Unmöglichkeit, dass der Kurs des Basiswertes unter Null fällt – auf den Verkaufspreis des Basiswertes abzüglich der Optionsprämie begrenzt. Auch hier bleibt das Gewinnpotential grösser als der maximal mögliche Verlust²³⁹. Der Verkäufer trägt aufgrund seiner Verpflichtung zur Erfüllung der Vereinbarung das Risiko, den Basiswert gegebenenfalls über dem Marktpreis kaufen bzw. unter dem Marktpreis verkaufen zu müssen²⁴⁰. Die Option besitzt eine asymmetrische Risikoverteilung, deren Kauf auch als eine Art Versicherung aufgefasst werden kann²⁴¹.

Optionen sind entweder an einer Börse kotiert oder sie werden individuell über OTC Märkte gehandelt²⁴². Börsengehandelte Optionen werden auch als Warrants oder Traded Options bezeichnet²⁴³. Als Warrants werden neben den börsengehandelten auch andere, nicht standardisierte Optionen bezeichnet, welche vom Emittenten des Basiswerts selbst ausgegeben werden: darunter fallen einerseits solche Optionen (auch Optionsscheine genannt), welche in Zusammenhang mit einer Optionsanleihe stehen²⁴⁴, und solche, welche das Recht einräumen, bestehende Basiswerte wie Aktien usw. zu kaufen (Aktionärs- oder Mitarbeiteroptionen)²⁴⁵. Sind die Basiswerte

²³⁷ MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 49; vgl. HUDSON, Derivatives, Rz. 2-33; SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 N 8; JAMES, Derivatives, 9.

²³⁸ HUDSON, Derivatives, Rz. 2-33; vgl. auch MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 24.

²³⁹ Siehe HUDSON, Derivatives, Rz. 2-34.

²⁴⁰ MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 50.

²⁴¹ MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 27; CONTRATTO, Regulierung, 12.

²⁴² MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 56, 64.

²⁴³ Vgl. GIGER, Finanzderivate, 23; MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 56; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 567 f.; ähnlich auch PULVER, Derivatgeschäfte, 77 f. Differenzierter HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 58 ff., welcher Optionen i.e.S. von den Wahlrechten i.w.S. abgrenzt, siehe dazu a.a.O; ferner JAMES, Derivatives, 10; vgl. jedoch auch HULL, Derivatives, 209.

²⁴⁴ Vgl. HULL, Derivatives, 209.

²⁴⁵ ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 567; PULVER, Derivatgeschäfte, 78.

hinterlegt, so handelt es sich um *Covered Warrants*, falls nicht, um *Naked Warrants*²⁴⁶.

bb) Rechtsnatur

Teilweise sind im Schrifttum Unterscheidungen innerhalb der (derivativen) Option anzutreffen; so werden bisweilen Traded Options und Optionsscheine (Warrants) rechtlich unterschiedlich qualifiziert²⁴⁷. Der Ursprung liegt wohl in nicht kongruent verwendeten Begriffen²⁴⁸. Jedenfalls fallen m.E. Optionen mit einer kürzeren Laufzeit als mindestens drei Tage nicht unter den Begriff der Derivate und werden somit im folgenden auszugrenzen sein. Ist die Laufzeit dagegen länger, sind keine Gründe für Unterschiede in der rechtlichen Qualifikation ersichtlich^{249 250}.

Die herrschende Lehrmeinung qualifiziert das derivative Finanzinstrument Option²⁵¹ (grundsätzlich) als einen Optionsvertrag²⁵² und das eingeräumte Recht mithin als Optionsrecht²⁵³.

²⁴⁶ PULVER, *Derivatgeschäfte*, 78; vgl. auch HULL, *Derivatives*, 205 f.

²⁴⁷ Siehe HÄUSLER, *vertragliche Grundlagen*, 58; Unterscheidung hinsichtlich des Differenzeinwands bei BSK-BAUER, N 3, 5 zu Art. 513; ferner SCHWARK, WM 1988, 921 ff., wobei in Deutschland der rechtliche Hintergrund anders gelagert ist.

²⁴⁸ Nach BGH NJW 1991, 1956, 1957 sind Geschäfte mit abgetrennten Optionsscheinen Kassageschäfte, da sie innerhalb von 2 Tagen zu erfüllen seien.

²⁴⁹ PULVER, *Derivatgeschäfte*, 78; vgl. ZOBL IN *HERTIG ET AL. (HRSG.)*, KOMMENTAR BEHG, N 30 f. zu Art. 2a.

²⁵⁰ Die bei SCHWARK, WM 1988, 929 angeführten Ergebnisse vermögen allenfalls für das deutsche Recht zu überzeugen. Das Fehlen einer Beziehung zu einem Terminmarkt, die fehlende Möglichkeit der Glattstellung sind m.E. für eine differenzierte Betrachtung keine überzeugenden Argumente.

²⁵¹ Im folgenden auch als derivativer Optionsvertrag oder derivative Option bezeichnet, wobei dieser Begriff nicht wie von CASPER derjenige des derivativen Optionsgeschäftes einschränkend auf Optionen als derivative Finanzinstrumente bezogen wird, welche nur ein Cash Settlement vorsehen, vgl. CASPER, *Optionsvertrag*, 93 f.

²⁵² So PULVER, *Optionsgeschäfte*, 24, 204, 253; FORSTMOSER/PULVER, WM 1988, 10; PULVER, *Derivatgeschäfte*, 76 ff.; vgl. auch EMCH/RENZ/ARPAGAU, *Bankgeschäft*, N 205; ebenso GIGER, *Finanzderivate*, 24; HÄUSLER, *vertragliche Grundlagen*, 110 ff.; BANZ, *Allfinanz*, 91. Sämtliche Autoren gehen von der Gleichartigkeit aus und verstehen die börsengehandelten oder derivativen Optionsverträge als Unterart der Optionsverträge i.w.S: vgl. dazu PULVER, *Optionsgeschäfte*, 213 f. A.A. CASPER, *Optionsvertrag*, 93, 97 f., welcher die sog. derivativen Optionsgeschäfte nicht als Optionsverträge betrachtet, als derivative Optionsgeschäfte jedoch nur jene mit Cash Settlement versteht.

²⁵³ HÄUSLER, *vertragliche Grundlagen*, 110 f.; PULVER, *Optionsgeschäfte*, 205, 245; CLOUTH, *Finanz-Derivate*, 27.

Dabei ist die Rechtsnatur des Optionsvertrages selbst nicht unumstritten. Von den verschiedenen entwickelten Theorien werden heute noch die Bedingungstheorie als eine Erscheinungsform der Einheitstheorie und die Gestaltungsrechtstheorie als eine Erscheinungsform der Trennungstheorie vertreten²⁵⁴. Unabhängig der beiden Theorien setzt sich nach herrschender Lehre das Optionsgeschäft aus einem Optionsbegründungsvertrag (Optionsvertrag) und dem Optionsausübungsvertrag (Hauptvertrag) zusammen²⁵⁵.

Nach der *Bedingungstheorie* ist der Hauptvertrag als ein suspensiv und potestativ bedingter Kauf- bzw. Verkaufsvertrag²⁵⁶ zu qualifizieren, der bereits mit der Einräumung des Optionsrecht zustande kommt, jedoch erst mit der Ausübung der Option wirksam wird²⁵⁷. Das Optionsgeschäft ist danach ein einheitliches bedingtes Rechtsgeschäft.

Die *Gestaltungsrechtstheorie* betrachtet den Optionsvertrag und den Hauptvertrag als rechtlich selbständige Verträge; in ersterem wird dem Optionsnehmer ein Optionsrecht gewährt bzw. geschaffen, die vertragliche Beziehung der Parteien vor der Ausübung des Optionsrechts festgelegt, die Verpflichtung des Optionsnehmers begründet, den Optionspreis zu entrichten und Inhalt und Modalitäten des Hauptvertrages vereinbart²⁵⁸. Mit der Ausübung des Optionsrechts kommt alsdann der Hauptvertrag (Optionsausübungsvertrag²⁵⁹) zustande²⁶⁰.

Eine herrschende Lehrmeinung lässt sich hier nicht ausmachen²⁶¹. Während im Rahmen der derivativen Option eher der Gestaltungsrechtstheorie

²⁵⁴ Vgl. zu den verschiedenen Theorien PULVER, Optionsgeschäfte, 214 ff.; CASPER, Optionsvertrag, 43 ff.; HONSELL, BT, 26 f. Heute stehen sich praktisch nur noch die Bedingungs- und die Gestaltungsrechtstheorie gegenüber: PULVER, Optionsgeschäfte, 221; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 116; BANZ, Allfinanz, 92; REINER, Derivative Finanzinstrumente, 15. Siehe jedoch auch Staudinger-BORK, N 69 ff. zu Vorbem. zu §§ 145–156, welcher noch auch die Festofferte sowie den Angebotsvertrag anführt.

²⁵⁵ Siehe Nachweise bei den nachfolgenden Erörterungen sowie unten 2:II.4.a)bb)3) (S. 137).

²⁵⁶ Mit Einschränkung auf Optionen mit konkreten Basiswerten.

²⁵⁷ PULVER, Optionsgeschäfte, 217.

²⁵⁸ CASPER, Optionsvertrag, 58 f., 73; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 126; PULVER, Optionsgeschäfte, 206.

²⁵⁹ HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 126.

²⁶⁰ CASPER, Optionsvertrag, 47 f.; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 120; PULVER, Optionsgeschäfte, 238 ff., 243.

²⁶¹ Interessant ist die teilweise in der deutschen Lehre vertretene Auffassung, die Rechtsnatur des Optionsvertrages im Einzelfall zu bestimmen: siehe KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Rz. 14.143; ebenso REINER, Derivative Finanzinstrumente, 15;

gefolgt wird²⁶², wird für Kauf- oder Verkaufsrechten eher zugunsten der Bedingungstheorie entschieden²⁶³.

Das BGer setzt sich mit den (beiden) Theorien nicht wirklich auseinander²⁶⁴; es wird der Anschein erweckt, es beziehe Position zugunsten der Bedingungstheorie, indem es einen optionsbelasteten Vertrag als ein aufschiebend bedingtes Rechtsgeschäft bezeichnet²⁶⁵. Da es sich mit den verschiedenen Lehrmeinungen nicht auseinandersetzt, ist wohl weiterhin²⁶⁶ davon auszugehen, dass das BGer die Frage auch in diesen Urteilen nicht entschieden hat^{267 268}.

Übereinstimmend wird das Optionsrecht als Gestaltungsrecht qualifiziert²⁶⁹, wobei es bei Vereinbarung der tatsächlichen Lieferung (Kauf oder

Staudinger-BORK, N 70 zu Vorbem. zu §§ 145–156. Ähnlich wohl auch HONSELL, BT, 26 f.

²⁶² PULVER, Optionsgeschäfte, 237 ff., 248; FORSTMOSER/PULVER, WM 1988, 10 f. m.w.N. in Fn. 132; PULVER, Derivatgeschäfte, 78; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 122; BANZ, Allfinanz, 92. Für Deutschland: HENSSLER, Risiko, 595; CASPER, Optionsvertrag, 58, 62 ff. A.A. für die Schweiz: ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 566. A.A. für Deutschland: REINER, Derivative Finanzinstrumente, 20; ebenso CLOUTH, Finanz-Derivate, 27, welcher den Meinungsstreit als überholt bezeichnet und die Bedingungstheorie als in Literatur und Rechtsprechung durchgesetzt betrachtet. Die Einheitstheorie wird in Deutschland allerdings insbesondere in Bezug auf die Subsumption von Optionen unter den Begriff der Finanztermingeschäfte i.S. des WpHG bevorzugt, siehe dazu auch CASPER, Optionsvertrag, 44 f.

²⁶³ KOLLER, AT, § 77 N 35; GUHL/KOLLER, OR, § 4 N 11; BUCHER, Vorvertrag, 170; ähnlich auch BSK-BUCHER, N 22 zu Art. 22, wobei nur noch von «Verträge[n], die durch einseitige [...] Willenserklärung [...] bedingt sind [...]» die Rede ist und nicht mehr von bedingten Verträgen, ferner auch der in ersterem Artikel noch vorhandenen Passus «[...] wenn auch unter die Willensbedingung eines Partners gestellt [...]» nicht mehr verwendet wird.

²⁶⁴ Abgelehnt hat es jedoch die Theorie der Kaufofferte: BGE 94 II 105 E. 3.

²⁶⁵ Z.B. BGE 122 III 10 E. 4.b, bestätigt in BGer 4A.111/2009.

²⁶⁶ Siehe zur Übersicht über die (frühere) Praxis des BGer: PULVER, Optionsgeschäfte, 222 ff. mit zahlreichen weiteren Hinweisen.

²⁶⁷ So PULVER, Optionsgeschäfte, 223.

²⁶⁸ So auch das BGer selbst in BGE 94 II 105 E. 3: «Das Kaufsrecht ist nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts <ein durch die Gestaltungserklärung des Berechtigten bedingter Kaufvertrag> [...]. Mit dieser Umschreibung wollte das Bundesgericht indessen nicht Stellung nehmen zu der im Schrifttum umstrittenen Frage, ob die Bestellung eines Kaufsrechtes einen bedingten Kauf darstelle [...] oder ob sie als Vertrag auf die Einräumung eines Gestaltungsrechtes aufzufassen sei [...]».

²⁶⁹ BGE 132 III 18 E. 4.3; 94 II 274 E. 2; HONSELL, BT, 26; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1097; PULVER, Optionsgeschäfte, 207 ff.; PULVER, Derivatgeschäfte, 78; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 115, 119 f.; BANZ, Allfinanz, 92; CASPER, Optionsvertrag, 45, 62 ff.

Verkauf, nicht aber bei Differenzzahlungen, welche aus Indexoptionen resultieren) als ein Kauf- bzw. ein Verkaufsrecht aufgefasst wird²⁷⁰.

Weniger einheitlich wird der Optionsvertrag qualifiziert. Vertreten wird insbesondere die Qualifikation als Kaufrechtsvertrag bzw. Kaufvertrag über ein Recht^{271 272}, welcher als Abart des Kaufvertrages mangels gesetzlicher Regelung der Rechtsfolgen zu den Innominatverträgen zu zählen sei^{273 274}. Dagegen führt CASPER an, dass es sich nicht um einen Rechtskauf handeln kann, sondern um einen Innominatvertrag *sui generis*, welcher der Gruppe der Vorfeldverträge zuzuordnen sei – d.h. ein aleatorischer Vorfeldvertrag *sui generis*²⁷⁵. Er argumentiert, dass das Optionsrecht bereits bei Vertragsschluss erzeugt werde und nicht erst bei der Erfüllung, dass die Stillhalteverpflichtung ebenfalls Bestandteil des Optionsvertrages sei und dass der Optionsvertrag ferner nicht zwingend entgeltlich zu sein brauche, was alles gegen die Einordnung als Rechtskauf spreche. Diese Qualifikation gilt jedoch nur für den Optionsvertrag mit Physical Settlement. Optionen, welche keine Lieferung vorsehen bzw. diese aufgrund des abstrakten Basiswertes ausgeschlossen ist, betrachtet er nicht als Optionsverträge und qualifiziert diese als aleatorische Kurssicherungs- und Spekulationsverträge eigener Art²⁷⁶.

Der Hauptvertrag ist bei derivativen Optionsverträgen, welche sich auf physische Basiswerte beziehen, ein Kaufvertrag²⁷⁷. Bei Optionen mit einem abstrakten Basiswert werden nur Geldleistungen bzw. eine Differenzzahlung geschuldet. PULVER geht dennoch von einem Hauptvertrag aus: Dessen

²⁷⁰ Dazu z.B. PULVER, Optionsgeschäfte, 211, 247; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 111 f.; vgl. auch FORSTMOSER/PULVER, WM 1988, 10; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 566. Nach BANZ ist diese Unterscheidung jedoch irrelevant: BANZ, Allfinanz, 92.

²⁷¹ Ersterer bei Optionen auf konkreter Basis, da das eingeräumte Gestaltungsrecht als Kauf- bzw. Verkaufsrecht aufgefasst wird: PULVER, Optionsgeschäfte, 210; letzterer bei Optionen auf abstrakter Basis, deren Optionsrecht zwar noch immer ein Gestaltungsrecht ist, jedoch kein Kauf- bzw. Verkaufsrecht: PULVER, Optionsgeschäfte, 245 f.

²⁷² HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 125 f.; FORSTMOSER/PULVER, WM 1988, 11 (Kauf eines künftigen Rechts).

²⁷³ PULVER, Optionsgeschäfte, 253.

²⁷⁴ JAHN in SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 114 N 84 f.: Optionen auf Indizes und auf Fremdwährungen seien demnach untypische Kaufverträge; Optionen auf Wertpapiere bleiben unerwähnt, obwohl sie einleitend als eine der zwei Arten von ausserbörslichen Optionsgeschäften aufgeführt sind, a.a.O. N 81.

²⁷⁵ CASPER, Optionsvertrag, 66.

²⁷⁶ CASPER, Optionsvertrag, 93, 97.

²⁷⁷ Z.B. PULVER, Optionsgeschäfte, 241.

Inhalt seien gegenseitige Geldschulden, welche durch Verrechnung erfüllt werden, womit er eine andere Rechtsnatur aufweise als jener von Optionsgeschäften mit konkreten Basiswerten²⁷⁸. Dagegen sieht CASPER in diesen Optionen keinen Hauptvertrag, mit der Konsequenz, dass er sie nicht als Optionsverträge betrachtet²⁷⁹.

²⁷⁸ Siehe PULVER, Optionsgeschäfte, 245, 248.

²⁷⁹ Siehe Nachweise oben Fn. 276.

III. Kreditrisiko als Gegenstand des Transfers

Im vorliegenden Kapitel soll der Begriff des Kreditrisikos erläutert werden. Vorwegzunehmen ist, dass im Bereich des vertraglichen Kreditrisikotransfers in erster Linie die schuldrechtliche Gestaltung des jeweiligen Instrumentes bzw. Kreditderivates über den genauen Inhalt des zu übertragenden Kreditrisikos entscheidet²⁸⁰. Dabei wird jedoch mehr oder weniger auf den im folgenden herausgelösten Begriff des Kreditrisikos (1.) sowie insbesondere dessen Erfassungsmöglichkeiten (2.) abgestellt.

Anschliessend werden die verschiedenen Tatbestände aufgezeigt, welche den Ursprung des Kreditrisikos darstellen bzw. dieses erschaffen (3.). Wie aufzuzeigen ist, wird dabei vorliegend ein relativer eng gefasster Begriff Verwendung finden. So liegt der Ursprung von für Kreditderivate relevante Kreditrisiken in erster Linie in Finanzierungsverträgen, unter welchen die beiden Finanzierungsformen Kreditvertrag und die Anleihe subsumiert werden (3b).

1. Begriff des Kreditrisikos

Allgemein lässt sich Kreditrisiko als die Gefahr eines Verlustes für einen Gläubiger bezeichnen, falls ein Schuldner seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen kann oder will²⁸¹. Realisiert sich diese Gefahr, hat der Gläubiger regelmässig einen Verlust zu verbuchen, es wird auch vom Ausfall der Forderung gesprochen. Nun kann sich auch nur das Ausmass der Gefahr selbst ändern, ohne dass ein Gläubiger bereits eine unmittelbare Auswirkung spürt. Ein Schuldner kann z.B. immense Verluste erlitten haben, ohne (bereits) zahlungsunfähig geworden zu sein. In diesem Fall kann sich jedoch seine Bonität verschlechtern, d.h. die Gefahr eines Ausfalls wäre grösser geworden. Auch diese Veränderung kann als Kreditrisiko bezeichnet werden.

Kreditrisiko beinhaltet in dieser Sichtweise folglich zwei Aspekte: Einerseits den konkreten Ausfall, bezeichnet als Ausfallrisiko (*Default*), andererseits die Bonitätsverschlechterung eines Schuldners, welche eine Erhöhung des Ausmasses oder der Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls zur Folge hat,

²⁸⁰ Siehe dazu unten 2:II.2.a) (S. 116).

²⁸¹ BURGHOF/PAUL/RUDOLPH in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), *Kreditderivate*, 4; EMCH/RENZ/ARPAGAU, *Bankgeschäft*, N 2863; BYSTRÖM, *CDS Index Market*, 69 f.; CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 4.164; vgl. auch SUNDARESAN, *Fixed Income*, 15; NOBEL, *Finanzmarktrecht*, § 8 N 176.

bezeichnet als Bonitätsänderungsrisiko (auch Bonitätsrisiko, *Downgrading, Spread Risk, Creditworthiness Risk*)²⁸². So betrachtet lässt sich die Ursache des Kreditrisikos als die Unsicherheit über die zukünftige Zahlungsfähigkeit eines Schuldners beschreiben²⁸³.

In einem weiteren Sinn kann Kreditrisiko auch für die gesamte (negative) Wertveränderung einer Kreditposition, die sogenannte Total Return Perspektive, verwendet werden²⁸⁴. In dieser Form beinhaltet der Begriff sämtliche Risiken einer Kreditposition, nicht nur Kreditrisiken i.e.S.²⁸⁵ Denn Ursachen einer (negativen) Wertveränderung können auch in der Änderung der allgemeinen Zinsentwicklung, der Liquidität der Märkte oder der Diversifikationsmöglichkeiten liegen²⁸⁶.

Als Bestandteile des Kreditrisikos gelten m.E. das Ausfall- sowie das Bonitätsänderungsrisiko. Dies erscheint insbesondere auch in Bezug auf das durch Kreditderivate in deren üblichen Ausgestaltungen übertragene Kreditrisiko sachgerecht. Zu beachten ist jedoch, dass insbesondere das Bonitätsänderungsrisiko bisweilen als Marktrisiko in der Kategorie der Zinsänderungsrisiken angeführt wird²⁸⁷ – dies steht wohl in Zusammenhang mit der Veränderung der Bonität einhergehenden Veränderung des Credit Spreads und damit auch des Zinses, wobei die Erfassung des Credit Spreads und die Aufteilung des Zinses neueren Datums ist²⁸⁸.

Vorliegend wird der Begriff des Kreditrisikos grundsätzlich einschränkend auf Kreditrisiken, welche aus Finanzierungsverträgen entstehen, ver-

²⁸² BÜSCHGEN, *Bankbetriebslehre*, 923; HUSCHENS/LOCAREK-JUNGE, *Kreditrisikomessung*, 94; BURGHOF/PAUL/RUDOLPH in *BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate*, 4; GAUVIN, *dérivés de crédit*, 67, wobei dieser die Ausfallhöhe der Forderung als dritter Teil des Kreditrisikos betrachtet. NORDEN, *Kreditderivate*, 16; NONNENMACHER/BRASCH, *Kreditderivate*, 1387; HEINRICH, *Kreditderivate*, 35, welcher jedoch nicht von Kreditrisiken, sondern Adressenrisiken spricht. Zu diesen zählt er Ausfall- und Bonitätsrisiken. Unklar ist der Inhalt dieser bei HEINRICH erwähnten Bonitätsrisiken, da der Begriff auch für Kreditrisiko verwendet wird; vgl. ferner SIEVERS, *Kreditderivate*, 21 m.w.N. Eine Definition des Kreditrisikos enthält für ihren Anwendungsbereich auch Art. 36 ERV.

²⁸³ BÜSCHGEN, *Bankbetriebslehre*, 923.

²⁸⁴ BURGHOF/PAUL/RUDOLPH in *BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate*, 4.

²⁸⁵ BÜSCHGEN, *Bankbetriebslehre*, 922: einschränkend auf das Kreditgeschäft der Banken.

²⁸⁶ BURGHOF/PAUL/RUDOLPH in *BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate*, 4; siehe auch PARKER, *Credit Derivatives*, 7 f.

²⁸⁷ Siehe BSK BankG-BINGERT/HEINEMANN, N 82 zu Art. 4; EMCH/RENZ/ARPAGAU, *Bankgeschäft*, N 2878.

²⁸⁸ Siehe zum Credit Spread sogleich unten 2.b) (S. 53); zum (rechtlichen) Zinsbegriff unten 2:II.4.b)bb) (S. 140).

wendet. Aus anderen Beziehungen entstehende Kreditrisiken demgegenüber werden als Gegenpartierisiko benannt. Diese Differenzierung basiert auf dem Grundverhältnis als Abgrenzungskriterium und damit dem Merkmal, ob aus diesem Verhältnis eine Entschädigung als Zins erfolgt oder nicht²⁸⁹.

2. Varianten zur Erfassung des Kreditrisikos

Zur Messung und Bestimmung des Kreditrisikos haben sich verschiedene Methoden etabliert, welche je nach Inhalt des jeweils zu bestimmenden Kreditrisikos verwendet werden. Eine dieser Möglichkeiten besteht in der Messung des Kreditrisikos anhand bekannter oder zu schätzender Bestimmungsgrößen (a). Eine weitere Variante ist die Bezugnahme auf die sog. Kreditkosten selbst (b), und eine dritte liegt in der Festlegung von (beobachtbaren) Ereignissen, welche mit dem Kreditrisiko einhergehen sollen (c). Ein Indikator für das Ausfallrisiko ist zudem das von einer Ratingagentur zugeteilte Rating²⁹⁰; auf dieses soll vorliegend nicht weiter eingegangen werden.

a) Bestimmungsgrößen

Als Bestimmungsgrößen, anhand welcher sich Kreditrisiken charakterisieren lassen, gelten die Ausfallwahrscheinlichkeit (*Probability of Default*, PD), die Ausfallhöhe (*Loss Given Default*, LGD) und der ausfallgefährdete Betrag (*Exposure at Default*, EAD) einer kreditrisikobehafteten Position²⁹¹. Die Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) beschreibt die Gefahr des Eintretens eines Ausfallereignisses, eine Kalkulation ist z.B. anhand der historischen Erfahrung mit Krediten gleicher Rating-Klasse möglich²⁹². Die Ausfallhöhe (LGD) ist *ex ante* nicht bekannt; da in der Regel bei einem Ausfallereignis nicht der gesamte ausstehende Betrag verloren ist, d.h. ein Teil des ausstehenden Betrages trotz Ausfall zu erlangen sein wird, entspricht sie nicht dem ausfallgefährdeten Betrag²⁹³. Diese Wiedergewinnungsquote ist zu schätzen bzw. anhand geeigneter Modelle zu berechnen²⁹⁴. Der ausfallgefährdete Betrag (EAD) be-

²⁸⁹ Siehe dazu unten 3.b) (S. 58).

²⁹⁰ Vgl. DE SERVIGNY/SANDOW, Risk, 29.

²⁹¹ BURGHOF/PAUL/RUDOLPH in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 5; NORDEN, Kreditderivate, 16; ALTMAN in LIPTON/RENNIE (Hrsg.), Credit Derivatives, 39.

²⁹² BURGHOF/PAUL/RUDOLPH in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 5; DE SERVIGNY/SANDOW, Risk, 29 f.

²⁹³ BURGHOF/PAUL/RUDOLPH in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 6.

²⁹⁴ Siehe dazu z.B. ALTMAN in LIPTON/RENNIE (Hrsg.), Credit Derivatives, *passim*.

schreibt den erwarteten ausstehenden Forderungsbetrag im Moment des Ausfalls, wobei dieser bei einem Kredit in der Regel dem Nennwert entspricht²⁹⁵.

Das Kreditrisiko lässt sich seinem Inhalt nach in das Ausfall- und das Bonitätsänderungsrisiko aufteilen²⁹⁶. Ersteres lässt sich anhand des mathematischen Produktes aller drei Bestimmungsgrößen beschreiben, welches den Erwartungswert eines Verlustes wiedergibt. Dieser Wert – als erwarteter Verlust (*Expected Loss*) bezeichnet²⁹⁷ – entspricht jedoch nicht dem eigentlichen Kreditrisiko. Dieses wird zusätzlich durch negative Abweichungen vom erwarteten Verlust bedroht, welche als unerwarteter Verlust bezeichnet werden²⁹⁸. Die Bestimmungsgrößen ermöglichen demnach nur eine Annäherung.

Auch das Bonitätsänderungsrisiko lässt sich anhand dieser Bestimmungsgrößen beschreiben. Es betrifft mögliche Veränderungen der Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) sowie der Ausfallhöhe (LGD)²⁹⁹.

b) Credit Spread

aa) Begriff

Der Credit Spread als Messgröße des Kreditrisikos beruht auf der Tatsache, dass ein Bestandteil der sog. Kreditkosten eine Entschädigung des Kreditgebers für das zu tragende Kreditrisiko darstellt. Er wird als die Renditedifferenz zwischen einer ausfallrisikobehafteten Kreditposition und einer geeigneten, ausfallrisikolosen Position wie einer Staatsanleihe verstanden^{300 301}. Diese Renditedifferenz (Credit Spread) gilt zumeist als Ausgleich oder Indi-

²⁹⁵ UBS Handbuch 2005, 60 f. abrufbar unter <www.ubs.com/1/g/investors/annual_reporting2005/handbook/0032/0033.html>.

²⁹⁶ Siehe oben 1 (S. 50).

²⁹⁷ BURGHOF/PAUL/RUDOLPH in *BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate*, 6; NORDEN, *Kreditderivate*, 16; das Verhältnis von erwartetem Verlust und Kreditbetrag (ausfallgefährdeter Betrag) ergibt die in den Kreditkonditionen zu berücksichtigende Risikoprämie, BRODA, ST 2003, 465.

²⁹⁸ BURGHOF/PAUL/RUDOLPH in *BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate*, 4 f.; NORDEN, *Kreditderivate*, 16.

²⁹⁹ NORDEN, *Kreditderivate*, 16.

³⁰⁰ BOEMLE et al., *Finanzmarktlexikon*, 278; TRÜCK/LAUB/RACHEV, *Term Structure*, 1; CHOUDHRY, *Handbook*, 175; PAPE/SCHLECKER, FB 2008, 658; vgl. auch SUNDARESAN, *Fixed Income*, 15 f.

³⁰¹ Siehe zur Berechnung des Credit Spreads sogleich unter bb) (S. 54).

kator für das übernommene Kreditrisiko³⁰² und kann damit auch als eine Markteinschätzung des Kreditrisikos eines Kreditnehmers oder einer Verbindlichkeit betrachtet werden³⁰³. Darauf beruht auch die Annahme, dass Veränderungen im Credit Spread durch Veränderungen des Bonitätsrisikos als Bestandteil des Kreditrisikos beeinflusst werden³⁰⁴. Und schliesslich hängt auch damit zusammen, dass eine Ausweitung des Credit Spreads zu einer Marktwertsenkung der Verbindlichkeit führt³⁰⁵.

Da ausfallrisikobehaftete Kreditpositionen eine höhere Rendite als ausfallrisikolose erzielen, wird der Credit Spread auch als Bonitätsaufschlag oder Aufschlag bezeichnet; der Umfang des Aufschlags wird in der Regel in Basispunkten per annum (bps) angegeben, wobei 100 bps einem Prozent entsprechen.

bb) Erfassung des Credit Spreads

Die Ermittlung des Credit Spreads³⁰⁶ erfolgt durch den Vergleich der Rendite einer Referenzverbindlichkeit mit der Rendite einer in Bezug auf Laufzeit³⁰⁷ und Währung identischen oder zumindest vergleichbaren risikolosen Verbindlichkeit wie einer Staatsanleihe (z.B. US Treasuries³⁰⁸)³⁰⁹, einem als

³⁰² AMATO/REMOLONA, Credit Spread, 57; CHOUDHRY, Handbook, 175; DE SERVIGNY/SANDOW, Risk, 72; vgl. auch DYM, Credit Risk, 200; NORDEN, Kreditderivate, 16; RUDOLPH/SCHÄFER, Finanzmarktinstrumente, 179

³⁰³ Vgl. DE SERVIGNY/SANDOW, Risk, 30, 68, 72; CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.181.

³⁰⁴ Vgl. PARKER, Credit Derivatives, 40.

³⁰⁵ Siehe Nachweise in Fn. 85.

³⁰⁶ Siehe auch PAPE/SCHLECKER, FB 2008, 658 f. mit Erklärung der detaillierten Berechnung; eine Übersicht der verschiedenen Methoden zur Credit Spread Berechnung mit jeweiliger Kritik a.a.O., 665 Tab. 4; siehe ferner DYM, Credit Risk, 200 ff.

³⁰⁷ Der Laufzeitkongruenz ist nach PAPE/SCHLECKER, FB 2008, 660 dem Vergleich von zwei Titeln mit gleicher Duration vorzuziehen.

³⁰⁸ Welche generell als ausfallrisikolos betrachtet werden: vgl. z.B. AMATO/REMOLONA, Credit Spread, 51 Fn. 2. Auch die neueste Herabstufung der U.S. Treasuries dürfte daran nichts ändern: siehe z.B. The Economist vom 23.07.2011, 72 (Wall Street and the debt ceiling – Unthinkable?); Reuters vom 08.08.2011 (Karen Brettell, Treasuries – US bonds soar on safe-haven bid despite downgrade), abrufbar unter <www.reuters.com/article/2011/08/08/markets-bonds-idUSN1E7771RC20110808>.

³⁰⁹ AMATO/REMOLONA, Credit Spread, 51; wobei bei gewissen Volkswirtschaften insb. von Schwellenländern das Risiko der Zahlungsunfähigkeit des Staates sehr wohl bestehen kann, a.a.O. Fn. 2; vgl. auch CHOUDHRY, Handbook, 175; CHAPLIN, Credit Derivatives, 6.

beinahe risikolos geltenden Referenzzinssatz wie LIBOR oder einem Index^{310 311}.

Zu beachten ist, dass die Rendite nicht mit den Coupons bzw. Zinszahlungen der Referenzverbindlichkeit identisch ist. Stark vereinfacht lässt sich dies folgendermassen erklären: Wird der Coupon auf den Nominalbetrag einer Verbindlichkeit bezahlt und sinkt nun der Marktwert dieser Verbindlichkeit unter deren Nominalwert, erhöht sich entsprechend – trotz gleichbleibenden Coupons – die Rendite, welche mit einer Investition in diese Verbindlichkeit erzielt werden kann, da sowohl den Coupons wie auch der Rückzahlung der Nominalwert zugrundeliegt, der investierte Betrag jedoch zu einem geringeren Preis als dem Nominalwert erfolgt ist.

Ebenfalls stark vereinfacht ist das folgende Beispiel; es dient wesentlich dazu, die grundlegende Funktion der Ermittlung des Credit Spreads darzustellen³¹².

Nehmen wir z.B. eine festverzinsliche Anleihe A vom Emittenten R mit einem Coupon von 4 % pa und einer Restlaufzeit von zwei Jahren. Beträgt der Marktwert 100 %, erhält ein Investor eine Rendite von 4 % pa. Angenommen, eine in Bezug auf Laufzeit und Währung identische Staatsanleihe notiere zu diesem Zeitpunkt ebenfalls bei 100 % und bezahle einen Coupon von 2 % pa. Die Renditedifferenz bzw. der Credit Spread beträgt demzufolge 2 % oder 200 bps.

Nehmen wir nun an, dass *ceteris paribus* die Bonität von R bzw. deren Einschätzung durch den Markt sinkt. R kann nun bei einer neu zu emittierenden Anleihe nicht mehr nur einen Coupon von 4 % pa bezahlen, sondern muss neu beispielsweise 5.1 % pa bezahlen. In dieser Konstellation wird der Marktwert der Anleihe A sinken, da deren Coupons im Vergleich zu jenen der neuen Anleihe zu tief ausfallen.

Der Marktwert der Anleihe A sinkt entsprechend z.B. auf 98 %; ein Investor kann nun also für 98 % die Anleihe kaufen, erhält den Coupon von 4 % aber berechnet auf das Nominal von 100 %, wie auch die Rückzahlung

³¹⁰ PAPE/SCHLECKER, FB 2008, 660.

³¹¹ BURGHOF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 280; JAMES, Derivatives, 14; O'KANE, Lehman, 39; DAS, Credit Derivatives, 18 f.; BRANDT, BKR 2002, 244; HORAT, ST 2003, 970; KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Rz. 14.116; ferner MATHIEU/D'HÉROUVILLE, dérivés de crédit, 56; GAUVIN, dérivés de crédit, 102 f.; CHAPLIN, Credit Derivatives, 10; RUDOLPH/SCHÄFER, Finanzmarktinstrumente, 179.

³¹² Es werden nicht alle für die Preisberechnung wesentlichen Faktoren berücksichtigt, wie z.B. die Duration. Siehe für mehr Details DAS, Credit Derivatives, 22 ff.; PAPE/SCHLECKER, FB 2008, 658 f. m.w.N.; DYM, Credit Risk, 200 ff.

am Ende der Laufzeit den Nominalwert betragen wird. Wird nun in diese Anleihe investiert und z.B. ein Nominal von CHF 1000.- gekauft, so sind dafür zum erwähnten Marktpreis CHF 980.- zu investieren. Am Ende der zweijährigen Laufzeit wird dieser Investor zweimal die Coupons von 4% erhalten haben, und eine Rückzahlung von CHF 1000.-, insgesamt CHF 1080.-. Investiert worden sind CHF 980.-, nach zwei Jahren beläuft sich der Ertrag daraus auf CHF 100.- Vom investierten Kapital aus berechnet, erhält der Investor folglich eine Rendite von 5.1% pa. Der Credit Spread ist um 110 bps von 2% auf 3.1% gestiegen.

cc) **Credit Spread und Kreditrisiko**

Den genauen Zusammenhang zwischen tatsächlich vorhandenen (festgestellten) Credit Spreads und dem Umfang des Kreditrisikos zu erklären, hat sich als schwierig erwiesen, waren doch die Credit Spreads von gewissen Unternehmensanleihen während eines Beobachtungszeitraums teilweise um ein vielfaches grösser als die Ausfallverluste in demselben Zeitraum³¹³. Die Ergebnisse einer Untersuchung des Einflusses verschiedener Faktoren auf diese Aufschläge durch AMATO/REMOLONA weisen darauf hin, dass die beobachteten Credit Spreads im Wesentlichen einen Ausgleich für das unerwartete Ausfallrisiko darstellen, welches sich aufgrund der Unmöglichkeit einer genügend grossen Diversifikation eines Kreditportfolios nicht «wegdiversifizieren» lässt³¹⁴.

Dennoch ermöglichen die Credit Spreads, das Kreditrisiko sowohl statisch (die Höhe des Spreads) als auch dynamisch (Veränderungen im Spread über einen Zeitraum hinweg) zu messen bzw. zumindest Anhaltspunkte zu liefern³¹⁵.

c) **Credit Events**

Für die vertragliche Umschreibung des Ausfallrisikos als Teilaspekt des Kreditrisikos hat sich bei Kreditderivaten auch die Vereinbarung von Kreditereignissen (Credit Events³¹⁶) etabliert, deren Eintritt als Indikator für

³¹³ Vgl. AMATO/REMOLONA, Credit Spread, 57; ferner ZHANG/ZHOU/ZHU, CDS Spreads, 1 m.w.N.

³¹⁴ AMATO/REMOLONA, Credit Spread, 69.

³¹⁵ NORDEN, Kreditderivate, 16 f.; DE SERVIGNY/SANDOW, Risk, 30

³¹⁶ Es hat sich auch im deutschen Sprachgebrauch der Begriff Credit Event eingebürgert, HEINRICH, Kreditderivate, 41; Dieser Sprachgebrauch wird übernommen und somit ausschliesslich von Credit Events gesprochen.

die Realisation des Ausfalls gilt³¹⁷. Von der ISDA werden solche Ereignisse in den CDD für die Einbeziehung in ein Kreditderivat angeboten, grundsätzlich lässt sich jedoch jedes beobachtbare Ereignis als Credit Event festlegen³¹⁸.

In der Praxis haben sich sechs Kategorien herausgebildet, welche für die Betrachtung des Kreditrisikos als Ereignis typischerweise verwendet werden³¹⁹. Diese liegen auch den CDD³²⁰ zugrunde. Darunter fallen Insolvenz (*Bankruptcy*), die vorzeitige Fälligkeit einer Verbindlichkeit (*Obligation Acceleration*), der Ausfall einer Verbindlichkeit (*Obligation Default*), Zahlungsverzug (*Failure to Pay*), Nichtanerkennung oder Zahlungsaufschub (*Repudiation/Moratorium*) sowie Restrukturierungen (*Restructuring*)³²¹.

3. Kreditrisikosensitive Basiswerte von Kreditderivaten

a) Begriff des Kredits und der Ursprung von Kreditrisiken

Der Begriff Kredit weist grundsätzlich verschiedene Bedeutungen auf. Im weitesten Sinn lässt er sich als das Vertrauen in einen Schuldner verstehen, dass dieser seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommen kann und will³²². Als Kredit lässt sich auch (nur) der zeitweise Transfer von Kapital mit der Verpflichtung zur Rückzahlung (als ein spezifisch vertragliches Verhältnis) umschreiben; damit einhergehend findet der Begriff häufig auch direkt für den Umfang des übertragenen Kapitals Verwendung³²³. Die Gewährung eines Kredits als vertragliches Verhältnis kann grundsätzlich durch jede beliebige Person erfolgen. Implizit wird Kredit jedoch häufig auch institutionell auf das Kreditgeschäft der Banken bezogen verwendet und damit als Bankkredit verstanden³²⁴.

Wie der umfassend verstandene Begriff Kredit lassen sich auch Kreditrisiken in den unterschiedlichsten Beziehungen von Wirtschaftssubjekten un-

³¹⁷ NORDEN, Kreditderivate, 17; vgl auch PARKER, Credit Derivatives, 5.

³¹⁸ HORAT, ST 2003, Fn. 4; NORDEN, Kreditderivate, 17.

³¹⁹ Vgl. CHEN/FABOZZI/O'KANE, Valuation, 260 Ex. 2; PARKER, Credit Derivatives, 10, ähnlich bereits SPIELER, Kreditderivate, 209.

³²⁰ Sec. 4.2 ff. CDD.

³²¹ Siehe zu den einzelnen Credit Events unten 2:III.1.c)aa) (S. 158)

³²² NYFFELER in BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 135 unter Bankkredit; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 707.

³²³ NYFFELER in BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 135 unter Bankkredit; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 709, 720.

³²⁴ EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 710.

tereinander ausmachen³²⁵. Anhand dieser verschiedenen Grundverhältnissen erfolgt teilweise eine terminologische Differenzierung des Begriffs des Kreditrisikos oder dessen institutionelle Beschränkung auf Bankgeschäfte³²⁶. Je nach Grundverhältnis wird auch von Bonitätsrisiko, Gegenparteiisiko, Kontrahentenrisiko, Eindeckungsrisiko, Adressen- oder Adressatenrisiko gesprochen. Diese Differenzierungen bleiben jedoch ohne Einfluss auf den soeben bestimmten Inhalt des Begriffs Kreditrisiko³²⁷.

Dennoch wird in der vorliegenden Arbeit Kreditrisiko einschränkend auf jene Risiken verwendet, welche mit einem Zins entschädigt wird – also Kreditrisiken aus Finanzierungsverträgen. Aus anderen Grundverhältnissen entstehende Kreditrisiken werden als Gegenparteiisiken bezeichnet.

b) Finanzierungsverträge als kreditrisikosensitive Aktiva

aa) Abgrenzungen

Kreditderivate eignen sich aus theoretischer Sicht zum Transfer sämtlicher Kreditrisiken, unabhängig von deren Ursprung. Der Anwendungsbereich von Kreditderivaten beschränkt sich aktuell in der Praxis auf Basiswerte, welche sich unter dem Begriff der Finanzierungsverträge zusammenfassen lassen³²⁸. Kreditrisiken aus Finanzierungsverträgen können auch als finanztitelbezogene Kreditrisiken bezeichnet werden. Sie sind z.B. von Kreditrisiken aus Lieferbeziehungen abzugrenzen. Als finanztitelbezogene Kreditrisiken gelten ferner auch häufig als Eindeckungsrisiken bezeichnete Kreditrisiken aus ausserbörslichen Geschäften mit Finanzderivaten, welche ohne weiteres auch als Basiswerte in Frage kommen³²⁹, vorliegend jedoch nicht berücksichtigt werden.

In gewisser Hinsicht können auch Aktien bzw. generell Beteiligungen an Eigenmitteln eines Unternehmens kreditrisikosensitiv sein, da deren (Markt)Wert nach einem Ausfall ebenfalls sinken wird. Dieses Risiko fällt jedoch nicht unter den vorliegend vertretenen Begriff des Kreditrisikos und

³²⁵ Vgl. BYSTRÖM, CDS Index Market, 70: «Credit risk appears in almost all financial activities, [...]».

³²⁶ Vgl. z.B. BÜSCHGEN, Bankbetriebslehre, 922 f.; EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Bankgeschäft, N 2863; STAUB, Kreditrisikotransfer, 10.

³²⁷ Siehe dazu oben unter 1, S. 50.

³²⁸ Vgl. auch BURGHOF/PAUL/RUDOLPH in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 5.

³²⁹ NONNENMACHER/BRASCH, Kreditderivate, 1387; BURGHOF/PAUL/RUDOLPH in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 5; SIEVERS, Kreditderivate, 35; MUGASHA, Multi-Bank Financing, Rz. 1.55.

diese Eigenmittelfinanzierungen fallen nicht unter den im folgenden erläuterten Begriff des Finanzierungsvertrages. Damit kann auch dahingestellt bleiben, inwiefern es sich bei Aktien um ein Finanzierungsverhältnis handelt³³⁰.

bb) Übersicht zu den einzelnen Finanzierungsverträgen

1) Begriff des Finanzierungsvertrages

Finanzierungsverträge lassen sich als Vereinbarungen umschreiben, die dem Gläubiger einen von der wirtschaftlichen Entwicklung des Schuldners unabhängigen (Rück-)Zahlungsanspruch verleihen. Die unter diesen Begriff fallenden Finanzierungsverträge bewegen sich von einer unter 2) behandelten bilateralen Kreditbeziehung bis hin zu einer unter 3) aufgeführten, auf dem Kapitalmarkt plazierten Anleihe³³¹. Die Schuldner eines solchen Finanzierungsvertrages können jedwelche Rechtssubjekte sein; im Anwendungsbereich von Kreditderivaten fallen insbesondere Unternehmen und mit steigender Tendenz auch Staaten in Betracht³³². Dabei wird vorliegend davon ausgegangen werden, dass Finanzierungsverträge den Kapitalgeber mit einer als Zins zu qualifizierenden Zahlung entschädigen.

Neben diesen eigentlichen Finanzierungsverträgen besteht auch die Möglichkeit, Indizes als Basiswerte zu verwenden, welche Kreditrisiken aus Finanzierungsverträgen abbilden. Des weiteren können auch Kreditderivate selbst oder Finanzierungsverträge referenzierende Vehikel wie ABS oder CDO wiederum als Basiswerte eines anderen Kreditderivates verwendet werden³³³.

2) Kreditvertrag

Der (bilaterale) Kreditvertrag kann als Vertrag bezeichnet werden, dessen Inhalt die Kreditgewährung gegen eine Zinszahlung darstellt³³⁴. Vorliegend sollen darunter jene Kreditverträge verstanden werden, welche als (verzinsliches) Darlehen i.S.v. Art. 312 ff. OR qualifiziert werden³³⁵.

³³⁰ So ZELLWEGER-GUTKNECHT, SZW 2010, 271.

³³¹ BURGHOF/PAUL/RUDOLPH in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 5.

³³² TETT in LIPTON/RENNIE (Hrsg.), Credit Derivatives, 16.

³³³ Zum CDS on ABS siehe unten 2:III.1.e)bb)2) (S. 175).

³³⁴ Siehe EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 720 ff.

³³⁵ GUHL/KOLLER, OR, § 45 N 10; vgl. auch MAURENBRECHER, recht 2003, 180. Kreditvertrag als Innominatvertrag: EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, 720.

3) Anleihe

Die Anleihe ist eine weitere Möglichkeit der Fremdfinanzierung. Sie wird auch Anleihensobligation, Obligationsanleihe, Schuldverschreibung oder *Straight Bond* genannt und in der Regel serienweise ausgegeben und öffentlich zur Zeichnung aufgelegt³³⁶. Die Anleihe ist ein in Teilbeträgen aufgeteiltes Grossdarlehen, welches auf bis zu mehreren hundert Millionen Franken lauten kann³³⁷. In rechtlicher Hinsicht sind die Teilbeträge regelmässig auf den Inhaber lautende Teilschuldverschreibungen, die in Wertpapierform ausgegeben und in Globalurkunden verbrieft sind³³⁸.

Die Teilbeträge zeichnen sich durch identische Bedingungen aus, welche Laufzeit, Zinsanspruch, Besicherung, Tilgungsleistungen oder den Rang umfassen³³⁹. Die aus der Anleihe fliessenden Zinsen werden auch als Coupons bezeichnet³⁴⁰. Regelmässig ist die Laufzeit fix und eine vorzeitige Kündigung ausgeschlossen³⁴¹. Auch die Verzinsung ist regelmässig fest vereinbart und verändert sich während der Laufzeit nicht³⁴². Anleihen mit einer variablen Verzinsung werden als *Floating Rate Bonds*³⁴³ bezeichnet³⁴⁴. Die massgebende Formel zur Zinsberechnung ist in den Anleihebedingungen enthalten³⁴⁵. Zweck einer variabel verzinslichen Anleihe ist einerseits die Koppelung des Zinssatzes an die allgemeine Zinsentwicklung des Marktes³⁴⁶

³³⁶ EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 1862. Bei der öffentlicher Ausgabe oder Börsenkotierung von Anleihen sind die entsprechenden Vorschriften des OR zum Prospektzwang und der Gläubigergemeinschaft zu beachte.; vgl. Art. 1156-1186 OR.

³³⁷ BSK-STEINMANN/REUTTER, N 1 vor Art. 1157-1186; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 553; HUBER in BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 64; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 1862.

³³⁸ EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 1862.

³³⁹ EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 1279; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 553; vgl. auch BSK-STEINMANN/REUTTER, N 2 vor Art. 1157-1186

³⁴⁰ Vgl. LOMBARDINI, Droit Bancaire, 633 Rz. 16; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 553; ferner Produktwissen/Anleihen der Schweizer Börse, abrufbar unter <www.six-swiss-exchange.com/knowhow/products/bonds_de.html>.

³⁴¹ EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 1281, 1862.

³⁴² EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 1862; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 554.

³⁴³ Auch Gleitsatzanleihe oder *Floater* genannt: HUBER in BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 65.

³⁴⁴ LOMBARDINI, Droit Bancaire, 633 Rz. 16; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 1872.

³⁴⁵ EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 1872.

³⁴⁶ EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 1872; HUBER in BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 65: mittels Koppelung an einen Referenzzinssatz wie LIBOR oder EURIBOR.

und andererseits das Erzeugen einer Abhängigkeit des Zinssatzes von der Bonität des Emittenten³⁴⁷. Der Zinssatz wird in diesem Fall z.B. halbjährlich entsprechend der Entwicklung des Referenzzinssatzes zuzüglich eines Aufschlages, der von der Bonität des Emittenten abhängt, angepasst³⁴⁸.

Anleihen weisen einen Nominalwert auf, zu welchem sie ausgegeben werden. Der Nominalwert wird auch als Nennwert bezeichnet, und auch mit dem Begriff *par* benannt. Eine Ausgabe zu *par* (auch *pari*) bedeutet folglich, dass der Ausgabebetrag dem Nominalwert entspricht³⁴⁹. Auf den Nominalwert werden in der Regel die Coupons berechnet, ferner entspricht er dem Rückzahlungsbetrag³⁵⁰.

³⁴⁷ BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 453, unter Floating Rate Notes.

³⁴⁸ BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 453, unter Floating Rate Notes.

³⁴⁹ Dazu EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, 1863, 1867; LOMBARDINI, Droit Bancaire, 635 Rz. 14 f.

³⁵⁰ Produktwissen/Anleihen der Schweizer Börse, abrufbar unter <www.six-swiss-exchange.com/knowhow/products/bonds_de.html>; siehe auch oben beim Credit Spread 2.b) (S. 53).

IV. Begriff und Gestaltungsformen des Risikotransfers

Risikotransfer findet – spätestens bei einer genaueren Betrachtung – in unzähligen Sachverhalten bzw. Interaktionen zwischen Rechtssubjekten statt. Was unter Risikotransfer zu verstehen ist wird einleitend bestimmt (IV.1 (S. 62).) Daraufhin wird auf zwei häufig anzutreffenden Teilaspekte des Risikotransfers auf dem Finanzmarkt näher eingegangen: dem alternativen Risikotransfer (ART) (2.) sowie dem Kreditrisikotransfer (CRT) (3.). Nicht in diesem Kapitel werden die derivativen Finanzinstrumente behandelt, denn diese werden in der vorliegenden Untersuchung nicht als eigentliche Instrumente des Risikotransfers³⁵¹ sondern als eigene Produktgruppe qualifiziert³⁵².

Abschliessend werden die häufig als Sicherungsgeschäfte bezeichneten Verträge behandelt, welche teilweise auch im Rahmen des CRT verwendet werden und ebenfalls einen Risikotransfer bewirken oder bezwecken können (4.).

1. Risikotransfer

Neben der Verwendung des Begriffs Risikotransfer wird in der deutschsprachigen Literatur auch von Risikoübertragung gesprochen; die beiden Begriffe werden vorliegend als Synonyme verwendet³⁵³.

Als Risikotransfer wird die Belastung im Umfang des vereinbarten Risikos beim sog. Sicherungsgeber und eine entsprechende Entlastung beim sog. Sicherungsnehmer verstanden³⁵⁴; dabei meint Belastung die Möglichkeit zur Verringerung von Aktiven durch Entstehen einer Leistungspflicht, Entlas-

³⁵¹ Zum Risikotransfer durch Derivate vgl. z.B. HULL, *Derivatives*, 180; KUHN, *Privatversicherungsrecht*, N 45 f. siehe ferner unten 2:II.2.b)cc) (S. 121), warum Derivate nicht als Risikotransferverträge betrachtet werden.

³⁵² Siehe oben II (S. 32).

³⁵³ Vgl. WAHRIG (HRSG.), *Deutsches Wörterbuch*, 8. Aufl., Gütersloh/München 2006, unter Transfer; Duden – *Deutsches Universalwörterbuch*, 7. Aufl., Mannheim 2011, unter Transfer.

³⁵⁴ Vgl. BANZ, *Allfinanz*, 26: «*Wer Risiko transferiert, muss zwingend selber dem Risiko ausgesetzt sein*», wobei die Aussage im Rahmen der Bestimmung des Versicherungsbegriffs getroffen wird; ebenso BERG, *Kreditderivate*, 350; STAUB, *Kreditrisikotransfer*, 11 f.; REINER/SCHACHT, *WM* 2010, 389; GREISER, *Verbriefung*, 41 ff.; ähnlich TRAFKOWSKI, *Risikotransferverträge*, 76 f., welcher als Schlussfolgerung Risikotransfer als Glattstellen bezeichnet; ferner VVG-NEBEL, N 16 zu Art. 101 (beschränkt auf die Rückversicherung).

tung dagegen die Vermeidung eines Verlustes mittels dessen Deckung durch eine Forderung gegenüber einer weiteren Partei. Diese Konstellation lässt sich aus Sicht des Sicherungsnehmers auch als Absicherung (oder auch Versicherung) umschreiben³⁵⁵. Wird von einigen Autoren der Risikotransfer durch Kreditderivate nur als eine von mehreren Eigenschaften bzw. Zwecken dieser Instrumente gesehen³⁵⁶, deutet dies ebenfalls auf ein solches Verständnis des Begriffs des Risikotransfers hin.

Aus sprachlicher Sicht kann der Begriff Transfer auch bei Sachverhalten Verwendung finden, welche eine Neuschaffung und nicht – wie soeben umschrieben – nur eine Veränderung betreffen, obschon auch hier die Bedeutung der Veränderung überwiegt. So können insbesondere immaterielle Werte wie Informationen, Wissen oder Daten transferiert werden³⁵⁷, wobei dieser Transfer eine Vermehrung der betroffenen «Werte» bewirkt bzw. zumindest bewirken kann: So führt der Wissenstransfer dazu, dass das entsprechende Wissen am «Zielort» verfügbar wird, und zusätzlich am «Ursprungsort» weiterhin verfügbar bleibt. Auch der Transfer von elektronischen Daten führt dazu, dass sie am Zielort neu verfügbar sind, ohne auf dem Quellmedium das Ende ihrer Existenz zu finden.

Eine ähnliche Konstellation findet sich auch bei Kreditderivaten, welche nicht (begriffsnotwendig) voraussetzen, dass durch deren Abschluss auf Seiten des Sicherungsnehmers eine Risikoentlastung im Umfang des Kreditderivates bewirkt wird und damit eine Absicherung stattfindet³⁵⁸. Auch in dieser Form entsteht durch Abschluss eines Kreditderivates eine Wechselwirkung zwischen den Parteien, als die Aktualisierung des Risikos zu einer Vermögensverschiebung führt bzw. diese zumindest beabsichtigt ist.

Inwiefern der Begriff Risikotransfer mit einer Absicherung gleichgesetzt wird, ist schliesslich eine begriffliche Frage. Denn unbestritten ist in jedem Fall, dass mittels Kreditderivaten Kreditrisiken gehandelt werden können, welchen der Sicherungsnehmer nicht ausgesetzt ist. M.E. ist es angebracht, Risikotransfer nicht mit dem Motiv einer Partei – *in casu* der Absicherung – gleichzusetzen, sondern umfassend für die damit bewirkte, erwähnte Wechselwirkung zu verstehen.

³⁵⁵ Vgl. EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2075; Unklar diesbezüglich STAUB, Kreditrisikotransfer, 12.

³⁵⁶ Vgl. z.B. DAS, Credit Derivatives, 6; EDWARDS, JBL 2004, 618.

³⁵⁷ WAHRIG, Deutsches Wörterbuch (Fn. 353), unter Transfer Ziff. 1; Duden – Universalwörterbuch (Fn. 353), unter Transfer Ziff. 7.

³⁵⁸ Vgl. Nachweise in Fn. 35.

In diesem Sinne wird Risikotransfer im Bereich von Kreditderivaten wohl auch in der MiFID³⁵⁹ verwendet³⁶⁰. Zudem scheint auch der Begriff des alternativen Risikotransfers³⁶¹ eine (effektive) Absicherung nicht zwingend vorauszusetzen.

2. Alternativer Risikotransfer (ART)

Im Bereich der vertraglichen Risikotragung finden sich in Literatur und Praxis in der neueren Zeit auch die Begriffe des alternativen Risikotransfers (ART) sowie der alternativen Risikofinanzierung (ARF)³⁶².

Unter dem Begriff des alternativen Risikotransfers werden (alternative) Methoden verstanden, welche der Risikoabdeckung ausserhalb der klassischen Versicherungsdeckung dienen. «Alternativ» können der Risikoverkäufer, der -käufer oder die Art der Risikoabgabe sein³⁶³. Dabei hat sich der Begriff ursprünglich im Bereich der Rückversicherung etabliert³⁶⁴, wobei er zwischenzeitlich zumindest teilweise ausgedehnter verstanden wird, so dass auch allgemein derivative Finanzinstrumente darunter subsumiert werden³⁶⁵. Aus dieser Sicht lässt sich ART als Sammelbegriff für Produkte an der Schnittstelle zwischen Versicherung, Bankgeschäft und Finanzmarkt auffassen. Einen Risikotransfer im Sinne einer Absicherung des Risikos scheint der Begriff ART *per definitionem* nicht zu fordern³⁶⁶.

³⁵⁹ MiFID Anh. 1 Abschn. C Ziff. 8: «*derivative Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken*».

³⁶⁰ Vgl. dazu BERG, Kreditderivate, 350.

³⁶¹ Siehe zum ART sogleich unter 2 (S. 64).

³⁶² Siehe BAUER, ZVersWiss 1998, 555; BANZ, Allfinanz, 6, wobei die Anfänge des ART auf die 50er Jahre des letzten Jahrhunderts zurückgehen, a.a.O. 7 m.w.N.; ferner SHANN, JIBL 2000/1, 4.

³⁶³ Siehe BAUER, ZVersWiss 1998, 555; SHANN, JIBL 2000/1, 4.

³⁶⁴ Vgl. BANZ, Allfinanz, 6 f. m.w.N.; ferner auch BAUER, ZVersWiss 1998, 555 ff.; SHANN, JIBL 2000/1, 4, 10; KUHN, Privatversicherungsrecht, N 41 ff. Zu den verschiedenen Erscheinungsformen des Begriffs siehe auch SHANN, JIBL 2000/1, 4, wonach in einer weiteren Fassung der Begriff für die Überschneidung von (Rück)-Versicherung, Bankgeschäft und Kapitalmarkt i.S. der Produktinnovation stehe, gegenüber dem Begriff Allfinanz als Distribution.

³⁶⁵ Vgl. KUHN, Privatversicherungsrecht, N 36, 45 f.; BANZ, Allfinanz, 199 ff. (die unter ART behandelten Produkte); GREISER, Verbriefung, 38 f.

³⁶⁶ Vgl. BANZ, Allfinanz, 6 Fn. 23. Zur Verwirrung des Begriffs ART in der Realität vgl. BAUER, ZVersWiss 1998, 556 f., insb. Abb. 2.

Neben dem alternativen Risikotransfer findet sich auch der Begriff der alternativen Risikofinanzierung (ARF)³⁶⁷: Im Unterschied zum (effektiven) Risikotransfer trifft der Risikoträger bei der Risikofinanzierung selbständig Massnahmen für einen langfristigen Risikoausgleich³⁶⁸, oder es findet nur ein sehr begrenzter Risikotransfer statt³⁶⁹.

3. Kreditrisikotransfer (CRT) und dessen Instrumente

Beim Kreditrisikotransfer ist der Gegenstand des Transfers auf das soeben umschriebene Kreditrisiko beschränkt³⁷⁰. Die folgenden Erörterungen zielen denn auch ausschliesslich auf den eigentlichen Transfer selbst ab; davon ist die Bestimmung der Art des Risikos als Gegenstand des Transfers abzugrenzen.

Kreditrisikotransfer bzw. dessen Instrumente werden oftmals auch abgekürzt als CRT bzw. CRT-Instrumente – vom englischen *Credit Risk Transfer* – bezeichnet. Erreichen lässt sich ein Kreditrisikotransfer durch verschiedene Varianten. Im folgenden werden unter a) die grundsätzlichen Möglichkeiten und unter b) die verschiedenen Gestaltungsformen in Bezug zu den einzelnen Instrumenten dargestellt.

Unter c) ist die Bedeutung von verschiedenen im Bereich des Kreditrisikotransfers von Kreditderivaten anzutreffende Begriffe wie Isolation, Loslösung sowie der Handel mit Kreditrisiken zu klären; wie gezeigt wird handelt es um bisweilen pleonastisch verwendete Bezeichnungen des Kreditrisikotransfers mit Bezug auf die Schaffung von synthetischen Positionen.

a) Möglichkeiten des Kreditrisikotransfers

Zum Transfer von Kreditrisiken bieten sich verschiedene Gestaltungsvarianten oder Möglichkeiten an, welche an verschiedenen Punkten anknüpfen. Auf der Ebene des Kreditrisikos ist dieses bei einigen Strukturen anhand verschiedener Erfassungsmöglichkeiten zu definieren – diese wurden bereits im Rahmen des Kreditrisikos angesprochen, da sie nicht direkt mit dem eigentlichen Transfer zusammenhängen. Das so erfasste Kreditrisiko kann

³⁶⁷ BAUER, ZVersWiss 1998, 556; GREISER, Verbriefung, 50. Risikofinanzierung kann jedoch auch als Teil des alternativen Risikotransfers betrachtet werden, vgl. BANZ, Allfinanz, 6; ferner ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 877, 1198; SHANN, JIBL 2000/1, 4.

³⁶⁸ BAUER, ZVersWiss 1998, 558.

³⁶⁹ So etwa GREISER, Verbriefung, 50.

³⁷⁰ Siehe oben III.1 (S. 50).

im Rahmen eines Transfers nur einen Kreditnehmer (Single Name Transaktion) oder das Risiko eines Portfolios mehrerer Kreditnehmer (Basket Transaktion) umfassen. Der Transfer lässt sich ferner aus Sicht des Sicherungsnehmers entweder gedeckt (*funded*) oder ungedeckt (*unfunded*) gestalten³⁷¹, und schliesslich erfolgt er entweder direkt zwischen Sicherungsgeber und Sicherungsnehmer oder indirekt über die Zwischenschaltung einer Einzweckgesellschaft, einem sog. *Special Purpose Vehicle* (SPV)^{372 373}.

Hat der Sicherungsgeber nach dem Transfer des Kreditrisikos keine aus diesem Transfer fließende Forderung gegen den Kreditnehmer selbst inne, so spricht man gemeinhin von synthetischen Instrumenten und damit einhergehend einer synthetisch geschaffenen Kreditrisikoposition des Sicherungsgebers^{374 375}.

b) Instrumente des Kreditrisikotransfers

Auf dem Finanzmarkt existieren verschiedene Instrumente zum Transfer des Kreditrisikos³⁷⁶. Zu den verschiedenen Produkten werden einerseits die herkömmlichen Verfahren der Kreditversicherung, der Kreditgarantie und der Kreditsyndizierung, andererseits kapitalmarktorientierte Produkte wie Kreditverbriefung (Securitisierung) und Kreditderivate sowie als weitere Produkte der Kreditverkauf und die Asset Swaps gezählt³⁷⁷.

Aus diesen Produkten haben sich auch hybride Produkte herausgebildet, welche sich aus der Kombination einzelner Instrumente mit Kreditderivaten ergeben. Als Beispiele hierfür wird der Einsatz von Kreditderivaten bei der Kreditverbriefung und der Kreditsyndizierung angeführt³⁷⁸.

³⁷¹ Siehe zur Bedeutung von gedeckt und ungedeckt oben Fn. 15 m.w.N.

³⁷² Die in der Regel als SPV bezeichnete Gesellschaft wird jeweils nur für eine spezifische Transaktion geschaffen: siehe z.B. LOMBARDINI, *Droit Bancaire*, 946 Rz. 11 ff.

³⁷³ Zum Ganzen: CGFS, CRT, 5.

³⁷⁴ Siehe dazu Nachweise oben in Fn. 33.

³⁷⁵ Es ist m.E. jedoch auf begrifflicher Ebene davon abzusehen, von einem synthetischen Kreditrisikotransfer zu sprechen, denn der Transfer selbst besteht tatsächlich. Zum Begriff des Risikotransfers siehe oben 1 (S. 62).

³⁷⁶ Vgl. z.B. BURGHOF/HENKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate*, 106; STAUB, *Kreditrisikotransfer*, 19 Abb. 2.

³⁷⁷ BURGHOF/HENKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate*, 106.

³⁷⁸ BURGHOF/HENKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate*, 107.

aa) Herkömmliche Verfahren

Als die herkömmlichen Verfahren zum Kreditrisikotransfer gelten die Kreditversicherung, die Kreditgarantie und die Kreditsyndizierung. Ferner wird vorliegend auch der Kreditverkauf dazugezählt.

Die Kreditversicherung beschränkt sich in der Praxis auf das Kreditrisiko aus Warenlieferungen sowie Kredite für die klassische Investitionsgüterfinanzierung³⁷⁹. Gegenstand der Versicherung ist eine berechnete Forderung des Versicherungsnehmers, als Schadenfall gilt die vermutete oder nachgewiesene Zahlungsunfähigkeit des Schuldners³⁸⁰.

Unter der Kreditgarantie ist insbesondere eine Bankgarantie zu verstehen, bei welcher die Bank dem Gläubiger die Erfüllung der Rückzahlungsverpflichtung des Schuldners aus dem Kreditverhältnis verspricht^{381 382}.

Bei diesen beiden Transferinstrumenten verbleibt die kreditrisikosensitive Verbindlichkeit beim Gläubiger; ein Dritter kommt nur für die Rückzahlung auf, falls diese durch den Schuldner unterbleiben sollte.

Die Kreditsyndizierung beinhaltet die Gewährung eines Kredits durch eine Gruppe von Kreditgebern (i.d.R. Banken) auf der Basis von einheitlichen Bedingungen³⁸³, wobei die einzelnen Kreditgeber am Risiko im Verhältnis ihrer Quoten und damit dem zur Verfügung gestellten Kapital beteiligt sind³⁸⁴. Das Kreditrisiko wird zum Zeitpunkt dessen Entstehung bei der Kreditgewährung durch den Kreditgeber übernommen, womit ein Transfer bei genauer Betrachtung nicht stattfindet.

Der Kreditverkauf betrifft im Unterschied zur Kreditsyndizierung wiederum den Sekundärmarkt³⁸⁵. Dabei können nur die Zahlungsströme eines Kredits an einen Dritten verkauft werden, wobei die ursprüngliche Kreditbeziehung vom Verkauf nicht berührt wird³⁸⁶. Diese Strukturierung wird

³⁷⁹ Vgl. KOENIG, Privatversicherungsrecht, 384; WERDER in BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 694, unter *Kreditversicherung*

³⁸⁰ WERDER in BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 694, unter *Kreditversicherung*.

³⁸¹ Vgl. STAUB, Kreditrisikotransfer, 20.

³⁸² Zur Bankgarantie siehe auch unten 4.a) (S. 75).

³⁸³ BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 663, unter *Konsortialkredit*; MUGASHA, Multi-Bank Financing, Rz. 1.15

³⁸⁴ BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 663, unter *Konsortialkredit*.

³⁸⁵ BURGHOF/HENKE in BURGHOF et al. (Hrsg.), *Kreditderivate*, 111 f.; vgl. MUGASHA, Multi-Bank Financing, Rz. 1.15, 1.35 ff.

³⁸⁶ BURGHOF/HENKE in BURGHOF et al. (Hrsg.), *Kreditderivate*, 113.

teilweise auch als *Loan Participation* bezeichnet und vom *Loan Trading* abgegrenzt, welche die Übertragung des gesamten Vertrages beinhaltet³⁸⁷.

bb) Kreditverbriefung – Securitisation

1) Im Allgemeinen

Ein weites Spannungsfeld an kapitalmarktorientierten Produkten zum Kreditrisikotransfer wird unter dem Begriff der Securitisation bzw. der Kreditverbriefung subsumiert. Allgemein wird die Verbriefung von Aktiven als Asset Securitisation bezeichnet, wobei dafür alle denkbaren Finanzaktiva eines Unternehmens in Betracht kommen³⁸⁸. Dagegen ist die Kreditverbriefung auf Kredite beschränkt. Das Ziel der Kreditverbriefung besteht in der Kommerzialisierung von Krediten durch Ausgabe von Wertpapieren bzw. –rechten³⁸⁹.

Zu unterscheiden sind zwei Arten von Kreditverbriefungen, die sog. True Sale Securitisation sowie die Synthetic Securitisation³⁹⁰. Bei der True Sale Securitisation³⁹¹ werden die Kredite von dem sog. Originator, i.d.R. einer Bank, an ein *Special Purpose Vehicle* (SPV) verkauft, welches die für diesen Kauf notwendigen Finanzmittel auf dem Finanzmarkt durch Ausgabe von Wertpapieren beschafft. Diese Strukturen werden als Asset Backed Securities (ABS) oder auch als (Cash) CDO³⁹² bezeichnet³⁹³.

Bei der Synthetic Securitisation verbleiben die zu verbriefenden Forderungen beim Originator selbst³⁹⁴. Diese synthetischen Transaktionen erfolgen regelmässig mittels Einsatz von Kreditderivaten bzw. insbesondere

³⁸⁷ Siehe dazu MUGASHA, Multi-Bank Financing, Rz. 1.37, 1.40, 8.09 f.

³⁸⁸ EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 749; vgl. auch LOMBARDINI, Droit Bancaire, 947 Rz. 14, welcher sämtliche Forderungen als mögliche Gegenstände einer Verbriefung anführt. Vgl. ferner HULL, Derivatives, 181; DORENDORF, Kreditderivate, 63.

³⁸⁹ EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 749; CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.183.

³⁹⁰ KROLL/BÜRGI/SAUTER, FSr 2002, 253.

³⁹¹ Auch als True Sale Transaktion oder True Asset Sale Transaktion bezeichnet.

³⁹² Siehe zur CDO auch unten Fn. 409.

³⁹³ Siehe J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 7, S. 72; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 751 ff.; LOMBARDINI, Droit Bancaire, 943 Rz. 1; DAS, Credit Derivatives, 310 f., 315; HULL, Derivatives, 181, 559 f.; vgl. ferner KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Rz. 8.11; DORENDORF, Kreditderivate, 63.

³⁹⁴ KÖLBL-VOGT in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 8 N 5.

Credit Default Swaps³⁹⁵ und werden auch als Unterkategorie der ABS betrachtet³⁹⁶. Auf einige dieser synthetischen Strukturen ist sogleich unter 2) einzugehen.

Anhand der Art der besicherten Forderungen werden die Verbriefungen unterschiedlich bezeichnet. Handelt es sich um nicht grundpfandrechtlich besicherte Forderungen, so spricht man von Asset Backed Securitisation (ABS) im engeren Sinn, bei grundpfandrechtlich besicherten Forderungen von sog. Mortgage Backed Securitisation (MBS); diese können weiter nach privater Nutzung in Residential Mortgage Backed Securitisation (RMBS) oder kommerzieller Nutzung in Commercial Mortgage Backed Securitisation (CMBS) unterschieden werden³⁹⁷.

2) Synthetische Strukturen im Besonderen

Wie erwähnt werden bei synthetischen Kreditverbriefungen jeweils Kreditderivate eingebettet. Als Beispiele sollen im folgenden die Credit Linked Note und eine synthetische CDO dargestellt werden³⁹⁸. Die Bezeichnungen dieser beiden Instrumente werden in der Literatur nicht einheitlich verwendet. Vorliegend wird von der Credit Linked Note als Überbegriff ausgegangen, welche verschiedene Möglichkeiten zur Strukturierung bietet, während die synthetische CDO eine Credit Linked Note mit einer spezifischen Strukturierung darstellt³⁹⁹.

i) Credit Linked Note

Credit Linked Notes (CLN) sind strukturierte Anleihen, bestehend aus der Kombination von fest- oder variabel verzinslichen Schuldverschreibungen

³⁹⁵ J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 7, S. 73; KROLL/BÜRGI/SAUTER, FStR 2002, 253; BÜRGI/SPANGLER/KROLL, Securitisation, 5; EDWARDS, JBL 2004, 638; vgl. auch DORENDORF, Kreditderivate, 63.

³⁹⁶ DORENDORF, Kreditderivate, 63; HERRMANN in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 87; ähnlich SCHWAB in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 350.

³⁹⁷ KÖLBL-VOGT in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 8 N 5; siehe auch DORENDORF, Kreditderivate, 63.

³⁹⁸ Eine CDO kann jedoch auch als True Sale Transaktion begeben werden, vgl. z.B. DAS, Credit Derivatives, 315. Siehe ferner den gesamten vorliegenden Abschnitt bb).

³⁹⁹ Vgl. dazu DAS, Credit Derivatives, 249 ff. Nach a.a.O. 298 liegt der Unterschied zwischen einer CLN und einer CDO in der Verbriefung. Wenn auch von *Synthetic Bonds* gesprochen wird, so ergibt sich aus dem Aufbau, dass damit (zumindest auch) CDO's gemeint sein müssen; vgl. ferner HULL, Derivatives, 560 f.

mit einem Kreditderivat⁴⁰⁰. Die Risikoabsicherung erfolgt gedeckt (*funded*), da der Sicherungsgeber zu Beginn der Risikotragung eine Geldzahlung in Höhe des Nominalbetrages leistet, welche für den Sicherungsnehmer wie eine Barunterlegung des Kreditrisikos wirkt⁴⁰¹. Emittiert wird die CLN in verbriefter Form, in der Regel durch ein sog. *Special Purpose Vehicle* (SPV), einen *Special Purpose Trust* oder direkt durch ein Finanzinstitut⁴⁰². Je nach Ausgestaltung sind Coupons und/oder die Rückzahlung des Nominalbetrages von auftretenden Ausfällen oder Bonitätsveränderungen beim Basiswert abhängig⁴⁰³. Diese Abhängigkeit wird durch das eingebettete Kreditderivat begründet. Von diesem wiederum hängen die Ausstattungsmerkmale einer CLN entscheidend ab⁴⁰⁴.

Das eingebettete Kreditderivat kann auch einen Einfluss auf die Bezeichnung der jeweiligen CLN besitzen: Eine CLN mit einem eingebetteten Credit Default Swap kann als Credit Default Note, mit einem Credit Spread Produkt als Credit Spread Note und mit einem Total Return Swap als Total Return Note bezeichnet werden⁴⁰⁵.

ii) Synthetische Collateralised Debt Obligation

Die häufigste und einfachste Form der CLN ist die Verbindung mit einem Credit Default Swap⁴⁰⁶ zu einer Credit Default Note⁴⁰⁷, welche häufig ebenfalls als Credit Linked Note⁴⁰⁸ und bei der Emission durch ein SPV als synthetische Collateralised Debt Obligation (CDO)⁴⁰⁹ bezeichnet wird^{410 411}. Die

⁴⁰⁰ RESOVAC, Credit Linked Notes, 233; MERRILL LYNCH, Credit Derivatives Vol. 1, 90; a.A. wohl z.B. Kölbl-Vogt in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 8 N 6.

⁴⁰¹ J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 3, S. 24; NESKE in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 67.

⁴⁰² J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 7, S. 74; RESOVAC, Credit Linked Notes, 233; MERRILL LYNCH, Credit Derivatives Vol. 1, 90; siehe dazu auch DAS, Credit Derivatives, 239, 251, 275 ff.

⁴⁰³ RESOVAC, Credit Linked Notes, 233; DAS, Credit Derivatives, 263

⁴⁰⁴ RESOVAC, Credit Linked Notes, 234.

⁴⁰⁵ Vgl. RESOVAC, Credit Linked Notes, 235 Abb. 1.; siehe ferner DAS, Credit Derivatives, 249, 251 ff.

⁴⁰⁶ Vgl. O'KANE, Lehman, 34.

⁴⁰⁷ RESOVAC, Credit Linked Notes, 234.

⁴⁰⁸ Vgl. J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 3, S. 24 f.; CHAPLIN, Credit Derivatives, 50; LOMBARDINI, Droit Bancaire, 954 Rz. 37; SCHWAB in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 349, 353 ff.

⁴⁰⁹ Abhängig von der Zusammensetzung des Pools erfolgt eine Unterscheidung zwischen Collateralised Loan Obligation CLO (Kreditpool) und Collateralised Bond Obligation CBO

CDO setzt regelmässig voraus, dass es sich beim Basiswert um ein Portfolio handelt⁴¹².

Der Originator der zu verbriefenden Kreditrisiken gründet ein *Special Purpose Vehicle* (SPV), von welchem er ein Credit Default Swap kauft, dessen Basiswert der Kreditpool der zu übernehmenden Kreditrisiken ist⁴¹³. Zweck des CDS ist die Übernahme der Kreditrisiken dieses Pools durch das SPV. Das SPV emittiert nun Anleihen, deren Rückzahlung an die Verluste im Kreditpool geknüpft sind⁴¹⁴. Den Emissionserlös investiert das SPV in Anlagen höchster Bonität (*Collateral*)⁴¹⁵. Den aus diesen Anlagen fliessenden Ertrag sowie die vom Originator erhaltene CDS Prämie gibt das SPV an die Investoren der emittierten Anleihe als Coupons weiter. Diese Coupons weisen eine höhere als die übliche Verzinsung auf⁴¹⁶.

(Anleihepool): HORAT, ST 2003, 973; DAS, Credit Derivatives, 311; KÖLBL-VOGT in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 8 N 9.

⁴¹⁰ Vgl. HORAT, ST 2003, 973; REINER/SCHACHT, WM 2010, 394; CASTAGNINO, Derivatives, Rz 4.183.

⁴¹¹ Die CDO wird jedoch teilweise auch als alternative zu einer Credit Linked Note verstanden, so z.B. O'KANE, Lehman, 35. Die auf diese Weise emittierte Anleihe entspricht jedoch zumindest in der Struktur einer CLN, vgl. HORAT, ST 2003, Fn. 14; ähnlich auch PARKER, Credit Derivatives, 416; DAS, Credit Derivatives, 239, 305 f. Bei SCHWAB in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 349 f. nur als ABS-Emission bezeichnet; nach CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.184, ist die Begebung durch ein SPV bei einer CDO nicht zwingend. Nach J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 3, S. 24 f. schliesslich wird auch die durch ein SPV begebene Credit Linked Note nur als solche angeführt, der Begriff CLO dagegen nur für die True Sale Securitisation verwendet, siehe dazu a.a.O. ch. 7, S. 72 f.

⁴¹² Vgl. DAS, Credit Derivatives, 307; HULL, Derivatives, 560; ferner auch Nachweise in Fn. 413.

⁴¹³ CASTAGNINO, Derivatives, Rz 4.185; vgl. auch J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 3, S. 24; DAS, Credit Derivatives, 307, 328; MERRILL LYNCH, Credit Derivatives Vol. 2, 8. Siehe auch DAS, Credit Derivatives, 322 f. wonach in einer weiteren Variante das Kreditrisiko auch durch eine Credit Linked Note an das SPV übertragen werden kann. Dabei handelt es sich jedoch nicht um eine synthetische CDO wie vorliegend verstanden. Siehe zu den Variationen und Unterschieden a.a.O. 344 f., Ex. 4.7.

⁴¹⁴ LOMBARDINI, Droit Bancaire, 954 Rz 38.

⁴¹⁵ LOMBARDINI, Droit Bancaire, 954 Rz. 37; J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 3, S. 24, ch. 7, S. 74; vgl. auch CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.185.

⁴¹⁶ J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 3, S. 24; CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.184, 4.186.

Die emittierten Anleihen werden in der Praxis in verschiedenen Tranchen begeben, welche unterschiedliche Risiken sowie unterschiedliche Couponzahlungen aufweisen⁴¹⁷.

Treten im Basiswert des CDS Credit Events bzw. Verluste auf, so hat das SPV dem Sicherungsnehmer – dem Originator – nach den Bestimmungen des CDS eine Ausgleichsleistung zu erbringen. Die dadurch entstandenen Verluste des SPV werden wiederum den Investoren belastet. Zuerst wird die risikoreichste Tranche belastet, sollten die Verluste einen grösseren Umfang aufweisen, folgt die nächste Tranche usw. Dabei wird der Nennwert der betroffenen Tranchen herabgesetzt und damit die Rückzahlung verringert⁴¹⁸.

cc) **Asset Swaps**

Ein Asset Swap besteht in der Kombination einer Anleihe mit einem Swap⁴¹⁹. In seiner typischen Ausgestaltung erzeugt er aus einer festverzinslichen Anleihe eine *Floating Rate Note* (oder umgekehrt), oder tauscht einen Zahlungsstrom einer Währung in eine andere⁴²⁰.

Der Asset Swap ist nicht ausschliesslich ein Produkt des Kreditrisikotransfers. Zu einem solchen wird ein Asset Swap, wenn eine kreditrisikobehaftete Anleihe mit Festzinsszahlungen mit einem Zinsswap kombiniert wird⁴²¹. Der Käufer des Swaps bezahlt dem Verkäufer die Coupons der Anleihe und erhält dafür einen variablen Zahlungsstrom, welcher sich aus einem Referenzzinssatz und dem Asset Swap Spread zusammensetzt⁴²². Dieser Asset Swap Spread hängt von der Bonität des Emittenten der Anleihe ab⁴²³. Verringert sich diese, vergrössert sich der aus dem Asset Swap erhaltene Spread auf den Referenzzinssatz. Der Käufer des Swaps wird somit für die mit der Verringerung der Bonität einhergehende Vergrösserung der Ausfallwahrscheinlichkeit der Anleihe (Bonitätsänderungsrisiko) ent-

⁴¹⁷ Vgl. CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 4.189; SCHWAB in *BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate*, 351 Abb. 1, 354 Abb. 2; DAS, *Credit Derivatives*, 307.

⁴¹⁸ Siehe MERRILL LYNCH, *Credit Derivatives Vol. 2*, 8 f.; CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 4.187.

⁴¹⁹ FISCHER, *Swapgeschäft*, 2045.

⁴²⁰ CILIA, *Asset Swaps*, 1; DAS, *Credit Derivatives*, 463.

⁴²¹ CILIA, *Asset Swaps*, 4; CHOUDHRY, *Issues*, 229 f.; BURGHOF/HENKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate*, 115.

⁴²² CHOUDHRY, *Issues*, 229 f.; BURGHOF/HENKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate*, 115; CHAPLIN, *Credit Derivatives*, 29; HULL, *Derivatives*, 526.

⁴²³ Vgl. z.B. HULL, *Derivatives*, 526.

schädigt. Er hält nun ein synthetische *Floating Rate Note*. Der Asset Swap Spread gilt auch als eine Messgröße des Kreditrisikos des Basiswertes⁴²⁴.

Ein Asset Swap kann neben dem Kauf des Swaps auch gleichzeitig den Kauf der Anleihe vom Swapverkäufer beinhalten⁴²⁵; diese Variante wird bisweilen auch als Asset Swap-Paket bezeichnet⁴²⁶.

c) Isolation, Loslösung und Handel des Kreditrisikos als Risikotransfer

Im Zusammenhang mit der Funktionsweise und Definition von Kreditderivaten wird neben der Erwähnung des Risikotransfers/-übertragung auch von der Loslösung oder Isolation des Kreditrisikos vom zugrundeliegenden Basiswert gesprochen oder auf die durch Kreditderivate ermöglichte Handelbarkeit des Kreditrisikos abgestellt⁴²⁷.

Bei den erwähnten Umschreibungen handelt es sich bei genauerer Betrachtung jedoch um Pleonasmen: Kreditrisiko besteht nicht für sich alleine, vielmehr handelt es sich dabei um einen aus wirtschaftlicher Sicht bedeutenden Bestandteil einer Verbindlichkeit bzw. eines Finanzierungsvertrages oder einer Forderung im Allgemeinen⁴²⁸. Die alleinige Bezugnahme auf das Kreditrisiko bedarf folglich einer spezifischen Erfassung bzw. Umschreibung, wobei auch diese für sich genommen noch keine Wirkung entfaltet. Eine solche tritt erst mit der vertraglichen Bezugnahme auf die Umschreibung ein. Erst damit wird das Kreditrisiko isoliert, zugleich auch transferiert sowie gehandelt. Die Loslösung ist ohne den Transfer infolgedessen nicht möglich, im Transfer lässt sich zugleich auch der Handel erblicken. Loslösung bedeutet des weiteren nicht, dass der Basiswert das Kreditrisiko nicht mehr aufweist. Vielmehr wird es nur nachgebildet und damit eigentlich vermehrt, da der Sicherungsgeber nach diesem Transfer eine synthetische Kreditposition innehat⁴²⁹.

Umgekehrt dagegen kann ein Kreditrisikotransfer erfolgen, ohne dass das Kreditrisiko losgelöst wurde, indem z.B. die gesamte Verbindlichkeit übertragen wird. So wird z.B. der Kreditverkauf auch als CRT-Instrument aufgefasst⁴³⁰.

⁴²⁴ CHOUDHRY, Issues, 230; CHAPLIN, Credit Derivatives, 30.

⁴²⁵ Vgl. CHOUDHRY, Issues, 229.

⁴²⁶ Vgl. BURGHOF/HENKE in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 115.

⁴²⁷ Siehe dazu oben I.1.a) (S. 8).

⁴²⁸ Siehe dazu oben III.3.a) (S. 57).

⁴²⁹ Dazu oben I.1.d) (S. 13).

⁴³⁰ Vgl. oben b)aa) (S. 67).

4. Sicherungsgeschäfte als Risikotransferverträge

Allgemein dienen die unter den Sicherungsgeschäften zusammengefassten Verträge oder Institute der Absicherung einer geschuldeten Leistung⁴³¹. Abzugrenzen sind sie vorliegend von den fiduziarischen Rechtsgeschäften⁴³². Unter diesen wird grundsätzlich ein übliches Rechtsgeschäft verstanden, welches hinsichtlich des damit beabsichtigten wirtschaftlichen Zwecks eine überschüssende Rechtsmacht überträgt⁴³³.

Bei den Sicherungsgeschäften werden Personal- und Realsicherheiten unterschieden⁴³⁴. Erstere zeichnen sich dadurch aus, dass sich eine Drittperson als ein weiteres Haftungssubjekt zu Absicherungszwecken zu einer Leistung verpflichtet, während bei letzterer der Wert einer bestimmten Sache, an welcher der Sicherungsnehmer ein Vorrecht genießt, eine (zusätzliche) Sicherheit bieten soll⁴³⁵. Die Vereinbarung einer Realsicherheit fällt nicht unter den vorliegend verstandenen Begriff des Risikotransfers, weshalb nicht weiter darauf einzugehen sein wird.

Als Personalsicherheiten gelten die Bürgschaft, die Garantie sowie der Versicherungsvertrag⁴³⁶. Diese Verträge können auch einen Kreditrisikotransfer erreichen^{437 438}. Sie werden im folgenden einzeln dargestellt: Die Garantie (a), die Bürgschaft (b) und der Versicherungsvertrag (c). Aufgrund deren Ähnlichkeiten untereinander wird anschliessend auf die von

⁴³¹ Siehe AEPLI, Garantien, 91 ff.; GUHL/KOLLER, OR, § 22 N 21; KLEINER, Bankgarantie, Rz. 2.02.

⁴³² Vgl. aber GUHL/KOLLER OR, § 22 N 21: gewisse fiduziarische Verträge werden zu den Sicherungsgeschäften gezählt; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 970: die Sicherungszession als Real- bzw. Personalsicherheiten.

⁴³³ Vgl. GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1025 ff.; ZK-JÄGGI/GAUCH, N 184 ff. zu Art. 18; GUHL/KOLLER OR, § 15 N 26.

⁴³⁴ KLEINER, Bankgarantie, Rz. 9.01; siehe auch AEPLI, Garantien, 92; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 969.

⁴³⁵ AEPLI, Garantien, 92; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, 969; vgl. auch KLEINER, Bankgarantie, Rz. 9.01.

⁴³⁶ Teilweise werden auch das Haft-, Reugeld sowie die Konventionalstrafe dazugezählt, vgl. KLEINER, Bankgarantie, Rz. 9.01. Diese Institute zeichnen sich jedoch dadurch aus, dass die Sicherung durch den Vertragspartner selbst und nicht durch einen Dritten versprochen bzw. geleistet wird, womit kein wie vorliegend verstandener Risikotransfer stattfindet.

⁴³⁷ Siehe dazu oben 3.b) (S. 66).

⁴³⁸ AEPLI, Garantien, 95 bezeichnet Garantie und Bürgschaft auch als Absicherungsverträge.

Rechtsprechung und Lehre entwickelten Abgrenzungskriterien und Indizien eingegangen (d).

a) **Garantie und garantieähnliche Verträge**

Der Garantievertrag kann als Vertrag umschrieben werden, welcher den durch die Garantie Begünstigten vor unerwünschten Folgen seines eigenen Verhaltens oder auch den erhofften Erfolg eines Verhaltens zu sichern bezweckt⁴³⁹. Diesem Sicherungszweck können Garantien in verschiedenen Formen nachkommen: sie können eine eigenständige Art oder eine grosse Ähnlichkeit zur Bürgschaft aufweisen⁴⁴⁰. Der Begriff Garantie findet in der Form einer Garantieverpflichtung auch ausserhalb eines Garantievertrages als Sicherungsgeschäft Verwendung. In diesem Zusammenhang tritt jeweils kein Dritter hinzu⁴⁴¹, wohingegen ein Dreiecksverhältnis bei der Garantie der Normalfall bildet⁴⁴².

Die sog. reinen Garantien zeichnen sich dadurch aus, dass (grundsätzlich) keinerlei Zusammenhang mit einem bestimmten Schuldverhältnis besteht⁴⁴³. Allenfalls vermögen sie einen eventuell gegen den Garantiebegünstigten entstehenden Anspruch aus der Verletzung vertraglicher oder gesetzlicher Pflichten zu sichern⁴⁴⁴. Der aus einer reinen Garantie Begünstigte soll durch diese zu einem bestimmten Verhalten animiert werden: So kann z.B. ein Gemeinwesen eine Defizitgarantie gegenüber einem Veranstalter eines Dorffestes abgeben, da sie ein Eigeninteresse an der Durchführung dieser Veranstaltung hat. Oder ein oft zitiertes Beispiel aus dem römischen Recht, in welchem eine Mutter den Vormund ihres Sohnes um eine Tätigkeit bittet und ihm gegenüber eine Garantie abgibt, für allfällige aus dieser Tätigkeit entstehenden Schäden zu haften⁴⁴⁵.

Daneben existieren die den Regelfall bildenden bürgschaftsähnlichen Garantien⁴⁴⁶: der Begünstigte erwartet eine Leistung von einem Dritten aus

⁴³⁹ KLEINER, Bankgarantie, Rz. 2.02, m.w.H; BÜSSER, Bankgarantie, N 88 m.w.N. in Fn. 97.

⁴⁴⁰ KLEINER, Bankgarantie, Rz. 4.01; HUGUENIN, OR AT, N 1187.

⁴⁴¹ Siehe z.B. AEPLI, Garantien, 93 f.; vgl. ferner GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 3823, 3836; HENSSLER, Risiko, 366.

⁴⁴² HENSSLER, Risiko, 366.

⁴⁴³ BGE 113 II 434 E. 2.a; HUGUENIN, OR AT, N 1187.

⁴⁴⁴ Vgl. KLEINER, Bankgarantie, Rz. 4.05.

⁴⁴⁵ KLEINER, Bankgarantie, Rz. 4.02 ff.

⁴⁴⁶ BGE 125 III 305 E. 2; 113 II 434 E. 2 f.; EMMENEGGER, Bankgarantie, 144 Fn. 1; KLEINER, Bankgarantie, Rz. 5.06 ff.; HUGUENIN, OR AT, N 1189 f.; GUHL/SCHNYDER, OR, § 57 N 7 ff.

einem Schuldverhältnis, wobei das Verhalten dieses Dritten dafür massgebend ist, ob beim Begünstigten ein Vermögensschaden entsteht⁴⁴⁷. Als Beispiel: Der Importeur I erwartet von seinem ausländischen Vertragspartner A eine Lieferung, welche durch eine Garantie des Garanten X gesichert ist. Falls nun A nicht liefert, kann I bei X die Garantie abrufen. Dabei sichert die Garantie die Leistung unabhängig davon, ob sie tatsächlich geschuldet oder erzwingbar ist. Sie ist somit selbständiger Art und nicht akzessorisch zum Schuldverhältnis, auf welches sie Bezug nimmt⁴⁴⁸. In dieser Konstellation der Garantie ist regelmässig ein Dreiparteienverhältnis⁴⁴⁹ anzutreffen, welches aus dem Hauptschuldvertrag (Grund-, Valutaverhältnis), im Beispiel der Liefervertrag zwischen I und A, dem Veranlassungsvertrag (Deckungsverhältnis), im Beispiel der Auftrag von A an X, dem I eine Garantie abzugeben, und dem eigentliche Garantievertrag zwischen X und I zusammensetzt⁴⁵⁰.

Im Rahmen von Bankgarantien⁴⁵¹ stammt das Entgelt aus dem Veranlassungsgeschäft, i.d.R. einem Auftrag zwischen der Bank und einem Dritten, welcher ausserhalb des Garantievertrages steht⁴⁵². Dieser hat der Bank auch ihre Aufwendungen zu ersetzen, d.h. insbesondere die im sog. Garantiefall dem Begünstigten geleistete Zahlung⁴⁵³.

Die Leistungspflicht des Garanten ist vom Eintritt des vertraglich definierten Garantiefalles abhängig⁴⁵⁴. In diesem Zusammenhang ist teilweise auch von Zahlungsbedingungen, deren Eintritt die Zahlungspflicht auslösen, die Rede⁴⁵⁵. Der Garantiefall bzw. die Abrufmöglichkeit der Garantie

⁴⁴⁷ KLEINER, Bankgarantie, Rz. 5.01 m.w.H.

⁴⁴⁸ EMMENEGGER, Bankgarantie, 146; AEPLI, Garantien, 98 ff.; KLEINER, Bankgarantie, Rz. 5.10; DOHM, Bankgarantien, Rz. 72 f.

⁴⁴⁹ Für die Bankgarantie ist das Dreiecksverhältnis ein typisches Merkmal: EMMENEGGER, Bankgarantie, 144 m.w.N.; nach AEPLI, Garantien, 95 ist die Garantie als Absicherungsverhältnis wie auch die Bürgschaft immer in einem Dreiecksverhältnis eingebettet.

⁴⁵⁰ Siehe EMMENEGGER, Bankgarantie, 144; AEPLI, Garantien, 96.

⁴⁵¹ Zum Begriff siehe z.B. BK-WEBER, N 19 f. zu Art. 111.

⁴⁵² KLEINER, Bankgarantie, Rz. 9.03; VON WESTPHALEN/JUD (Hrsg.), Bankgarantie, 362 f.; AEPLI, Garantien, 97.

⁴⁵³ VON WESTPHALEN/JUD (Hrsg.), Bankgarantie, 374; AEPLI, Garantien, 96 f. Bei einer Garantie ohne Veranlassungsgeschäft ist davon auszugehen, dass der in Anspruch genommene Garant einen Anspruch auf Abtretung der besicherten Forderung hat: EBERL, Bankgarantie, 87.

⁴⁵⁴ Siehe EMMENEGGER, Bankgarantie, 145 f.

⁴⁵⁵ KLEINER, Bankgarantie, Rz. 17.03.

kann verschieden vereinbart werden, herausgebildet haben sich die Garantie auf erste Anforderung, die Garantie gegen Vorlage von Dokumenten oder Erklärungen und die Garantie auf erstes Anfordern mit Effektivklausel⁴⁵⁶.

Die Garantie selbst ist ein unentgeltlicher und damit einseitiger Vertrag⁴⁵⁷. Gesetzlich wird sie nicht speziell geregelt, von Rechtsprechung sowie Teilen der Lehre jedoch unter Art. 111 OR subsumiert⁴⁵⁸. Die Rechtsnatur des Garantiefalls oder der Zahlungsbedingungen ist unklar. KLEINER geht z.B. davon aus, dass es sich nicht um Bedingungen im Rechtssinn handelt. Die Bezeichnung als Bedingung lässt er explizit zu, er lehnt jedoch deren Betrachtung als Bedingung im Rechtssinn ab. Begründet wird die Ablehnung nur damit, dass nicht die Verbindlichkeit des Vertrages selbst davon abhängt⁴⁵⁹.

b) Bürgschaft

Die Bürgschaft ist ein einseitiger Vertrag zwischen dem Gläubiger des sog. Hauptschuldners und dem Bürgen, in welchem dieser verspricht, für die Erfüllung der Schuld des Hauptschuldners einzustehen. Inhalt dieses Versprechens ist eine eigene Leistung des Bürgen - das Einstehen für eine fremde Schuld setzt begrifflich eine Schuld des Hauptschuldners gegenüber dem Gläubiger voraus⁴⁶⁰. Die Bürgschaft bleibt von dieser Schuld dauernd abhängig, ist folglich akzessorisch⁴⁶¹.

Die Bürgschaft wird vom Gesetz in den Art. 492 ff. OR geregelt. Demgemäss steht dem Bürgen, der den Gläubiger befriedigt hat, ein gesetzliches Rückgriffsrecht gegen den Hauptschuldner zu, zu dessen Verstärkung von Gesetzes wegen sämtliche Rechte des Gläubigers auf den Bürgen übergehen (Art. 507 Abs. 1 OR)⁴⁶².

⁴⁵⁶ Siehe EMMENEGGER, Bankgarantie, 147 f.; KLEINER, Bankgarantie, Rz. 17.04 ff.

⁴⁵⁷ HONSELL, BT, 406; EMMENEGGER, Bankgarantie, 144 m.w.N.; AEPLI, Garantien, 97; KLEINER, Bankgarantie, Rz. 9.03, insb. Fn. 12 f. m.w.N.

⁴⁵⁸ Siehe EMMENEGGER, Bankgarantie, 145 m.w.N.; ferner BK-WEBER, N 11 ff. zu Art. 111 OR; AEPLI, Garantien, 97.

⁴⁵⁹ KLEINER, Bankgarantie, Rz. 17.03; ähnlich MünchKommHGB-WELTER, Rz. J 47 zu Zahlungsver.

⁴⁶⁰ GUHL/SCHNYDER, OR, § 57 N 2.

⁴⁶¹ Siehe etwa GUHL/SCHNYDER, OR, § 57 N 2; KLEINER, Bankgarantie, Rz. 5.02.

⁴⁶² GUHL/SCHNYDER, OR, § 57 N 60.

c) Versicherungsvertrag

Ein weiteres Sicherungsgeschäft ist der Versicherungsvertrag. Vorliegend soll der Versicherungsvertrag als vertraglicher Typus dargestellt werden, wie diesen insbesondere die herrschende Lehre versteht und definiert⁴⁶³.

aa) Rechtliche Grundlagen

Geregelt wird der bzw. ein Typus des Versicherungsvertrages im Bundesgesetz über den Versicherungsvertrag (VVG). Das VVG gilt als *lex specialis* zum OR: ergibt die Qualifikation eines Vertrages diesen bestimmten gesetzlich geregelten Vertragstypus, so sind diese Bestimmungen anwendbar. Davon geht auch das VVG aus, nimmt jedoch in Art. 101 bestimmte Verträge von seiner Anwendbarkeit aus⁴⁶⁴. Gleichzeitig ist das VVG nicht abschliessend, sondern verweist in Art. 100 subsidiär auf das OR. Des weiteren enthält es keine Legaldefinition des Versicherungsvertrages selbst⁴⁶⁵.

Wie bereits im VAG⁴⁶⁶ ist auch im VVG eine Unterscheidung in Versicherungsvertrag und Rückversicherungsvertrag ersichtlich⁴⁶⁷. Während auf den Versicherungsvertrag das VVG Anwendung findet⁴⁶⁸, ist der Rückversicherungsvertrag von der Anwendbarkeit des VVG gem. Art. 101 Abs. 1 Ziff. 1 VVG ausgenommen.

bb) Vertragstypus

1) Merkmale

Kernelemente der Definitionen des Versicherungsvertrages umfassen das entgeltliche⁴⁶⁹ Versprechen einer Vermögensleistung durch den sog. Ver-

⁴⁶³ Zur begrifflichen Situation sowie der aufsichtsrechtlich relevanten Umschreibung siehe unten 3:III.1.a) (S. 290), insbesondere aa) sowie bb).

⁴⁶⁴ Siehe dazu z.B. VVG-STOESSEL, N 22 ff. zu Allg. Einl.

⁴⁶⁵ KUHN, Privatversicherungsrecht, N 459; VVG-STOESSEL, N 1, 14 zu Allg. Einl.; KOENIG, Privatversicherungsrecht, 30.

⁴⁶⁶ Das VAG spricht in Art. 2 Abs. 1 lit. a von der Direktversicherung und der Rückversicherung.

⁴⁶⁷ Der Rückversicherungsvertrag ist von der Anwendbarkeit des VVG gem. Art. 101 Abs. 1 Ziff. 1 VVG ausgenommen.

⁴⁶⁸ Siehe dazu auch unten 3:III.1.a)bb) (S. 292) im Rahmen des Vergleichs des Versicherungsvertrages und des aufsichtsrechtlichen Versicherungsbegriffs.

⁴⁶⁹ Der unentgeltliche Versicherungsvertrag ist nach MAURER auch ein, jedoch atypischer Versicherungsvertrag: siehe dazu MAURER, Privatversicherungsrecht, 185 f.; zustimmend VVG-STOESSEL, N 8 zu Allg. Einl.; a.A. jedoch KOENIG, Privatversicherungsrecht, 32.

sicherer für den Fall, dass ein Gegenstand von einem Gefahrereignis betroffen ist⁴⁷⁰. Als typisierend wird dabei die Abhängigkeit der Leistung des Versicherers vom Eintritt eines zukünftigen, ungewissen Ereignisses herausgelöst⁴⁷¹. Diese Abhängigkeit der Leistung führt schliesslich zu einem Risikotransfer, welcher, sofern gegen Entgelt erfolgt, von einigen Autoren auch als charakteristisches Merkmal des Versicherungsgeschäftes gesehen wird⁴⁷².

Der Eintritt des Ereignisses in Bezug auf den versicherten Gegenstand wird als Versicherungsfall bezeichnet, das Ereignis selbst auch als befürchtetes Ereignis oder als die versicherte Gefahr⁴⁷³. Die Gefahr oder das Risiko⁴⁷⁴ als Gegenstand des Versicherungsvertrages lassen sich beinahe beliebig bestimmen⁴⁷⁵. Allen Gefahrsarten gemeinsam vorausgesetzt wird eine mit dem festgelegten Ereignis verbundene Befürchtung⁴⁷⁶ einer Schädigung⁴⁷⁷. Diese Verknüpfung ergibt sich (auch) aus Art. 33 VVG, wonach das Ereignis die Merkmale der versicherten Gefahr an sich zu tragen habe.

Des weiteren hat selbstredend auch der versicherte Gegenstand in einer Beziehung zur Gefahr sowie der befürchteten Schädigung zu stehen⁴⁷⁸. Abgesehen davon lässt sich auch dieser beliebig bestimmen⁴⁷⁹. Nach dem Ge-

⁴⁷⁰ KOENIG, SPR VII/2, 491; KOENIG, Privatversicherungsrecht, 31; KUHN, Privatversicherungsrecht, N 460; BGE 124 III 382 E. 6.f; VVG-STOESSEL, N 15 zu Allg. Einl. m.w.N.

⁴⁷¹ KOENIG, SPR VII/2, 490; KUHN, Privatversicherungsrecht, N 497; VVG-STOESSEL, N 7 zu Allg. Einl.

⁴⁷² BANZ, Allfinanz, 27; ähnlich BAUER, ZVersWiss 1998, 556, wonach Risikotransfer die klassische Funktion der Versicherung sei, jedoch relativierend zur damit einhergehenden konzisen Erfassung, da das Endergebnis beim alternativen Risikotransfer nicht anders sei. Die Merkmale des versicherten Interesses, der versicherten Gefahr und der versicherten Leistung unter das übergeordnete Merkmal des Risikotransfers stellend FUHRER, Privatversicherungsrecht, Rz. 2.11.

⁴⁷³ Vgl. KOENIG, Privatversicherungsrecht, 200; VVG-STOESSEL, N 6 zu Allg. Einl.

⁴⁷⁴ Zu den beiden Begriffen siehe unten in Fn. 719.

⁴⁷⁵ Einschränkungen ergeben sich aus dem Begriff der Bedingung; vgl. zum versicherungstechnischen Gefahrsbegriff KOENIG, Privatversicherungsrecht, 158.

⁴⁷⁶ Vgl. jedoch SCHAAL, Katastrophenanleihen, 13, wonach der Schaden bei Realisierung des Risikos gewiss sei.

⁴⁷⁷ KOENIG, Privatversicherungsrecht, 159, 161 f.; ähnlich KUHN, Privatversicherungsrecht, N 487 f.; FUHRER, Privatversicherungsrecht, Rz. 4.12. Das VVG selbst äussert sich zum Wesen der Gefahr nicht, siehe dazu z.B. auch KUHN, Privatversicherungsrecht, N 484.

⁴⁷⁸ KOENIG, Privatversicherungsrecht, 162, 200; KUHN, Privatversicherungsrecht, N 494; VVG-STOESSEL, N 6 zu Allg. Einl.

⁴⁷⁹ Siehe dazu KOENIG, Privatversicherungsrecht, 200 ff.

genstand werden Versicherungen in Personen-, Sachen- und Vermögensversicherungen unterteilt werden⁴⁸⁰.

Ein weiteres Merkmal ist die Selbständigkeit des Versicherungsvertrages, womit er von blossen Nebenabreden zur Gefahrtragung abgegrenzt wird⁴⁸¹.

2) Tatsächliche Schädigung als Vertragsinhalt

In der Schweiz wird beim Versicherungsvertrag die Frage nach der Notwendigkeit einer tatsächlichen Schädigung bei Gefahrseintritt als (weitere) Voraussetzung der Leistungspflicht des Versicherers nicht direkt thematisiert⁴⁸². Das VVG selbst unterscheidet zwischen der Schadens- und Personenversicherung: während bei erster von einem Schaden ausgegangen wird, reicht es bei der Personenversicherung aus, wenn die versicherte Person vom versicherten Ereignis betroffen wird⁴⁸³. Klarer sind diesbezüglich die Merkmale des Begriffs des Versicherungsvertrages im englischen und amerikanischen Recht: hier wird bei den wesentlichen Merkmalen häufig von *Loss*, *Indemnification* sowie dem *Insurable Interest* gesprochen⁴⁸⁴.

Bei genauerer Betrachtung finden sich jedoch zahlreiche Verbindungen zwischen dem Schaden und der Versicherungsleistung: Das BGER betrachtet als typischen Fall einer Versicherung den Sachverhalt, wenn sich jemand bei einem Dritten für Risiken Deckung verschafft, welche er nicht selber tragen will⁴⁸⁵. Dies legt den Schluss nahe, dass zumindest bei der typischen Versicherung der Versicherte dem Risiko ausgesetzt sein muss. Auf dasselbe ist aus der Umschreibung der versicherten Person zu schliessen: versichert sein bedeute diejenige Person zu sein, auf welche es beim Eintritt des befürchteten Ereignisses ankomme und bei der untersucht werde, ob das befürchtete Ereignis eingetreten sei⁴⁸⁶. In der Vermögensversicherung schliesslich wird davon ausgegangen, dass der Versicherer eine Leistung zu erbringen hat, die quantitativ – abgesehen von der Vereinbarung eines Maximalbetrages –

⁴⁸⁰ Z.B. KUHN, *Privatversicherungsrecht*, N 432 ff, insb. Abb. 16.

⁴⁸¹ Vgl. KOENIG, *Privatversicherungsrecht*, 34; VVG-STOESSEL, N 9 zu Allg. Einl.

⁴⁸² Vgl. auch BANZ, *Allfinanz*, 16, m.w.N.

⁴⁸³ Vgl. KUHN, *Privatversicherungsrecht*, N 436; KUHN, *Privatversicherungsrecht*, N 436.

⁴⁸⁴ Vgl. SCHWARTZ, *JCFL* 2007, 189; WALKER-BRIGHT/LAW, *AIG's Financial Distress*, 26 f. Für die Interessenlehre in der Schweiz auch FUHRER, *Privatversicherungsrecht*, Rz. 4.12. Siehe dazu auch unten 3:III.1.a)dd) (S. 294); 3:III.1.b)aa)2) (S. 299).

⁴⁸⁵ BGE 107 Ib 54, E. 2.b *if*.

⁴⁸⁶ KUHN, *Privatversicherungsrecht*, N 506.

der eingetretenen Vermögensschädigung entspricht⁴⁸⁷. Demnach ist festzuhalten, dass dem Versicherten im Rahmen eines Versicherungsvertrages mindestens eine Schädigung im weitesten Sinne drohen muss⁴⁸⁸.

cc) Besonderheiten des Rückversicherungsvertrags

Der Rückversicherungsvertrag wird rechtlich als echter Versicherungsvertrag qualifiziert, da er dessen sämtliche Charakteristika aufweise⁴⁸⁹. Zu unterscheiden sind die beiden Verträge hinsichtlich des anwendbaren Rechts⁴⁹⁰: kraft positiver Gesetzesvorschrift ist das VVG auf den Rückversicherungsvertrag nicht anwendbar⁴⁹¹. Begründet wird die Nichtanwendbarkeit des VVG mit dem mangelnden Bedürfnis der beteiligten Parteien an spezialgesetzlichem Schutz, da am Rückversicherungsvertrag regelmässig finanzstarke Parteien mit versiertem versicherungstechnischen Fachwissen beteiligt seien und eine gesetzliche Regelung der Grundfunktion der Rückversicherung – dem weltweiten Aufteilen von Risiken – hinderlich wäre⁴⁹². Die Rechte und Pflichten der Vertragsparteien des Rückversicherungsvertrages bestimmen sich infolgedessen durch Vereinbarung oder Gewohnheitsrecht⁴⁹³. Mangels gesetzlicher Regelung ist der Rückversicherungsvertrag ein Innominatkontrakt *sui generis*⁴⁹⁴.

Die Erscheinungsformen von Rückversicherungsverträgen sind vielfältig⁴⁹⁵. Sie weisen im Vergleich zum Versicherungsvertrag einige besondere

⁴⁸⁷ KUHN, Privatversicherungsrecht, N 499. KUHN, Privatversicherungsrecht, N 499.

⁴⁸⁸ Ebenso BANZ, Allfinanz, 16, 64; FUHRER, Privatversicherungsrecht, Rz. 4.12.

⁴⁸⁹ KOENIG, Privatversicherungsrecht, 540; VVG-NEBEL, N 33 zu Art. 101; MAURER, Privatversicherungsrecht, 561; STREIFF, Rückversicherungsvertrag, 13 m.w.N. in Fn. 38.

⁴⁹⁰ Siehe dazu oben aa) (S. 78).

⁴⁹¹ Art. 101 Abs. 1 Ziff. 1 VVG. Diese Bestimmung schliesst im Grundsatz auch die analoge Anwendung der Normen des VVG auf den Rückversicherungsvertrag aus. STREIFF postuliert jedoch die fallweise Anwendung einzelner Bestimmungen des VVG, welche nicht dem Sozialschutz dienen, sondern eher Grundprinzipien des Versicherungsvertrages darstellen und damit wie ein Allgemeiner Teil des Versicherungsrechts betrachtet werden: STREIFF, Rückversicherungsvertrag, 26; ähnlich auch bereits GAROBBIO, Rückversicherung, 6 ff.

⁴⁹² Siehe dazu STREIFF, Rückversicherungsvertrag, 15 f.; KOENIG, Privatversicherungsrecht, 561 f.

⁴⁹³ BGE 107 II 196 E. 2; MAURER, Privatversicherungsrecht, 561 f.; VVG-NEBEL, N 34 zu Art. 101.

⁴⁹⁴ STREIFF, Rückversicherungsvertrag, 16.

⁴⁹⁵ VVG-NEBEL, N 18 ff. zu Art. 101; vgl. auch MAURER, Privatversicherungsrecht, 559 ff.; STREIFF, Rückversicherungsvertrag, 16. Neben der traditionellen Rückversicherung gibt es auch nicht-traditionelle Konzepte mittels sog. ART-Lösungen oder der *Financial*

Spezifikationen auf. Allen Rückversicherungsverträgen gemeinsam (und zugleich begriffsnotwendig⁴⁹⁶) ist der Transfer eines Risikos, welches Gegenstand eines Erstversicherungsvertrages ist⁴⁹⁷. Charakteristisch ist ferner die Technizität und die Internationalität des Rückversicherungsgeschäftes⁴⁹⁸.

Die Rückversicherung schafft keine Beziehungen zwischen dem Rückversicherer und dem Erstversicherungsnehmer⁴⁹⁹. Regelmässig wird in der Rückversicherung die sogenannte Folgepflicht vereinbart, welche dem Erstversicherer im Versicherungsfall das alleinige Recht einräumt, den Schadenfall mit dem Versicherten zu regulieren, ohne dass der Rückversicherer Weisungen erteilen darf⁵⁰⁰.

d) Abgrenzungskriterien

Garantie, Bürgschaft und Versicherungsvertrag weisen teilweise einen ähnlichen Inhalt auf; Abgrenzungen können im Einzelfall Schwierigkeiten bereiten. Hinsichtlich der Abgrenzung von Garantie und Bürgschaft haben Rechtsprechung und Lehre zahlreiche Indizien herausgearbeitet⁵⁰¹. Als Hauptkriterium ist die Akzessorietät anzuführen: während die Bürgschaft von der Hauptschuld akzessorisch ist, ist die Garantie als selbständig und abstrakt⁵⁰². Ferner gilt die Garantie als gläubigerbezogen – der Garant bezweckt, mit seiner Leistung den Gläubiger zu befriedigen – währenddessen die Bürgschaft schuldnerbezogen ist – der Bürge will den Schuldner von seiner Leistungspflicht befreien⁵⁰³.

Reinsurance: siehe dazu VVG-NEBEL, N 21 ff. zu Art. 101; zum ART ferner oben 2 (S. 64).

⁴⁹⁶ STREIFF, Rückversicherungsvertrag, 14; vgl. auch VVG-NEBEL, N 33 zu Art. 101, als versicherungstechnisches Risiko bezeichnet.

⁴⁹⁷ KOENIG, Privatversicherungsrecht, 538 f.; STREIFF, Rückversicherungsvertrag, 14, 16; EDELMAN QC et al., Reinsurance, N 1.23; vgl. auch VVG-NEBEL, N 14 zu Art. 101. In der heutigen Praxis wird jedoch die Rückversicherung oftmals abgeschlossen, bevor die Erstversicherung eingegangen wird: EDELMAN QC et al., Reinsurance, N 1.15.

⁴⁹⁸ VVG-NEBEL, N 17 zu Art. 101.

⁴⁹⁹ VVG-NEBEL, N 32 zu Art. 101; KOENIG, Privatversicherungsrecht, 539.

⁵⁰⁰ BGE 107 II 196 E. 2; KOENIG, Privatversicherungsrecht, 563; Siehe auch VVG-NEBEL, N 27 f. zu Art. 101.

⁵⁰¹ Siehe etwa GUHL/SCHNYDER, OR, § 57 N 7 ff.; KLEINER, Bankgarantie, Rz. 5.13 ff.; DOHM, Bankgarantien, Rz. 72 ff.

⁵⁰² GUHL/KOLLER, OR, § 22 N 26; GUHL/SCHNYDER, OR, § 57 N 7; KLEINER, Bankgarantie, Rz. 5.10; AEPLI, Garantien, 98 ff.; DOHM, Bankgarantien, Rz. 72 f.;

⁵⁰³ GUHL/SCHNYDER, OR, § 57 N 9; AEPLI, Garantien, 99.

Die Abgrenzung von Garantie und Bürgschaft zum Versicherungsvertrag lässt sich anhand des Entgelts vornehmen: der Versicherungsvertrag ist grundsätzlich entgeltlich, während Garantie und Bürgschaft unentgeltliche Verträge sind⁵⁰⁴. Ferner weisen Garantie und Bürgschaft regelmässig ein Dreiecksverhältnis auf bzw. sind in einem solchen eingebettet⁵⁰⁵, während der Versicherungsvertrag nur zwei beteiligte Parteien aufweist. Im Unterschied zur Bürgschaft weist der Versicherungsvertrag schliesslich keine Akzessorietät zu einer Schuld auf und bezweckt ebensowenig den Ersatz einer fremden Schuld⁵⁰⁶.

⁵⁰⁴ KLEINER, Bankgarantie, Rz. 9.03 m.w.N. und Verweis auf gegenteilige Meinungen in Fn. 12 f.

⁵⁰⁵ AEPLI, Garantien, 95.

⁵⁰⁶ KOENIG, Privatversicherungsrecht, 34.

KREDITDERIVATE IM VERTRAGSRECHT

Der vorliegende zweite Teil dient der vertragsrechtlichen Erfassung von Kreditderivaten. Ausgangspunkt jeder Beurteilung einer Vereinbarung ist der Vertrag als der übereinstimmende Willen der Parteien. Diesem Gedanken folgt auch der vorliegende Teil. Zu Beginn werden die vertraglichen Grundlagen von Kreditderivaten dargestellt (I.): die Rahmenverträge, die 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions wie auch die zusätzlich miteinzubeziehenden Besicherungsvereinbarungen. In diesem Kapitel werden gleichzeitig auch die relevanten Grundzüge der Auslegung in Bezug auf diese vertraglichen Grundlagen aufgezeigt.

Das folgende Kapitel befasst sich mit denjenigen vertragsrechtlichen Aspekten, welche für alle Kreditderivaten gelten (II.). Einleitend werden die Grundlagen der vertragsrechtlichen Zuordnungen herausgelöst, anschließend wird auf die vertragsrechtliche Bedeutung des Kreditrisikotransfers eingegangen, die Fragen des Vertragsschlusses sowie der Vertragslaufzeit erörtert und diejenigen Hauptleistungspflichten dargestellt, die bei sämtlichen Derivaten ähnlich ausfallen und bezüglich derer sich auch dieselben Rechtsfragen stellen.

Daraufhin folgt je ein Kapitel mit der detaillierten vertragsrechtlichen Qualifikation der einzelnen Grundtypen: Credit Default Swap (III.), Total Return Swap (IV.) und die Credit Spread Option (V.). Der Aufbau dieser Kapitel ist identisch. Einleitend werden jeweils der detaillierte Inhalt des einzelnen Instruments, die jeweilig möglichen Gestaltungsvarianten einzelner Bestandteile sowie deren wirtschaftlichen Hintergründe dargestellt (1.). Es folgt die vertragsrechtliche Qualifikation (2.) und die vertragstypenübergreifende Zuordnung (3.), bevor schliesslich die Rechtsnatur der einzelnen Elemente des jeweiligen Instrumentes bestimmt wird (4.).

I. Vertragliche Grundlagen

Eine individuelle Vereinbarung wird finanzökonomisch typischerweise als eine Transaktion bezeichnet, welche in einer sog. Transaktionsbestätigung (*Confirmation*) festgehalten wird. Diese regelt mindestens die Eckdaten der Vereinbarung und basiert bei Kreditderivaten z.B. auf den 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions (CDD). Die Transaktion ist ferner dem Regime eines Rahmenvertrages unterworfen⁵⁰⁷; diese Rahmenverträge können zusätzlich mit Besicherungsvereinbarungen ergänzt werden⁵⁰⁸.

Der Fokus liegt vorliegend auf den CDD, deren einzelne Bestimmungen im Rahmen der Behandlung von Credit Default Swaps detailliert betrachtet werden. Aufbau und Struktur der CDD werden im Anschluss an eine Übersicht zu den Rahmenverträgen (1.) erläutert (2.). Bei der Darstellung der CDD wird auch auf die Transaktionsbestätigung eingegangen (2a) sowie Rechtsfragen der Geltung der CDD im Rahmen einer einzelnen Transaktion erörtert (2c). Anschliessend werden die Besicherungsvereinbarungen behandelt (3.) und schliesslich Fragen der Auslegung dieser Vertragsurkunden erörtert (4.). Da die CDD als vorformulierte Vertragsbedingungen zu qualifizieren sind, sind insbesondere auch Fragen der Auslegung solcher Vertragsbedingungen von Bedeutung.

1. Rahmenverträge

Die am ausserbörslichen Handel mit Derivaten involvierten Parteien schliessen in der Regel mit einem potentiellen Vertragspartner einen Rahmenvertrag ab, welcher für sämtliche zukünftige Verträge zwischen den beiden Parteien Geltung haben soll. In der Praxis stehen dazu das von der ISDA entwickelte und herausgegebene 1992 und 2002 ISDA Master Agreement⁵⁰⁹ (1992 bzw. 2002 MA), sowie im deutschsprachigen Raum der von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebene Schweizer Rahmenvertrag für Over-the-Counter-(OTC-) Derivate (SRV OTC) oder der vom Bundesverband Deutscher Banken herausgegebene Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte⁵¹⁰ zur Verfügung.

⁵⁰⁷ Siehe PARKER, Credit Derivatives, 48; ferner z.B. HUDSON, Derivatives, Rz. 3–12.

⁵⁰⁸ PARKER, Credit Derivatives, 47, 49; JAHN, BKR 2009, 25.

⁵⁰⁹ Ein Abdruck findet sich z.B. bei CLOUTH/VOLLMUTH in *HOPT (Hrsg.)*, Vertragsbuch, 1390 ff. (mit Anmerkungen); HUDSON, Derivatives, Anh. 1, 680 ff.

⁵¹⁰ Abdruck mit Anmerkungen bei CLOUTH/VOLLMUTH in *HOPT (Hrsg.)*, Vertragsbuch, 1322 ff.

Die Rahmenverträge beinhalten jeweils grundlegende Regelungen für einzelne zwischen den Parteien zukünftig abzuschliessende Verträge, unabhängig Art und Anzahl der Produkte⁵¹¹ bzw. OTC-Derivate. Z.B. gelten nach den Rahmenverträgen sämtliche einzelnen Transaktionen als ein einziger Vertrag⁵¹², ferner enthalten sie Klauseln zur Erfüllung oder Konsequenzen bei Nichterfüllung, darunter verschiedene Beendigungs- und Kündigungsmöglichkeiten, welche auf die Minimierung des Gegenparteirisikos ausgerichtet sind⁵¹³. Und schliesslich werden auch die Rechtswahl sowie die Vereinbarung eines Gerichtsstandes regelmässig in den Rahmenverträgen getroffen⁵¹⁴.

Da jedoch keine produktspezifischen Vereinbarungen enthalten sind, basieren die Ausführungen in der vorliegenden Arbeit nur in Einzelfällen auf Regelung des Rahmenvertrages⁵¹⁵, wie z.B. im Rahmen der Frage nach der Erfüllung von Geldleistungspflichten⁵¹⁶.

2. 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions (CDD)

Die 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions (CDD) sind ein von der ISDA herausgegebenes und entgeltlich beziehbares Regelwerk, welches den Marktstandard für Transaktionen mit Kreditderivaten, insbesondere von Credit Default Swaps, setzt⁵¹⁷. Bei Total Return Swaps sowie Credit Spread Options lassen sich die CDD nicht unmittelbar anwenden, jedoch kann in deren Rahmen auf einzelne Definitionen der CDD wie z.B. den Credit Events abgestellt und verwiesen werden.

Die CDD umfassen die Eckdaten einer Transaktion beinhaltende Transaktionsbestätigung (a), welche auf die CDD im engeren Sinne (b) verweist. Die CDD ist, wie in der Vorlage der Transaktionsbestätigung vorgesehen, in eine individuelle Transaktion miteinzubeziehen, damit sie

⁵¹¹ Siehe aber z.B. die diesbezüglichen Vorbehalte von HUDSON, Derivatives, Rz. 3–49.

⁵¹² Ziff. 1 Satz 1 SRV OTC; Ziff. 1.c 2002 MA. Siehe auch HUDSON, Derivatives, Rz. 3–45.

⁵¹³ Vgl. JAHN, BKR 2009, 25 f.; PARKER, Credit Derivatives, 48 f.

⁵¹⁴ Sec. 13 2002 MA; Ziff. 13 SRV OTC, wobei eine Rechtswahl nicht vorgesehen ist, siehe HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 199 f.

⁵¹⁵ Zum rechtlichen Begriff des Rahmenvertrages und dem 1992 MA als Rahmenvertrag siehe z.B. ZOBL/WERLEN, ISDA, 63 ff.

⁵¹⁶ Siehe dazu unten II.4.d) (S. 148).

⁵¹⁷ Vgl. PARKER, Credit Derivatives, 141. Für eine Übersicht über die Standardisierung von Credit Default Swaps durch die ISDA siehe z.B. O'CONNELL/BOGGIANO, IFLR 2003, 23 ff.

überhaupt Geltung erlangen kann. Neben diesem Einbezug müssen im Einzelfall noch weitere Geltungsvoraussetzungen (c) vorliegen, damit die CDD Geltung erlangen kann.

a) Transaktionsbestätigung

Die Transaktionsbestätigung der CDD (2003 Ex. A) ist Bestandteil der CDD findet sich in ihrem Anhang⁵¹⁸. Technisch gesehen enthält die Bestätigung die eigentlichen Wahlmöglichkeiten, wohingegen die CDD im engeren Sinn die darin verwendeten Begriffe und die verschiedenen gewählten Alternativen definieren. Sie ist die eigentliche Vertragsurkunde, welche auf die in den CDD enthaltenen Definitionen verweist sowie sich dem bereits abgeschlossenen Rahmenvertrag unterwirft⁵¹⁹. Die Bedeutung der Transaktionsbestätigung im Rahmen des Vertragsschlusses wird unter II.3.c) (S. 126) behandelt.

Eine vereinfachte, u.a. auf der 2003 Ex. A basierende Transaktionsbestätigung findet sich im Rahmen eines Anwendungsbeispiels für ein CDS im 4. Teil der vorliegenden Arbeit⁵²⁰. Diese Bestätigung ist grundsätzlich für Single Name CDS entworfen worden. Weitere Bestätigungen sind insbesondere für verschiedene andere Varianten von CDS vorhanden⁵²¹.

Des weiteren wird auch eine Bestätigung für TRS angeboten, das 2007 *Master Corporate Bond Total Return Swap Confirmation Agreement* (2007 MCA). Auf diesem basiert die ebenfalls im 4. Teil im Rahmen eines Anwendungsbeispiels vorhandene Transaktionsbestätigung für ein TRS⁵²². Diese Bestätigung ist umfassender als die 2003 Ex. A und beinhaltet ebenfalls verschiedene Definitionen, womit sie nicht auf die CDD zu verweisen braucht.

Für die Bestätigung einer CSO ist zur Zeit von Seiten der ISDA keine Vorlage verfügbar. Das für diese ebenfalls im 4. Teil verwendete Beispiel einer Bestätigung basiert daher entsprechend angepasst auf der von der ISDA angebotenen Bestätigung für Bond Options, der *Confirmation of OTC Bond Option Transaction*⁵²³.

⁵¹⁸ 2003 Ex. A.

⁵¹⁹ Siehe 2003 Ex. A, S. 61; ferner z.B. PARKER, *Credit Derivatives*, 54.

⁵²⁰ Unten 4:I.1.b) (S. 326).

⁵²¹ Siehe dazu z.B. PARKER, *Credit Derivatives*, 50 ff.

⁵²² Unten 4:II.1.b) (S. 326).

⁵²³ Siehe unten 4:III.1.b) (S. 326).

b) CDD im engeren Sinn

Die CDD verwenden bisweilen eine eigene Terminologie. Auf diese wird jeweils bei einer Bezugnahme auf die entsprechenden Bestimmungen hingewiesen, wobei der Klarheit halber jeweils die englischen Begriffe verwendet werden. In Anlehnung an die Praxis der CDD selbst werden dort definierte Begriffe jeweils mit einem Grossbuchstaben begonnen sowie in Kursivschrift wiedergegeben.

Die CDD bieten einen vertraglichen Rahmen für eine individuelle Transaktion. Dies erfolgt hauptsächlich durch Bereitstellen von Definitionen sowie in der Ex. A CDD zu treffende Wahlmöglichkeiten mit subsidiären Regelungen bei nicht erfolgter Wahl⁵²⁴.

Die ursprüngliche CDD wurde zwischenzeitlich durch zwei Ergänzungen angepasst, dem *May 2003 Supplement to the 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions* sowie dem *2009 ISDA Credit Derivatives Determinations Committees, Auction Settlement and Restructuring Supplement to the 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions*⁵²⁵. Ersteres beinhaltet einige kleinere Änderungen, so von sec. 2.25 (*Downstream Affiliate and Voting Shares*), von sec. 2.21 (*Interpretation of Provisions*) (d)(ii) und (iii) sowie sec. 2.23 (*Qualifying Guarantee*). Die in der zweiten Ergänzung von 2009 vorgesehenen Änderungen sind umfassender und betreffen die Variante der Abwicklung als *Auction Settlement*⁵²⁶. Diese Abwicklung ist ein besonderes Cash Settlement hinsichtlich der Preisfindung und wird daher nicht speziell behandelt, womit die vorliegenden Ausführungen zu den CDD auch auf deren ursprünglichen Variante basieren werden.

Die CDD als Vertragswerk sind komplex und für deren Leser keine leicht verdauliche Kost⁵²⁷. Ihr gesamter Umfang beträgt 84 Seiten. Sie beinhalten neben einem Inhaltsverzeichnis und einem Stichwortregister eine Einleitung auf Seite v, welche jedoch explizit nicht als Teil der CDD gelten und ebensowenig eine Auslegungshilfe darstellen soll⁵²⁸. Ab Seite 1 findet sich eine kurze Präambel und im Anschluss insgesamt 10 Artikel (*Articles*), rö-

⁵²⁴ Vgl. S. v CDD.

⁵²⁵ Vgl. <www.isda.org/publications/isdacredit-deri-def-sup-comm.aspx>.

⁵²⁶ Siehe dazu oben 1:I.1.b)bb)(S. 12); ferner ZEREY in ZEREY (Hrsg.), *Finanzderivate*, § 7 N 127.

⁵²⁷ PARKER, *Credit Derivatives*, 142.

⁵²⁸ S. v CDD: «*This Introduction is not part of the Definitions and is not offered as an interpretation of the Definitions.*»

misch gezählt, mit jeweils einigen Abschnitten (*Sections*). Am Ende finden sich 6 Anhänge (*Exhibits*), welche verschiedene Vorlagen bereitstellen.

Insgesamt zählen die CDD nach PARKER 229 Definitionen, wobei verschiedene davon Verweise auf andere beinhalten und bisweilen bestehende wiederum abändern⁵²⁹. Artikel I sowie II beinhalten «nur» Definitionen: der erste wird mit «*Certain general definitions*» betitelt, der zweite mit «*General terms relating to credit derivatives transactions*». Die darauffolgenden Artikel III–VIII beinhalten Regelungen verschiedener relevanter Teile eines CDS: die allgemeinen Voraussetzungen der Abwicklung, spezifische Definitionen der einzelnen Credit Events, Regelungen zur Prämienzahlung sowie Regelungen zur Ausgleichsleistung sowohl als Cash wie auch als Physical Settlement. Artikel IX schliesslich beinhaltet verschiedene zusätzliche Vereinbarungen (*Additional representations and agreements of the parties*) und Artikel X Regelungen zur Novation als der von der ISDA vorgeschlagenen Variante der Übertragung einer Transaktion auf eine andere Partei.

c) Geltungsvoraussetzungen im Einzelfall

Die CDD als vertragliche und nicht gesetzliche Bestimmungen können keine absolute Geltung gegenüber jedermann beanspruchen. Im folgenden ist unter aa) darzulegen, warum die CDD als allgemeine Vertragsbedingungen AVB zu qualifizieren sind und unter bb) auf die Möglichkeiten der Übernahme als grundsätzliche Voraussetzung der Geltung von AVB einzugehen. Trotz Übernahme kann die Geltung von AVB im Einzelfall ausgeschlossen sein: so die Geltung der AVB insgesamt mangels einer Möglichkeit eines Vertragspartners zu deren angemessenen Kenntnisnahme wie unter cc) zu begründen sein wird, ferner von nur einzelnen Regelungen von global übernommenen AVB wie unter dd) angesprochen. Die für AVB zu beachtenden besonderen Auslegungsregeln sind von ihrer Geltung zu unterscheiden und werden daher im Rahmen der Auslegung behandelt⁵³⁰.

aa) Qualifikation als vorformulierte Vertragsbedingungen

Als Allgemeine Geschäftsbedingungen (AGB), Allgemeine Vertragsbestimmungen oder Allgemeine Vertragsbedingungen (AVB)⁵³¹ werden generell abstrakte Klauseln bezeichnet, welche für eine Vielzahl von zukünftigen

⁵²⁹ Siehe auch PARKER, Credit Derivatives, 144.

⁵³⁰ Siehe dazu unten 4 (S. 97).

⁵³¹ SCHUMACHER, Vertragsgestaltung, N 845, 1581.

Verträgen geschaffen wurden^{532 533}. Um solche vorformulierten Regeln handelt es sich auch bei den CDD, wobei für die Qualifikation als AVB unerheblich ist, dass sie von der ISDA als einer Drittperson und nicht von einer Vertragspartei selbst geschaffen wurden⁵³⁴.

Abzugrenzen sind die AVB von Individualabreden, wobei die Grenzziehung nicht immer eindeutig ist. Wurde über die AVB verhandelt und sind diese, auch wenn sie in nicht abgeänderter Form übernommen wurden, im Ergebnis einem individuell ausgehandelten Vertrag gleichzustellen, liegt ebenfalls eine Individualabrede vor⁵³⁵.

Die CDD bieten den Parteien Definitionen zu mehreren Auswahlmöglichkeiten. Die Übernahme sämtlicher Regeln der CDD ist nicht möglich: es ist z.B. zwingend⁵³⁶ zwischen Cash und Physical Settlement zu wählen bzw. die Wahlmöglichkeit zumindest einer Partei zuzugestehen. Dabei kann die Wahl Gegenstand von Verhandlungen sein, oder eine Partei kann diese vornehmen und der Gegenpartei keinen Verhandlungsspielraum zugestehen.

Wird über solche Wahlmöglichkeiten verhandelt, so liegt darin nach soeben gesagtem eine Individualabrede: es wurde individuell vereinbart, den Vertrag z.B. mittels Cash Settlement abzuwickeln. Keine Individualabreden stellen dagegen die hinter diesen Begriffen stehenden Definitionen dar, sofern natürlich diese nicht ebenfalls Gegenstand von Verhandlungen waren⁵³⁷.

Fand keine Verhandlung statt, so ist danach zu fragen, ob die durch die eine Partei vorweggenommene Wahl einer vorformulierten Vertragsbestim-

⁵³² Siehe BK-KRAMER, N 181 f. zu Art. 1 m.w.N.; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1118; ferner die Legaldefinition von Allgemeinen Geschäftsbedingungen in § 305 Abs. 1 Satz 1 BGB.

⁵³³ JÄGGI unterscheidet nach dem Zweck der Vorformung vier Arten von vorgeformten Inhalten, Vertragsmuster, Allgemeine Geschäftsbedingungen, Branchenbedingungen und Anstaltsordnungen, siehe ZK-JÄGGI, N 434 ff. zu Art. 1; ähnlich GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1118 ff. Vorliegend soll der Begriff AVB für sämtliche vorgeformten Inhalte verwendet werden, unabhängig deren Zweck oder deren äusserlichen Form, vgl. auch MünchKommBGB-BASEDOW, N 28 ff. zu § 305; BK-KRAMER, N 181 ff. zu Art. 1; CR CO I-DESSEMONTET, N 38 zu Art. 1; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1118 ff.

⁵³⁴ Vgl. BK-KRAMER, N 181 zu Art. 1; MünchKommBGB-BASEDOW, N 14 zu § 305.

⁵³⁵ BGer 4P.135/2002, E. 3.1, 3.3; BK-KRAMER, N 182 zu Art. 1; siehe ferner MünchKommBGB-BASEDOW, N 34 ff. zu § 305.

⁵³⁶ Die Wahl der Abwicklung ist jedoch keine Essentialia, siehe dazu die jeweiligen, im Rahmen der Behandlung der Essentialia getroffenen Aussagen bei den einzelnen Grundtypen im jeweiligen Kap. Unter 1.a).

⁵³⁷ Vgl. dazu auch MünchKommBGB-BASEDOW, N 16 zu § 305.

mung entspricht. Massgebend ist dabei das Kriterium der zum Voraus bestimmten Regelung einer Vielzahl von Verträgen. Wurde die Wahl nur für den einen Vertrag vorgenommen, so gilt das soeben ausgeführte entsprechend.

Keinen Einfluss auf den Charakter als AVB hat die Notwendigkeit, gewisse Ergänzungen vornehmen zu müssen, wie die Wahl des Referenzschuldners, der Nominalwert der Transaktion sowie grundsätzlich auch die Laufzeit. Bei diesen Ergänzungen handelt es sich um sog. unselbständige Ergänzungen, welche nur den konkreten Vertrag betreffen⁵³⁸.

bb) Geltung nur bei konkreter Übernahme

AVB mögen zwar äusserlich wie Gesetze wirken, dennoch erlangen sie erst und ausschliesslich mit einer konkreten Übernahme in den Einzelvertrag überhaupt Geltung⁵³⁹. Die Übernahme selbst kann entweder ausdrücklich oder stillschweigend erfolgen⁵⁴⁰. Die Übernahme von AVB durch eine stillschweigende Willensäusserung wird von der Lehre eher zurückhaltend und nur unter gewissen Voraussetzungen angenommen⁵⁴¹. Da die Rahmenverträge den mündlichen Abschluss mit schriftlicher Bestätigung vorsehen⁵⁴², wird in der Praxis die stillschweigende Übernahme der CDD – sofern zwischen den Parteien bereits ein Rahmenvertrag besteht – regelmässig anzutreffen sein. In diesen Fällen ist wohl ebenso regelmässig davon auszugehen, dass die Voraussetzungen zur Anerkennung der stillschweigenden Übernahme gegeben sein werden.

Ist sie abzulehnen und wird erst in der Transaktionsbestätigung auf die CDD Bezug genommen, so gelten die Regeln für Abweichungen zwischen

⁵³⁸ Siehe MünchKommBGB-BASEDOW, N 15 zu § 305.

⁵³⁹ Siehe dazu ZK-JÄGGI/GAUCH, N 463 f. zu Art. 18; BK-KRAMER, N 183 f. zu Art. 1; SCHUMACHER, Vertragsgestaltung, N 1590; ferner STÖCKLI in GAUCH/STÖCKLI (Hrsg.), SIA, N 17 f. zu Einl.

⁵⁴⁰ Vgl. BK-KRAMER, N 187 ff. zu Art. 1; ZK-JÄGGI, N 440 ff. zu Art. 1.

⁵⁴¹ Vgl. ZK-JÄGGI, N 455 ff. zu Art. 1: der Bestand der AVB muss bekannt sein, wenn die Verwendung von AVB regelmässig vorgeschlagen wird, zusätzlich auch ein ausdrücklicher Verweis und die Gelegenheit zur Kenntnisnahme; BK-KRAMER, N 193 ff. zu Art. 1: bejahend für Unternehmer-AGB, grundsätzlich ablehnend bei Publikums-AGB. Ferner STÖCKLI in GAUCH/STÖCKLI (Hrsg.), SIA, N 18 zu Einl.; GIGER, AGB, 70 f., 72 ff.; vgl. schliesslich auch BGE 77 II 154 E. 4, wo die Parteien die Geltung der AVB als selbstverständlich voraussetzten. In Deutschland ist die Übernahme von AVB nach § 305 Abs. 2 BGB grundsätzlich nur mit ausdrücklichem Verweis möglich. Vgl. dazu auch MünchKommBGB-BASEDOW, N 47 ff. zu § 305.

⁵⁴² Siehe dazu unten II.3.b) (S. 124).

dem (ohne Geltung der CDD) abgeschlossenen Vertrag und der Bestätigung⁵⁴³: Da die 2003 Ex. A einen ausdrücklichen Hinweis auf die Geltung der CDD enthält⁵⁴⁴, werden sie im kaufmännischen Verkehr kraft der konstitutiven Wirkung des kaufmännischen Bestätigungsschreibens ohne Widerspruch des Empfängers Vertragsbestandteil, im nichtkaufmännischen Verkehr kann der Empfänger einwenden, die Transaktionsbestätigung sei unrichtig und die CDD nicht Vertragsbestandteil geworden, selbst wenn er keinen Widerspruch gegen das Bestätigungsschreiben erhoben hat⁵⁴⁵. Er trägt jedoch die Beweislast⁵⁴⁶.

Von den Arten der Übernahme sind die Formen der Übernahme – Vollerklärung oder Globalerklärung – zu unterscheiden⁵⁴⁷. Bei ersterer übernimmt die Partei die AVB bewusst und in richtiger Erkennung ihres Inhalts und ihrer Tragweite⁵⁴⁸. Dagegen hat die Partei bei einer Globalerklärung (auch Globalübernahme) den Inhalt der AVB entweder nicht zur Kenntnis genommen oder zumindest nicht jede Regel überlegt oder verstanden⁵⁴⁹.

Auch die Globalübernahme bewirkt (grundsätzlich) die Geltung der global übernommenen AVB. Dies folgt aus dem aus dem Vertrauensprinzip abgeleiteten Grundsatz, wonach auch die Unterschrift unter eine ungelesene oder nicht verstandene Urkunde grundsätzlich verbindlich ist⁵⁵⁰. Lehre und Rechtsprechung haben jedoch verschiedentlich Regeln entwickelt bzw. bestehende Regeln akzentuiert, welche den Schutz der global übernehmenden Partei bezwecken^{551 552}. Diese Regeln betreffen teilweise die Geltung von

⁵⁴³ So BK-KRAMER, N 215 zu Art. 1.

⁵⁴⁴ Siehe 2003 Ex. A. CDD, Seite 61 2. Absatz 1. Satz: «*The definitions [...] contained in the 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions [...] are incorporated into this Confirmation.*»

⁵⁴⁵ Vgl. dazu GIGER, AGB, 71.

⁵⁴⁶ Vgl. dazu unten II.3.c) (S. 126). Für die im Ergebnis ähnliche Situation in Deutschland vgl. MünchKommBGB-BASEDOW, N 84 zu § 305.

⁵⁴⁷ Vgl. ZK-JÄGGI, N 465 zu Art. 1.

⁵⁴⁸ ZK-JÄGGI, N 461 zu Art. 1.

⁵⁴⁹ ZK-JÄGGI, N 462 zu Art. 1; BK-KRAMER, N 190 zu Art. 1.

⁵⁵⁰ BK-KRAMER, N 129, 190 zu Art. 1; siehe auch ZK-JÄGGI, N 476 zu Art. 1 m.w.N. auf die Rechtsprechung; ferner GIGER, AGB, 65.

⁵⁵¹ Siehe ZK-JÄGGI, N 477 zu Art. 1; BK-KRAMER, N 201 zu Art. 1; AEPLI, ZSR 2000, 86; SCHUMACHER, Vertragsgestaltung, N 1626; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1138 ff.

⁵⁵² Mit Art. 8 UWG hat auch der Gesetzgeber eine Regelung zum Schutz vor missbräuchlichen Geschäftsbedingungen geschaffen. Da diese Bestimmung jedoch praktisch keine Bedeutung erlangt hat, soll sie vorliegend nicht näher betrachtet werden. Siehe zur Regel von Art. 8 UWG z.B. GAUCH, AVB, 211 f.; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT,

übernommenen AVB oder finden sich auf der Ebene der Vertragsauslegung^{553 554}. Zu beachten ist, dass im Verkehr eines Unternehmens mit einem Kunden eine tatsächliche Vermutung für eine (einseitige) Globalübernahme durch den Kunden spricht⁵⁵⁵.

Aufgrund der Komplexität der CDD ist wohl regelmässig davon auszugehen, dass sie zumindest teilweise global übernommen worden sind⁵⁵⁶.

cc) **Notwendigkeit der Möglichkeit zur Kenntnisnahme**

Die CDD sind nicht öffentlich verfügbar, sondern unterliegen dem Nutzungsrecht der ISDA⁵⁵⁷. Dies bedingt grundsätzlich, dass eine Person das Nutzungsrecht für die CDD (entgeltlich) erwirbt, wenn sie sich über deren Inhalt Kenntnis verschaffen will. Gemäss den Nutzungsbedingungen darf jedoch diejenige Person, welche eine Kopie erworben hat, diese im Rahmen einer Transaktion der Vertragspartei zur Verfügung stellen⁵⁵⁸.

Die Kenntnisnahme bzw. zumindest die Möglichkeit zur Kenntnisnahme stellt im deutschen Recht nach § 305 Abs. 2 Ziff. 2 BGB eine Voraussetzung der Einbeziehung von AVB in einen Vertrag dar. Die Möglichkeit, in zumutbarer Weise Kenntnis vom Inhalt der AVB nehmen zu können, wird teilweise auch in der Schweiz als Voraussetzung für deren Übernahme bzw. Geltung vertreten⁵⁵⁹.

Nr. 1151 ff.; KOLLER, recht 1999, 46 ff. Ob der revidierte Art. 8 UWG dasselbe Schicksal erleiden wird, lässt sich zum aktuellen Zeitpunkt nicht abschliessend beurteilen.

⁵⁵³ Siehe dazu KOLLER, recht 1999, 50; vgl. ferner GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1138, 1240; ZK-JÄGGI/GAUCH, N 469 f. zu Art. 18.

⁵⁵⁴ Siehe zu den Geltungsschranken unten dd)(S. 95); zur Auslegung unten 4 (S. 97).

⁵⁵⁵ ZK-JÄGGI, N 468 zu Art. 1.

⁵⁵⁶ Vgl. dazu HUDSON, Derivatives, Rz. 5-16; ferner VCG Special Opportunities Master Fund Ltd. v. Citibank, N.A., 594 F.Supp.2d 334 (S.D.N.Y. 2008), 343 f. Im englischen Recht kann dies dazu führen, dass kein Vertrag zustandegekommen ist, siehe HUDSON, Derivatives, Rz. 5-17, Fn. 77.

⁵⁵⁷ Siehe dazu z.B. die FAQ zum Copyright der ISDA, abrufbar unter <www.isda.org/publications/pdf/FAQs-on-Copyright.pdf>. Wenn auch die CDD in dieser Auflistung nicht erwähnt sind, so gelten (wohl) dieselben Regeln wie für die erwähnten Vertragswerke.

⁵⁵⁸ Siehe 2. Frage und Antwort der ISDA FAQ, Nachweise oben in Fn. 557.

⁵⁵⁹ BGE 100 II 200 E. 5.d; 77 II 154 E. 4. Beim geschäftlich unerfahrenen Konsumenten: GIGER, AGB, 68. Bei globaler Zustimmung: GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1140; ZK-JÄGGI/GAUCH, N 473 zu Art. 18. Nach CR CO I-DESSEMONTET, N 45 zu Art. 1 muss zumindest ausdrücklich auf die Möglichkeit zur Kenntnisnahme verzichtet werden. ZK-JÄGGI, N 457 zu Art. 1 scheint nur beim stillschweigenden Verweis die Möglichkeit zur Kenntnisnahme vorauszusetzen, a.a.O. N 454 wird diese Frage nicht näher erörtert.

M.E. ist es in Anlehnung an die Lehre vertretbar, nur, aber immerhin in jenen Fällen, in welchen es sich beim in Frage stehenden Vertrag um ein Verhältnis zwischen einer branchenkundigen Partei und einem branchen- oder kreditderivat-unkundigen Kunden handelt und die Verwendung der CDD durch erstere vorgeschlagen wurde, deren Geltung von der Möglichkeit zur Kenntnisnahme durch den Kunden abhängig zu machen. Dass zumindest derjenige, welcher die Verwendung der CDD vorschlägt, diese auch zu erwerben hat, stellt m.E. eine durchaus vertretbare Anforderung dar.

Die Kenntnisnahme bzw. deren Möglichkeit hat ferner in zumutbarer Weise zu erfolgen. Die Zumutbarkeit entscheidet sich z.B. anhand der Lesbarkeit wie auch der Sprache der AVB⁵⁶⁰. Die CDD sind nun aber ein komplexes, in englischer Sprache abgefasstes Regelwerk, welches für einen unerfahrenen Kunden kaum in nützlicher Frist komplett zu verstehen sein wird, selbst wenn er über mehr als nur grundlegende Kenntnisse der englischen Sprache verfügen sollte. In Anbetracht dessen ist ebenfalls die Möglichkeit zu befürworten, dass der Kunde auf die Kenntnisnahme bzw. deren Möglichkeit rechtsgültig verzichten kann.

dd) Geltungsschranken bei Globalübernahmen

In Lehre und Rechtsprechung haben sich verschiedene Regeln gebildet, welche die Geltung von zumindest einzelnen Regeln von global übernommenen AVB ausschliessen. Dazu zählt die Regel, dass individuelle Abreden den AVB bei einer Abweichung vorgehen, wobei die Abweichung relativ weit zu verstehen ist und gefordert wird, dass eine Harmonie zwischen Individualabrede und AVB besteht⁵⁶¹.

Eine weitere Regel ist die Ungewöhnlichkeitsregel⁵⁶²; demgemäss gelten ungewöhnliche Regeln gegenüber der global zustimmenden Partei nicht, soweit sie mit diesen nicht rechnen konnte. Die Ungewöhnlichkeit entscheidet sich dabei individuell aus Sicht des Zustimmenden zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses, womit auch eine branchenübliche Bestimmung ungewöhn-

⁵⁶⁰ Vgl. GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1140a; siehe ausführlich z.B. BK-KRAMER, N 207 zu Art. 1.

⁵⁶¹ Siehe BK-KRAMER, N 210 ff. zu Art. 1; ZK-JÄGGI/GAUCH, N 471 zu Art. 18; ZK-JÄGGI, N 491 ff. zu Art. 1; ferner GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1139.

⁵⁶² Vgl. AEPLI, ZSR 2000, 86, welcher diese Regel als Auslegungselement beschreibt. Nach KOLLER, AJP 2008, 944 handelt es sich um eine Regel der Gültigkeits- bzw. Konsenskontrolle, welche eine Inhaltskontrolle darstellt, siehe dazu a.a.O. 950 f.

lich sein kann⁵⁶³. Zusätzlich hat die in Frage stehende Bestimmung auch objektiv ungewöhnlich zu sein, d.h. sie muss einen geschäftsfremden Inhalt aufweisen, welcher zu einer wesentlichen Änderung des Vertragscharakters führt⁵⁶⁴.

Des weiteren gilt eine dem dispositiven Recht widersprechende Bestimmung in den AVB nicht, sofern sie sich nicht mit der Eigenart des betreffenden Vertrages rechtfertigen lässt⁵⁶⁵. Diese Regel überschneidet sich wohl teilweise mit der objektiven Ungewöhnlichkeit, ist jedoch umfassender soweit dispositive Vorschriften abgeändert werden. Der Vollständigkeit halber seien auch noch die Regeln angeführt, wonach freiheitsbeschränkende Bestimmungen nicht verbindlich werden⁵⁶⁶ wie auch jene, dass blosse Floskeln keine Geltung erlangen⁵⁶⁷.

3. Besicherungsvereinbarungen

Insbesondere der Sicherungsnehmer ist bei nicht gedeckten Kreditderivaten dem Risiko ausgesetzt, dass der Sicherungsgeber seinen Ausgleichsverpflichtungen im Falle der Aktualisierung des abgesicherten Risikos nicht nachkommen kann. Dieses Risiko wird allgemein als Gegenpartei-risiko bezeichnet⁵⁶⁸.

Um dieses Risiko zu minimieren, schliessen die Vertragsparteien regelmässig Besicherungsvereinbarungen ab; diese betreffen die Pflicht eines Vertragspartners zur Leistung von Sicherheiten, welche unter gewissen Umständen geschuldet werden, wie bei einer Herabstufung der Bonität des Vertragspartners, insbesondere des Sicherungsnehmers, sofern das Gesamtrisiko aus mehreren Verträgen eine gewisse Schwelle überschreitet, oder bei Veränderungen der Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines Credit Events oder generell bei Verschlechterungen der Bonität des Referenzschuldners.

⁵⁶³ Zum Ganzen: BGE 119 II 443 E. 1 a); ZK-JÄGGI, N 498 f. zu Art. 1; ZK-JÄGGI/GAUCH, N 472 zu Art. 18; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1141 ff.; GIGER, AGB, 66 ff.; ferner BK-KRAMER, N 205 f. zu Art. 1

⁵⁶⁴ Siehe BGE 119 II 443 E. 1 a); BGer 4A.187/2007 vom 9. Mai 2008, E. 5.1; ferner KOLLER, AJP 2008, 949.

⁵⁶⁵ Siehe ZK-JÄGGI, N 505 ff. zu Art. 1; ZK-JÄGGI/GAUCH, N 475 zu Art. 18.

⁵⁶⁶ Siehe ZK-JÄGGI, N 500 ff. zu Art. 1; ZK-JÄGGI/GAUCH, N 474 zu Art. 18.

⁵⁶⁷ Siehe ZK-JÄGGI, N 496 f. zu Art. 1; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1143.

⁵⁶⁸ Siehe zum Gegenpartei-risiko als Kreditrisiko oben 1:III.3.a (S. 57).

Für diese Vereinbarungen bietet die ISDA den sog. *ISDA credit support annex*, welcher als Teil des Master Agreements vereinbart werden kann⁵⁶⁹.

4. Auslegung

a) Auslegung vorformulierter Verträge

Kreditderivate bzw. Verträge im allgemeinen, welche sich durch die Verwendung von vorformulierten Standard- und Rahmenverträgen – welche als allgemeine Vertragsbedingungen (AVB) zu qualifizieren sind⁵⁷⁰ – sind nach Schweizerischer Auffassung individuell anhand der Umstände des Einzelfalles auszulegen⁵⁷¹. Diese individuelle Auslegung ist von der einheitlichen Auslegung, wie sie in anderen Rechtsordnungen wie z.B. Deutschland bei vorformulierten Verträgen bisweilen angewendet wird, abzugrenzen⁵⁷².

Im Rahmen der individuellen Auslegung gelten damit für die Auslegung von AVB mit wenigen Ausnahmen dieselben Regeln wie auch für individuelle Abreden selbst⁵⁷³, wobei erstens eine solche individuelle Abrede, so-

⁵⁶⁹ Siehe PARKER, Credit Derivatives, 54; VON SACHSEN-ALTENBURG in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 6 N 80 ff.; KULPA, JLEP 2009, 300; JAHN, BKR 2009, 25; VCG Special Opportunities Master Fund Ltd. v. Citibank, N.A., 594 F.Supp.2d 334 (S.D.N.Y. 2008), p 338, 342; ferner WALKER-BRIGHT/LAW, AIG's Financial Distress, 7; STAUB, Kreditrisikotransfer, 26.

⁵⁷⁰ Zur Begründung siehe oben 2.c)aa) (S. 90).

⁵⁷¹ ZK-JÄGGI/GAUCH, N 466 zu Art. 18 OR; BSK-WIEGAND, N 55 zu Art. 18; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1241 mit Verweis auf die diesbezüglich unbestrittene Rechtsprechung; STÖCKLI in GAUCH/STÖCKLI (Hrsg.), SIA, N 37 zu Einl.

⁵⁷² Wobei das BGer nach BSK-WIEGAND, N 55 zu Art. 18 m.w.N., zumindest die SIA Bestimmungen in der Sache wie Normen behandle und sich damit der deutschen Konzeption im Ergebnis nähere. Für Deutschland siehe ferner ZK-JÄGGI/GAUCH, N 465; BSK-WIEGAND, N 55 zu Art. 18; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1240, jeweils m.w.N.; MünchKommBGB-BASEDOW, N 22 ff. zu § 305 c.

⁵⁷³ Vgl. ZK-JÄGGI/GAUCH, N 464 zu Art. 18 OR; BGE 133 III 675 E. 3.3; So auch BGE 122 III 118 E. 2.a, schliesst dann aber direkt auf die objektive Auslegung, ohne die subjektive voranzustellen. Ebenfalls BGE 122 V 142 E. 4.c: «Die Auslegung des Reglements als vorformulierter Inhalt des Vorsorgevertrages geschieht nach dem Vertrauensprinzip.» Mit WINIGER, CR CO I-WINIGER, N 146 zu Art. 18, ist ersterer Entscheid tatsächlich als widersprüchlich zu betrachten, und da das BGer in einem weiteren wiederum direkt nach Vertrauensprinzip auszulegen scheint, ohne die subjektive Auslegung als gescheitert anzuführen, scheint das BGer in diesen Entscheiden von einer speziellen Auslegung von allgemeinen Vertragsbedingungen auszugehen: CR CO I-WINIGER, N 147 zu Art. 18. Die Situation entspannt sich jedoch wieder mit BGE 133 III 675 E. 3.3: «Les conditions géné-

fern allfällig vorhanden, den vorformulierten Bestimmungen bei einer Abweichung vorgehen⁵⁷⁴ und zweitens weitere (allgemeine) Auslegungsregeln eine akzentuierte Anwendung erfahren können. Zu diesen zählen insbesondere die Unklarheitsregel, das Vertrauensprinzip, die vertragsbezogene Auslegung von allgemeinen Ausdrücken sowie die im Zweifel enge Auslegung von vom dispositiven Recht abweichenden Abreden⁵⁷⁵. Diese Regeln betreffen insbesondere jene Fälle, in welchen die AVB (einseitig) global übernommen wurden. Hinsichtlich der Auslegung von CDD als allgemeine Vertragsbedingungen ist jedoch nicht nur auf die globale Übernahme abzustellen, sondern auch auf die Erfahrung der global übernehmenden Partei im Umgang mit Kreditderivaten⁵⁷⁶.

b) Ausgewählte Aspekte der Auslegung

aa) Ziel und Gegenstand der Auslegung

Ziel der Auslegung ist die Feststellung des übereinstimmenden wirklichen Willens der Parteien (subjektive Auslegung). Ist dies nicht möglich, muss sich der Richter mit dem Vertragswillen begnügen, den die Parteien mutmasslich gehabt haben (objektivierte Auslegung nach dem Vertrauensprinzip)⁵⁷⁷. Gegenstand der Auslegung von Kreditderivaten bilden vor allem die Transaktionsbestätigung, die CDD, und allenfalls ein Rahmenvertrag⁵⁷⁸. Die Auslegung als Prozess wird von Auslegungsmitteln und Auslegungsregeln beherrscht⁵⁷⁹.

rales, lorsqu'elles ont été incorporées au contrat, en font partie intégrante; elles doivent être interprétées selon les mêmes principes que les autres dispositions contractuelles [...] le juge doit tout d'abord s'efforcer de déterminer la commune et réelle intention des parties».

⁵⁷⁴ Siehe dazu oben 2.c)dd) (S. 95).

⁵⁷⁵ ZK-JÄGGI/GAUCH, N 464 zu Art. 18; vgl. auch AEPLI, ZSR 2000, 85 f.

⁵⁷⁶ Vgl. dazu z.B. auch *Ursa Minor Ltd. v. Aon Financial Products, Inc.*, 2000 WL 1010278 (S.D.N.Y.), 6: «Under New York law, which applies here, the Court will not disturb the contractual relationship where, as here, a contract has been negotiated by sophisticated parties and its terms are clear and unambiguous».

⁵⁷⁷ BGE 118 II 365 E. 1; ZK-JÄGGI/GAUCH, N 304, 306 zu Art. 18.

⁵⁷⁸ Vgl. ZK-JÄGGI/GAUCH, N 300 zu Art. 18.

⁵⁷⁹ ZK-JÄGGI/GAUCH, N 329 zu Art. 18.

bb) Auslegungsmittel im Allgemeinen

Als primäres Auslegungsmittel gilt der Wortlaut⁵⁸⁰, wobei mangels anderer Anhaltspunkte vom allgemeinen Sprachgebrauch zur Zeit des Vertragsschlusses auszugehen ist⁵⁸¹. Dabei geht der besondere Sinn eines Wortes im Verkehrskreis, dem beide Parteien angehören, dem allgemeinen Sprachgebrauch vor⁵⁸². Ferner spricht eine tatsächliche Vermutung dafür, dass ein Wort mit einem eindeutigen juristisch-technischen Sinn in seinem juristischen Sinn verstanden wurde⁵⁸³. Bei einer Fremdsprache ist der Sinn des Wortes im Streitfall zu beweisen⁵⁸⁴.

Steht fest, dass die Parteien ein Wort in einem individuellen Sinn verstanden haben, ist selbstredend dieser Sinn massgebend⁵⁸⁵. Ein solcher Sinn kann sich aus dem Zusammenhang des Vertrages, aus der Grammatik oder seiner Stellung in einem Satz ergeben⁵⁸⁶. Der Ausdruck ist folglich immer im Zusammenhang als Teil eines Ganzen aufzufassen (systematisches Element)⁵⁸⁷. Erhebliches Gewicht ist der systematischen Auslegung beizumessen, wenn wie die CDD breit angelegte allgemeine Vertragsbestimmungen auszulegen sind⁵⁸⁸.

In der Regel reichen diese Auslegungsmittel aus, um das Ziel der Auslegung zu erreichen⁵⁸⁹; der Wortlaut selbst bedarf aber immer der Überprü-

⁵⁸⁰ ZK-JÄGGI, N 256 f. zu Art. 1; ZK-JÄGGI/GAUCH, N 345 zu Art. 18; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1204. Ebenso im angelsächsischen Umfeld: Für UK siehe z.B. *Investors Compensation Scheme Ltd v West Bromwich Building Society*, [1998] 1 W.L.R. 896, 912 f. (1), (2), (4); *BEALE (Hrsg.)*, Chitty on Contracts, Nr. 12-050 f.; 12-063. Für die USA: *Beanstalk Group, Inc. v. AM General Corp.*, 283 F.3d 856 (C.A.7 (Ind.) 2002), 859 f.; *W.W.W. Associates Inc. v Giancontieri*, 77 N.Y.2d 157 (N.Y. 1990), 162; *DAWSON et al.*, Contracts, 429.

⁵⁸¹ ZK-JÄGGI, N 257 zu Art. 1; ZK-JÄGGI/GAUCH, N 347 zu Art. 18; CR CO I-WINIGER, N 25 f. zu Art. 18; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1206 f.

⁵⁸² ZK-JÄGGI, N 260 zu Art. 1; ZK-JÄGGI/GAUCH, N 349 zu Art. 18; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1208.

⁵⁸³ ZK-JÄGGI/GAUCH, N 350 zu Art. 18; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1209; kritisch dagegen CR CO I-WINIGER, N 29 zu Art. 18.

⁵⁸⁴ ZK-JÄGGI, N 258 zu Art. 1; ZK-JÄGGI/GAUCH, N 348 zu Art. 18, welche z.B. auf einen Sachverständigen verweisen.

⁵⁸⁵ ZK-JÄGGI/GAUCH, N 351 zu Art. 18.

⁵⁸⁶ ZK-JÄGGI/GAUCH, N 352 zu Art. 18.

⁵⁸⁷ ZK-JÄGGI/GAUCH, N 351 zu Art. 18; CR CO I-WINIGER, N 31 zu Art. 18; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1210.

⁵⁸⁸ BGE 122 III 118 E. 2 c).

⁵⁸⁹ ZK-JÄGGI, N 257 zu Art. 1.

fung durch die ergänzenden Auslegungsmittel⁵⁹⁰. Sprechen diese nicht gegen die Verwendung des üblichen Wortsinns, so ist im Zweifel trotz fehlender Eindeutigkeit derjenigen Auslegung der Vorzug zu geben, welche dem Sprachgebrauch am nächsten liegt⁵⁹¹. Versagt dagegen die Sprache wegen schlechtem, ungenauem oder widersprüchlichem Gebrauch durch die Beteiligten, ist nur auf die übrigen Auslegungsmittel abzustellen⁵⁹².

Die ergänzenden (sekundären) Auslegungsmittel betreffen die Umstände des Vertragsschlusses, wie die Entstehungsgeschichte des Vertrages, das Verhalten der Beteiligten, die Interessenlage der Beteiligten oder die Verkehrsauffassung und Verkehrsübung⁵⁹³. Insbesondere können auch vorgeformte Vertragsinhalte Ausdruck der Verkehrsauffassung sein, bzw. eine solche begründet haben⁵⁹⁴.

Als weiteres Mittel der Vertragsauslegung dient ferner der Vertragszweck⁵⁹⁵. Dieser gehört zum Vertragswillen in einem weiteren Sinn, füllt diesen Willen jedoch nicht aus, sondern umfasst nur, was geschehen soll, nicht auch, warum es geschehen soll⁵⁹⁶.

cc) **Vertragszweck im Besonderen**

Der Vertragszweck ist neben dem Wortlaut als primäres Auslegungsmittel ein weiteres – unentbehrliches – Mittel der Vertragsauslegung⁵⁹⁷. Der Vertragszweck ist Vertragswillen in einem weiteren Sinn, wobei er diesen Willen nicht ausfüllt, sondern wesentlich das umfasst, *was* geschehen soll, nicht auch, *warum* es geschehen soll⁵⁹⁸. Mithin ist die wirtschaftliche Motivation als der Vertragswille einer Partei, die Stellung des Sicherungsgebers oder -nehmers in einem Kreditderivat einzunehmen, vom vorliegend interessierenden Zweck des Vertrages zu unterscheiden. Die wirtschaftliche Motivation kann auch als Fernzweck umschrieben werden; und nur wenn dieser Fernzweck als gemeinsamer Vertragszweck von der Gegenpartei anerkannt oder nach Treu und Glauben vernünftigerweise hätte anerkannt

⁵⁹⁰ So GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1221 m.w.N.

⁵⁹¹ ZK-JÄGGI, N 258 zu Art. 1; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1220.

⁵⁹² ZK-JÄGGI, N 258 zu Art. 1; ZK-JÄGGI/GAUCH, N 367 zu Art. 18.

⁵⁹³ ZK-JÄGGI/GAUCH, N 354 ff. zu Art. 18; CR CO I-WINIGER, N 32 ff. zu Art. 18; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1212 ff.

⁵⁹⁴ ZK-JÄGGI/GAUCH, N 403 zu Art. 18.

⁵⁹⁵ Siehe dazu ZK-JÄGGI/GAUCH, N 363, 370 ff. zu Art. 18.

⁵⁹⁶ Siehe dazu auch sogleich unten cc) (S. 100).

⁵⁹⁷ Siehe dazu ZK-JÄGGI/GAUCH, N 363, 370 ff., 384 ff. zu Art. 18.

⁵⁹⁸ ZK-JÄGGI/GAUCH, N 372 zu Art. 18.

werden müssen, können solche Fernzwecke einen mittelbaren Vertragszweck bilden und dürfen zur Auslegung beigezogen werden⁵⁹⁹. Die Motivation wird jedoch für die andere Vertragspartei häufig nicht (vollständig) erkennbar sein und damit werden individuelle Beweggründe einer Partei regelmässig nicht Teil des Vertragszwecks⁶⁰⁰.

dd) Unklarheitsregel als besondere Auslegungsregel

Für die Auslegung von AVB hat insbesondere die Unklarheitsregel eine besondere Bedeutung erlangt; die übrigen für die Auslegung von AVB bedeutenden Regeln wurden oben bereits erwähnt⁶⁰¹.

Die Unklarheitsregel besagt, dass im Zweifel die für den Verfasser ungünstigere Bedeutung der auszulegenden (unklaren) Bestimmung vorzuziehen ist (*in dubio contra stipulatorem*)⁶⁰². Als Verfasser gilt in diesem Sinne auch diejenige Partei, welche den von einem Dritten formulierten Mustervertrag o.ä. zur Verwendung vorgeschlagen hat. Sie gelangt u.a. dann nicht zur Anwendung, wenn die Parteien im Umgang mit der Bestimmung vertraut sind oder wenn die Verwendung der AVB von vornherein feststand⁶⁰³.

⁵⁹⁹ ZK-JÄGGI/GAUCH, N 371 ff., 374 f. zu Art. 18.

⁶⁰⁰ Vgl. dazu LEU, *clausula*, 109; KOENIG, *Privatversicherungsrecht*, 35; REINER/SCHACHT, WM 2010, 339. A.A. jedoch BANZ, *Allfinanz*, 26 Fn. 134, für welchen die Motivation und Absicht der Parteien für die Qualifikation von Rechtsverhältnissen von Bedeutung ist. Zur Begründung verweist er auf die Rechtsprechung zu Spiel und Wette.

⁶⁰¹ Oben a) (S. 97).

⁶⁰² ZK-JÄGGI/GAUCH, N 464, 451 zu Art. 18 OR.

⁶⁰³ Siehe zum Ganzen STÖCKLI in GAUCH/STÖCKLI (*Hrsg.*), SIA, N 41 zu Einl; vgl. auch MünchKommBGB-BASEDOW, N 25 f. zu § 305.

II. Gemeinsame vertragsrechtliche Aspekte

Die Grundtypen von Kreditderivaten weisen zwar aufgrund ihrer unterschiedlichen Struktur, welche sich aus den verschiedenen Anknüpfungspunkten an das zu übertragende Risiko ergibt⁶⁰⁴, eine jeweils eigene Rechtsnatur auf. Neben diesen Unterschieden sind auch Gemeinsamkeiten festzustellen, welche im folgenden den einzelnen Grundtypen vorweggenommen zu behandeln sind. Zu Beginn unter 1. sind allgemeine Grundlagen der vertragsrechtlichen Zuordnung darzustellen, welche auch als Leitfaden der Qualifikation von Kreditderivaten betrachtet werden sollen.

Als eine der angesprochenen Gemeinsamkeiten hat die unter 2. zu erörternde Frage nach der rechtlichen Bedeutung des (Kredit-)risikotransfers zu gelten, welcher als Vertragszweck Bedeutung erlangen kann. Des weiteren sind auch die anschliessend unter 3. zu behandelnden Fragen des Vertragschlusses sowie dessen Laufzeit als grundtypenübergreifend zu sehen. Und schliesslich weisen Kreditderivate wie auch derivative Finanzinstrumente im Rahmen der Abwicklung ähnliche Gestaltungsvarianten auf, welche vorliegend als Hauptleistungspflichten zu sehen sind und unter 4. behandelt werden.

1. Grundlagen zur vertragsrechtlichen Zuordnung

Der folgende Abschnitt soll eine Übersicht zu den Grundlagen der vertraglichen Qualifikation bieten sowie die Begriffe der vorliegend unter vertragstypen-übergreifender Zuordnung zusammengefassten Qualifikation bestimmen. Unter a) ist aufzuzeigen, dass Vertragsqualifikation schliesslich auch Vertragsauslegung ist, sowie das insbesondere auch im Rahmen von derivativen Finanzinstrumenten relevante Spannungsfeld zwischen zwingendem Gesetzesrecht sowie dem Grundsatz der Typenfreiheit zu behandeln. Unter b) sind die Begriffe des Vertragssynallagmas, des Dauerschuldverhältnisses sowie des Differenzeinwandes zu Bestimmen, auf welchen im Rahmen der Behandlung der einzelnen Grundtypen basiert werden wird.

⁶⁰⁴ Siehe dazu im Detail unten 2.a)cc) (S. 118).

a) Grundsätze der vertragsrechtlichen Qualifikation

aa) Vertragsqualifikation als Vertragsauslegung

Die Qualifikation eines Vertrages richtet sich nicht nach der Bezeichnung des Vertrages oder im Vertrag verwendeter Begriffe, sondern allein nach dem vereinbarten Vertragsinhalt, den übereinstimmenden wirklichen Willen der Parteien⁶⁰⁵. Die Erkennung der wirklichen Parteiwillen findet dabei selbstredend nicht ihr Ende in der Benennung des Vertrages oder in verwendeten Bezeichnungen oder Ausdrücken – unabhängig davon, ob die Parteien diese aus Irrtum gebraucht haben oder um die wahre Natur des Vertrages zu verbergen⁶⁰⁶. Vielmehr ist der wirkliche Parteiwille durch Auslegung zu ermitteln. Vertragsqualifikation wird damit von denselben Grundsätzen wie die Vertragsauslegung⁶⁰⁷ beherrscht⁶⁰⁸.

bb) Vertragsqualifikation vs. Typenfreiheit

Das Schweizerische Vertragsrecht wird von der sog. Typenfreiheit bestimmt. Diese ist Ausfluss der Privatautonomie sowie der Vertragsfreiheit als Fundamentalprinzipien der Schweizerischen Privatrechtsordnung⁶⁰⁹. Wenn auch gewisse Verträge eine rechtliche Regelung erhalten haben, steht es den Parteien frei, Vereinbarungen zu treffen, welche unter keinen dieser gesetzlich normierten Vertragstypen fallen (sog. Innominatkontrakte)⁶¹⁰. Diese Freiheit weist auch gewisse Einschränkungen auf⁶¹¹: So sind für sämtliche Verträge gewisse unabänderliche Rechtssätze zu beachten; Konsequenz aus deren

⁶⁰⁵ Siehe BGE 131 III 217 E. 3; 129 III 664 E. 3.1; 99 II 313; ähnlich auch BGE 84 II 493 E. 2; Die gesetzliche Grundlage hierzu findet sich in Art. 18 OR.

⁶⁰⁶ Vgl. BGE 129 III 664 E. 3.1; 99 II 313. Siehe aber z.B. JAMES, Derivatives, 33, wonach ein Kreditderivat die Aussage treffen soll, dass es sich nicht um einen Versicherungsvertrag handle. Dies ist jedoch insbesondere aufsichtsrechtlich bedingt, da die Benennung in den Augen der FSA ein Indiz darstelle, siehe dazu auch unten Fn. 1713; ähnlich auch CHAPLIN, Credit Derivatives, 61. Vertragsrechtlich hat dies jedoch in der Schweiz keine Bedeutung.

⁶⁰⁷ Zur Auslegung siehe oben I.4 (S. 97).

⁶⁰⁸ BGE 129 III 664 E. 3.1: «*La dénomination d'un contrat n'est pas déterminante pour évaluer sa nature juridique [...]. Pour qualifier un contrat comme pour l'interpréter, le juge doit tout d'abord s'efforcer de rechercher la réelle et commune intention des parties [...]*».

⁶⁰⁹ BK-KRAMER, N 18 ff., 49 ff. zu Art. 19–20; HONSELL, BT, 10, 13 f., 16 f.; siehe auch BUCHER, ZSR 1983, 317 ff.; CARBONARA, Privatautonomie, 86, 89 f.

⁶¹⁰ BK-KRAMER, N 49 zu Art. 19–20; HONSELL, BT, 16 f.; HUGUENIN, BT, N 1322; vgl. auch GUHL/KOLLER OR, § 40 N 4.

⁶¹¹ Vgl. Art. 19 OR.

Missachtung kann sein, dass ein Vertrag vom Recht als nicht zustandekommen⁶¹², nichtig⁶¹³ oder als einseitig nicht durchsetzbar⁶¹⁴ betrachtet wird. Allenfalls sind auch nur einzelne Abreden eines Vertrages davon betroffen⁶¹⁵. Des weiteren bleibt die Typenwahl selbst dem Parteiwillen gewissermassen vorenthalten: zwingendes Recht eines bestimmten Nominatvertrages kann von den Parteien nicht umgangen werden, indem sie ihren Vertrag anders bezeichnen oder indem sie einen Innominatkontrakt abschliessen.

Typenfreiheit und zwingendes Gesetzesrecht bilden folglich gewissermassen ein Spannungsfeld⁶¹⁶. Nach BUCHER impliziert die Typenfreiheit auch diejenige Freiheit, sich zwingendem Gesetzesrecht zu entziehen, sofern der zu typisierende Vertrag nicht gänzlich einem gesetzlichen Typus entspricht⁶¹⁷. Die Anwendung der fraglichen Norm solle demgemäss nur dann gefordert werden, wenn die ihr zugrundeliegenden legislatorischen Wertungen die Anwendung in diesem konkreten Einzelfall verlangen⁶¹⁸. In diesem Zusammenhang warnt er vor einer zu starren objektiven Vertragsqualifikation und verlagert die Fragestellung stattdessen auf die Stufe der gesetzlichen Einzelanordnungen, wonach nur hinsichtlich einer bestimmten Sachproblematik nach der Anwendung einer bestimmten Regel eines Nominatvertrages zu fragen ist⁶¹⁹.

b) Grundlagen der vertragstypenübergreifenden Zuordnung

Neben der vertragsrechtlichen Qualifikation eines Rechtsgeschäftes als Zuordnung zu einem Vertragstypus bzw. dessen Abgrenzung gegenüber bekannten Nominat- oder Innominatverträgen ergeben sich weitere Bedürfnisse der vertraglichen Einordnung, welche über dem eigentlichen Vertragstypus stehen. Dazu werden im folgenden das Vertragssynallagma (aa), das Dauerschuldverhältnis (bb) sowie der Differenzeinwand (cc) gezählt und

⁶¹² Z.B. wenn ein Handlungsunfähiger Partei ist.

⁶¹³ Z.B. nach Art. 20 Abs. 1 OR ein Vertrag mit einem gegen die guten Sitten verstossenden Inhalt.

⁶¹⁴ Z.B. Forderungen aus Spiel und Wette gem. Art. 513 OR.

⁶¹⁵ Wie z.B. die Vereinbarung eines nicht kündbaren Auftrages, welche dem zwingenden Art. 404 OR entgegenläuft.

⁶¹⁶ Vgl. zu diesem Spannungsfeld BUCHER, ZSR 1983, 321 f.

⁶¹⁷ BUCHER, ZSR 1983, 321.

⁶¹⁸ BUCHER, ZSR 1983, 321; siehe auch BUCHER, dispositives Gesetzesrecht, 256 ff. betreffend den verschiedenen Zwecken des dispositiven Gesetzesrechts.

⁶¹⁹ Siehe BUCHER, ZSR 1983, 321 f.; BSK-UCHER, N 45 vor Art. 1-40.

unter dem Begriff der *vertragstypenübergreifenden Zuordnung* behandelt sowie als Teilaspekt der vertragsrechtlichen Zuordnung aufgefasst. Das Vertragsynallagma sowie das Dauerschuldverhältnis werden in der Regel als Arten des Schuldvertrages gesehen, ersteres nach der Leistungsbeziehung der Parteien als Spezialfall des zweiseitigen Schuldvertrages, demgegenüber der einseitige Schuldvertrag steht, zweiteres nach dem Verhältnis zur Zeit, welches neben dem einfachen Schuldvertrag steht⁶²⁰. Losgelöst vom Vertragstypus ist auch die Unklagbarkeit von Forderungen aus Spiel und Wette zu beurteilen.

In vorliegendem Abschnitt sind diese einzelnen Begriffe vorweg insbesondere in Bezug auf Kreditderivate zu bestimmen, um im Rahmen der Behandlung der einzelnen Instrumente diese entsprechend zu qualifizieren.

aa) Vertragssynallagma

Der synallagmatische Vertrag ist ein vollkommen zweiseitiger Schuldvertrag, welchen das OR als zweiseitigen Vertrag bezeichnet⁶²¹. Er zeichnet sich dadurch aus, dass (mindestens) zwei Leistungen bestehen, wobei die eine als Gegenleistung der anderen aufzufassen ist bzw. im Austausch gegen die andere nach dem Grundsatz *do ut des* erfolgt⁶²². Die Parteien nehmen damit sowohl eine Gläubiger- wie auch eine Schuldnerstellung ein. So beinhaltet auch das entgeltliche (verzinsliche) Darlehen ein solches Synallagma⁶²³. Umfasst werden jedoch nicht nur unbedingte, sondern auch bedingte Leistungsversprechen, welche im Austausch gegen eine unbedingte Vorleistung abgegeben werden, womit z.B. auch der Versicherungsvertrag ein Synallagma aufweist⁶²⁴.

In rechtlicher Hinsicht bedeutet die Zuordnung eines Vertrages zu den synallagmatischen Verträgen die Anwendung von Art. 82 f., 107–109 sowie 119 Abs. 2 und 3 OR⁶²⁵. Ferner spricht auch Art. 211 Abs. 2 SchKG vom zweiseitigen Vertrag, welchen die Konkursverwaltung anstelle des Schuldners

⁶²⁰ Siehe GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 254 ff.

⁶²¹ Siehe GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 259; ferner STÖCKLI, Synallagma, Rz. 42.

⁶²² GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 257; GUHL/KOLLER, OR, § 4 N 10; siehe dazu auch STÖCKLI, Synallagma, Rz. 45 m.w.H.

⁶²³ BUCHER, OR AT, 100 Fn. 37; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 257; nicht eindeutig BGer 5A.420/2008 E. 5.

⁶²⁴ STÖCKLI, Synallagma, Rz. 80; KOENIG, SPR VII/2, 551 f.; KOENIG, Privatversicherungsrecht, 96; MAURER, Privatversicherungsrecht, 212 f.; KUHN, Privatversicherungsrecht, N 626; a.A. SÖHNER, SVZ 1999, 133, 139.

⁶²⁵ Vgl GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 259; GUHL/KOLLER, OR, § 4 N 14 ff., 23, 25 ff.

erfüllen kann (sog. Eintrittsrecht der Konkursverwaltung). Jedenfalls ist der synallagmatische Vertrag ein zweiseitiger Vertrag, womit diese Bestimmung auf jeden Fall auf den synallagmatischen Vertrag Anwendung findet.

Insgesamt ist zu beachten, dass die die *Events of Default and Termination Events* der ISDA Master Agreements die Verzugsfolgen selbständig regeln, womit eine Berufung auf Art. 82 ff., Art. 107 ff. und Art. 105 OR im Verzug⁶²⁶ ausgeschlossen sein wird⁶²⁷.

bb) Dauerschuldverhältnis

Das Dauerschuldverhältnis ist eine von der Dogmatik geschaffene Kategorie der Schuldverhältnisse, welches im Gegensatz zum einfachen Schuldverhältnis steht⁶²⁸. Während das einfache Schuldverhältnis mit Erfüllung der Schuld als eine gezahlte Leistung erlischt, verlangt das Dauerschuldverhältnis eine fortdauernde Leistung⁶²⁹; seine exakte Begriffsbestimmung kann im Einzelfall schwierig sein⁶³⁰. Sie sind in jedem Fall von den aus der amerikanischen Literatur entstandenen sog. langfristigen Verträgen⁶³¹ zu unterscheiden, auf welche mangels Vorliegen einer «praktisch brauchbaren Dogmatik» vorliegend nicht näher eingegangen wird⁶³².

Ausführungen zur Bestimmung eines solchen Dauerschuldverhältnisses finden sich sogleich unter 1). Die das Dauerschuldverhältnis gegenüber dem einfachen Schuldverhältnis aufweisende rechtliche Sonderstellung und Besonderheiten – insbesondere betreffend Beendigung, Mängeln im Begründungsakt und Leistungsstörungen⁶³³ – werden im Anschluss unter 2) aufgezeigt.

⁶²⁶ Relevant kann jedoch das Zurückbehaltungsrecht nach Art. 83 OR werden, da das Master Agreement die Schranken höher ansetzt, siehe unten III.4.d)aa) (S. 214).

⁶²⁷ ZOBL/WERLEN, ISDA, 55.

⁶²⁸ Siehe BK-KRAMER, N 159 zu Allg. Einl.; für Deutschland MünchKommBGB-KRAMER, N 96 zu Einl.

⁶²⁹ Vgl. GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 94.

⁶³⁰ BK-KRAMER, N 160 zu Allg. Einl.; ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, 50, sprechen von einer Begriffsverwirrung; ferner MünchKommBGB-KRAMER, N 97 zu Einl.

⁶³¹ Siehe dazu VON DER CRONE, Rahmenverträge, 198 Fn. 52 m.w.H. auf die Entstehungsgeschichte des Begriffs sowie diesbezügliche Literatur. Siehe auch OETKER, Dauerschuldverhältnis, 143, welcher vom Langzeitvertrag i.w.S. spricht.

⁶³² Siehe MünchKommBGB-KRAMER, N 105 zu Einl.; ferner CR CO I-DESSEMONTET, N 27 zu Art. 1.

⁶³³ Siehe BK-KRAMER, N 162 ff. zu Allg. Einl.

1) Bestimmung eines Dauerschuldverhältnisses

Die typische Hauptleistungspflicht eines Vertrages, mithin die dauernde Art dieser Pflicht (Dauerpflicht oder -leistung)⁶³⁴ bestimmt nach der herrschenden Lehre dessen rechtliche Qualifikation als bzw. Dauerschuldverhältnis⁶³⁵. Die typische Leistungspflicht ist jene Verbindlichkeit, durch welche sich der Vertrag von anderen Vertragsverhältnissen unterscheidet⁶³⁶. Das Dauerschuldverhältnisse konstituierende Dauerelement der Verpflichtung zeichnet sich demnach dadurch aus, dass die Leistungspflicht eine Dauerpflicht ist, welche ab ihrer Fälligkeit ihre Zweckbestimmung dadurch erfüllt, dass sie während einer bestimmten Dauer besteht⁶³⁷, die Leistung folglich während eines *Zeitraumes* bewirkt werden soll⁶³⁸ und damit der Umfang der Gesamtleistung erst durch das zeitliche Element bestimmbar wird⁶³⁹. Mit soeben gesagtem hängt ein weiteres Merkmal von Dauerverträgen zusammen: ihre Beendigung. Ihnen ist keine zeitliche Begrenzung inhärent, diese muss ihnen von aussen mittels Kündigung oder Befristung gesetzt werden⁶⁴⁰. Dies im Unterschied zu einfachen Verbindlichkeiten, welche mit Eintritt des Leistungserfolges und somit mit ihrer Erfüllung erlöschen⁶⁴¹, infolgedessen ihre Leistung in einem *Zeitpunkt* bewirkt werden soll⁶⁴². Auf der Seite der Gegenleistung einer Dauerleistung ist festzustellen, dass sie regel-

⁶³⁴ Der Begriff der Dauerleistung wird in der Lehre nicht einheitlich definiert. Während für VON DER CRONE eine offene Zahl wiederkehrender Leistungen keine Dauerleistung bilden, zählen diese für GAUCH zu den dauernden Verbindlichkeiten: siehe VON DER CRONE, Rahmenverträge, 198 f.; GAUCH, Dauerverträge, 7.

⁶³⁵ BGE 128 III 428 E. 3.b; GAUCH, Dauerverträge, 5; SCHMID/STÖCKLI, OR BT, Nr. 90; ähnlich OETKER, Dauerschuldverhältnis, 105 f. Insbesondere in der Deutschen Dogmatik wird jedoch nicht nur zwischen einfachen Schuldverhältnissen und Dauerschuldverhältnissen unterschieden, sondern es wird ein gesamtes System von langfristigen Verträgen differenziert: vgl. MünchKommBGB-GAIER, N 5 ff. zu § 314; MünchKommBGB-KRAMER, N 96 ff. vor § 241; OETKER, Dauerschuldverhältnis, 143. Siehe auch oben Fn. 631 f.

⁶³⁶ GAUCH, Dauerverträge, 5.

⁶³⁷ GAUCH, Dauerverträge, 6 f.

⁶³⁸ VON GIERKE, Dauernde Schuldverhältnisse, 357.

⁶³⁹ BGE 128 III 428 E. 3.b; BK-KRAMER, N 159 zu Allg. Einl.; GAUCH, Dauerverträge, 7; VON DER CRONE, Rahmenverträge, 198; HUGUENIN, OR AT, N 85.

⁶⁴⁰ VON GIERKE, Dauernde Schuldverhältnisse, 378 ff.; WIESE, Dauerschuldverhältnisse, 837; BK-KRAMER, N 162 zu Allg. Einl.; ähnlich GAUCH, Dauerverträge, 16 ff., 39 f., 61 f.; SCHMID/STÖCKLI, OR BT, Nr. 89. A.A. betreffend die Befristung VON DER CRONE, Rahmenverträge, 198, Fn. 54.

⁶⁴¹ GAUCH, Dauerverträge, 5 f.

⁶⁴² VON GIERKE, Dauernde Schuldverhältnisse, 357.

mässig entsprechend ebenfalls nach Zeitabschnitten bemessen wird; dies ist das Äquivalent für die während eines bestimmten Zeitabschnitts erbrachte Dauerleistung⁶⁴³.

Gegenstand eines Dauerschuldverhältnisses bzw. die vertragstypische Hauptleistungspflicht braucht nicht notwendigerweise eine eigentliche Dauerpflicht zu sein; neben einer Pflicht zum Unterlassen und der Pflicht zu einem fortgesetzten positiven Tun wie dem Zurverfügungstellen eines Mietobjekts⁶⁴⁴ kann sie auch eine offene Zahl periodisch wiederkehrender Leistungen umfassen⁶⁴⁵. Entscheidend für die offene Zahl ist nach GAUCH, dass es sich nicht um Teilleistungen einer von vornherein bestimmten Gesamtleistung handelt, sondern dass der Umfang eben mit dem Zeitverlauf anwächst⁶⁴⁶.

Verträge mit wiederkehrenden Leistungen werden wohl häufig als Sukzessivlieferungsverträge zu qualifizieren sein; abhängig von der offenen Zahl der einzelnen Leistungen sind sie entweder (eher) den Dauerschuldverhältnissen oder den einfachen Schuldverhältnissen zuzuordnen⁶⁴⁷. Die für die Dauerschuldverhältnisse (mit einer eigentlichen Dauerschuld) geltenden rechtlichen Besonderheiten scheinen nicht ohne weiteres (immer) auch für Sukzessivlieferungsverträge zu gelten⁶⁴⁸.

Neben Verträgen mit einer einfach zu bestimmenden Dauerschuld oder einer offenen Zahl wiederkehrender Leistungen existieren auch Verträge, deren Dauerleistung als das Dauerschuldverhältnis konstituierende Element weniger klar fassbar ist. So wird etwa der Darlehensvertrag von der wohl als herrschend zu betrachtenden Lehre als Dauerschuldverhältnis qualifiziert⁶⁴⁹.

⁶⁴³ WIESE, Dauerschuldverhältnisse, 850; CASPER, Optionsvertrag, 116; für den Darlehensvertrag OETKER, Dauerschuldverhältnis, 150.

⁶⁴⁴ Siehe VON DER CRONE, Rahmenverträge, 198. Mietverträge werden soweit ersichtlich unbestritten als Dauerschuldverhältnisse qualifiziert: siehe z.B. HUGUENIN, OR AT, 85; KOLLER, AT, § 2 N 120.

⁶⁴⁵ VON GIERKE, Dauernde Schuldverhältnisse, 359 f.; GAUCH, Dauerverträge, 7; CR CO I-DESSEMONTET, N 28 zu Art. 1; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 94 f.; SCHMID/STÖCKLI, OR BT, Nr. 89, 91; VON DER CRONE, Rahmenverträge, 198 f.; ZOBL/WERLEN, ISDA, 51 f.

⁶⁴⁶ GAUCH, Dauerverträge, 7; ebenso HUGUENIN, OR AT, N 87.

⁶⁴⁷ Vgl. GUHL/KOLLER, OR, § 4 N 18; HUGUENIN, OR AT, N 86. Für Sukzessivlieferungsverträge generell als Dauerschuldverhältnisse: HONSELL, BT, 23.

⁶⁴⁸ Vgl. GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2814 f., jedoch Nr. 2221; GUHL/KOLLER, OR, § 4 N 18.

⁶⁴⁹ Z.B. HUGUENIN, OR AT, 85; SCHMID/STÖCKLI, OR BT, Nr. 91; siehe auch Nachweise in Fn. 822 ; a.A. etwa BUCHER, OR BT, 192, 197. Siehe auch OETKER,

Begründet wird dies regelmässig⁶⁵⁰ – sofern begründet – unter Bezugnahme auf die wohl ausschliesslich zu diesem Zweck befürwortete, als Dauerpflcht aufzufassende, vorliegend jedoch abzulehnende⁶⁵¹ Belassungspflicht⁶⁵².

Eine weitere als Dauerpflcht zu betrachtende typische Leistungspflicht liegt nach OETKER auch in der Pflicht zur ständigen Leistungsbereitschaft⁶⁵³, wie sie etwa beim Versicherungsvertrag anzutreffen ist⁶⁵⁴. Auch beim Versicherungsvertrag stellen sich ähnliche Rechtsprobleme wie bei einem Dauerschuldverhältnis⁶⁵⁵, und hinsichtlich dessen Qualifikation als solches bestehen ähnliche Schwierigkeiten wie z.B. beim Darlehensvertrag. Die Lehre sieht im Versicherungsvertrag grundsätzlich ebenfalls ein Dauerschuldverhältnis⁶⁵⁶. Mit der Ablehnung der Gefahrtragung als Leistungspflicht⁶⁵⁷. – welche im Ergebnis der Pflicht zur ständigen Leistungsbereitschaft gleichkommt – weist auch dieser keine eigentliche Dauerpflcht auf⁶⁵⁸.

Nichtsdestotrotz sind m.E. Verträge wie der Darlehens- oder Versicherungsvertrag als Dauerschuldverhältnisse zu sehen, wenngleich sie nach der vorliegend vertretenen Auffassung von Leistungspflichten keine Dauerpflcht aufweisen. Die Betrachtung der vertragstypischen Hauptleistungspflicht als Dauerpflcht als einziges ein Dauerschuldverhältnis konstituierendes Element ist somit mangels befriedigender Resultate abzulehnen. Mangels rechtlicher Relevanz ist des weiteren auch die Konstruktion von Dauerpflichten wie der Gefahrtragung oder Belassung m.E. nicht zielführend.

Dauerschuldverhältnis, 148 ff., insb. Fn. 19; OETKER/MAULTZSCH, Schuldverhältnisse, § 3 N 5 m.w.N.: demnach qualifiziert auch die herrschende Deutsche Lehre den Darlehensvertrag als Dauerschuldverhältnis.

⁶⁵⁰ Jedoch z.B. HUGUENIN, OR AT, N 85: Umfang der Hauptleistung hängt von der Dauer ab.

⁶⁵¹ Siehe dazu unten 4.a)bb)2) (S. 135).

⁶⁵² Siehe Nachweise in Fn. 822.

⁶⁵³ OETKER, Dauerschuldverhältnis, 168.

⁶⁵⁴ OETKER, Dauerschuldverhältnis, 171 f.

⁶⁵⁵ SCHAER, Versicherungsrecht, § 12 N 26, zumindest hinsichtlich dessen Auflösung.

⁶⁵⁶ STREIFF, Rückversicherungsvertrag, 43; GAROBBIO, Rückversicherung, 78; BAUMANN, HAVE 2002, 93; SARBACH, recht 2006, 182; SCHAER, Versicherungsrecht, § 16 N 1; FUHRER, Privatversicherungsrecht, Rz. 2.15; OETKER, Dauerschuldverhältnis, 171 mit zahlreichen weiteren Nachweisen in Fn. 116. Zu beachten ist jedoch, dass die Deutsche Lehre eher als die Schweizerische in der Gefahrtragung eine Leistungspflicht erblickt, siehe dazu auch unten 2.b)bb) (S. 120). Unklar zur Qualifikation SCHAER, Versicherungsrecht, § 12 N 26 ff.: er verweist lediglich darauf, dass einzig bei der Anzeigepflichtverletzung eine Auflösung *ex nunc* gesetzlich vorgesehen sei.

⁶⁵⁷ Siehe dazu unten 4.a)bb)1) (S. 134).

⁶⁵⁸ So auch OETKER, Dauerschuldverhältnis, 171.

Vielmehr ist somit bei Fehlen einer Dauerpflcht (auch) auf den Vertragszweck abzustellen – allenfalls zusätzlich das Zeitmoment der Gegenleistung hinzuziehend – und eine entsprechende Qualifikation dieses Vertrages vorzunehmen. Damit lassen sich z.B. Verträge, deren Zweck in der Risikoübertragung liegt und welche ein entsprechendes Bedürfnis aufweisen, zwanglos als Dauerschuldverhältnisse qualifizieren. Denn es ist nicht ersichtlich, wieso ein Einbezug des Vertragszwecks, ohne diesen gleichzeitig zu einer Leistungspflicht zu erheben, nicht auch hinzugezogen werden dürfte, insbesondere wenn sich schliesslich in diesem Zweck auch das Bedürfnis nach einer für Dauerschuldverhältnisse geltenden Behandlung eines Vertrages ergibt.

2) Rechtliche Besonderheiten

Dauerschuldverhältnisse lassen sich grundsätzlich ausserordentlich aus wichtigem Grund⁶⁵⁹ von jeder Partei beenden^{660 661}; begründet wird dies damit, dass die Kündigung aus wichtigem Grund überpositive und allgemeine Geltung habe⁶⁶², Dauerverträge aufgrund der längeren Dauer ein allgemeines Vertrauensverhältnis voraussetzen⁶⁶³, gesetzlich geregelte Dauerschuldverhältnisse regelmässig eine solche Möglichkeit vorsehen⁶⁶⁴, und ferner auch als Entsprechung zu den für einfachen Schuldverhältnissen geltenden Art. 107–109⁶⁶⁵.

⁶⁵⁹ Zum wichtigen Grund siehe z.B. VETTER/GUTZWILLER, AJP 2010, 703 ff.

⁶⁶⁰ Siehe BGE 128 III 428 E. 3; 122 III 262 E. 2 a.aa; 92 II 299 E. 3.b (für den Lizenzvertrag); BK-UCHER, N 200 zu Art. 27; BUCHER, OR AT, 384. Für eine analoge Anwendung der teilweise für gesetzlich geregelte Dauerschuldverhältnisse vorhandenen Regeln zur Beendigung aus wichtigem Grund für als Dauerschuldverhältnisse zu betrachtende Nominatkontrakte, für welche gesetzlich keine solchen Beendigungsgründe vorgesehen sind: GAUCH, Dauerverträge, 194 f.; zustimmend BK-KRAMER, N 164 zu Allg. Einl.

⁶⁶¹ Die Beendigung aus wichtigem Grund ist von der *clausula rebus sic stantibus* zu unterscheiden, welche ebenfalls eine Vertragsauflösung ermöglicht. Der Unterschied liegt u.a. bei den möglichen Veränderungen; in ersterem Fall liegen diese in der Veränderungen der persönlichen Verhältnisse eines Vertragspartners, in letzterem in Verhältnissen, welche sich ausserhalb der Parteien und ihrem Vertrag befinden, siehe dazu z.B. BK-UCHER, N 201 zu Art. 27. Siehe zur *clausula* selbst z.B. BK-UCHER, N 193 ff. zu Art. 27.

⁶⁶² BK-UCHER, N 200 zu Art. 27 ZGB.

⁶⁶³ GAUCH, Dauerverträge, 189; BK-KRAMER, N 164 zu Allg. Einl.

⁶⁶⁴ Siehe Übersicht bei BK-UCHER, N 203 ff. zu Art. 27; vgl. auch GAUCH, Dauerverträge, 194 f.

⁶⁶⁵ BUCHER, OR AT, 384.

Ferner sind Sonderregeln zu beachten, sollte der Vertrag an einem Mangel im Begründungsakt wie Nichtigkeit oder Anfechtbarkeit leiden, da die Rückgängigmachung häufig praktisch schwierig oder wertungsmässig unbefriedigend sein kann⁶⁶⁶. Das BGer geht in diesen Fällen grundsätzlich⁶⁶⁷ von der Betrachtung eines gültigen Vertrages aus, welcher durch ausserordentliche Kündigung *ex nunc* beendet wird, und nicht (mehr) von einem faktischen Vertragsverhältnis⁶⁶⁸. Und schliesslich ist auch das Recht der Leistungsstörungen nur mit Bedacht auf Dauerschuldverhältnisse anzuwenden⁶⁶⁹.

cc) Differenzeinwand

Nach Art. 513 Abs. 2 i.V.m. Abs. 1 OR entstehen aus spielartigen^{670 671} Differenzgeschäften oder Lieferungsgeschäften über Waren oder Börsenpapiere keine klagbaren Forderungen⁶⁷² (sog. Naturalobligationen). Im folgenden werden die Voraussetzungen des Differenzeinwandes behandelt: unter 1) die erste Voraussetzung des Termingeschäfts auf Waren oder Börsenpapiere i.S. des Differenzeinwandes, unter 2) schliesslich die Spielartigkeit.

Kreditderivate haben m.E. als Termingeschäfte i.S.v. Art. 513 Abs. 2 zu gelten⁶⁷³, womit sich die Zulässigkeit der Differenzeinrede im Einzelfall an-

⁶⁶⁶ BGE 129 III 320 E. 7.1.2 f.; BK-KRAMER, N 165 zu Allg. Einl.; siehe auch GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 942, 1545; SARBACH, recht 2006, 182; HUGUENIN, OR AT, N 529, 694.

⁶⁶⁷ Bei einem im Synallagma sich auswirkenden Willensmangel ist jedoch eine Rückwirkung der Anfechtung zu beachten: BGE 129 III 320 E. 7.1.4 m.w.N.

⁶⁶⁸ Siehe BGE 129 III 320 E. 7.1.3; ferner HUGUENIN, OR AT, N 529, 694; SCHMID/STÖCKLI, OR BT, Nr. 93; vgl. auch KOLLER, AT, § 31 N 111.

⁶⁶⁹ Siehe BK-KRAMER, N 166 zu Allg. Einl.

⁶⁷⁰ Art. 513 Abs. 2 OR spricht von «[...] die den Charakter eines Spiels oder einer Wette haben.» Die gesetzliche Unterscheidung zwischen Spiel und Wette hat jedoch keine Bedeutung; siehe dazu AMONN, SPR VII/2, 463 f.; CR CO I-JEANDIN, N 2 zu Art. 513.

⁶⁷¹ Aus dem Wortlaut des Gesetzes ergibt sich nicht zwingend, dass der Charakter eines Spiels oder Wette auch für Differenzgeschäfte gefordert wird. Die h.L. und Rechtsprechung geht jedoch zweifelsfrei davon aus, dass auch Differenzgeschäfte spielartig sein müssen: AMONN, SPR VII/2, 467; FORSTMOSER/PULVER, WM 1988, 13; CR CO I-JEANDIN, N 17 zu Art. 513; oder es wird generell auf eine Unterscheidung zwischen Differenz- und Lieferungsgeschäften verzichtet: siehe sogleich sowie Nachweise in Fn. 675.

⁶⁷² Das Gesetz spricht zwar von keinen Forderungen; dass zwar Forderungen entstehen, diese jedoch nicht klagbar sind, ergibt sich aus der Marginalie von Art. 513 und Art. 514 Abs. 2 OR. Siehe AMONN, SPR VII/2, 461; CR CO I-JEANDIN, N 4 zu Art. 513.

⁶⁷³ Siehe dazu unten: für den CDS III.3.c) (S. 189); für den TRS IV.3.c) (S. 239); für die CSO V.3.c) (S. 262).

hand der Spielartigkeit entscheidet, hinsichtlich welcher das BGer eine restriktive Praxis verfolgt⁶⁷⁴.

1) Termingeschäfte auf Waren oder Börsenpapiere

Mit der bundesgerichtlichen Rechtsprechung, wonach ein Differenz- bzw. Lieferungsgeschäft i.S.v. Art. 513 OR ein Termingeschäft mit Waren oder Börsenpapiere zum Gegenstand sei, wurde die Unterscheidung zwischen den beiden gesetzlich erwähnten Geschäften schliesslich aufgeben⁶⁷⁵.

Allgemein werden als Termingeschäfte jene Geschäfte verstanden, bei welchen Vertragsschluss und Vertragserfüllung zeitlich auseinanderfallen⁶⁷⁶. Im Gegensatz dazu sind Kassageschäfte sofort bzw. innerhalb weniger Tage nach Vertragsschluss zu erfüllen⁶⁷⁷.

Als Termingeschäfte i.S.v. Art. 513 Abs. 2 OR sollen nach Ansicht von Teilen der Lehre durch das Gesetz insbesondere Börsentermingeschäfte oder Derivate avisiert werden⁶⁷⁸. Umstritten ist, inwiefern auch Optionen als solche Termingeschäfte⁶⁷⁹ gelten, selbst wenn sie den als weiteres Charakteristikum angeführten Hebeleffekt aufweisen⁶⁸⁰.

Bisweilen wird gefordert, den vom Gesetz geforderten Gegenstand der Termingeschäfte – Waren und Börsenpapiere – weit auszulegen, damit sämtliche Derivate in den Anwendungsbereich von Art. 513 OR fallen, auch wenn deren Basiswerte Indices oder Devisen seien⁶⁸¹. Ferner soll auch nicht entscheidend sein, ob in einem konkreten Geschäft die effektive Lieferung ausgeschlossen wurde⁶⁸². In der effektiven Lieferung kann jedoch ein Indiz gegen die sogleich zu behandelnde Spielartigkeit des betreffenden Geschäfts

⁶⁷⁴ «[...] einschränkende Zulassung der Differenzeinrede [...]»: BGE 120 II 42 E. 3; vgl. auch CONTRATTO, Regulierung, 222.

⁶⁷⁵ BGE 120 II 42 E. 3.a; BSK-BAUER, N 3 zu Art. 513.

⁶⁷⁶ Siehe Nachweise in Fn. 186.

⁶⁷⁷ MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 21; CR CO I-JEANDIN, N 14 zu Art. 513; BSK-BAUER, N 5 zu Art. 513.

⁶⁷⁸ CR CO I-JEANDIN, N 13 f., 16 zu Art. 513; BSK-BAUER, N 3 zu Art. 513, wonach auch traded Options unter den Begriff Börsentermingeschäft zu subsumieren sind. Vgl. aber auch CONTRATTO, Regulierung, 220; PULVER, Optionsgeschäfte, 302.

⁶⁷⁹ Vgl. CONTRATTO, Regulierung, 220; BSK-BAUER, N 3 ff. zu Art. 513, welcher Traded Options als Börsentermingeschäfte qualifiziert, Optionsscheine dagegen als Kassageschäfte.

⁶⁸⁰ CR CO I-JEANDIN, N 14 zu Art. 513; BSK-BAUER, N 4 zu Art. 513.

⁶⁸¹ CR CO I-JEANDIN, N 16 zu Art. 513; BSK-BAUER, N 6 zu Art. 513; einschränkender EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2111.

⁶⁸² BGE 120 II 42 E. 3 a); 65 II 21 E. 5 b); siehe auch CR CO I-JEANDIN, N 16 zu Art. 513.

gesehen werden⁶⁸³. Im Resultat werden damit derivative Finanzinstrumente wohl generell als von Art. 513 Abs. 2 OR erfasst zu gelten haben, mithin auch Optionen⁶⁸⁴.

Zu beachten ist an dieser Stelle die generell gegensätzliche Entwicklung in anderen europäischen Ländern, wonach derivative Finanzinstrumente *qua lege speciali* nicht unter den Spieleinwand fallen⁶⁸⁵. In Deutschland ist jedoch die Regelung des Spieleinwandes selbst umfassender als in der Schweiz ausgestaltet, was wohl die weite Auslegung des Termingeschäftes in der Schweizerischen Lehre zu erklären vermag. Nach § 762 Abs. 1 Satz 1 BGB wird «[d]urch Spiel oder durch Wette [...] eine Verbindlichkeit nicht begründet», womit nicht auf ein Termingeschäft abzustellen ist und daher aleatorische Verträge generell aufgrund des Spieleinwandes unverbindlich sein können⁶⁸⁶.

2) Spielartigkeit

Neben dem Vorliegen eines Termingeschäfts in vorgenanntem Sinn bedarf der Differenzeinwand auch der Spielartigkeit dieses Geschäfts. Ein Spiel kann erst vorliegen, wenn das Geschäft ein spekulatives Engagement beinhaltet⁶⁸⁷. Liegt ein solches vor, entscheidet sich die Spielartigkeit nach den Umständen im Einzelfall, womit dasselbe (spekulative) Geschäft sowohl ein Spiel als auch ein ernsthaftes Termingeschäft sein kann⁶⁸⁸. Diese Umstände werden als Differenzumstände bezeichnet. Darunter fallen z.B. das völlige Missverhältnis zwischen der Vermögenslage und dem dem Geschäft innewohnenden Verlustrisiko oder die Wahl- und Planlosigkeit der Abschlüs-

⁶⁸³ BGE 65 II 21 E. 5 c); BSK-BAUER, N 9 zu Art. 513.

⁶⁸⁴ So auch das BGer in BGer 6P.133/2005, E. 15.4.1; vgl. ferner PULVER, Derivatgeschäfte, 79.

⁶⁸⁵ In Deutschland fallen nach § 37e Satz 1 WpHG Finanztermingeschäfte nicht unter den Spieleinwand, sofern ein Vertragsteil ein Unternehmen ist, das gewerbsmässig oder in kaufmännischer Weise in Finanztermingeschäfte involviert ist: siehe dazu statt vieler REINER/SCHACHT, WM 2010, 339 f. (welche an diesem System Kritik üben). Zum Begriff des Finanztermingeschäfts nach WpHG vgl. unten 3:I.2 (S. 273): Kreditderivate sind Finanztermingeschäfte in diesem Sinn. Ähnlich auch in England: siehe dazu z.B. WHITELEY, Issues, 679.

⁶⁸⁶ REINER/SCHACHT, WM 2010, 340; siehe zum Ganzen a.a.O. 338 ff.

⁶⁸⁷ BSK-BAUER, N 8 zu Art. 513; vgl. auch CR CO I-JEANDIN, N 17 zu Art. 513.

⁶⁸⁸ BGE 120 II 42 E. 3.a m.w.N.

se⁶⁸⁹. Gegen den Spielcharakter spricht zum Beispiel, wenn der Spekulant nicht als Neuling in den betreffenden Geschäften zu betrachten ist⁶⁹⁰.

Es gilt die Vermutung, dass ein Termingeschäft nicht in Spielabsicht geschlossen wurde, welche durch Beweis durch die den Spieleinwand erhebende Partei umzustossen ist⁶⁹¹. Dieser umfasst den Nachweis der eigenen Spielabsicht wie auch deren leichte Erkennbarkeit für die Gegenpartei⁶⁹².

2. Vertragsrechtliche Bedeutung des (Kredit-)risikotransfers

Kreditderivate werden gemeinhin anhand ihrer Eigenschaft definiert, Kreditrisiken ohne gleichzeitige Übertragung des Basiswertes⁶⁹³ zu transferieren⁶⁹⁴. Werden Kreditderivate mit Begriffen wie Loslösung des Kreditrisikos u.ä. umschrieben, so liegt dies in dieser Variante des Kreditrisikotransfers begründet⁶⁹⁵.

Risiko(transfer) als Vertragsgegenstand weist verschiedene Aspekte auf: Einerseits ist unter a) zu behandeln, wie Risiko und dessen Transfer bei Kreditderivaten erfasst werden. Dabei erfolgt die Bestimmung des Risikos selbst wie unter a)aa) aufgezeigt ausschliesslich auf vertraglicher Ebene, d.h. die Parteien legen selbstständig fest, was als Kreditrisiko im Rahmen des einzelnen Vertrages gelten soll. Folglich hat es sich auch nicht zwingend mit dem Begriff des Kreditrisikos oder jenem des Risikos im allgemeinen Sprachgebrauch zu decken. Mangels einer Möglichkeit der gegenständlichen Erfassung des Kreditrisikos durch das Recht findet der Transfer wie unter a)bb) aufgeführt nur anhand einer schuldrechtlichen Gestaltung von Leistungspflichten sowie deren Berechnung statt, welche ihrerseits durch den Risikoanknüpfungspunkt nach a)cc) vorgegebenen werden und zu einer unterschiedlichen vertraglichen Struktur der Grundtypen führen.

Neben der Gestaltung des Transfers bei Kreditderivaten ist andererseits unter b) der Frage nachzugehen, welche Rechtsnatur Risikotransfer oder die daraus auf der Seite einer Vertragspartei resultierende Risikotragung im

⁶⁸⁹ Siehe BGE 120 II 42 E. 3.a m.w.N.

⁶⁹⁰ BGE 120 II 42 E. 3.a.

⁶⁹¹ BGE 120 II 42 E. 3 a); siehe auch CONTRATTO, Regulierung, 221 m.w.N.

⁶⁹² BGE 120 II 42 E. 3 a); vgl. zum Ganzen auch CR CO I-JEANDIN, N 17 ff. zu Art. 513; BSK-BAUER, N 8 ff. zu Art. 513.

⁶⁹³ Als Produkte des Kreditrisikotransfers gelten auch solche, welche den Basiswert (mit den entsprechenden Risiken) übertragen. Siehe dazu oben 1:IV.3.b (S. 66).

⁶⁹⁴ Zum vorliegend verstandenen Begriff des Risikotransfers siehe oben 1:IV.1 (S. 62).

⁶⁹⁵ Siehe dazu oben 1:IV.3.c (S. 73).

Hinblick auf andere Verträge aufweist. Risikotragung ist dabei umfassender als der -transfer zu verstehen: während letzterer zwingend zu einer Tragung führt, kann diese auch originär ohne (vorherigen) Transfer stattfinden. Eine solche originäre Tragung eines irgendwie gearteten Risikos durch eine Partei beinhalten wie unter b)aa) aufgezeigt grundsätzlich sämtliche Verträge. Bei diesem Risiko handelt es sich jedoch wesentlich um ein unerwünschtes, aus der Vereinbarung selbst resultierendes Nebenprodukt⁶⁹⁶. Diese aus einer Risikoverteilung entstehende originäre Risikotragung ist von der aus Risikotransferverträgen⁶⁹⁷ resultierenden abzugrenzen. Denn Sinn und Zweck der Risikotransferverträge wird durch das Risiko als eigentlicher Vertragsgegenstand erst geschaffen⁶⁹⁸. Zu diesen Verträgen zählen neben dem Versicherungsvertrag⁶⁹⁹ auch weitere unter die Sicherungsgeschäfte zu subsumierenden Verträge sowie derivative Finanzinstrumente⁷⁰⁰.

Die vertragliche oder allenfalls gesetzliche Definition des Risikos sowie dessen Tragung oder Verteilung auf die Parteien ist selbstredend als bedeutender Inhalt jedes Vertrages und insbesondere von Risikotransferverträgen zu sehen. Eine rechtliche Auswirkung des Risikotransfers bzw. der -tragung wird aber bisweilen nur beim Versicherungsvertrag im Rahmen der Betrachtung der Risikotragung als Leistungspflicht erörtert, wohingegen sowohl bei den Sicherungsgeschäften wie auch bei derivativen Finanzinstrumenten soweit ersichtlich eine mögliche Rolle des Risikos im Recht bis anhin nicht angesprochen wurde. Die Behandlung des Risikos bei Derivaten bzw. mögliche Gründe, warum sie in erster Linie nicht als Risikotransferverträge betrachtet werden, wird unter b)cc) angesprochen, das Risiko im Rahmen des Versicherungsvertrages unter b)bb), wobei die Risikotragung als Leistungspflicht nach vorliegend vertretener Ansicht abzulehnen ist⁷⁰¹.

Risikotransfer oder -tragung weisen folglich keine eigentliche Rechtsnatur auf, sondern erfolgen durch eine entsprechende Strukturierung von Pflichten auf schuldrechtlicher Ebene. Nichtsdestotrotz umfasst die Realität

⁶⁹⁶ Vgl. HENSSLER, Risiko, 12 ff., insb. 14.

⁶⁹⁷ Bisweilen auch nur als Risikoverträge bezeichnet: z.B. HENSSLER, Risiko, 15.

⁶⁹⁸ Siehe zum Ganzen HENSSLER, Risiko, 14 f.; REINER, Derivative Finanzinstrumente, 28 ff.

⁶⁹⁹ Vgl. z.B. BANZ, Allfinanz, 24: «*Versicherung ist Risikotransfer*»; BAUER, ZVersWiss 1998, 556.

⁷⁰⁰ Vgl. CONTRATTO, Regulierung, 211; REINER, Derivative Finanzinstrumente, 30; HENSSLER, Risiko, 14 f.

⁷⁰¹ Siehe dazu allgemein zu den Feststellung der Leistungspflichten unten 4.a) (S. 131) sowie spezifisch zur Risikotragung 4.a)bb)1) (S. 134).

von Risikotransferverträgen auch einen Risikotransfer⁷⁰². Dieser hat m.E. als Vertragszweck wie unter c) im Detail ausgeführt Beachtung zu finden.

a) Vertragliche Erfassung des Kreditrisikotransfers

aa) Vertragliche Festlegung des Inhalts des Risikos

Risiko ist im üblichen Sprachgebrauch mit einer negativen Konnotation behaftet. Zumindest im Bereich des Risikotransfers durch derivative Finanzinstrumente ist jedoch die Sichtweise des einzelnen Vertragspartners für die Bestimmung des Risikos als Vertragsgegenstand entscheidend⁷⁰³: Risiko aus Sicht eines einzelnen Marktteilnehmers muss nicht zwingend deckungsgleich sein mit dem allgemein verstandenen Risiko bzw. kann auch Sachverhalte umfassen, welche allgemein als positiv wahrgenommen werden⁷⁰⁴.

So umfasst ein CDS nach den am meisten verbreiteten Umschreibungen den Transfer des Ausfallrisikos einer Referenzverbindlichkeit auf den Sicherungsgeber⁷⁰⁵. Gleichzeitig – sofern der CDS Spread nicht angepasst wird – profitiert der Sicherungsgeber auch von einer Verbesserung der Bonität und damit einer positiven Entwicklung des Bonitätsrisikos, da er mit gleichbleibender Prämie ein geringeres Risiko zu tragen hat.

Ein TRS bewirkt nach den üblichen Umschreibungen einen vollständigen Transfer des Kredit- und Marktrisikos⁷⁰⁶. In dieser Konstellation bedeutet z.B. Marktrisiko bzw. dessen Übertragung, dass negative Veränderungen durch den Sicherungsgeber auszugleichen sind, dieser gleichzeitig aber auch von positiven Veränderungen profitiert. Er trägt folglich den Nutzen von positiven Veränderungen, welche in dieser Konstellation nicht als Risiken wahrzunehmen sind. Dagegen können solche positiven Veränderungen in anderer Konstellation ebenfalls als Risiken aufgefasst werden und in dieser Form zum Vertragsgegenstand erhoben werden. Dies vermag z.B. eine Call Option auf eine Aktie zu illustrieren: Will der Optionskäufer diese Aktie tatsächlich kaufen, besitzt jedoch zum aktuellen Zeitpunkt nicht genügend Liquidität und erwartet einen baldigen Anstieg ihres Börsenpreises, so lässt sich diese eigentlich (positive) Veränderung der Erhöhung des Börsenpreises der Aktien aus Sicht des potentiellen Investors als Risiko umschreiben,

⁷⁰² BANZ, Allfinanz, 26.

⁷⁰³ Siehe dazu auch unten b)cc) (S. 121).

⁷⁰⁴ Vgl. auch EMCH/RENZ/ARPAGAUS, Bankgeschäft, N 2826.

⁷⁰⁵ Zum CDS siehe oben 1:I.2.a (S. 16).

⁷⁰⁶ Zum TRS siehe oben 1:I.2.b (S. 19).

welches er durch den Kauf einer Call Option auf den Optionsverkäufer übertragen kann.

Eine Call CSO schliesslich ermöglicht wie auch eine plain vanilla Option dem Käufer einen Gewinn, sollte sich der Credit Spread verkleinern und damit das Bonitätsrisiko des Referenzschuldners verbessern⁷⁰⁷. In dieser Konstellation überträgt der Käufer der CSO folglich die *Verringerung* des Bonitätsrisikos⁷⁰⁸.

bb) Schuldrechtliche Gestaltung des Risikotransfers

Der Risikotransfer eines Kreditderivates zeigt sich in zweierlei Gestalt: Einerseits in der Unsicherheit der risikotragenden Partei hinsichtlich ihrer Ausgleichsleistung. Diese Unsicherheit betrifft entweder die Ungewissheit, ob überhaupt eine Zahlung zu leisten ist, oder die Ungewissheit über den Umfang der Zahlung. Regelmässig sind beide Varianten betroffen, wobei je nach Ausgestaltung des Vertrages die eine oder die andere überwiegt. Andererseits auch in der Gegenleistung des Sicherungsnehmer – der Entschädigung für die Risikotragung und insbesondere deren Berechnungs- und Bemessungsgrundlagen⁷⁰⁹.

Wenn auch der Sprachgebrauch mit Begriffen wie Loslösung und Transfer eine Gegenständlichkeit des Kreditrisikos suggeriert, ist Kreditrisiko kein Recht oder eine verkehrsfähige Sache, weder im sachen- noch im vertragsrechtlichen Sinn. Die Fassbarkeit des Kreditrisikos erfolgt erst durch die auch als Loslösung bzw. Transfer des Kreditrisikos umschriebene Festlegung oder Nachbildung von Zahlungsströmen in der vertraglichen Vereinbarung – dergestalt, dass eine Definition des (übertragenen) Kreditrisikos als Gegenstand dieses Vertrages erfolgen kann. Der genaue Inhalt des übertragenen Kreditrisikos zeigt sich in diesen Zahlungsströmen, welche abhängig von einer Veränderung eines Berechnungswertes oder von einem Ereignis selbst sein können⁷¹⁰. Beim CDS wird der Eintritt eines Credit Events als für das übertragene Risiko massgebend vereinbart, beim TRS sind die Leistungen des Sicherungsgebers insbesondere an Veränderungen im

⁷⁰⁷ Zur CSO siehe oben 1:I.2.c) (S. 22).

⁷⁰⁸ Siehe zum speziellen Fall der CSO und deren Kreditrisikotransfer auch unten V.1.b)aa) (S. 250).

⁷⁰⁹ Siehe dazu auch oben 1:I.1.c) (S. 12).

⁷¹⁰ Der Einfluss der Art der Gefahr auf die konkrete vertragliche Ausgestaltung lässt sich auch beim Versicherungsvertrag beobachten. Vgl. dazu etwa KUHN, Privatversicherungsrecht, N 490; KOENIG, Privatversicherungsrecht, 157 f.

Marktpreis des Basiswertes geknüpft, und bei der CSO schliesslich an Veränderungen des Credit Spreads⁷¹¹.

Diese Zahlungsströme sind nun dem Schuldrecht zuzuordnende Rechte und Pflichten, welche vorliegend zusammengefasst der Ausgleichspflicht zugeordnet werden. Mit dieser Ausgleichleistung geht die Risikotragung insoweit einher, als ein Ausgleich nur erfolgt, wenn sich das Risiko auch tatsächlich aktualisiert hat. Die Ausgleichleistung ist so gesehen eine notwendige Folge der Risikotragung, und umgekehrt besteht ohne Ausgleichleistung keine Risikotragung – insoweit zumindest davon auszugehen ist, dass das Risiko und dessen vertragliche Umschreibung auch miteinander einhergehen. Vertragsrechtlich ist die Ausgleichleistung nicht eine Folge der Risikotragung, sondern diese ist eben die Folge der Definition des Umfangs und Fälligkeit der Ausgleichleistung als die vereinbarten und entsprechend der Möglichkeiten zur Erfassung von Kreditrisiken⁷¹² strukturierten Zahlungsströme⁷¹³.

cc) Risikoanknüpfungspunkt als grundstrukturelevante Komponente

Die vorliegend als Grundtypen von Kreditderivaten erfassten Credit Default Swaps, Total Return Swaps und Credit Spread Options unterscheiden sich untereinander durch verschiedene Anknüpfungspunkte an das Kreditrisiko. Diese Anknüpfung ist entscheidend für die jeweilige Strukturierung des einzelnen Instrumentes⁷¹⁴. Auf begrifflicher Ebene in Bezug zur Einordnung der Instrumente zu den Kreditderivaten muss der Basiswert eines Kreditderivates ein Kreditrisiko aufweisen, an welches der jeweilige Grundtyp anknüpfen will. Es lassen sich jedoch auch andere Basiswerte als Finanzierungsverträge und mithin auch andere Risiken als Kreditrisiken anhand derselben Kriterien anknüpfen.

⁷¹¹ Die zwar relativ häufig anzutreffende Beschreibung von Kreditderivaten als Instrumente, deren Auszahlung vom Eintritt eines Credit Events abhängen, ist unvollständig und betrifft schliesslich nur Credit Default Swaps. Vgl. dazu z.B. CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.166; Ein erweitertes Verständnis des Begriffs Credit Events auf Marktwertveränderung als Ereignisse wäre zwar möglich, ist jedoch m.E. als Ereignis jedoch abzulehnen. A.A. CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.182 für CSOs, siehe aber auch a.a.O. Rz. 4.166.

⁷¹² Siehe dazu oben I:III.2 (S. 52).

⁷¹³ Vgl. diesbezüglich für den Versicherungsvertrag KOENIG, SPR VII/2, 552; KUHN, Privatversicherungsrecht, N 626 f.

⁷¹⁴ Vgl. z.B. DAS, Credit Derivatives, 7 f. Ex. 1.2: Zuordnung der verschiedenen Grundtypen zu unterschiedlichen Produktgruppen.

Am offensichtlichsten zeigt sich dies bei der am Credit Spread anknüpfenden CSO: Dieser drückt sich in einer Zahl aus, welche theoretisch einen beliebigen Wert aufweisen kann und im Zeitverlauf variabel ist. Folglich ist der Credit Spread als Bezugsgrösse mit z.B. einem Börsen- oder Marktpreis austauschbar. Die CSO kann damit dieselbe Struktur aufweisen wie z.B. eine plain vanilla Option auf eine Aktie oder einen Rohstoff, mithin jeglichem einen veränderbaren und messbaren Wert aufweisenden Basiswert. So handelt es sich bei der CSO vertragsrechtlich auch um eine derivative Option⁷¹⁵.

Dagegen knüpfen der CDS mit dem Credit Event und der TRS mit dem Total Return an Kriterien an, welche bis anhin bei derivativen Finanzinstrumenten nicht bekannt waren und eine andere Strukturierung erfordern. Auch diese Anknüpfungspunkte sind jedoch nicht nur bei Finanzierungsverträgen möglich, sondern z.B. auch bei Aktien. Entsprechend können auch Instrumente mit der Struktur eines CDS oder TRS für Aktien als Basiswerte verwendet werden. Ein Instrument mit der Struktur eines CDS und einer Aktie als Basiswert wird als Equity Default Swap und jenes mit der Struktur eines TRS als Equity Total Return Swap⁷¹⁶ bezeichnet.

Der Basiswert wie auch das Risiko üben damit nicht direkt einen Einfluss auf die Strukturierung aus, vielmehr ist der Anknüpfungspunkt an das zu übertragene Risiko gestaltungsentscheidend. Aus diesem Grund ist einerseits die vertragliche Struktur der verschiedenen Grundtypen voneinander zu unterscheiden⁷¹⁷, andererseits liegt auch darin die üblicherweise separate Behandlung von Kreditderivaten gegenüber derivativen Finanzinstrumenten im allgemeinen begründet, da die bekanntesten Kreditderivate – der CDS und der TRS – eine bis anhin Derivaten nicht bekannte Anknüpfung aufweisen⁷¹⁸.

b) Risiko und Gefahr im Vertragsrecht

Im Vertragsrecht wird anstelle von Risiko vielfach auch von Gefahr gesprochen, so insbesondere im Rahmen des Gefahrtragungsbegriffs des Ob-

⁷¹⁵ Siehe dazu unten V.2.a)cc) (S. 257).

⁷¹⁶ CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 4.175 Fn. 35; DAS, *Credit Derivatives*, 8 Fn. 6; SCHWAB in BURGHOF *et al. (Hrsg.)*, *Kreditderivate*, 347.

⁷¹⁷ A.A. z.B. KRÄMER, *Swaps*, 22: TRS als Variante des CDS.

⁷¹⁸ Vgl. auch CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 4.03.

ligationenrechts sowie beim Versicherungsvertrag⁷¹⁹. Der Begriff der Gefahr wird vorliegend als Synonym für Risiko aufgefasst. Gefahrtragung als Begriff des Obligationenrechts wird im folgenden unter aa), deren mögliche Rechtsnatur als Leistungspflicht im Rahmen des Versicherungsvertrages unter bb) betrachtet und unter cc) darauf eingegangen, warum derivative Finanzinstrumente nicht in erster Linie als Risikotransferverträge wahrgenommen werden, was wohl auch der Grund darstellt, dass die daraus resultierende Risikotragung in der Literatur soweit ersichtlich keine massgebende Behandlung erfährt.

aa) Gefahrtragungsbegriff des Obligationenrechts

Gefahr und Gefahrtragung sind auch dem positivierten Vertragsrecht bekannte Begriffe. So werden z.B. in den Art. 185 und 376 OR (Sonder-)Regelungen zur Gefahrtragung gesehen⁷²⁰, währenddessen Art. 119 OR die allgemeine Gefahrtragungsregel enthält⁷²¹. In diesem Kontext wird der Begriff der Gefahrtragung nur auf das vertragliche Verhältnis selbst bezogen und betrifft Fragen des rechtlichen Schicksals des Vertrages bei Leistungsunmöglichkeit bei durch Zufall oder Drittverschulden untergegangenen Sachen oder ähnliches⁷²². Diese Gefahrtragung betrifft folglich ausschliesslich Leistungsstörungen sowie die Auswirkung der Gefahrsaktualisierung auf die jeweiligen Leistungspflichten der Parteien⁷²³.

bb) Risiko beim Versicherungsvertrag

Das Risiko gilt für den Versicherungsvertrag als (ein) massgebendes Qualifikationsmerkmal⁷²⁴. Die Verwirklichung der versicherten Gefahr – auch als Eintritt des Versicherungsfalles bezeichnet⁷²⁵ – schliesslich ist die Voraus-

⁷¹⁹ Das BGer erwähnt sowohl Gefahr als auch Risiko: siehe Nachweise in Fn. 1625. Anstelle von Gefahr wird in der Lehre häufig auch von Risiko gesprochen: siehe dazu z.B. MAURER, *Privatversicherungsrecht*, 167; ebenfalls noch KUHN/MÜLLER-STUDER/ECKERT, *Privatversicherungsrecht* (2.A.), 131 in der 2. Aufl. Für den Gebrauch in der Praxis als Synonyme: KUHN, *Privatversicherungsrecht*, N 484.

⁷²⁰ Siehe z.B. BK-WEBER, N 45, 63 ff. zu Art. 71.

⁷²¹ Z.B. KELLER, *AJP* 2003, 1152 f.

⁷²² Vgl. BK-WEBER, N 57 f. zu Art. 71.

⁷²³ Vgl. dazu z.B. KELLER, *AJP* 2003, 1153. Siehe zur vertraglichen Risikoverteilung auch HENSSLER, *Risiko*, 23 ff.

⁷²⁴ Vgl. z.B. VVG-STOESSEL, N 6 zu Allg. Einl. Siehe ferner oben 1:IV.4.c)bb) (S. 78) (zum privatrechtlichen Versicherungsbegriff); unten 3:III.1.a)aa) (S. 291) (zum aufsichtsrechtlichen Begriff).

⁷²⁵ Zur Begründung dieser Terminologie siehe MAURER, *Privatversicherungsrecht*, 167 f.

setzung der Leistungspflicht des Versicherers. Der Risikotransfer führt auch beim Versicherungsvertrag nicht zu einer eigentlichen Übernahme des Risikos, vielmehr dient er nur dem Ausgleich dieses aus sprachlicher Sicht übernommenen Risikos⁷²⁶.

Kontrovers beurteilt die Doktrin die (rechtliche) Hauptleistungspflicht des Versicherers. Neben deren Betrachtung als bedingte Leistungspflicht wird diese bisweilen nach der sog. Gefahrtragungstheorie auch in der Gefahrtragung selbst gesehen⁷²⁷. Die Gefahrtragungstheorie wird von deren Vertretern insbesondere mit dem Argument befürwortet, dass der Versicherer bereits vor dem Versicherungsfall Leistungen zu erbringen habe, welche darauf gerichtet seien, seinen Geschäftsbetrieb so zu führen, dass die mögliche Leistung auch tatsächlich erbracht werden könne⁷²⁸. Ferner wird im Sinne des Vertragssynallagmas angeführt, dass ohne Gefahrtragung als Leistung die Versicherungsprämien ohne Eintritt des bzw. eines Versicherungsfalles jeweils ohne eine Gegenleistung erbracht worden wären⁷²⁹. Die Risiko- bzw. Gefahrtragung als Leistungspflicht ist nach der vorliegend vertretenen Auffassung abzulehnen⁷³⁰.

cc) **Keine eigentliche Betrachtung von Derivaten als Risikotransferverträge**

Soweit ersichtlich wurde bei derivativen Finanzinstrumenten die rechtliche Bedeutung des Risikotransfers nicht spezifisch behandelt und scheint entsprechend auch nicht von essentieller Bedeutung zu sein. Dabei ist auch zu

⁷²⁶ Dazu Bruck/Möller-BAUMANN, N 30 zu § 1.

⁷²⁷ So z.B. SÖHNER, SVZ 1999, 134 ff. m.w.N.; STREIFF, Rückversicherungsvertrag, 18; GERATHEWOHL, Rückversicherung, 406; OETKER, Dauerschuldverhältnis, 172 m.w.N.; FUHRER, Privatversicherungsrecht, Rz. 2.15 f.; unschlüssig VVG-NEBEL, N 9 zu Art. 101; ferner Bruck/Möller-BAUMANN, N 33 zu § 1 (*kombinierte Theorie*); MünchKommVVG-LOOSCHELDERS, N 41 zu § 1 (*modifizierte Gefahrtragungstheorie* [nach Prölss/Martin-PRÖLSS, N 83 zu § 1 jedoch näher an der Geldleistungstheorie]); ähnliche für eine modifizierte Gefahrtragung LORENZ in BECKMANN/MATUSCHE-BECKMANN (Hrsg.), Versicherungsrechts-Handbuch, N 135 zu § 1. Ablehnend KOENIG, Privatversicherungsrecht, 98; KOENIG, SPR VII/2, 551; MAURER, Privatversicherungsrecht, 212 f.; BANZ, Allfinanz, 26, 60; KUHN, Privatversicherungsrecht, N 625 ff.; Prölss/Martin-PRÖLSS, N 82 zu § 1. Zum aktuellen Meinungsstand in Deutschland siehe MünchKommVVG-LOOSCHELDERS, N 40 ff. zu § 1; Prölss/Martin-PRÖLSS, N 82 ff. zu § 1.

⁷²⁸ Siehe GERATHEWOHL, Rückversicherung, 406; SÖHNER, SVZ 1999, 134 f., 137; vgl. ferner z.B. Prölss/Martin-PRÖLSS, N 83 zu § 1 m.w.N.; KOENIG, SPR VII/2, 552.

⁷²⁹ Siehe GERATHEWOHL, Rückversicherung, 406; SÖHNER, SVZ 1999, 136; zustimmend auch MünchKommVVG-LOOSCHELDERS, N 40 zu § 1.

⁷³⁰ Siehe dazu unten 4.a)bb)1) (S. 134).

beachten, dass Derivate – obschon sie einen Risikotransfer vollziehen⁷³¹ – auch in einer finanzökonomischen Betrachtung nicht unbedingt als Risikotransferinstrumente wahrgenommen werden. Dies zeigt sich bereits in der Definition von Derivaten, welche in erster Linie deren Wertabhängigkeit betrifft⁷³², wohingegen bei Kreditderivate jeweils Bezug auf die dadurch bewirkte Übertragung von Kreditrisiken genommen wird⁷³³. Dass auf die Wertabhängigkeit Bezug genommen wird, ist bei den symmetrisch strukturierten Derivaten wie dem Forward und dem Swap wohl auch darauf zurückzuführen, dass eine spiegelbildliche *Risikoverteilung* erfolgt: beide Parteien übernehmen Risiken, die eine jene von positiven, die andere jene der negativen Veränderungen des Wertes des Basiswertes⁷³⁴.

Dagegen weist die Option eine asymmetrische Verteilung auf, finanzökonomisch ist jedoch häufig von Gewinn- und Verlustrisiken des Optionskäufers die Rede, und nicht von Risikotransfer oder -tragung⁷³⁵. Dies deutet somit auf die Sichtweise hin, weniger der Risikoübertragung als vielmehr der Gewinnmaximierung zu dienen. Nichtsdestotrotz erfolgt auch eine Risikoübernahme durch den Optionsverkäufer, bei einer Call Option das Risiko der Erhöhung des Marktpreises des Basiswertes über den vereinbarten Strike, bei der Put Option der gegenläufigen Bewegung.

c) Kreditrisikotransfer als Zweck von Kreditderivaten

Der Vertragszweck gilt als ein unentbehrliches Mittel der Vertragsauslegung und ist in einem ersten Schritt von den vielseitig möglichen Motiven⁷³⁶ einer Partei abzugrenzen, ein Kreditderivat abzuschliessen⁷³⁷. Diese sind für die Auslegung wie auch Qualifikation (grundsätzlich) nicht von Bedeutung. Relevant ist damit insbesondere der Zweck eines Kreditderivates, in welchem die Parteien übereinstimmen. Auch dieser ist nicht immer einfach zu ergründen⁷³⁸ und hat naturgemäss subjektiv zu erfolgen. Die folgenden Ausführungen basieren auf einer objektivierten Herangehensweise und können

⁷³¹ Vgl. z.B. HULL, Derivatives, 180.

⁷³² Siehe dazu oben 1:II.1 (S. 32).

⁷³³ Siehe dazu oben 1:I.1.a) (S. 8).

⁷³⁴ Siehe zum Forward oben 1:II.3.a) (S. 37); zum Swap oben 1:II.3.b) (S. 39).

⁷³⁵ Siehe zur Option oben 1:II.3.c) (S. 43); vgl. z.B. ESSEBIER/KÜHN, AJP 2011, 652.

⁷³⁶ Siehe dazu oben 1:I.3b) (S. 27).

⁷³⁷ Siehe zum Vertragszweck als Auslegungsmittel oben I.4.b)cc) (S. 100).

⁷³⁸ DYM, Credit Risk, 197.

nicht jedem Einzelfall entsprechen. Ferner können auch Motive selbst zum Vertragszweck werden, sofern die Parteien darin übereinstimmen.

Kreditderivate werden nun gemeinhin anhand des Kreditrisikotransfers umschrieben oder definiert. Wie aufgezeigt bewirken sie schliesslich auch einen solchen⁷³⁹. Dies zumindest, sofern einschränkend nur die vertragliche Vereinbarung selbst betrachtet wird. *De facto* kann in Anbetracht der gesamten Umstände ein Kreditrisikotransfer nicht möglich sein, so insbesondere bei selbstreferenzierten Kreditderivaten, d.h. wenn der Sicherungsgeber zugleich Schuldner der Referenzverbindlichkeit ist. So ist z.B. bei der Share Swap Transaction⁷⁴⁰ ein Risikotransfer richtigerweise abzulehnen⁷⁴¹, was auch den Parteien bewusst sein gewesen muss.

Ist hingegen ein Risikotransfer effektiv möglich, so vermag dieser auch eine Finanzierung der Referenzverbindlichkeit durch den Sicherungsnehmer zu bewirken⁷⁴², da der Sicherungsgeber aufgrund der Entgeltlichkeit der Risikotragung durch den Erhalt der Prämien Erträge generieren kann, ohne selbst eigenes Kapital zu binden⁷⁴³. Dies ist m.E. jedoch wesentlich ein zwingender Effekt des synthetische Positionen schaffenden Risikotransfers, und vermag objektiviert betrachtet den Zweck des Risikotransfers nicht abzulösen⁷⁴⁴. Die Generierung von Erträgen kann jedoch ein Motiv des Sicherungsgebers darstellen.

Abweichungen vom Zweck des Risikotransfers können sich in Einzelfällen ergeben, selbst wenn ein Risikotransfer effektiv möglich ist. So wird z.B. eine tief im Geld befindliche Option wirtschaftlich als Darlehen betrach-

⁷³⁹ Siehe dazu oben a) (S. 116).

⁷⁴⁰ Siehe dazu unten IV.2.a)bb) (S. 228).

⁷⁴¹ Siehe Nachweise in Fn. 1334.

⁷⁴² Vgl. ZEREY in ZEREY (Hrsg.), *Finanzderivate*, § 7 N 7: CDS wirtschaftlich als synthetischen Kredit betrachtet; HUDSON, *Derivatives*, Rz. 2–11: Finanzierung als ein Zweck neben der Spekulation angeführt. Ferner CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 4.148 ff. m.w.H.; HULL, *Derivatives*, 559.

⁷⁴³ Für den CDS: NESKE in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), *Kreditderivate*, 59. Synthetische Finanzierung durch den TRS: MATHIEU/D'HÉROUVILLE, *dérivés de crédit*, 49; SPIELER, *Kreditderivate*, 213; JAMES, *Derivatives*, 13; HULL, *Derivatives*, 559; DAS, *Credit Derivatives*, 7, 15 f.; O'KANE, *Lehman*, 42; HEINRICH, *Kreditderivate*, 43; LÄGER/SCHLOSSER in ZEREY (Hrsg.), *Finanzderivate*, § 2 N 4; ZELLWEGER-GUTKNECHT, SZW 2010, 272; ferner für den Equity TRS: HUTTER/KAULAMO/PLEPELITS, *Total Return Equity Swaps*, 215.

⁷⁴⁴ Vgl. z.B. NORDHUES/BENZLER in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), *Kreditderivate*, 185: Vertragswille ist der Risikotransfer.

tet⁷⁴⁵: tief im Geld liegt z.B. eine Call Option auf Aktien, wenn der vereinbarte Kaufpreis der Aktien weit unter deren Börsenpreis liegt. War dies bereits zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses der Fall, so kann damit nicht mehr nur ein Risikotransfer bezweckt werden, da der Käufer mit der Optionsprämie diese Differenz bei Vertragsschluss bereits bezahlt und bei der Ausübung wieder zurückerhält. Darin kann durchaus auch ein Finanzierungszweck liegen. Ein solcher Sachverhalt kann auch bei einer CSO vorkommen. Ferner kann sich auch beim TRS die Finanzierungsfunktion akzentuieren, sofern die vom Sicherungsgeber zu bezahlenden Prämien jene für die übernommenen Risiken markant übersteigen⁷⁴⁶.

So wird im Einzelfall immer auch zu prüfen sein, ob die in Frage stehende konkrete Strukturierung einen Risikotransfer tatsächlich bewirkt sowie bezweckt, oder der Transfer allenfalls nur untergeordnet oder sogar nur vorgeschoben ist.

3. Vertragsschluss und -laufzeit

a) Vertragsparteien

Bei Kreditderivaten handelt es sich um Zweiparteienverhältnisse. Nicht Vertragspartei wird der Referenzschuldner – jene «Partei», deren Kreditrisiko Gegenstand des Kreditderivates ist bzw. welche im als Basiswert dienenden Finanzierungsvertrag die Stellung des Schuldners innehat.

Allenfalls werden gewisse Pflichten eines Kreditderivates – insbesondere zur Berechnung und Festsetzung von geschuldeten Leistungen – einer in den CDD als Calculation Agent bezeichneten Partei übertragen. Selbst wenn dieser Calculation Agent eine Drittpartei ist, wird er nicht Partei des eigentlichen Kreditderivates. Seine Aufgaben richten sich nach den spezifischen Vereinbarungen der Vertragsparteien, welche allenfalls im gleichen Vertragstext wie das Kreditderivat aufgeführt sind⁷⁴⁷.

b) Gültiger Vertragsschluss

Der Abschluss eines Vertrages erfolgt nach Art. 1 OR durch übereinstimmende gegenseitiger Willensäußerung der Parteien. Notwendig ist die Überein-

⁷⁴⁵ So REINER, *Derivative Finanzinstrumente*, 21.

⁷⁴⁶ Siehe zu den TRS-Prämien unten IV.1.b)cc) (S. 223).

⁷⁴⁷ Zum Calculation Agent und seinen Aufgaben nach den CDD siehe z.B. PARKER, *Credit Derivatives*, 188 ff.

stimmung in den (objektiv und subjektiv) wesentlichen Vertragspunkten. Dabei stellen die objektiv wesentlichen Punkte den unentbehrlichen Geschäftskern eines Vertrages dar, über welchen die Parteien zwingend eine Einigung erreicht haben müssen^{748 749}. Die subjektiv wesentlichen Punkte dagegen sind (nur) eine Voraussetzung des Abschlusswillens einer oder beider Partei(en). Ist ein Punkt nur für eine Partei subjektiv wesentlich, hat dieser für die andere Vertragspartei erkennbar zu sein, ansonsten er nicht als wesentlich gilt⁷⁵⁰. Auch wenn im internationalen Handel mit Kreditderivaten einige Punkte unbestreitbar von grosser Bedeutung sind, vermögen sie nur unter diesen Umständen subjektiv wesentlich zu werden. Grundsätzlich hat dabei z.B. die mangelnde Vereinbarung des anwendbaren Rechts und die Tatsache, dass darüber keine übereinstimmende Parteiwillen bestehen, auf den Vertragsschluss keinen Einfluss⁷⁵¹.

Schriftlichkeit ist für keinen Kreditderivatvertrag eine gesetzliche Gültigkeitsvoraussetzung. Sie kann aber von den Parteien vertraglich, z.B. in einem Rahmenvertrag, vorbehalten werden. Zu beachten ist, dass u.U. aufsichtsrechtlich die Schriftlichkeit eines Kreditderivates gefordert wird⁷⁵².

Regelmässig sehen die Rahmenverträge die Pflicht vor, eine Bestätigung (*Confirmation*) über den Vertragsschluss zu erstellen^{753 754}. Die Auslegung der entsprechenden Bestimmung des Rahmenvertrages hat dabei zu ergeben, ob mit dem Erfordernis der Bestätigung die Schriftform einer Transaktion i.S.v. Art. 16 OR vorbehalten wurde. Ist dies zu bejahen, ist diese Bestätigung Gültigkeitsvoraussetzung. In der Praxis sehen die Rahmenverträge eine Bestätigung zwar vor, betrachten den Abschluss jedoch explizit auch als formfrei gültig^{755 756}.

⁷⁴⁸ Siehe statt vieler: GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 332 ff.

⁷⁴⁹ Zu den objektiv wesentlichen Vertragspunkten siehe unten bei den einzelnen Kreditderivaten. Für den CDS: III.1.a) (S. 151); TRS: IV.1.a) (S. 218); CSO: V.1.a) (S. 249).

⁷⁵⁰ Zum Ganzen statt vieler: GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 341 ff.

⁷⁵¹ Wohl a.A. für das englische Recht: HUDSON, Derivatives, Rz. 5–08.

⁷⁵² Vgl. FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken, Rz. 211.

⁷⁵³ Sec. 9(e)(ii) 2002 MA; auf die *Confirmation* wird ebenfalls in sec. 1.1 f. CDD Bezug genommen; ferner auch Ziff. 1 Abschn. 3 Satz 2 SRV OTC.

⁷⁵⁴ Im folgenden als Transaktionsbestätigung bezeichnet.

⁷⁵⁵ Siehe sec. 9(e)(ii) 2002 MA: «[...]they are legally bound [...] from the moment they agree to those terms (whether orally or otherwise). A Confirmation will be entered into as soon as practicable [...]»; ebenfalls bestimmt Ziff. 1 Abschn. 3 Satz 1 SRV OTC, dass die einzelnen Transaktionen formfrei abgeschlossen werden können.

⁷⁵⁶ A.A. HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 197, jedoch noch zum SRV OTC von 1994. Aus der Pflicht, die unterschriebene Bestätigung zurückzusenden wurde anscheinend

c) Bedeutung der Transaktionsbestätigung

Der Transaktionsbestätigung können verschiedene Rechtswirkungen zukommen. Die folgenden Erörterungen sollen darauf basieren, dass ein Vertragsschluss vor der Bestätigung gültig erfolgt ist, was in der Praxis als üblich zu bezeichnen ist⁷⁵⁷. Ist dies nicht der Fall, so hat sie grundsätzlich nur die Bedeutung einer (impliziten) Annahme eines Antrags⁷⁵⁸ oder einer eigentlichen Vertragsurkunde.

Rechtlich werden verschiedene Varianten von Bestätigungen unterschieden⁷⁵⁹, wobei sich für das kaufmännische Bestätigungsschreiben als Bestätigungsschreiben im kaufmännischen Verkehr besondere Regeln herausgebildet haben, insbesondere der Grundsatz dessen konstitutiver Wirkung⁷⁶⁰. Abzugrenzen ist das Bestätigungsschreiben von der soeben erwähnten, häufig als «Auftragsbestätigung» bezeichneten Erklärung, welche eine eigentliche Annahme des Vertrages darstellt⁷⁶¹.

Einem Bestätigungsschreiben kommt einerseits Beweisbedeutung zu⁷⁶²; so auch der Transaktionsbestätigung in Anwendungsbereich der CDD, wonach «*Confirmation* means [...] one or more documents and other confirming evidence [...] which, taken together, confirm or evidence all of the terms of a Credit Derivative Transaction.»⁷⁶³.

Die Frage stellt sich, wie sich die rechtliche Situation darstellt, wenn das Bestätigungsschreiben vom mündlich vereinbarten Inhalt abweicht bzw. eine Partei eine solche Abweichung behauptet. Dabei ist zu beachten, dass die 2003 Ex. A von beiden Parteien unterzeichnet und ausgetauscht wird, womit richtigerweise eine natürliche Vermutung für deren Richtigkeit

auf den Vorbehalt der Schriftlichkeit («die früher verlangte Schriftform» [Änderungen Schweizer Rahmenvertrag für OTC-Geschäfte (2003), zu Ziff. 1, S. 2, abrufbar unter <shop.sba.ch/1115_d.pdf>]) geschlossen, obschon die Gültigkeit des formfreien Abschlusses ebenfalls erwähnt wurde.

⁷⁵⁷ Vgl. HUDSON, Derivatives, Rz. 3–12 ff.

⁷⁵⁸ Vgl. ZK-JÄGGI, N 71 zu Art. 6; BK-SCHMIDLIN, N 120 zu Art. 6; vgl. jedoch auch CR CO I-DESSEMONTET, N 11 zu Art. 6.

⁷⁵⁹ JÄGGI unterscheidet zwischen der Bestätigung, dem Bestätigungsschreiben und der schriftlichen Bestätigung: ZK-JÄGGI, N 70 ff. zu Art. 6. Im folgenden werden diese Begriffe synonym für das der anderen Partei zugekommene Schriftstück verwendet.

⁷⁶⁰ Siehe dazu z.B. ZK-JÄGGI, N 67 ff. zu Art. 6; BK-KRAMER, N 80 ff. zu Art. 6; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1159 ff.

⁷⁶¹ Siehe Nachweise oben in Fn. 758.

⁷⁶² Vgl. ZK-JÄGGI, N 91 zu Art. 6; BK-SCHMIDLIN, N 84 zu Art. 6; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1161.

⁷⁶³ Sec. 1.2 CDD.

besteht⁷⁶⁴. Da sec. 1.2 CDD als *Confirmation* mit Beweiskraft nicht nur die 2003 Ex. A, sondern auch andere Dokumente und Beweisstücke betrachtet, besteht für jede Partei die Möglichkeit – sofern die CDD für den Vertrag gelten⁷⁶⁵ – die Unrichtigkeit der Transaktionsbestätigung zu beweisen. Im Anwendungsbereich der CDD ist folglich eine konstitutive Wirkung abzulehnen. Dies entspricht auch (wohl) dem Hintergrund der erwähnten Bestimmung: in der Praxis angelsächsischer Rechtsprechung sind Beweise aus den Umständen des Vertragsschlusses (sog. *Extrinsic Evidence*) nur beschränkt zugelassen, insbesondere keine früheren Verhandlungen, da nur das endgültige Dokument die übereinstimmenden Willen beinhaltet⁷⁶⁶. Mit sec. 1.2 CDD werden die zulässigen Beweismittel ausgedehnt und die Beweiskraft der Transaktionsbestätigung selbst relativiert.

Ist davon auszugehen, dass die CDD keine Geltung für den in Frage stehenden Vertrag erlangt haben, hat die Transaktionsbestätigung die Wirkung einer eigentlichen Bestätigung. Ist die Beziehung zwischen den Parteien als kaufmännischer Verkehr zu betrachten, gilt sie als kaufmännisches Bestätigungsschreiben⁷⁶⁷, womit deren konstitutive Wirkung einhergeht⁷⁶⁸. Die Möglichkeit eines Gegenbeweises besteht grundsätzlich nicht, es sei denn, dass nach Treu und Glauben nicht mit dem Einverständnis gerechnet werden kann⁷⁶⁹. Dies hat umso mehr zu gelten, als der Empfänger der 2003 Ex. A dieser explizit zustimmt, und die konstitutive Wirkung nicht nur in dessen Schweigen gesehen wird. Ausserhalb des kaufmännischen Verkehrs dagegen steht den Parteien auch ohne Geltung der CDD die Möglichkeit des Beweises deren Unrichtigkeit offen.

⁷⁶⁴ Vgl. ZK-JÄGGI, N 90 zu Art. 6; ferner GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1161.

⁷⁶⁵ Siehe dazu oben I.2.c)bb) (S. 92).

⁷⁶⁶ Siehe dazu TREITEL, *Contract*, 197, mit zahlreichen Verweisen auf die Rechtsprechung in Fn. 54, 56 ff.; ferner HADZIMANOVIC, *Auslegung*, 78 f., 120 f.; BEALE (*Hrsg.*), *Chitty on Contracts*, Nr. 12-050 f., 12-063; DAWSON et al., *Contracts*, 431; *Investors Compensation Scheme Ltd v West Bromwich Building Society*, [1998] 1 W.L.R. 896, 912 f.; *W.W.W. Associates Inc. v Giancontieri*, 77 N.Y.2d 157 (N.Y. 1990), 162.

⁷⁶⁷ Ebenfalls für das deutsche Recht ROTH in ZEREY (*Hrsg.*), *Finanzderivate*, § 5 N 162 m.w.N., welcher jedoch für sämtliche Anwendungsfälle davon auszugehen scheint.

⁷⁶⁸ Siehe BGE 114 II 250 E. 2.a; ferner GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1162 ff. m.w.H.

⁷⁶⁹ BGE 114 II 250 E. 2.a; ZK-JÄGGI, N 95 zu Art. 6; m.E. hat dies auch bei vorliegender der Zustimmung zur Bestätigung durch den Empfänger zu gelten.

d) Laufzeit und Vertragsende

aa) Im Allgemeinen

Die Laufzeit ist zwar ein charakteristisches, jedoch nicht zwingendes Merkmal derivativer Finanzinstrumente. Keine Laufzeit weisen z.B. Forwards, Mini-Futures sowie europäische Optionen auf. Gleiches gilt auch bei Kreditderivaten: so haben Credit Default Swaps sowie Total Return Swaps zwingend eine Laufzeit aufzuweisen, Credit Spread Options wie auch Optionen allgemein nur in der amerikanischen, nicht auch in der europäischen Variante.

Laufzeit ist nicht nur ein finanzökonomischer Begriff; neben der Verwendung in der Finanzökonomie findet er sich auch allgemein im Bereich langfristiger Verträge und bezeichnet jeweils eine durch den Vertrag bewirkte Dauer oder Zeitraum⁷⁷⁰. Im Vertrag selbst wird die Laufzeit nicht zwingend auch als solche bezeichnet: so weisen z.B. amerikanische Optionen – aus deren Definition folgend – eine Laufzeit auf, wenngleich auch häufig nur ein sog. Verfall-, Fälligkeitstag oder -termin vereinbart werden⁷⁷¹. Eine Dauer lässt sich neben einer expliziten Zeitangabe wie z.B. fünf Jahre auch ohne weiteres durch die Festlegung eines Anfangs- und Enddatums bestimmen.

Die mit der Laufzeit festgelegte Dauer umfasst bei Kreditderivaten den Zeitraum, während welchem die Tragung des vertraglich vereinbarten Kreditrisikos durch den Sicherungsgeber stattfindet. In rechtlicher Hinsicht weist die Laufzeit keine einheitliche Rechtsnatur auf: diese ist vielmehr anhand der vertraglichen Strukturen sowie den einzelnen Leistungspflichten eines konkreten Finanzinstrumentes festzulegen, wobei sie schliesslich die Wirkung einer Befristung oder einer Fälligkeitsregelung aufweist. Welche Wirkung auf welche Pflichten sie ausübt, wird bei den einzelnen Instrumenten zu behandeln sein.

Aus rechtlicher Sicht bedeutet das Ende der Laufzeit nicht *per se* auch das Erlöschen sämtlicher geschaffener Verpflichtungen, m.a.W. das Erlöschen des Schuldverhältnisses⁷⁷², da insbesondere die Abwicklung des Vertrages nach deren Ende vorbehalten bleiben kann.

⁷⁷⁰ Den Begriff Vertragslaufzeit verwendet etwa HERZOG, recht 2001, *passim*.

⁷⁷¹ Vgl. z.B. CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.33; MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 53.

⁷⁷² Vgl. zum «Ende» eines Dauerschuldverhältnisses: BK-KRAMER, N 160 zu Allg. Einl., wonach nicht unbedingt das Schuldverhältnis erlischt, sondern der Charakter als Dauerschuldverhältnis verloren geht.

bb) Maximale Laufzeit

Mit dem langfristigen Charakter von Kreditderivaten und dem erwähnten Bedürfnis nach einer Dauer geht die Frage nach einer maximalen Laufzeit bei Kreditderivaten einher. Wurde keine Laufzeit und damit kein Ende des Risikotransfers vereinbart, kann es sich um eine Vertragslücke handeln, die durch den Richter zu füllen ist: denn in Ermangelung einer gesetzlichen Maximalfrist wäre eine unbegrenzte Fortdauer der Risikotragung und der daraus folgenden Leistungsverpflichtungen der Parteien möglich. Eine ewige Fortdauer von obligatorischen Verträgen wird grundsätzlich verneint⁷⁷³. Einer solchen können einerseits die mutmasslichen Parteiwillen und die Natur des Rechtsgeschäftes⁷⁷⁴ bzw. dessen Zweck⁷⁷⁵, andererseits auch Sittlichkeit, Persönlichkeitschutz⁷⁷⁶ oder Treu und Glauben entgegenstehen⁷⁷⁷.

Anhaltspunkte für die Bestimmung einer maximalen Laufzeit von Kreditderivaten lassen sich u.a. anhand der zugrundeliegenden Basiswerte ausmachen, wie die maximalen Laufzeiten von Anleihen bzw. verzinslichen Wertpapieren. So werden Preise von Staatsanleihen bis zu einer Laufzeit von 30 Jahren gestellt⁷⁷⁸, wobei vereinzelt auch Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 50 Jahren⁷⁷⁹ oder Unternehmensanleihen von Walt Disney und Coca Cola mit einer Laufzeit von 100 Jahren⁷⁸⁰ ausgegeben worden sind. Für die Schweiz bilden Laufzeiten von 10 Jahren die Regel⁷⁸¹. Bei einzelnen Kreditderivaten wie dem CDS lassen sich des weiteren auch CDS Spreads und CDS

⁷⁷³ Z.B. BGE 114 II 159 E. 2.a; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 664; HERZOG, recht 2001, 203, jeweils mit weiteren Nachweisen; vgl. auch BK-BUCHER, N 357 zu Art. 27.

⁷⁷⁴ Vgl. BGE 72 II 29, E. 2 f.; 95 II 523, E. 2 f. Bei einem bedingten Kaufvertrag geht das BGer sogar davon aus, dass ohne besondere Anhaltspunkte nicht angenommen werden darf, die Bedingung bleibe auf unbestimmte Zeit in der Schwebe.

⁷⁷⁵ Z.B. BGE 97 II 392 E. 7.

⁷⁷⁶ Regelmässig werden auf ewig abgeschlossene obligatorische Verträge mit Art. 27 ZGB unvereinbar sein: so zumindest BGE 93 II 291 E. 7 m.w.N.; ähnlich BGE 97 II 392 E. 7; 114 II 159 E. 2.a. Siehe dazu auch HERZOG, recht 2001, 202.

⁷⁷⁷ Siehe zum Ganzen auch BK-BUCHER, N 355 ff., 363 ff. zu Art. 27.

⁷⁷⁸ Z.B. für US Treasuries, UK/German/Japanese Government Bonds, siehe <www.bloomberg.com/markets/rates/index.html>.

⁷⁷⁹ Zum Beispiel eine Anleihe der Schweizerischen Eidgenossenschaft, 4 EIDG JA 98-49 (E984/CH0009755197), mit einer Laufzeit von gut 50 Jahren; siehe dazu auch David Shvartsman, The Reappearance of the 50-Year Bond, vom 25.05.2005, abrufbar unter <www.financialsense.com/fsu/editorials/shvartsman/2005/0525.html>.

⁷⁸⁰ Mickey Mouse's Good Inflation News, Washington Post vom 8. August 1993, A21.

⁷⁸¹ MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 37.

Indizes heranziehen; Indices stellen beispielsweise Preise bis zu einer Laufzeit von 10 Jahren⁷⁸².

Ferner ist die Frage nach einer maximalen Laufzeit auch anhand derer im Einzelfall zu bestimmenden Rechtsnatur zu beantworten, welche ebenfalls einen Einfluss ausüben kann. So ist davon auszugehen ist, dass die Kündigung eines bedingten Geschäftes nach einer gewissen, im Einzelfall zu bestimmenden Zeit, erlaubt werden muss⁷⁸³.

Bei fehlender Vereinbarung einer Laufzeit ist folglich den Parteien in den meisten Einzelfällen u.a. anhand der erwähnten Kriterien mit Bezug auf den konkreten Basiswert eine Kündigungsmöglichkeit zuzugestehen; sobald eine Laufzeit vereinbart wurde, ist m.E. davon abzusehen, mag die Laufzeit im Einzelfall auch äusserst lang sein. Ausgenommen davon sind Kündigungsmöglichkeiten, welche sich aus wichtigen Gründen oder veränderten Verhältnissen i.S. der *clausula rebus sic stantibus* ergeben können.

4. Hauptleistungspflichten und deren Erfüllung

Der mittels Kreditderivaten bezweckte Risikotransfer erfolgt aus schuldrechtlicher Sicht anhand entsprechend dem Kreditrisiko als Gegenstand des Vertrages strukturierter Zahlungsströme⁷⁸⁴, wobei bei der Abwicklung als Physical Settlement die Übertragung des Basiswerts hinzukommt. Vorliegend wird wie unter c)aa) genauer ausgeführt die Ansicht vertreten, dass der ökonomischen Gleichwertigkeit der verschiedenen Abwicklungsvarianten folgend auch rechtliche Differenzierungen nicht ohne Not vorgenommen werden sollen, sowie dass die physische Abwicklung selbst auch nur als eine Leistung an eine Partei umschrieben werden kann, da der Marktwert des zu liefernden Basiswertes regelmässig nicht dem vereinbarten Kaufpreis entspricht und sie damit keinen Austausch gleichwertiger Leistungen beinhaltet⁷⁸⁵.

In verschiedenen Verträgen sehen Teile der Lehre neben den eigentlichen Geldleistungen weitere Leistungspflichten der Parteien. Diese Leistungspflichten werden u.a. hinzugezogen, um weitere Qualifikationen der jeweiligen Verträge zu rechtfertigen: die Risikotragung als Leistungspflicht

⁷⁸² Siehe <www.markit.com/information/products/category/indices/cdx.html> für die Markit CDX Indices oder <www.markit.com/information/products/category/indices/itraxx/europe/indices_europe.html> für die Markit iTraxx Europe Indices..

⁷⁸³ Siehe PETER, Bedingung, 250 ff. m.w.H.

⁷⁸⁴ Siehe dazu oben 2.a)bb) (S. 117).

⁷⁸⁵ Siehe dazu unten c).aa) (S. 143).

beim Versicherungsvertrag hinsichtlich des vertraglichen Synallagmas, die Belassungspflicht beim Darlehensvertrag als Dauerleistung als Rechtfertigung dessen Qualifikation als Dauerschuldverhältnis sowie die Einräumung eines Rechts als Leistungspflicht beim Optionsvertrag zur Erfassung des Begründungsvertrages als eigenständigen Vertrag.

Im Resultat sind diese Leistungspflichten nach der vorliegend vertretenen Ansicht im Sinne der sogleich unter a) erfolgenden Ausführungen abzulehnen, womit die entsprechend strukturierten Geldleistungspflichten die Hauptleistungspflichten von Kreditderivaten darstellen. Diese lassen sich vorderhand in die Prämienzahlungen sowie die Abwicklung differenzieren, welche bei Kreditderivaten sowie teilweise auch derivativen Finanzinstrumente im allgemeinen Gemeinsamkeiten aufweisen, welche unter b) und c) betrachtet werden. Die den einzelnen Kreditderivaten spezifischen Hauptleistungspflichten werden bei den einzelnen Instrumenten behandelt. Unter d) werden Fragen der Erfüllung von Geldleistungspflichten erörtert.

a) Feststellung von Leistungspflichten

aa) Dogmatische Grundlagen

1) Leistungspflichten im Allgemeinen

Mit Leistung meint das Vertragsrecht ein bestimmtes Verhalten des Schuldners in Erfüllung einer Schuld⁷⁸⁶ zum materiellen oder ideellen Vorteil eines anderen⁷⁸⁷. Nach der herrschenden Lehre kann das Verhalten in einer positiven (Tun) oder einer negativen Leistung (Unterlassen/Dulden) bestehen⁷⁸⁸. Bei den positiven Leistungen lassen sich u.a. tatsächliche (z.B. Arbeitsleistung im Arbeitsvertrag) und rechtliche Leistungen (z.B. Abtretung) unterscheiden; diese Differenzierung bezieht sich auf den allfälligen mit der Leistung zu bewirkenden Rechtserfolg⁷⁸⁹. Auch tatsächliche Leistungen können erfolgsbezogen sein, so die Ablieferung des Werkes im Werkvertrag, wäh-

⁷⁸⁶ BUCHER, OR AT, 292.

⁷⁸⁷ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 35; ZK-SCHRANER, N 23 zu Vorbem. zu Art. 68–96; BUCHER, OR AT, 292.

⁷⁸⁸ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 36; BK-WEBER, N 31, 36 ff. zu Einl. u. Vorbem. zu Art. 68–96; ZK-SCHRANER, N 24 zu Vorbem. zu Art. 68–96; BUCHER, OR AT, 292, vgl. aber auch a.a.O. 103: Abgrenzung zwischen Tun (*facere*) und Geben (*dare*).

⁷⁸⁹ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 39; BK-WEBER, N 33 zu Einl. u. Vorbem. zu Art. 68–96; ZK-SCHRANER, N 28 zu Vorbem. zu Art. 68–96; siehe dazu auch BUCHER, OR AT, 106, 292 und dessen diesbezügliche Einteilung in *dare* und *facere*.

rend z.B. beim Auftrag nur das Tätigwerden selbst, nicht auch der Erfolg, geschuldet ist. In dieser Hinsicht wird bisweilen zwischen verhaltens- und erfolgsbezogene Leistungspflichten differenziert⁷⁹⁰. BUCHER sieht diese erfolgsbezogenen Leistungspflichten neben *dare* und *facere* als eigene Kategorie *praestare* (Gewährleisten)⁷⁹¹. Schliesslich ist noch die Unterscheidung von positiven Leistungen in solche persönlicher (z.B. Arbeitsleistung) und sachlicher Art (z.B. Übertragung einer Sache) zu nennen⁷⁹².

Die negative Leistung des Unterlassens besteht darin, dass ein Schuldner eine Handlung, zu welcher er nach allgemeinen Grundsätzen befugt wäre, nicht vornehmen darf⁷⁹³. Dulden wird zumeist als Unterart des Unterlassens betrachtet⁷⁹⁴ und umfasst die vertragliche oder gesetzliche Pflicht, einen nach der Rechtsordnung zulässigen Widerspruch gegen eine Handlung des Gläubigers zu unterlassen⁷⁹⁵ und damit ein fremdes Eingreifen in den eigenen geschützten Rechtsbereich zu gestatten⁷⁹⁶.

Vertragliche Leistungen können sich auch aus einer Kombination verschiedener Leistungsinhalte sowie -arten ergeben: So ist die Übergabe einer Sache zu Eigentum als Leistungspflicht des Verkäufers sowohl eine tatsächliche Leistung hinsichtlich der Besitzänderung, wie auch eine rechtliche Leistung hinsichtlich der Änderung der Eigentumsverhältnisse⁷⁹⁷. Die Leistung des Vermieters beinhaltet mit der Übergabe der Sache ein Tun, ferner hat er den Gebrauch durch den Mieter zu dulden wie auch den eigenen Gebrauch zu unterlassen⁷⁹⁸.

⁷⁹⁰ So ZK-SCHRANER, N 31 ff. zu Vorbem. zu Art. 68–96

⁷⁹¹ BUCHER, OR AT, 103, 106.

⁷⁹² BK-WEBER, N 36 zu Einl. u. Vorbem. zu Art. 68–96; ZK-SCHRANER, N 24 zu Vorbem. zu Art. 68–96; BUCHER, OR AT, 103.

⁷⁹³ BK-WEBER, N 37 zu Einl. u. Vorbem. zu Art. 68–96; ZK-SCHRANER, N 25 zu Vorbem. zu Art. 68–96.

⁷⁹⁴ So BK-WEBER, N 38 zu Einl. u. Vorbem. zu Art. 68–96; ZK-SCHRANER, N 26 zu Vorbem. zu Art. 68–96; BUCHER, OR AT, 105. Vgl. aber z.B. GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 36.

⁷⁹⁵ BK-WEBER, N 38 zu Einl. u. Vorbem. zu Art. 68–96; ZK-SCHRANER, N 26 zu Vorbem. zu Art. 68–96.

⁷⁹⁶ So BUCHER, OR AT, 105.

⁷⁹⁷ BK-WEBER, N 33 zu Einl. u. Vorbem. zu Art. 68–96; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 39; vgl. auch ZK-SCHRANER, N 34 zu Vorbem. zu Art. 68–96 mit Einschränkungen für den Versendungskauf.

⁷⁹⁸ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 37.

2) Geldleistungspflichten im Besonderen

Die Geldleistung ist nach der vorstehend erwähnten Kategorisierung der Leistungspflichten eine positive Leistung sachlicher Art auf ein Tun⁷⁹⁹. Geld ist das am häufigsten vorkommende Leistungsobjekt und kann sowohl als Gegenleistung wie auch als eigenständiges Vertragsobjekt auftreten⁸⁰⁰. Dennoch hat sich für Geld noch (immer) kein allgemeingültiger Begriff durchgesetzt⁸⁰¹. Festzuhalten ist, dass Geld nach der neueren Lehre nicht (mehr) als eine bewegliche und/oder vertretbare⁸⁰² Sache aufgefasst wird⁸⁰³, und Geldschulden nicht als Gattungsschulden gelten⁸⁰⁴. Nichtsdestotrotz werden nach wie vor gewisse Regeln des Sachenrechts als anwendbar betrachtet, wie z.B. die Grundsätze der Fahrnisübereignung hinsichtlich der Eigentumsübertragung an Geld^{805 806}.

Unabhängig dieser dogmatischen Schwierigkeiten gelten für Geld einige Sonderbestimmungen. Unbestritten ist der besondere Gutglaubensschutz nach Art. 935 ZGB, wonach der gutgläubige Empfänger von Geld das Eigentum daran erlangt⁸⁰⁷. Ferner erlangt nach dem vom BGer übernommenen gemeinrechtlichen Grundsatz jedes Subjekt Eigentum an Geld, sofern und sobald dieses mit eigenem vermischt wird⁸⁰⁸. Und schliesslich besteht zulasten des Schuldners einer Geldforderung eine unbeschränkte Vermögenshaftung – nach dem Grundsatz Geld muss man haben⁸⁰⁹. Geldmangel führt folglich niemals zur (vertragsrechtlichen) Unmöglichkeit der Erfüllung⁸¹⁰.

⁷⁹⁹ BK-WEBER, N 36 zu Einl. u. Vorbem. zu Art. 68–96; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 37.

⁸⁰⁰ Siehe BK-WEBER, N 68 f. zu Art. 84; ZK-SCHRANER, N 25 f. zu Art. 84.

⁸⁰¹ BSK-LEU, N 2 zu Art. 84; BK-WEBER, N 9 zu Art. 84; ZK-SCHRANER, N 4 zu Art. 84.

⁸⁰² Entgegen des Wortlautes von Art. 312 OR: «[...] an einer Summe Geldes oder an andern vertretbaren Sachen, [...]».

⁸⁰³ Siehe BK-WEBER, N 19 ff. zu Art. 84 m.w.H.; siehe aber z.B. BUCHER, OR AT, 104 Fn. 47.

⁸⁰⁴ Siehe GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2289, 2293; ZK-SCHRANER, N 9 zu Art. 71, N 142 zu Art. 84; BK-WEBER, N 41 zu Art. 71, N 133 zu Art. 84; vgl. aber BUCHER, OR AT, 104

⁸⁰⁵ BUCHER, OR AT, 104.

⁸⁰⁶ Siehe auch BK-WEBER, N 81 ff. zu Art. 84; BGer 1P.97/2003 E. 5.

⁸⁰⁷ BK-WEBER, N 133 zu Art. 84; siehe auch TUOR/SCHNYDER/SCHMID, ZGB, § 91 N 32 f., § 102 N 9.

⁸⁰⁸ BGE 136 III 247 E. 5; 116 IV 193 E. 4; 112 IV 74 E. 3.b; 101 IV 371 E. II.4.b; 47 II 267 E. 2; TUOR/SCHNYDER/SCHMID, ZGB, § 102 N 37; vgl. auch GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1502 f. Kritik z.B. von LIVER, SPR V/1, 384 f.

⁸⁰⁹ BK-WEBER, N 176 zu Art. 84.

⁸¹⁰ HONSELL, BT, 269; ZK-SCHRANER, N 151 zu Art. 84; VON TUHR/PETER, OR AT, 18.

Zusammenfassen heisst dies nun für Geldschulden, dass der Schuldner nach allgemeinen Grundsätzen immer dazu angehalten ist, seine Geldleistungspflichten bzw. Schulden (bei Fälligkeit) zu erfüllen.

bb) «Besondere» Leistungspflichten und deren Ablehnung

1) Risikotragung

Risikotragung wird teilweise beim Versicherungsvertrag als Hauptleistungspflicht des Versicherers gesehen⁸¹¹. Während aus der Risikotragung als Leistungspflicht ursprünglich auch auf eine privatrechtliche Organisationspflicht des Versicherers geschlossen wurde, wird diese in der neueren Literatur zumeist abgelehnt⁸¹², womit die genaue Bezeichnung der Leistungspflicht des Versicherers für die Praxis als nicht (mehr) relevant betrachtet wird⁸¹³.

Die (Schweizerische) Lehre lehnt mehrheitlich die Gefahrtragung als Leistungspflicht generell ab. Begründet wird die Ablehnung einerseits damit, dass bedingte Leistungen ebenfalls zu einem Synallagma führen können⁸¹⁴, andererseits damit, dass Risikotragung eine dem Vertragsrecht unbekannte Leistungsart sei^{815 816}. Ähnlich der Risikotragung ist die von OETKER anlässlich der Qualifikation von Verträgen als Dauerschuldverhältnisse angeführte Pflicht zur ständigen Leistungsbereitschaft zu sehen⁸¹⁷.

Risikotragung ist bei Kreditderivaten als Leistungspflicht aus denselben Gründen abzulehnen. Zwar ist hier, da diese ungleich der Versicherung keiner aufsichtsrechtlichen Unterstellung des Sicherungsgebers bedürfen,

⁸¹¹ Siehe dazu oben 2.b)bb) (S. 120).

⁸¹² MünchKommVVG-LOOSCHELDERS, N 40, 44 zu § 1; Bruck/Möller-BAUMANN, N 30 zu § 1; wohl auch VVG-NEBEL, N 9 zu Art. 101.

⁸¹³ VVG-NEBEL, N 9 zu Art. 101; MünchKommVVG-LOOSCHELDERS, N 44 zu § 1; siehe aber z.B. Prölss/Martin-PRÖLSS, N 87 zu § 1.

⁸¹⁴ Siehe dazu oben 1.b)aa) (S. 105).

⁸¹⁵ KUHN, Privatversicherungsrecht, N 627; MAURER, Privatversicherungsrecht, 213; KOENIG, SPR VII/2, 552. Für Deutschland: Prölss/Martin-PRÖLSS, N 83 zu § 1: keine Leistung i.S.v. § 241 BGB.

⁸¹⁶ Die Befürworter dagegen weisen umgekehrt darauf hin, dass Gefahrtragung als Leistungspflicht auch positivrechtlich anerkannt sei und daher eine mögliche Leistungspflicht bilden könne: SÖHNER, SVZ 1999, 137 f. weist auf Art. 20 Abs. 3 VVG hin, wonach die Leistungspflicht ruhen könne. In Deutschland wird in § 1 Satz 1 VVG (in der neuen Fassung von 2008) bisweilen eine Pflicht des Versicherers zur Risikoabsicherung gesehen: so MünchKommVVG-LOOSCHELDERS, N 42 zu § 1; a.A. Prölss/Martin-PRÖLSS, N 83 zu § 1.

⁸¹⁷ Siehe dazu OETKER, Dauerschuldverhältnis, 168, 171 f.

die aus der Risikotragung bisweilen geforderte Organisationspflicht vorderhand interessant, im Ergebnis dennoch unbefriedigend: Der zu einer Geldleistung Verpflichtete ist bereits nach allgemeinen Grundsätzen gehalten, diese Geldschuld bei Fälligkeit zu erfüllen (*pacta sunt servanda*) sowie das Geld dafür zu haben, unabhängig aus welchem Vertragszweck die Leistungspflicht entstanden ist⁸¹⁸. Und zur Sicherung bieten sich griffigere Möglichkeiten als eine nicht einklagbare Pflicht⁸¹⁹, wie z.B. Besicherungsvereinbarungen oder die bereits gesetzlich vorgesehene Möglichkeit zum Vertragsrücktritt bei Zahlungsunfähigkeit nach Art. 83 OR.

2) Belassungspflicht beim Darlehensvertrag

Rechtsprechung sowie Teile der Lehre befürworten beim Darlehensvertrag eine Belassungspflicht, welche neben dessen Pflicht zur Verschaffung des Kapitals (bzw. anderer vertretbaren Sachen) als weitere Hauptpflicht hinzutritt⁸²⁰. Die Begründung dieser Pflicht folgt dem wirtschaftlichen Zweck des Darlehens, welcher im Gebrauch des Kapitals durch den Borger über einen gewissen Zeitraum hinweg liegt⁸²¹. Damit zusammenhängend wird von diesen Autoren die Belassungspflicht für die Qualifikation des Darlehens als Dauerschuldverhältnis als unabdingbar betrachtet⁸²².

Nach vertragsrechtlichen Grundsätzen entbehrt m.E. eine Belassungspflicht einer Grundlage. Der wirtschaftliche Zweck des Darlehens lässt sich rechtlich auch ohne der Konstruktion einer Belassungspflicht erreichen, denn die Möglichkeit des Borgers zur Nutzung des zur Verfügung gestellten

⁸¹⁸ Siehe dazu oben aa)2) (S. 133).

⁸¹⁹ Vgl. z.B. MAURER, Privatversicherungsrecht, 213.

⁸²⁰ BGE 128 III 428 E. 3.b; MAURENBRECHER, recht 2003, 181 f.; BSK-SCHÄRER/MAURENBRECHER, N 3 zu Art. 312; TERCIER/FAVRE/BUGNON in TERCIER/FAVRE (Hrsg.), contrats, N 3003, 3021; ZK-HIGI, N 3 zu Vorbem. zu Art. 312–318, N 9 f., 75 zu Art. 312; OETKER/MAULTZSCH, Schuldverhältnisse, § 3 N 3; ähnlich SCHMID/STÖCKLI, OR BT, Nr. 1312. Gegen eine Belassungspflicht: BK-UCHER, N 342 zu Art. 27. Zumindest nicht erwähnt bei UCHER, OR BT, 192; CHRIST, SPR VII/2, 222 ff., 236, 242, 244; GUHL/KOLLER, OR, § 45 N 7 ff.; HONSELL, BT, 264 ff.

⁸²¹ So MAURENBRECHER, recht 2003, 182; ähnlich auch BGE 128 III 428 E. 3.b; ferner bereits OETKER, Dauerschuldverhältnis, 149 f.

⁸²² MAURENBRECHER, recht 2003, 181 f.; OETKER, Dauerschuldverhältnis, 148 ff.; OETKER/MAULTZSCH, Schuldverhältnisse, § 3 N 5; wohl auch ZK-HIGI, N 3 zu Vorbem. zu Art. 312–318; vgl. auch BGE 128 III 428 E. 3.b; SCHMID/STÖCKLI, OR BT, Nr. 1294. A.A. z.B. CHRIST, SPR VII/2, 223, welcher entgegen BGE 128 III 428 E. 3.a den Darlehensvertrag als Dauerschuldverhältnis qualifiziert, ohne jedoch von einer eigentlichen Belassungspflicht auszugehen.

Kapitals zeigt sich darin, dass er daran Eigentum erwirbt, und der beschränkte Zeitraum darin, dass die Forderung des Darleihers auf Rückzahlung nicht fällig und daher rechtlich nicht durchsetzbar ist⁸²³. Auch ein Vergleich zur Miete oder Leihe ändert daran nichts⁸²⁴: Da diese Verträge keinen Eigentumsübergang bewirken, sind zur Erreichung des Vertragszwecks gewisse absolute Rechte des Eigentümers am Vertragsgegenstand auf vertraglicher Ebene einzuschränken, d.h. der Eigentümer hat den Gebrauch des Mieters zu dulden und den eigenen Gebrauch zu unterlassen⁸²⁵. Mit der Eigentumsübertragung beim Darlehen ist eine solche Einschränkung dagegen unnötig bzw. überhaupt nicht möglich, da der Darleiher nur einen obligatorischen Anspruch auf Rückerstattung bzw. Wertersatz besitzt⁸²⁶. Was nicht besteht, kann auch nicht beschränkt werden.

Schliesslich wird die Belassungspflicht weder vom Wortlaut von Art. 312 OR gedeckt⁸²⁷, noch lässt sie sich dogmatisch den bekannten Leistungspflichten zuordnen. Vom Wort *belassen* her müsste es sich um eine positive Leistung handeln. Nach Hingabe des Kapitals muss der Darleiher hingegen nichts mehr tun. Auch ein Unterlassen oder Dulden ist wie erwähnt nicht möglich bzw. nötig, denn der Darleiher ist weder zur Rückforderung vor Fälligkeit befugt, noch räumt ihm die Rechtsordnung eine Berechtigung zu einem Widerspruch gegen eine Handlung des Borgers ein, welchen er aufgrund der Belassungspflicht zu unterlassen hätte.

Damit zusammen hängt auch die Frage nach der Erfüllung dieser Pflicht, bzw. der Möglichkeit der Nichterfüllung. Eine Nichterfüllung ist überhaupt nicht möglich, womit die Pflicht auch nicht verletzt werden kann. Und da sie automatisch erfüllt wird, lässt sie sich auch nicht durchsetzen. Als rechtliche Pflicht vermag die Belassungspflicht folglich nichts auszusagen.

Übrig bleibt einzig noch die Frage nach der Qualifikation des Darlehens als Dauerschuldverhältnis: Soweit auf der dogmatischen Struktur des Dauerschuldverhältnisses basiert und nur die rechtlichen Pflichten zu dessen Qualifikation als ausschlaggebend betrachtet werden, ist die Belassungspflicht wohl die einzig mögliche Dauerpflicht. Dagegen ist einzuwenden, dass es nicht dienlich sein kann, über die Schaffung von rechtlich nicht re-

⁸²³ So auch MAURENBRECHER, recht 2003, 181.

⁸²⁴ A.A. z.B. MAURENBRECHER, recht 2003, 182.

⁸²⁵ Siehe dazu oben aa)1) (S. 131), insb. Fn. 798.

⁸²⁶ ZK-HIGL, N 4 zu Vorbem. zu Art. 312–318; vgl. ferner BUCHER, OR BT, 192; BERTSCHINGER, Wertpapierleihe, 21; Guhl/Koller OR, § 45 N 17.

⁸²⁷ So z.B. auch MAURENBRECHER, recht 2003, 181.

levanten, allein auf den wirtschaftlichen Hintergrund abstellenden Pflichten ein gewünschtes Resultat zu erreichen; vielmehr ist diese Frage m.E. auf der Ebene der Definition des Dauerschuldverhältnisses zu lösen bzw. einen fraglichen Vertrag entsprechend seinem wirtschaftlichen Hintergrund als ein solches zu behandeln.

3) Einräumung eines Rechts

Derivate mit optionaler Struktur zeichnen sich dadurch aus, dass dem Käufer ein Recht eingeräumt wird, welches er grundsätzlich nach eigenem Ermessen ausüben darf. Teile der Lehre sehen die Begründung des Optionsrechts im Optionsbegründungsvertrag und dessen Einräumung als Hauptleistungspflicht des Optionsverkäufers dieses Begründungsvertrages⁸²⁸. Dabei falle die Erfüllung dieser «Pflicht» zur Einräumung des Optionsrechts mit dem Vertragsschluss zusammen⁸²⁹. Ähnlich wird von einigen Autoren die Übernahme einer Verpflichtung des Versicherers, unter gewissen Umständen eine Leistung zu erbringen, als dessen Leistung gesehen⁸³⁰.

Das Problem gründet hauptsächlich in der Qualifikation des Optionsvertrages als Kaufvertrag über ein Recht, im speziellen ein Gestaltungsrecht, sowie der Frage, ob ein Recht gekauft werden kann, welches erst durch den Kauf selbst geschaffen wird⁸³¹.

Die Betrachtung der Einräumung des Optionsrechts als Hauptleistungspflicht ist m.E. abzulehnen: das Optionsrecht richtet sich auf die Wirkungen eines weiteren Rechts bzw. Vertrages – die Abwicklung des (Haupt-)Vertrages⁸³². Das Optionsrecht ist mithin nur Mittel zum Zweck, den Vertrag abzuwickeln und die Differenzzahlung bzw. den Kaufpreis bei der Put Option und die Lieferung bei der Call Option fordern zu können – beides mögliche Leistungsgegenstände eines Vertrages und ebenfalls (relative) Rechte.

⁸²⁸ Vgl. PULVER, Optionsgeschäfte, 267; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 125; HENSSLER, Risiko, 595; jedoch PULVER, Derivatgeschäfte, 76: die Einräumung des Optionsrechts wird nicht mehr als Leistung bezeichnet. Siehe auch unten c)aa) (S. 143).

⁸²⁹ So PULVER, Optionsgeschäfte, 267.

⁸³⁰ So z.B. MünchKommVVG-LOOSCHELDERS, N 41 f. zu § 1; vgl. dazu auch Prölss/Martin-PRÖLSS, N 82 f., welcher diese Konzeption jedoch ablehnt.

⁸³¹ Siehe zur rechtlichen Qualifikation des Optionsvertrages oben 1:II.3.c)bb) (S. 45).

⁸³² Gl.M. BERG, Kreditderivate, 212 (für die CSO); ähnlich CASPER, Optionsvertrag, 68, welcher Prämie und Einräumung des Optionsrechts nicht als zwei Leistungspflichten betrachtet, welche in einem Gegenseitigkeitsverhältnis stehen.

Die Einräumung eines relativen Rechts zur Forderung z.B. einer Geldleistung wird nun aber generell nie als eine Hauptleistung betrachtet, vielmehr ist richtigerweise nur die Pflicht zur Leistung selbst eine Leistungspflicht, und nicht bereits die Verpflichtung zu einer Bindung an diese Pflicht⁸³³. Zudem ist eine Erfüllung dieser Pflicht nicht möglich, da das Recht mit dem Vertragsschluss ohne weiteres Zutun der Parteien entsteht⁸³⁴.

Damit lässt sich die entgeltliche Einräumung eines Gestaltungsrechts dogmatisch nicht als Kaufvertrag erfassen, da dadurch keine Leistungspflicht des Berechtigten geschaffen werden kann.

4) Stillhalteverpflichtung als Nebenpflicht

Bisweilen ist beim Optionsvertrag von der Stillhalteverpflichtung des Optionsgebers die Rede, wonach sich dieser als Nebenleistungspflicht leistungsbereit zu halten habe und die Herbeiführung des Hauptvertrages nicht vereiteln dürfe⁸³⁵. Dabei sei der genaue Umfang der Stillhalteverpflichtung aus dem einzelnen Optionsvertrag insbesondere mit Blick auf den Hauptvertrag und den aus diesem fließenden Pflichten des Optionsgebers zu bestimmen⁸³⁶: sie kann sich – bei einer Stückschuld – darauf richten, dass der Optionsbelastete eine zu veräußernde Sache nicht anderweitig verkaufen darf, ein noch nicht existierendes Werk herzustellen hat oder – bei einer Gattungsschuld – die Beschaffungsmöglichkeit der Sache aufrecht zu erhalten hat⁸³⁷.

Der (allenfalls) eine Stillhalteverpflichtung begründende Optionsvertrag muss folglich zwingend einen Verkauf oder sonstige Abgabe einer Sache an den durch das Optionsrecht berechtigten Vertragspartner umfassen; zu beachten ist an dieser Stelle ebenfalls der von CASPER vertretene Begriff des Optionsvertrages, welcher derivative Optionsverträge ausschließt, darunter jedoch nur solche mit Cash Settlement versteht⁸³⁸. Damit zusammenhängend scheinen die zitierten Autoren im Rahmen der Erörterung dieser Pflicht

⁸³³ Vgl. auch Prölss/Martin-PRÖLSS, N 83 zu § 1.

⁸³⁴ Vgl. auch CASPER, Optionsvertrag, 68.

⁸³⁵ Insbesondere vertreten von CASPER, Optionsvertrag, 68, 112; vgl. auch BERG, Kreditderivate, 208. Staudinger-BORK, N 71 zu Vorbem. zu §§ 145–156 m.w.N. dagegen erwähnt eine Nebenpflicht, sich leistungsfähig zu halten, nur beim als Angebotsvertrag zu qualifizierenden Optionsvertrag. Ablehnend dagegen z.B. PULVER, Optionsgeschäfte, 192, 270

⁸³⁶ Siehe CASPER, Optionsvertrag, 112 ff.

⁸³⁷ Siehe CASPER, Optionsvertrag, 113 f.

⁸³⁸ CASPER, Optionsvertrag, 93, 97 f.; siehe dazu auch oben 1:II.3.c)bb) (S. 45).

auch einen Hauptvertrag vor Augen zu haben, welcher gleichwertige Leistungen beinhaltet. Die Abwicklung bzw. der Abwicklungsvertrag beinhaltet bei der derivativen Option wie auch Kreditderivaten im allgemeinen aber gerade keine gleichwertigen Leistungen.

Die Stillhalteverpflichtung verliert unter diesem Hintergrund ihre Bedeutung für die vorliegend interessierenden Kreditderivate weitestgehend⁸³⁹.

b) Prämienzahlungen

aa) Inhalt

Kreditderivate beinhalten oftmals als Prämienzahlungen bezeichnete Leistungen. Während beim CDS sowie der CSO der Sicherungsnehmer bzw. der Optionskäufer Prämien Schuldner sind, ist der Schuldner der Prämie bezeichneten Zahlung beim TRS zwar der Sicherungsgeber, mit der Weiterleitung der Erträge ist eine ähnliche Pflicht auch auf Seiten des Sicherungsnehmers vorhanden; das Risikoentgelt ist beim TRS in der Differenz dieser beiden Zahlungen zu sehen.

Den aufgeführten Zahlungen gemeinsam sind die für deren Berechnung relevanten Faktoren: Abhängigkeit von einem Zeitraum sowie dem Nominalwert des Kreditderivates, und berechnet nach einem fixen oder variablen Prozentsatz. Es handelt sich folglich um Zahlungen, die wie Zinszahlungen kalkuliert werden⁸⁴⁰. Ferner ist auch der wirtschaftliche Hintergrund von Zins- und Prämienzahlungen vergleichbar: Kreditderivate beziehen sich auf Finanzierungsverträge, welche die Eigenschaft aufweisen, dem Kapitalgeber einen Zins zu bezahlen. Der Umfang dieser Zinszahlung wiederum hat entsprechend einen Einfluss auf den Umfang der Prämienzahlung und deren ökonomischen Zweck⁸⁴¹. Und schliesslich handelt es sich bei diesen Prämienzahlungen auch regelmässig um periodisch zu erbringende Leistungen, deren Rechtsnatur im Anschluss erörtert wird.

⁸³⁹ Vgl. z.B. auch PULVER, Optionsgeschäfte, 291 f.: keine Stillhalte- oder ähnliche Verpflichtung erwähnt.

⁸⁴⁰ Beim Equity TRS als «*pseudo-interest*» bezeichnet: CSX Corporation v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP, 562 F.Supp.2d 511 (S.D.N.Y. 2008), 522. Für den Zinsswap: ZOBL/WERLEN, ISDA, 30 m.w.N.; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 154.

⁸⁴¹ Siehe dazu oben 2.c) (S. 122).

bb) Prämien und der Zinsbegriff des OR

An die Zinszahlung knüpft das OR verschiedene Bestimmungen, welche teilweise von den Bestimmungen einer üblichen Geldschuld abweichen: So können Verzugszinsen bei Zinszahlungen nach Art. 105 OR erst ab der Anhebung der Beteibung oder der gerichtlichen Klage gefordert werden, nach Art. 128 Ziff. 1 OR gilt u.a. für Kapitalzinsen wie auch für andere periodischen Leistungen eine Verjährungsfrist von fünf Jahren. Ferner beinhaltet Art. 73 Abs. 1 OR einen dispositiven Zinssatz von 5%, sollte die Zinspflicht, nicht auch die Höhe des Zinsfusses festgelegt worden sein⁸⁴². Das OR enthält weder eine Definition des Zinses noch sind sämtliche in den verschiedenen Bestimmungen verwendeten Zinsbegriffe zwingend als identisch vorauszusetzen⁸⁴³.

Die herrschende Lehre versteht unter Zinsen jene Vergütungen, welche ein Gläubiger von seinem Schuldner für die Entbehrung von Kapital fordern kann und welche durch die Höhe dieses Kapitals und der Dauer der Entbehrung bestimmt werden⁸⁴⁴. Neben dieser Vergütung für die Entbehrung werden Zinsen auch als Vergütung für den Gebrauch umschrieben⁸⁴⁵, oder es wird weder auf die Nutzung noch auf die Entbehrung, sondern nur auf die Möglichkeit der Inanspruchnahme abgestellt⁸⁴⁶. Der Zinsbegriff wird aber immer mit Kapital verknüpft. Diese Verknüpfung zeigt sich auch im Verständnis der Zinspflicht (insbesondere beim Darlehen) als akzessorisches Nebenrecht⁸⁴⁷ und ergibt sich auch aus verschiedenen Bestimmungen des OR: Art. 85 Abs. 1 OR geht davon aus, dass der Zinsschuldner ebenfalls Kapitalschuldner ist, ähnlich auch das verzinsliche Darlehen, welches eine Rückerstattung des hingegebenen Wertes umfasst⁸⁴⁸.

⁸⁴² Ausnahmen sieht das Gesetz vor, so etwa beim Darlehen (Art. 314 Abs. 1 OR) sowie im Wechsel- und Checkrecht (Art. 1045, 1046, 1130 OR), siehe dazu z.B. GUHL/KOLLER OR, § 11 N 18.

⁸⁴³ Vgl. ZK-HIGI, N 19 zu Art. 313, welcher den Begriff des Darlehenszinses vom Zinsbegriff des Art. 73 OR unterscheidet. Vgl. auch Art. 128 Zif. 1 OR, welcher von Kapitalzinsen spricht.

⁸⁴⁴ BGE 130 III 591, E. 3; GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2350; BSK-LEU, N 1 zu Art. 73; BSK-SCHÄRER/MAURENBRECHER, N 4a zu Art. 313; GUHL/KOLLER, OR, § 11 N 15; ZK-SCHRANER, N 6 zu Art. 73; BK-WEBER, N 7 zu Art. 104 OR.

⁸⁴⁵ CANARIS, NJW 1978, 1891 f.

⁸⁴⁶ MAURENBRECHER, Darlehen, 94

⁸⁴⁷ GUHL/KOLLER, OR, § 11 N 15 f., 20 f.; BSK-LEU, N 2 zu Art. 73; a.A. z.B. ZK-HIGI, N 15 zu Art. 313.

⁸⁴⁸ Vgl. z.B. ZK-HIGI, N 10 zu Art. 312.

Diesem rechtlichen Zinsbegriff steht der wirtschaftliche Zinsbegriff gegenüber, welcher sich in weitere Bestandteile aufschlüsseln lässt⁸⁴⁹ und nicht nur wie der rechtliche Zinsbegriff die Entbehrung, sondern mit dem sog. Aufschlag (Credit Spread)⁸⁵⁰ auch das Risiko des Kapitalverlustes von kreditrisikobehafteten Positionen umfasst. Dem rechtlichen Verständnis von Geldschulden folgend existiert das Kreditrisiko rechtlich nicht⁸⁵¹, und damit ebensowenig der Aufschlag.

Da nun bei Kreditderivaten gerade kein Kapital zur Verfügung gestellt wird, fehlt den Prämien das (einzige) Element des rechtlichen Zinsbegriffs⁸⁵². Dieser rechtliche Zinsbegriff ist auch zu relativieren, denn das OR selbst unterscheidet Zinszahlungen voneinander, wie auch gegenüber anderen periodischen Leistungen⁸⁵³. In dieser rechtlichen Konzeption des Begriffs des Zinses sind Prämienzahlungen bei Kreditderivaten – obschon eine wirtschaftliche Verwandtschaft besteht sowie eine natürliche Vermutung zugunsten einer Zinszahlung existiert⁸⁵⁴ – nicht als Zinsen im Sinne des OR aufzufassen. Neben den Diskrepanzen auf der begrifflichen Ebene eignen sich zumindest nicht sämtliche Regelungen zum Zins zur Übernahme auf die Prämienzahlungen, wie m.E. der dispositive Zinsfuß nach Art. 73 Abs. 1 OR. Ferner fallen z.B. Mietzinszahlungen, welche als Entgelt für die Überlassung einer Sache⁸⁵⁵ näher am rechtlichen Zinsbegriff stehen als die Prämienzahlungen von Kreditderivaten, nicht unter den Zinsbegriff von Art. 105 Abs. 1⁸⁵⁶.

cc) *Periodische Leistungen und Teilleistungen*

Die Prämienzahlungen erfolgen insbesondere beim CDS und TRS als periodische Leistungen, wobei beim TRS auch weitere Leistungen eine Periodizität aufweisen (können). Im Bereich der periodischen Leistungen findet sich

⁸⁴⁹ Siehe Teil I, Zins.

⁸⁵⁰ Siehe zum Credit Spread oben I:III.2.b (S. 53).

⁸⁵¹ Siehe oben 2.a)bb) (S. 117).

⁸⁵² Ungenau BGer 5A.420/2008 *passim*, welches die periodischen Leistungen des Zinsswaps als Zinszahlungen bezeichnet. Die Betrachtung der Prämie des Equity TRS als Zinszahlung dagegen ist in dieser Ansicht insoweit folgerichtig, da das BGer im Kaufgeschäft zu Transaktionsbeginn eine Beschaffung von Liquidität sah (a.a.O. E. 3); ungenau dagegen wiederum a.a.O. E. 5 wo das BGer die Prämie als Zinszahlung der Weiterleitung der bezogenen Dividenden gegenüberzustellen scheint.

⁸⁵³ Vgl. z.B. Art. 89 Abs. 1, Art. 128 Ziff. 1 OR.

⁸⁵⁴ BK-WEBER, N 30 zu Art. 105.

⁸⁵⁵ So Art. 257 OR.

⁸⁵⁶ BGer 5C.97/2006 E. 2.3.1; vgl. ferner ZK-HIGI, N 10 zu Art. 257d.

häufig auch der Begriff der Teilleistung, insbesondere beim Sukzessivlieferungsvertrag⁸⁵⁷ wie auch beim Leasingvertrag⁸⁵⁸. Die Lieferung erfolgt in jenem Rahmen aufgrund einer *wirtschaftlichen* Notwendigkeit gestaffelt, wobei der Zeitpunkt der Lieferung häufig auf Abruf des Käufers oder nach dessen Bedarf erfolgt⁸⁵⁹. Mit Teilleistungen⁸⁶⁰ befasst sich auch Art. 69 OR, wonach gem. Abs. 1 der Gläubiger eine solche grundsätzlich nicht anzunehmen braucht. Sie können sich jedoch z.B. aus einer *faktischen* Notwendigkeit heraus ergeben⁸⁶¹. Da die Fälligkeit von Teilleistungen aus einem Sukzessivlieferungsvertrag jeweils nur für diesen einen Teil der Leistung eintritt, handelt es sich um keine Teilleistungen nach Art. 69 OR. So wird ebenfalls der Charakter von Mietzinsen sowie Darlehenszinsen als Teilleistung zumindest i.S.v. Art. 69 abgelehnt⁸⁶².

Abgrenzen lassen sich die Miet- sowie Darlehenszinszahlungen von den «Teilleistungen» des Sukzessivlieferungsvertrages, als diese jeweils punktuell ohne Bezug zu einem zeitlichen Element erfolgen, währenddessen jene für einen bestimmten Zeitraum berechnet sowie für diesen Zeitraum geleistet werden.

Für periodisch zu bezahlende Leistungen wie Mietzinsen⁸⁶³ und Darlehenszinsen⁸⁶⁴ gehen Rechtsprechung und herrschende Lehre davon aus, dass sie jeweils *pro rata* für die zu leistende Periode entstehen⁸⁶⁵, wobei die

⁸⁵⁷ Vgl. KELLER/SIEHR, Kaufrecht, 147; GUHL/KOLLER, OR, § 41 N 49; BSK-KOLLER, N 29 zu Art. 184.

⁸⁵⁸ Leasingzins als Teilleistung: BGer 4A.404/2008 E. 4.1.1.

⁸⁵⁹ Vgl. KELLER/SIEHR, Kaufrecht, 147.

⁸⁶⁰ Art. 69 OR umfasst nicht nur Teilzahlungen, sondern auch andere teilbare Leistungen: GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2367.

⁸⁶¹ Vgl. SCHWENZER, OR AT, Rz. 7.24. Übersicht über die Ausnahmen: GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2369 ff.

⁸⁶² Dazu GUHL/KOLLER, OR, § 29 N 10 i.f.; ZK-SCHRANER, N 12 zu Art. 69; BK-WEBER, N 22 zu Art. 69; BSK-LEU, N 2 zu Art. 69; GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2367.

⁸⁶³ Mietzinsen sind nicht zwingend periodisch auszugestalten, vgl. ZK-HIGI, N 7 zu Art. 257c.

⁸⁶⁴ Darlehenszinsen sind jedoch nicht zwingend periodisch auszugestalten, vielmehr gelten auch Einmalleistungen und Leistungen in Raten als Darlehenszinsen, siehe ZK-HIGI, N 8 f. zu Art. 314.

⁸⁶⁵ Vgl. BGE 115 III 65 E. 3 b): «*Sieht der Vertrag [...] die periodische Leistung eines Mietzinses vor, so stellt sich der Anspruch des Vermieters auf dieses Entgelt nicht als eine im Moment des Vertragsschlusses für die ganze vereinbarte Mietdauer begründete Forderung dar, die bloss hinsichtlich ihrer Fälligkeit in einzelne Raten zerfallen würde, sondern die Mietzinsforderung entsteht mit dem Ablauf oder dem Beginn einer jeden Zahlungsperiode von neuem*»; ebenso

Ausgestaltung von Erfüllbarkeit und Fälligkeit den Parteien obliegt⁸⁶⁶. Dabei kann die Fälligkeit auf den Beginn der Periode (*praenumerando*) oder auf das Ende der Periode (*postnumerando*) festgesetzt werden. Subsidiär sieht das OR für Mietzinsen nach Art. 257c OR die Fälligkeit *postnumerando* vor; für Darlehenszinsen wird dies im Rahmen von Art. 314 Abs. 2 OR ebenfalls vertreten⁸⁶⁷.

Dasselbe wie für Miet- und Darlehenszinsen hat grundsätzlich auch für die periodischen Prämienzahlungen bei Kreditderivaten zu gelten: so insbesondere für die Prämienzahlungspflicht des Sicherungsnehmers bei einem CDS und derjenigen des Sicherungsgebers bei einem TRS. Die ebenfalls periodisch zu leistende Weiterleitung der Erträge beim TRS wird im Rahmen dessen Rechtsnatur behandelt⁸⁶⁸.

c) Abwicklungsmöglichkeiten

Ein Kreditderivat kann wie derivative Finanzinstrumente im allgemeinen auf verschieden Arten abgewickelt werden. Der Terminus Abwicklung bezieht sich an dieser Stelle auf die Art und Weise, wie der Sicherungsgeber für die Risikoübernahme einzustehen, d.h. seinen Ausgleich für den Eintritt des Risikos zu erbringen hat. In den CDD wird sowohl für Cash Settlement (Sec. 7.3) als auch beim Physical Settlement (Sec. 8.5) hinsichtlich des Betrages auf den *Floating Rate Payer Calculation Amount* als Überbegriff abgestellt. In der vorliegenden Arbeit soll der Begriff Ausgleichsleistung als Überbegriff für die (im folgenden zu erklärenden) Abwicklungsmöglichkeiten verwendet werden.

aa) Bedeutung der Art der Ausgleichsleistung

Die sog. Abwicklung bei derivativen Instrumenten kann verschiedenartig vereinbart werden. Im Grundsatz sind zwei Varianten möglich, das sog. Cash Settlement oder das Physical Settlement. Vom wirtschaftlichen Standpunkt aus sind die verschiedenen Abwicklungsmöglichkeiten insoweit identisch, als sie *ceteris paribus* keinen Einfluss auf die Vermögenslage der Parteien nach erfolgter Abwicklung haben, da mittels dem Cash Settlement

bereits BGE 41 III 224 E. 2; für Darlehenszinsen siehe ZK-HIGI, N 9, 13 zu Art. 314; für Mietzinsen siehe ZK-HIGI, N 9 zu Art. 257c.

⁸⁶⁶ Siehe auch ZK-HIGI, N 25 ff. zu Art. 313 sowie a.a.O. N 8 f. zu Art. 314.

⁸⁶⁷ ZK-HIGI, N 12 zu Art. 314; BSK-SCHÄRER/MAURENBRECHER, N 5 zu Art. 314.

⁸⁶⁸ Siehe dazu unten IV.4.a)aa) (S. 241).

wesentlich die wirtschaftlichen Effekte des Physical Settlement nachgebildet werden⁸⁶⁹.

Aus rechtlicher Sicht unterscheiden sich die Abwicklungsmöglichkeiten dadurch, als Cash Settlement einzig eine Geldleistung als Leistungspflicht einer Partei beinhaltet, während Physical Settlement ein vertragliches Verhältnis mit beidseitigen Rechten und Pflichten bzw. Obliegenheiten umfasst. So wird denn auch bei der Option zwischen Optionsvertrag und dem Hauptvertrag als das Physical Settlement umfassende Vertragsverhältnis unterschieden⁸⁷⁰. An diesem Hauptvertrag wird teilweise sogar bei Optionen auf abstrakter Basis – welche wesentlich eine Geldleistung (wie beim Cash Settlement) begründen – festgehalten⁸⁷¹, obwohl in dieser Konstellation richtigerweise kein Hauptvertrag zu erkennen ist⁸⁷².

Ferner kann auch die Versicherungsleistung im Versicherungsvertrag darin bestehen, dass der Versicherungsnehmer im Schadenfall der Versicherung den versicherten Gegenstand zu verkaufen hat, wobei die Versicherung den Neuwert als Kaufpreis entrichtet⁸⁷³. Soweit ersichtlich wurde in der Lehre dieser «Versicherungsvertrag mit Physical Settlement» niemals besonders behandelt oder in zwei Verträge unterteilt, wobei mit einem ersten Vertrag das Verkaufsrecht begründet wird und im Hauptvertrag die Versicherungsleistung «untergebracht» wird.

M.E. darf die Art der Abwicklung damit keinen Einfluss auf die Qualifikation eines der im folgenden behandelnden Kreditderivate ausüben, und damit auch generell nicht auf derivative Finanzinstrumente. Ferner ist auch zu beachten, dass die Art der Abwicklung aus ökonomischer Sicht regelmäßig auf dasselbe hinausläuft⁸⁷⁴ und die konkret vereinbarte Abwicklung schliesslich nur eine von mehreren Möglichkeiten darstellt – welche jedoch aus dem Blickwinkel des damit einhergehenden Risikos nicht zwingend

⁸⁶⁹ Vgl. z.B. CASPER, Optionsvertrag, 97.

⁸⁷⁰ Vgl. PULVER, Optionsgeschäfte, 241, 248.

⁸⁷¹ Vgl. PULVER, Optionsgeschäfte, 248.

⁸⁷² REINER, Derivative Finanzinstrumente, 15.

⁸⁷³ Als denkbare Variante der Versicherungsleistung: BANZ, Allfinanz, 17, 61. Vgl. auch VVG-STOESSEL, N 7 zu Allg. Einl.; KUHN, Privatversicherungsrecht, N 498 (Geldleistung beim Versicherungsvertrag als Regel). Ferner Prudential Insurance Company v. Commissioners of Inland Revenue, 1904 WL 12952 (KBD), [1904] 2 K.B. 658, 663: «usually but not necessarily the payment of a sum of money, upon the happening of some event». Als Indiz gegen den Versicherungsvertrag jedoch BERG, Kreditderivate, 415.

⁸⁷⁴ Vgl. für den TRS: CSX Corporation v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP, 562 F.Supp.2d 511 (S.D.N.Y. 2008), 520.

gleichlaufend zu sein brauchen. Damit ist gleichzeitig auch gesagt, dass m.E. die aus dem Physical Settlement als kaufvertraglichem Verhältnis fließenden Gewährleistungsregeln beim Cash Settlement analog zur Anwendung gelangen müssen.

Von diesen Gedanken ausgehend werden im folgenden die verschiedenen Kreditderivate behandelt. Dabei wird aus sprachlichen Gründen von der Ausgleich*leistung* gesprochen, welche jegliche Abwicklung – auch die vertragliche durch Physical Settlement – umfassen soll, unter Ausgleich*zahlung* dagegen nur das Cash Settlement verstanden wird.

bb) Cash Settlement als Geldschuld

Cash Settlement bezeichnet die Zahlungsverpflichtung des Sicherungsgebers – eine Forderung des Sicherungsnehmers mit einer Geldschuld zum Inhalt. Verschiedentlich vertreten Teile der Lehre die Auffassung, dass ein Cash Settlement eine Geldschuld von beiden Parteien umfasse, welche miteinander zu verrechnen seien⁸⁷⁵. M.E. ist grundsätzlich von einer einzigen Schuld auszugehen, welche anhand der Differenz zu berechnen ist. Dies zumindest sofern keine anderslautende Abrede vorhanden ist.

cc) Physical Settlement als Kaufvertrag

Beim Physical Settlement hat der Sicherungsnehmer einen Anspruch, dem Sicherungsgeber die vertraglich vereinbarten Referenzverbindlichkeiten zum vereinbarten Preis bzw. i.d.R. zu *par* anzudienen. Welche Verbindlichkeiten lieferbar sind, haben die Parteien im Vertrag zu bezeichnen; sofern eine Referenzverbindlichkeit als Basiswert gewählt wird, gilt diese nach den CDD regelmässig – sofern keine abweichenden Vereinbarungen getroffen wurden – ungeachtet der für die lieferbaren Verbindlichkeiten vereinbarten Kriterien als lieferbar⁸⁷⁶. Beim TRS und der CSO dagegen ist regelmässig ausschliesslich die Referenzverbindlichkeit lieferbar.

Als Referenzverbindlichkeiten kommen insbesondere Anleihen oder Forderungen aus Darlehen (Bankkrediten) in Frage. Die Übertragung dieser Verbindlichkeiten in Erfüllung der Verpflichtung ist abhängig vom konkreten Gegenstand. Bei der Übertragung von Forderungen aus einem Darlehens-/Kreditvertrag handelt es sich beim Verfügungsgeschäft um eine

⁸⁷⁵ Für die Option auf abstrakter Basis: PULVER, Optionsgeschäfte, 245; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 113. Siehe ferner beim TRS unten IV.1.b)aa)1) (S. 220).

⁸⁷⁶ Vgl. sec. 2.15(b), ferner sec. 2.20(b)(i) 2. Abschnitt und Sections 2.32(a) und 2.33(a); BECK, Insidergeschäfte, 20 f.

Zession⁸⁷⁷, die Übertragung von Wertpapieren oder unverbrieften Wertrechten erfolgt nach wertpapierrechtlichen Grundsätzen: von Inhaberpapieren wie Obligationen nach sachenrechtlichen Regeln durch Eigentumsübertragung⁸⁷⁸, von Namenpapieren durch Übertragung des Papierbesitzes und schriftlicher Zessionserklärung⁸⁷⁹, von Wertrechten nach Art. 973c Abs. 4 OR durch schriftliche Zessionserklärung⁸⁸⁰ und von Bucheffekten nach Art. 24 Abs. 1 BEG durch Weisung an die Verwahrungsstelle⁸⁸¹.

Das obligatorische Grundgeschäft ist beim Physical Settlement unabhängig der zu liefernden Verbindlichkeit und damit der Art des Verfügungsgeschäftes grundsätzlich als ein Kaufvertrag i.S.v. Art. 184 OR (oder zumindest kaufvertragsähnlich⁸⁸² zu qualifizieren⁸⁸³, als dessen *Essentialia* Kaufgegenstand, Übertragung zu Eigentum sowie Kaufpreis gelten⁸⁸⁴. Gegenstand des Physical Settlement sind entweder Forderungen⁸⁸⁵ oder Wertpapiere bzw. Wertrechte. Dies sind mögliche Kaufgegenstände⁸⁸⁶. Es steht den Parteien frei, mehrere Gegenstände (Forderungen, Anleihen) als lieferbar zu bezeichnen und u.U. deren Kriterien festzulegen und damit eine Wahlobligation zu begründen⁸⁸⁷. Liegt eine solche vor, so steht im Zweifelsfall dem Schuldner das Wahlrecht zu⁸⁸⁸. Des weiteren liegt auch die Absicht der Parteien vor,

⁸⁷⁷ Vgl. ZK-SCHÖNLE, N 72 zu Art. 184.

⁸⁷⁸ ZK-SCHÖNLE, N 72 zu Art. 184; MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 2 N 156 ff.; HONSELL, BT, 32.

⁸⁷⁹ MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 2 N 103 ff.; HONSELL, BT, 32.

⁸⁸⁰ Siehe MEIER-HAYOZ/VON DER CRONE, Wertpapierrecht, § 25 N 28 ff.; HESS/FRIEDRICH, GesKR 2008, 109; HONSELL, BT, 32.

⁸⁸¹ HESS/FRIEDRICH, GesKR 2008, 103 ff.; BÄRTSCHI, AJP 2009, 1078

⁸⁸² Sofern z.B. ein unvollkommener Kaufvertrag vorliegt, falls eine Partei zur Leistung nicht verpflichtet wird, wie beim CDS: siehe unten III.4.b)bb)2) (S. 211).

⁸⁸³ Vgl. zum Forward/Future als Kaufvertrag oben 1:II.3.a)bb) (S. 38); zur Option bzw. deren von der h.L. als Hauptvertrag bezeichneten Abwicklung als Kaufvertrag oben 1:II.3.c)bb) (S. 45).

⁸⁸⁴ Statt vieler: GUHL/KOLLER OR, § 41 N 5.

⁸⁸⁵ Bei einem Bankkredit als lieferbare Verbindlichkeit wird regelmässig nur die Forderung auf Rückzahlung des Kapitals übertragen, nicht die gesamte vertragliche Beziehung.

⁸⁸⁶ Kaufgegenstand können neben körperlichen Sachen auch Forderungen oder andere Rechte sein: BK-GIGER, N 18 zu Art. 184; ZK-SCHÖNLE, N 60 zu Art. 184; GUHL/KOLLER, OR, § 41 N 2; HONSELL, BT, 31; BSK-KOLLER, N 10 f. zu Art. 184.

⁸⁸⁷ In der Praxis ist beim CDS die Bestimmung von mehreren zu liefernden Anleihen üblich, siehe HULL, Derivatives, 551.

⁸⁸⁸ Art. 72 OR. Dies ist insofern bedeutend, als sogleich nach einem Credit Event nicht alle Anleihen eines Referenzschuldners zum gleichen Preis gehandelt werden; dem

den Kaufgegenstand zu Eigentum zu übertragen bzw. einen Vollrechtserwerb zu ermöglichen⁸⁸⁹.

Der Käufer beim Physical Settlement, in der Regel der Sicherungsgeber, hat im Gegenzug eine Geldzahlung zu erbringen. Diese ist als Kaufpreis der Verbindlichkeiten zu sehen. Vorausgesetzt wird für den Kaufpreis, dass dieser bei Vertragsschluss mindestens bestimmbar ist⁸⁹⁰. Auch diese Voraussetzung ist bei Kreditderivaten gegeben: Regelmässig entspricht er dem Nominalwert oder dem (festgelegten) Marktwert der Referenzverbindlichkeit zum Zeitpunkt des Vertragsbeginns des Kreditderivates.

Die Tatsache, dass dieser Kaufpreis regelmässig im grossen Umfang vom eigentlichen Marktwert des Kaufgegenstandes zum Zeitpunkt der Erfüllung abweicht, hindert dessen Betrachtung als Kaufpreis und damit die (grundsätzliche) Qualifikation des Physical Settlement als Kaufvertrag nicht. Insbesondere handelt es sich mangels Festsetzung des Kaufpreises in Schenkungsabsicht nicht um einen mit einer Schenkung gemischten Kaufvertrag (sog. gemischte Schenkung), wobei bei dieser in der Regel auch der Kaufpreis niedriger als der Marktpreis bzw. Verkehrspreis festgesetzt wird⁸⁹¹. Die aus dem Kaufvertrag fliessende Pflicht zur Zahlung des Kaufpreises übernimmt in der vorliegenden Auffassung jeweils die Funktion der Hauptleistung des Sicherungsgebers⁸⁹². Vor diesem Hintergrund sind auch die Wertdifferenzen zwischen Wert des Kaufgegenstandes sowie dem geschuldeten Kaufpreis zu begründen und als vertretbar zu betrachten. Damit ist auch eine allfällige Übervorteilung oder Sittenwidrigkeit auszuschliessen⁸⁹³.

Von der Qualifikation des Physical Settlement als Kaufvertrag ist die Qualifikation des diese Form der Abwicklung beinhaltenden Vertrages bzw. Kreditderivates selbst zu unterscheiden, welches daneben noch weitere, ausserhalb eines Kaufvertrages liegenden Rechte und Pflichten schafft.

Sicherungsnehmer steht diesbezüglich eine sog. *Cheapest to Deliver Option* zu: siehe HULL, Derivatives, 551.

⁸⁸⁹ Siehe sec. 8.2 CDD zur Definition von *Deliver*.

⁸⁹⁰ Statt vieler: GUHL/KOLLER OR, § 41 N 5.

⁸⁹¹ Vgl. HONSELL, BT, 26, 195.

⁸⁹² Siehe dazu oben aa) (S. 143).

⁸⁹³ Vgl. dazu HONSELL, BT, 39 f.

d) Erfüllung von Geldleistungspflichten

Die Verpflichtung zu einer Geldleistung als Gegenstand einer Obligation wird als Geldschuld bezeichnet⁸⁹⁴. Diese ist regelmässig eine Geldsummensschuld, sofern deren Inhalt einzig durch eine Zahl bestimmt wird und nicht die Leistung in einer ausländischen Währung explizit vereinbart worden ist (Geldsortenschuld)⁸⁹⁵. Die Geldsummensschuld ist durch Leistung von Geldzeichen im Wert der Geldschuld zu erfüllen⁸⁹⁶. Lautet die Schuld auf inländische Währung, ist der Gläubiger verpflichtet, die Landeswährung anzunehmen⁸⁹⁷. Lautet die Schuld hingegen auf ausländische Währung, so besteht nach Art. 84 Abs. 1 grundsätzlich die Pflicht, in dieser Währung zu bezahlen und anzunehmen. Alternativ wird der Schuldner jedoch kraft positiver gesetzlicher Vorschrift ermächtigt, eine in der Schweiz erfüllbare Schuld in Inlandwährung zu erfüllen (Art. 84 Abs. 2 OR). Dies hat auch zu gelten, wenn keine Währung vereinbart wurde, vorausgesetzt, die Summe der Schuld lässt sich trotz mangelnder Regelung einer Zahlungswährung überhaupt feststellen⁸⁹⁸.

Sofern explizit die Leistung in ausländischer Währung vorbehalten wurde, wird die Alternativermächtigung nach Art. 84 Abs. 2 *i.f.* OR ausgeschlossen: diesfalls ist in der vereinbarten Währung zu erfüllen⁸⁹⁹.

Will der Schuldner seine Schuld mittels im Geschäftsverkehr regelmässig anzutreffender bargeldloser Überweisung erfüllen, so hat er dazu grundsätzlich ermächtigt zu sein, da eine solche Überweisung keine Zahlung im Rechtssinn darstellt⁹⁰⁰. Zeitpunkt der Erfüllung ist nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung grundsätzlich Gutschrift auf dem Konto des Gläubigers⁹⁰¹, es sei denn, der Gläubiger habe die Post als Zahlstelle bezeichnet, indem er dem Schuldner einen Einzahlungsschein hat zukommen lassen⁹⁰².

Im Rahmen von Transaktionen mit Kreditderivaten und den CDD ist aufgrund der Art der Geschäftsbeziehung und dem Umfang der einzelnen

⁸⁹⁴ GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2288.

⁸⁹⁵ GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2289; GUHL/KOLLER, OR, § 11 N 2, N 14.

⁸⁹⁶ GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2289.

⁸⁹⁷ Art. 84 Abs. 1 OR, siehe GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2295 ff.

⁸⁹⁸ Siehe dazu z.B. GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2304; GUHL/KOLLER, OR, § 11 N 6.

⁸⁹⁹ GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2304 f.; GUHL/KOLLER, OR, § 11 N 14.

⁹⁰⁰ GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2315 f.

⁹⁰¹ BGE 119 II 232 E. 2; 124 III 112 E. 2.a; siehe auch GUHL/KOLLER, OR, § 29 N 8 m.w.H.; GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2320.

⁹⁰² BGE 124 III 145 E. 2a.

Geldleistungen ohne zusätzlichen Vereinbarungen grundsätzlich davon auszugehen, dass einerseits zumindest eine Ermächtigung besteht, mittels bargeldloser Überweisung zu erfüllen. Da Berechnungs- und Zahlungstermin oftmals zusammenfallen, ist ohne gegenteilige Vereinbarung andererseits für die rechtzeitige Erfüllung m.E. auf den Zeitpunkt des Überweisungsauftrages abzustellen⁹⁰³. Eine davon abweichende Vereinbarung sehen regelmässig die Rahmenverträge vor: zwar besteht eine Ermächtigung bzw. Pflicht zur bargeldlosen Bezahlung, die Gutschrift muss jedoch am Fälligkeitstermin selbst erfolgen⁹⁰⁴.

⁹⁰³ Vgl. z.B. sec. 2.8 CDD, wonach das Ende der Berechnungsperiode dem vereinbarten Zahlungstermin nach sec. 2.10 CDD entsprechen soll, sollte kein abweichendes Datum festgelegt worden sein.

⁹⁰⁴ Vgl. Sec. 2.a.ii 2002 MA; Ziff. 3.2 SRV OTC.

III. Credit Default Swaps

Das vorliegende Kapitel dient der spezifischen vertragsrechtlichen Erfassung des als Credit Default Swap bezeichneten Vertrages. Die Darstellung dessen Grundstruktur und ein Anwendungsbeispiel finden sich im ersten Teil⁹⁰⁵, ein Beispiel für eine Transaktionsbestätigung im vierten Teil⁹⁰⁶.

Aus der Grundstruktur des Credit Default Swaps lassen sich die folgenden Vertragsmerkmale ableiten:

- Ein selbständiger Vertrag zwischen dem sog. Sicherungsgeber und -nehmer;
- in welchem ein kreditrisikobehafteter Basiswert (ein Referenzschuldner und/oder eine Referenzverbindlichkeit),
- sowie ein Nominalwert festgelegt werden;
- der Sicherungsnehmer (regelmässige) Prämienzahlungen,
- der Sicherungsgeber im Gegenzug eine vom Eintritt eines ungewissen Ereignisses (Credit Event) abhängige Ausgleichsleistung schuldet;
- eine Laufzeit aufweist, nach deren Ablauf der Credit Event nicht mehr eintreten kann und die Prämienzahlung spätestens beendet wird.

Im folgenden wird zu Beginn unter 1. der eigentliche Vertragsinhalt eines CDS unter Bezugnahme auf die CDD sowie verschiedene Gestaltungsvarianten dargestellt. Im Anschluss unter 2. sind Fragen der vertragsrechtlichen Qualifikation des CDS zu klären, wobei auch unter diesem Punkt der Frage nachzugehen ist, inwiefern der CDS aus vertraglicher Sicht als derivatives Finanzinstrument zu betrachten ist, bevor unter 3. die vorliegend als vertragstypenübergreifenden Zuordnungen vorzunehmen sind, unter welchen der synallagmatische Vertrag, das Dauerschuldverhältnis sowie der Differenzeinwand behandelt werden. Unter 4. ist die Rechtsnatur einzelner Elemente eines CDS zu bestimmen, jene der Leistungsvoraussetzungen, der Hauptleistungspflichten und der Laufzeit, sowie besondere Regeln des Bedingungsrechts anzusprechen.

⁹⁰⁵ Oben1:I.2.a (S. 16).

⁹⁰⁶ Unten 4:I.1.b) (S. 326).

1. Vertragsinhalt

Nachfolgend wird der Vertragsinhalt eines CDS unter Bezugnahme auf die CDD dargestellt, auf die wirtschaftlichen Hintergründe der einzelnen Vertragsbestandteile eingegangen wie auch verschiedene Strukturierungsvarianten aufgezeigt, welche neben einem (plain vanilla) Single Name CDS möglich sowie bis zu einem gewissen Mass auch verbreitet sind.

Zu Beginn werden unter a) die *essentialia negotii* des CDS zu bestimmt. Anschliessend erfolgt unter b) die Behandlung der Leistungspflichten der Parteien, als welche die Prämienzahlungspflicht des Sicherungsnehmers sowie die Pflicht zur Ausgleichsleistung des Sicherungsgebers zu zählen sind. Unter c) wird die Bedeutung sowie einzelnen Tatbestände der für ein CDS zentralen Credit Events aufgezeigt, und unter d) die des weiteren als Leistungsvoraussetzungen geltenden Mitteilungspflichten. Unter e) ist auf die Basiswerte eines CDS und abschliessend unter f) auf die Regelungen zur Laufzeit sowie den Möglichkeiten des Vertragsendes einzugehen.

a) *Essentialia negotii*

Essentialia des CDS sind die Prämienzahlung sowie die Festlegung des Basiswerts. Erstere ist mindestens bestimmbar auszugestalten, unter letzterem sind mindestens ein Referenzschuldner sowie der ebenfalls zum Basiswert zählende Nominalwert festzulegen. Die übrigen Punkte lassen sich schliesslich auch von aussen bestimmen: für die zahlungsauslösenden Credit Events lässt sich wohl sogar eine Marktüblichkeit herauslösen, bei den ökonomisch austauschbaren Varianten der Ausgleichsleistung ist aufgrund der Eigenschaft des CDS als synthetisches Instrument m.E. für die Abwicklung als Cash Settlement zu entscheiden, sofern eine zuverlässige Bewertung der Referenzverbindlichkeit möglich ist. Die massgebende Referenzverbindlichkeit wäre im Falle einer ausschliesslichen Bestimmung des Referenzschuldners i.S. einer Wahlobligation durch den Schuldner zu bestimmen⁹⁰⁷. Der Dauer schliesslich kann anhand der oben angeführten Kriterien⁹⁰⁸ ebenfalls von aussen ein Ende gesetzt werden, sollte keine Laufzeit vereinbart worden sein, und die Zeitpunkte der Prämienzahlung lassen sich in Bezug auf Finanzierungsverträge im allgemeinen oder der Referenzverbindlichkeit im besonderen bestimmen.

⁹⁰⁷ Vgl. Art. 72 OR.

⁹⁰⁸ Siehe oben II.3.d)bb) (S. 129).

b) Leistungspflichten**aa) Prämienzahlung**

Der Sicherungsnehmer hat dem Sicherungsgeber während der Laufzeit des CDS periodisch Prämienzahlungen zu entrichten, welche in der Praxis viertel-, halb- oder jährlich zahlbar sind⁹⁰⁹ und auf den Nominalwert des CDS berechnet werden. Beim plain vanilla CDS ist dieser Prozentsatz fix und gilt für die gesamte Laufzeit des CDS. Bei einer Variante des CDS, dem sog. Constant Maturity Credit Default Swap (CMCDS), wird dagegen die Prämie für jede Berechnungsperiode in Bezug zum aktuellen Credit Spread des Referenzschuldners neu festgelegt^{910 911}. Als CDS Spread wird grundsätzlich der Prozentsatz per annum verstanden, demgegenüber die Prämie umfassender für die eigentliche Leistung gilt⁹¹².

Grundsätzlich besteht der wirtschaftliche Zweck der Prämie in der Entschädigung des Sicherungsgebers für dessen Risikotragung⁹¹³, womit der Umfang der Prämie relativ zu einem risikofreien Zinssatz berechnet werden sollte⁹¹⁴. Tatsächlich stimmen die CDS Spreads mit dem Credit Spread der Referenzverbindlichkeit(en) jedoch nicht (immer) überein⁹¹⁵. Vielmehr wird der CDS Spread häufig in Bezug zum Asset Swap-Markt⁹¹⁶ bzw. dem Repo-Zins berechnet⁹¹⁷. Denn sowohl die Finanzierungskosten des Sicherungsnehmers für die Referenzverbindlichkeit sowie das Kreditrisiko des Sicherungsgebers als Gegenparteiisiko vermögen – neben der Ausfallwahr-

⁹⁰⁹ DAS, *Credit Derivatives*, 30; CHEN/FABOZZI/O'KANE, *Valuation*, 256; HULL, *Derivatives*, 549; vgl. auch MERRILL LYNCH, *Credit Derivatives Vol. 1*, 11; HEINRICH, *Kreditderivate*, 39.

⁹¹⁰ PARKER, *Credit Derivatives*, 43.

⁹¹¹ Zum Zinsswap in einer CMS und CMT-Ausgestaltung siehe z.B. HULL, *Derivatives*, 738 f.

⁹¹² CHEN/FABOZZI/O'KANE, *Valuation*, 256; HULL, *Derivatives*, 549.

⁹¹³ PARKER, *Credit Derivatives*, 390; CHEN/FABOZZI/O'KANE, *Valuation*, 256; vgl. ferner ZHANG/ZHOU/ZHU, *CDS Spreads*, 2.

⁹¹⁴ Sie sollte unter Ausschluss aller übrigen Faktoren identisch mit dem Spread der Zinszahlungen des Basiswertes sein: HULL, *Derivatives*, 550 f.; SUNDARESAN, *Fixed Income*, 388.

⁹¹⁵ Vgl. O'KANE, *Lehman*, 31 f.; CHEN/FABOZZI/O'KANE, *Valuation*, 265.

⁹¹⁶ Der Asset Swap Spread gilt ebenfalls als Messgröße für das Kreditrisiko, siehe dazu oben Fn. 424.

⁹¹⁷ Siehe MERRILL LYNCH, *Credit Derivatives Vol. 1*, 14; ferner O'KANE, *Default Swaps*, 7 f.; CHEN/FABOZZI/O'KANE, *Valuation*, 265; CHAPLIN, *Credit Derivatives*, 81.

scheinlichkeit des Referenzschuldners und der Wiedergewinnungsquote⁹¹⁸ – in die Berechnung miteinzufliessen⁹¹⁹, und schliesslich kann auf liquide CDS auch die Nachfrage eine Erhöhung der Absicherungskosten gegenüber dem Credit Spread der Referenzverbindlichkeiten mit sich bringen⁹²⁰. Ferner ist auch zu beachten, dass die Credit Spreads von Anleihen bzw. Referenzverbindlichkeiten selbst zwar im Zusammenhang mit dem Kreditrisiko stehen, jedoch auch keine klaren Aussagen zu deren genauer Abhängigkeit voneinander existieren⁹²¹. Der CDS Spread umfasst daher nach gewissen Autoren das reine Ausfallrisiko des Referenzwertes am besten und reagiert rascher auf Veränderungen als der Credit Spread⁹²². Der CDS Spread beinhaltet folglich selbst auch Informationen über das Ausfallrisiko⁹²³.

Im Anwendungsbereich der CDD werden die Prämien als *Fixed Payments*⁹²⁴ oder *Fixed Amount*⁹²⁵ bezeichnet; Artikel V sowie teilweise Artikel II der CDD enthalten dazu detaillierte Bestimmungen.

In der Transaktionsbestätigung wird zumeist nur ein Prozentsatz oder Referenzzinssatz (CDS Spread) festgelegt, welcher nach sec. 5.1(b) CDD mit dem Nominalwert des CDS, der jeweiligen Berechnungsdauer und dem Zinstagequotienten (*Fixed Rate Day Count Fraction*) multipliziert den Umfang der zu bezahlenden Prämie ergibt.

Zu bezahlen ist die Prämie nach sec. 5.1 am *Fixed Rate Payer Payment Date*, welches nach sec. 2.8 ohne andere Vereinbarung gleichzeitig auch das *Fixed Rate Payer Period End Date* darstellt. Berechnet wird die Berechnungsperiode (*Fixed Rate Payer Calculation Period*) nach sec. 2.9 vom und inkl. dem

⁹¹⁸ Siehe dazu z.B. SUNDARESAN, *Fixed Income*, 388 ff. Zu diesen beiden Grössen siehe auch oben 1:III.2.a (S. 52); sie sind grundsätzlich bereits im Credit Spread der Referenzverbindlichkeit enthalten. Beim CDS zählen zusätzlich auch die Definition der Credit Events bzw. die Anzahl der zahlungsauslösenden Credit Events, welche ebenfalls einen Einfluss auf den CDS Spread ausüben, zu diesen Punkten. Siehe dazu PACKER/ZHU, *CDS pricing*, 89 f.

⁹¹⁹ Vgl. DORENDORF, *Kreditderivate*, 67 f.; MERRILL LYNCH, *Credit Derivatives Vol. 1*, 14; VENOKUR/MAGIDSON/SINGER, *GLFDLR 2008/11*, 9.

⁹²⁰ Siehe dazu O'KANE, *Lehman*, 31 f.; O'KANE, *Default Swaps*, 8; CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 4.174. Zu einigen Modellen zur Bewertung von CDS siehe z.B. RACICOT/THÉORET, *Default Risk*, *passim*.

⁹²¹ Zum Credit Spread siehe oben 1:III.2.b)cc) (S. 56).

⁹²² So ZHANG/ZHOU/ZHU, *CDS Spreads*, 2.

⁹²³ DE SERVIGNY/SANDOW, *Risk*, 76; vgl. auch TETT in LIPTON/RENNIE (*Hrsg.*), *Credit Derivatives*, 11.

⁹²⁴ Ziff. 2 2003 Ex. A.

⁹²⁵ Sec. 2.5 CDD.

Berechnungstag der zeitlich davorliegenden Berechnungsperiode bis exkl. dem darauffolgenden Berechnungstag, wobei nach (a) und (b) leicht abweichende Regeln für die erste sowie die letzte Berechnungsperiode gelten. Dabei stellt sec. 5.4 CDD klar, dass die an einem bestimmten Tag zu bezahlende Prämie mit Bezug zu jener Berechnungsperiode zu berechnen ist, deren Enddatum zeitlich am nächsten zu diesem Zahlungstermin steht, die Prämie demnach *postnumerando* geschuldet ist.

Sec. 5.3 CDD enthält detaillierte Bestimmungen zur *Fixed Rate Day Count Fraction*, wobei bei keiner Wahl eines der erwähnten Zinstagequotienten nach sec. 5.3 (f) CDD Actual/360 gelten soll.

bb) Ausgleichsleistung

Der Sicherungsgeber verpflichtet sich, dem Sicherungsnehmer eine Ausgleichsleistung zu erbringen, welche als Cash Settlement (2) oder Physical Settlement (3) ausgestaltet werden kann und deren Verpflichtung abhängig vom Eintritt eines Credit Events sowie der Erfüllung von Abwicklungsvoraussetzungen ist, welche zusammengefasst als Leistungsvoraussetzungen bezeichnet werden und deren Inhalt zu Beginn unter 1) dargestellt wird.

1) Leistungsvoraussetzungen

Aus dem Anknüpfungspunkt beim CDS an das Kreditrisiko durch Credit Events ergibt sich, dass die Begründung bzw. Verbindlichkeit der Ausgleichsleistung zwingend vom Eintritt eines Credit Events abhängt. Regelmässig vereinbaren die Parteien zusätzliche Abwicklungsvoraussetzungen, deren Erfüllung erst zur Verbindlichkeit der Ausgleichsleistung führen.

Die CDD bestimmen diesbezüglich, dass «*[u]pon the occurrence of a Credit Event [...] and satisfaction of all of the Conditions to Settlement with respect to such Credit Derivative Transaction, the parties shall perform their respective obligations in accordance with the applicable Settlement Method.*»^{926 927}

Daraus lassen sich zwei Folgerungen ableiten; einerseits erfolgt eine Anknüpfung der Ausgleichsleistung (*Settlement Method*) an den Eintritt eines Credit Events, andererseits wird eine Rechtsfolge festgelegt, falls sowohl ein Credit Event eingetreten ist als auch die Abwicklungsvoraussetzungen (*Conditions to Settlement*) erfüllt worden sind.

Aufgrund ihrer äusseren Erscheinungsform lassen sich die vereinbarten Leistungsvoraussetzungen in den Credit Event einerseits und in die Abwick-

⁹²⁶ Sec. 3.1 CDD.

⁹²⁷ Definiert werden diese Abwicklungsvoraussetzungen in sec. 3.2 CDD.

lungsvoraussetzungen (*Conditions to Settlement*) andererseits unterteilen. Während der Credit Event grundsätzlich als ein äusseres, vom Zufall abhängiges beobachtbares Ereignis zu sehen ist, hängt die Erfüllung der Abwicklungsvoraussetzungen – die Erbringung einer Mitteilung mit dem vereinbarten Inhalt – hauptsächlich vom Parteiwillen ab. Dabei knüpfen die Abwicklungsvoraussetzungen selbst auch an den Credit Event an, als die (vertragskonforme) Erfüllung dieser Voraussetzungen den Eintritt eines Credit Events bedingen⁹²⁸, womit die Abwicklungsvoraussetzungen einerseits für die Auslösung der Ausgleichsleistung als ausreichend zu betrachten sind⁹²⁹, andererseits in ihrer «Erfüllbarkeit» von dem Eintritt eines Credit Events abhängen.

Vorliegend wird der Begriff Leistungsvoraussetzungen als Überbegriff für sämtliche Voraussetzungen verstanden, welche hinsichtlich der Leistungspflicht des Sicherungsgebers vereinbart wurden. Sie umfassen den Credit Event und die unter dem Begriff der Abwicklungsvoraussetzungen (*Conditions to Settlement*) zusammenzufassenden Mitteilungen⁹³⁰.

2) Cash Settlement

Bei Vereinbarung des sog. Cash Settlements ist der Inhalt des Anspruchs eine Geldleistung. Ihr Zweck besteht grundsätzlich in der Nachbildung des Verlustes, welchen ein Gläubiger der Referenzforderung aufgrund der Aktualisierung des übertragenen Risikos erleiden würde⁹³¹. Da es sich wesentlich um eine Nachbildung handelt, ist die genaue Festlegung der Berechnungsweise der Ausgleichszahlung sowohl hinsichtlich Umfang wie auch

⁹²⁸ Die *Credit Event Notice* hat einen eingetretenen Credit Event zu umschreiben, siehe dazu unten d)bb) (S. 168), die *Notice of Publicly Available Information* bezieht sich auf den in der *Credit Event Notice* umschriebenen Credit Event, siehe dazu unten d)cc) (S. 168).

⁹²⁹ Sec. 3.1. ist zunächst geeignet, den Anschein zu erwecken, dass neben der Erfüllung der *Conditions to Settlement* noch eine weitere Voraussetzung (Eintritt eines Credit Events) hinzutreten muss, um die Ausgleichsleistung auszulösen.

⁹³⁰ Vgl. zu den Begriffen der Leistungs- und Abwicklungsvoraussetzungen auch ZEREY in ZEREY (Hrsg.), *Finanzderivate*, § 7: in a.a.O. N 66 werden die Leistungsvoraussetzungen als Erfüllung der Mitteilungen verstanden; daneben spricht er auch von Leistungsbedingungen, unter welchen er nach a.a.O. N 61, 105 f. die Mitteilungen (a.a.O. N 62 ff.) sowie das Kreditereignis (a.a.O. N 70 ff.) zu verstehen scheint; nach a.a.O. N 71 dagegen ist der Eintritt eines Kreditereignisses keine Leistungsbedingung; in a.a.O. N 19 werden wie vorliegend die Mitteilungen als Abwicklungsvoraussetzungen bezeichnet.

⁹³¹ DAS, *Credit Derivatives*, 87.

Zeitpunkt ein in dessen Bedeutung nicht zu unterschätzender Vertragsbestandteil⁹³². Der Umfang der Zahlung wird regelmässig als Differenz zwischen dem Anleihekurs zu *par* und dem Marktpreis an einem vereinbarten Zeitpunkt nach Eintritt des Credit Events festgelegt⁹³³. Als Variante der dynamischen Berechnung besteht auch die Möglichkeit, den Umfang der Ausgleichszahlung bereits bei Vertragsschluss festzulegen. CDS mit dieser Art der Abwicklung als Cash Settlement gelten als Sonderfall und werden als Digital Default Swaps⁹³⁴ oder Binary Credit Default Swaps⁹³⁵ bezeichnet.

In den CDD sind die Bestimmungen zum Cash Settlement in Artikel VII vorhanden; darin werden Vereinbarungen getroffen zur Art der Wertermittlung (*Valuation Method*⁹³⁶, *Quotation Method*⁹³⁷), zum Nominalwert der Referenzverbindlichkeit, für welchen der Wert ermittelt werden soll (*Quotation Amount*⁹³⁸), dem Zeitpunkt der Wertermittlung (*Valuation Date*⁹³⁹) sowie Bestimmungen zum Händler (*Dealer*⁹⁴⁰). In den erwähnten Bestimmungen sind häufig mehrere Varianten definiert, aus welchen die Parteien bei Vertragsschluss wählen können, wobei jeweils eine subsidiäre Wahl getroffen wird, sollten die Parteien dies unterlassen.

Die Wertermittlung einer Verbindlichkeit nach einem Credit Event kann aufgrund einer geringen Liquidität im Markt für ausgefallene Verbindlichkeiten teilweise schwierig sein⁹⁴¹. Sec. 7.7 sieht dazu zahlreiche Ersatzmöglichkeiten vor, um einen Marktpreis festsetzen zu können⁹⁴². Sollten diese erfolglos bleiben, wird schliesslich ein Marktwert von Null angenommen⁹⁴³.

Als Sonderform können die Parteien bei einigen Referenzschuldern auch das sog. *Auction Settlement* wählen, welches der Festlegung von Marktwerten von Verbindlichkeiten eines ausgefallenen Referenzschuldners dient⁹⁴⁴.

⁹³² Vgl. z.B. DAS, *Credit Derivatives*, 59, 89, 113.

⁹³³ Vgl. NESKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.)*, *Kreditderivate*, 58.

⁹³⁴ NESKE in *BURGHOF et al. (Hrsg.)*, *Kreditderivate*, 56, 60 f.; SCHÖNBUCHER in *BURGHOF et al. (Hrsg.)*, *Kreditderivate*, 670.

⁹³⁵ HULL, *Derivatives*, 554, 798.

⁹³⁶ Sec. 7.5 CDD.

⁹³⁷ Sec. 7.9 CDD.

⁹³⁸ Sec. 7.8, 7.14 CDD.

⁹³⁹ Sec. 7.12 CDD.

⁹⁴⁰ Sec. 7.15 CDD.

⁹⁴¹ PARKER, *Credit Derivatives*, 322.

⁹⁴² Siehe dazu auch PARKER, *Credit Derivatives*, 322 ff. mit Beispielen.

⁹⁴³ Sec. 7.7(c) i.f. CDD.

⁹⁴⁴ Siehe dazu oben 1:I.1.b)bb)(S. 12).

3) Physical Settlement

Beim Physical Settlement liefert der Sicherungsnehmer nach Eintritt eines Credit Events dem Sicherungsgeber eine als lieferbar vereinbarte Verbindlichkeit gegen Bezahlung eines bei Vertragsschluss festgelegten Preises, in der Regel zu *par*.

Die möglichen Leistungsgegenstände legen die Partei bei Vertragsschluss fest; neben der – sofern vereinbarten – Referenzverbindlichkeit können diese auch andere ausstehenden Verbindlichkeiten des Referenzschuldners umfassen⁹⁴⁵.

Die Bestimmungen zum Physical Settlement sind in Artikel VIII CDD enthalten. Nach sec. 8.1 sind die vom Sicherungsnehmer bezeichneten lieferbaren Verbindlichkeiten bis zum *Physical Settlement Date* zu liefern (*Deliver*) und der Sicherungsgeber hat den Kaufpreis (*Physical Settlement Amount*) zu bezahlen. Sec. 8.2 definiert, was unter *Deliver* zu verstehen ist, sec. 8.5 legt den *Physical Settlement Amount* als den Betrag fest, welcher sich aus dem *Floating Rate Payer Calculation Amount* multipliziert mit dem *Reference Price* ergibt. Diese beiden Berechnungsgrundlagen sind in der Transaktionsbestätigung festzulegen⁹⁴⁶, wobei letzterer vermutungsweise 100% bzw. *par* beträgt. Ersterer wird auch als der Nominalwert des CDS bezeichnet.

c) Credit Events

Inhalt des Credit Event sind verschiedene vertraglich vereinbarte Ereignisse, welche im Detail und in Bezug auf die CDD unter aa) darzustellen sind. Diese Ereignisse sind grundsätzlich von einer Partei nicht beeinflussbar und ihr Eintritt ist bei Vertragsschluss als ungewiss zu betrachten. Allgemein zum Credit Event legt sec. 9.1(b)(i) CDD fest, dass der Eintritt eines Credit Events keine wirtschaftlich nachteiligen Auswirkungen auf den Sicherungsnehmer als den Empfänger der Ausgleichsleistung aufzuweisen braucht.

Definieren lässt sich Credit Event folglich als ein mögliches, zukünftiges Ereignis, dessen Eintritt als Realisation des von den Vertragsparteien übertragenen Kreditrisikos bzw. Ausfallrisikos gilt⁹⁴⁷. Er beinhaltet damit einerseits die Möglichkeit eines Ereignisses, andererseits die damit angenommene Aktualisierung des Ausfallrisikos.

⁹⁴⁵ Siehe dazu unten e)aa)2) (S. 173).

⁹⁴⁶ Sec. 2.13, 2.4 CDD.

⁹⁴⁷ Siehe dazu auch oben1:III.2.c) (S. 56).

Die genaue vertragliche Festlegung und Umschreibung, was unter einem Credit Event im Rahmen der jeweiligen Transaktion zu verstehen ist, ist ein zentraler Punkt der Transaktion: sie entscheidet über das gehandelte Ausfallrisiko und damit das Ausmass und die Qualität der Absicherung schlechthin⁹⁴⁸. Eine exakte Wortwahl vermag auch gerichtlichen Streitigkeiten vorzubeugen oder deren Ausgang zumindest vorhersehbarer zu gestalten⁹⁴⁹. Aufsichtsrechtlich kann die Definition der Credit Events schliesslich im Rahmen der Frage nach der Anerkennung einer Eigenkapitalentlastung von Bedeutung sein⁹⁵⁰. Der Credit Event sollte ferner dem von den Parteien beabsichtigten Risikohandel auch tatsächlich entsprechen. Ist dies nicht der Fall, wurde der eigentliche Zweck der Transaktion verfehlt⁹⁵¹.

Der Credit Event als Ereignis ist nicht ausreichend, um seinen Eintritt zu bestimmen. Das Ereignis muss zwingend auch einen Bezug zu einem Gegenstand (Basiswert) aufweisen, um überhaupt eintreten zu können. Diese Bezugnahme und ihre verschiedenen Möglichkeiten sind unter bb) zu betrachten. Um als Leistungsvoraussetzung beachtlich zu sein, hat der Eintritt überdies während einem vereinbarten Zeitraum, der Laufzeit des CDS, einzutreten⁹⁵². Die Wirkungen des in Bezug auf die Laufzeit und den Basiswert relevanten Eintritts eines Credit Events wird unter cc) betrachtet.

aa) Credit Events der CDD

Die folgenden Ausführungen beziehen sich ausschliesslich auf die Definitionen der Credit Events in den CDD⁹⁵³; wurden diese Bestimmungen nicht in

⁹⁴⁸ Vgl. dazu ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 71; PARKER, Credit Derivatives, 372; HUDSON, Derivatives, Rz. 2-119; NORDHUES/BENZLER in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 221; WHITELEY, Issues, 670; HENDERSON, JIBFL 1998, 400.

⁹⁴⁹ Vgl. MILLS, GLFDLR 2007/4, 1; AON Financial Products, Inc. v. Société Générale, 476 F.3d 90 (C.A.2 (N.Y.) 2007).

⁹⁵⁰ Siehe dazu 3:II.2.b)bb)1) (S. 281). Vgl. ferner NORDHUES/BENZLER in BURGHOF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 217 f.; ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 76.

⁹⁵¹ Vgl. dazu AON Financial Products, Inc. v. Société Générale, 476 F.3d 90 (C.A.2 (N.Y.) 2007) *passim*. Eine Zusammenfassung findet sich unten 4:IV.2 (S. 326).

⁹⁵² Vgl. sec. 3.3 CDD.

⁹⁵³ Die Formulierungen sind äusserst komplex gehalten, um alle Fälle miteinzubeziehen und die entsprechenden Ereignisse unter allen möglichen Rechtsordnungen zu erfassen: vgl. PARKER, Credit Derivatives, 282. Im folgenden soll nur eine Zusammenfassung wiedergegeben werden, um einen groben Überblick zu ermöglichen. Dies hat zur Konsequenz, dass sie einerseits nicht vollständig ist, andererseits gewisse Ausnahmen nicht angeführt werden. Ferner ist auch zu beachten, dass auch der Wortlaut der CDD selbst auslegungsbedürftig ist; diese Bedürftigkeit wird durch die Komplexität der ver-

den Vertrag aufgenommen oder nicht gültig übernommen, können diese Definitionen keine Geltung beanspruchen.

Die CDD sehen in Artikel IV verschiedene Credit Events vor, welche die Parteien in einer konkreten Transaktion als anwendbar festlegen können. Nach sec. 4.1 CDD ist ein Credit Event eines oder mehrere der in der Transaktionsbestätigung festgelegten Ereignisse, wie sie in sec. 4.2 bis 4.7 CDD definiert werden. Dazu zählen *Bankruptcy*, *Failure to Pay*, *Obligation Acceleration*, *Obligation Default*, *Repudiation/Moratorium* sowie *Restructuring*. Diese sind im folgenden zu behandeln.

Ferner werden in sec. 4.1 CDD für alle Credit Events geltende Umstände festgelegt, welche dessen Eintritt nicht ausschliessen. Sie betreffen die fehlende Befugnis des Referenzschuldners, durch ein Schuldverhältnis verpflichtet zu werden, das rechtlich nicht durchsetzbare Schuldverhältnis, und die Fälle, in welchen die Umstände des Credit Events auf gerichtlichen oder administrativen Entscheiden oder auf Veränderungen der Rahmenbedingungen eines Marktes durch eine Behörde basieren⁹⁵⁴.

1) Bankruptcy⁹⁵⁵

Sec. 4.2 CDD beinhaltet für den Credit Event *Bankruptcy* eine ausführliche Aufzählung von Ereignissen. Sämtliche dieser Ereignisse beziehen sich dabei auf den Referenzschuldner selbst und umfassen die folgenden Tatbestände:

- a) Der Referenzschuldner wird aufgelöst⁹⁵⁶, ausser aufgrund einer Fusion⁹⁵⁷.

wendeten Begriffe und Umschreibungen, deren Grund in einer vollständige Erfassung aller Ereignisse liegt, noch verstärkt. Insbesondere geht z.B. nicht immer klar hervor, welche Satzteile zu einem vorher verwendeten Ausdruck dazugehören oder für sich alleine die entsprechende Aussage treffen sollen. Die vorliegende Zusammenfassung orientiert sich an den CDD selbst sowie deren Interpretation durch PARKER, *Credit Derivatives*, 282 ff. sowie ZEREY in *ZEREY (Hrsg.)*, *Finanzderivate*, § 7 N 78 ff.

⁹⁵⁴ Siehe im Detail sec. 4.1 (a)–(d) CDD.

⁹⁵⁵ Sec. 4.2 CDD.

⁹⁵⁶ Langenscheidt Grosswörterbuch Englisch (2001), unter *dissolve*.

⁹⁵⁷ «*Is dissolved (other than pursuant to a consolidation, amalgamation or merger)*». Nach GARNER (Hrsg.), *Black's Law Dictionary* umfasst *consolidation* die Auflösung der alten Gesellschaften und die Gründung einer einzigen neuen (Nr. 4), *merger* dagegen die Übernahme einer Gesellschaft mit ihrem Vermögen und Verbindlichkeiten in eine bestehende, wobei erstere aufhört zu existieren (Nr. 8). *Amalgamation* schliesslich bedeutet danach ebenfalls kombinieren oder zusammenfassen. ZEREY in *ZEREY (Hrsg.)*,

- b) Der Referenzschuldner wird insolvent, oder unfähig bzw. versagt, seine Schulden bei Fälligkeit zu bezahlen. Ferner auch, wenn er in einem gerichtlichen, regulatorischen oder administrativen Verfahren oder einer Eingabe schriftlich anerkennt, zahlungsunfähig zu sein.
- c) Der Referenzschuldner trifft einen Vergleich oder eine einvernehmliche Regelung mit oder zugunsten seiner Gläubiger⁹⁵⁸.
- d) Der Referenzschuldner leitet ein insolvenzrechtliches Verfahren gegen sich ein⁹⁵⁹, um ein Urteil über seinen Konkurs oder Zahlungsfähigkeit oder sonstigen Erleichterung zu erhalten, oder ein Antrag auf seine Liquidation oder Auflösung wurde gestellt; vorausgesetzt jedoch, dass das Verfahren oder der Antrag entweder tatsächlich zu einem entsprechenden Urteil oder einer Erleichterung führt oder zumindest nicht innerhalb von 30 Tagen abgewiesen wird.
- e) Der Referenzschuldner hat einen Beschluss zur Auflösung, Liquidation oder amtlichen Verwaltung gefasst (sofern der Beschluss nicht die Folge einer Fusion⁹⁶⁰ ist).
- f) Der Referenzschuldner beantragt die Ernennung eines Verwalters, Liquidators oder einer ähnlichen Person für sich oder für grundsätzlich alle seine Vermögenswerte; oder eine solche Ernennung ist erfolgt.
- g) Eine besicherte Partei erlangt und bleibt im Besitz aller oder grundsätzlich aller Vermögenswerte des Referenzschuldners. Ein Vollstreckungs- oder ähnliches Verfahren bezogen auf

Finanzderivate, § 7 N 84 übersetzt die Ausnahmetatbestände mit Fusion, Verschmelzung oder Konsolidierung.

⁹⁵⁸ «*Makes a general assignment, arrangement or composition with or for the benefit of its creditors*»; Das (*general*) *assignment for the benefit of creditors* umfasst ein spezifisches Vorgehen unter amerikanischem Insolvenzrecht, indem Vermögen des Schuldners einem Treuhänder übergeben wird: siehe dazu GARNER (Hrsg.), Black's Law Dictionary, 137, unter *general assignement* und *assignment for the benefit of creditors*.

⁹⁵⁹ Nach ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 84 soll auch ein Dritter dazu befugt sein; m.E. findet dies im Text keine Unterstützung, wesentlich der Antrag auf Liquidation oder Auflösung kann auch von einem Dritten gestellt werden. So wohl auch PARKER, Credit Derivatives, 282.

⁹⁶⁰ Es werden dieselben Begriffe als Ausnahmetatbestände angeführt wie bei der Auflösung nach a).

alle oder grundsätzlich alle Vermögenswerte wurde beantragt und nicht innerhalb von 30 Tagen abgewiesen.

- h) Jegliches Ereignis in Bezug auf den Referenzschuldner unter dem anwendbaren Recht jeglicher Rechtsordnung, welches einen analogen Effekt wie eines der aufgelisteten Ereignisse hat.

Der Credit Event *Bankruptcy* ist beinahe identisch mit dem *Event of Default Bankruptcy* des 1992 MA⁹⁶¹ sowie des 2002 MA^{962 963}. In beiden Master Agreements ist nach deren Ziff. 5(a)(vii)(2) die schriftliche Anerkennung der Zahlungsunfähigkeit ausreichend, sie muss nicht wie nach sec. 4.2(b) CDD in einem Verfahren oder einer Eingabe («*in a judicial, regulatory or administrative proceeding or filing*»⁹⁶⁴) erfolgen. Schliesslich enthalten die Master Agreements noch einen zusätzlichen Punkt, welcher alle Handlungen miteinschliesst, welche einer der vorgenannten beförderlich sein kann⁹⁶⁵. Im Vergleich zum 2002 MA besteht ferner noch ein Unterschied in der Frist, welche (wie auch gem. dem 1992 MA) nach sec. 4.2(d) und (g) CDD 30 Tage beträgt, nach Ziff. 5(a)(vii)(4)(B)(II) und (7) 2002 MA dagegen nur 15 Tage.

2) Obligation Acceleration⁹⁶⁶

Obligation Acceleration bedeutet, dass eine oder mehrere Verbindlichkeiten aufgrund eines Verzugs des Schuldners oder einem ähnlichem Ereignis vorzeitig fällig und zahlbar geworden sind. Nur eine vorzeitige Kündigung einer Verbindlichkeit wird damit nicht erfasst⁹⁶⁷. Ausgenommen ist ein Zahlungsverzug im Sinne des Credit Events *Failure to Pay* nach sec. 4.5 CDD. Die betroffenen Verbindlichkeiten müssen einen bestimmten Mindestbetrag (*Default Requirement*) aufweisen, welcher in sec. 4.8(a) CDD definiert wird. Die Parteien können diesen Betrag selbst festlegen, ansonsten sehen die CDD einen Betrag von USD 10 Mio. bzw. den entsprechenden Betrag in der relevanten Währung vor.

⁹⁶¹ Ziff. 5 (a)(vii) 1992 MA.

⁹⁶² Ziff. 5 (a)(vii) 2002 MA.

⁹⁶³ Die beiden Master Agreements unterscheiden sich nur geringfügig voneinander, vgl. dazu z.B. VON SACHSEN-ALTENBURG in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 6 N 53 (g).

⁹⁶⁴ Sec. 4.2(b) CDD.

⁹⁶⁵ Ziff. 5 (a)(vii)(9) 1992 und 2002 MA: «[...] takes any action in furtherance of, or indication its content to, approval of, or acquiescence in, any of the foregoing acts; [...]».

⁹⁶⁶ Sec. 4.3 CDD.

⁹⁶⁷ A.A. wohl ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 90.

Auf die Vereinbarung dieses Credit Events wurde seit 2002 bei G7 Unternehmen verzichtet⁹⁶⁸.

3) Obligation Default⁹⁶⁹

Obligation Default entspricht beinahe dem Credit Event *Obligation Acceleration*. Es reicht jedoch bereits aus, dass die Voraussetzungen vorliegen, die Verbindlichkeit(en) vorzeitig fällig und zahlbar erklären zu können.

In der Praxis wird der Credit Event *Obligation Default* selten vereinbart; dies hängt einerseits mit Nachweisproblemen zusammen⁹⁷⁰, andererseits ist die Wahrscheinlichkeit gering, dass dieses Ereignis eine signifikante Auswirkung auf die gesamte Kreditwürdigkeit des betroffenen Referenzschuldners zur Folge hat⁹⁷¹. Die seltenen Fälle, in welchen die Kreditwürdigkeit des Referenzschuldners dennoch massgeblich beeinträchtigt wird, werden regelmässig zu einer Restrukturierung führen, welche dann den Credit Event *Restructuring* auslöst⁹⁷².

4) Failure to Pay⁹⁷³

Unter den Credit Event *Failure to Pay* fällt ein Verzug des Schuldners in Bezug auf irgendwelche Zahlungen aus seinen Verbindlichkeiten, welche vertragsgemäss geschuldet und zahlbar wären. Vorausgesetzt wird, dass eine etwaige Toleranzfrist (*Grace Period*) verstrichen ist; diese ergibt sich in erster Linie aus den vertraglichen Bestimmungen der betroffenen Verbindlichkeit selbst. Daneben schreibt sec. 1.12 CDD eine Dauer von mindestens drei Tagen vor⁹⁷⁴.

Die sich im Verzug befindenden Zahlungen müssen einen bestimmten Mindestbetrag (*Payment Requirement*) aufweisen. Dieser wird in sec. 4.8(d) CDD definiert. Sofern die Parteien den Betrag nicht selbst vertraglich festgelegt haben, sehen die CDD einen Betrag von USD 1 Mio. bzw. den entsprechenden Betrag in der relevanten Währung vor.

⁹⁶⁸ Siehe MERRILL LYNCH, *Credit Derivatives* Vol. 1, 57.

⁹⁶⁹ Sec. 4.4 CDD.

⁹⁷⁰ ZEREY in ZEREY (*Hrsg.*), *Finanzderivate*, § 7 N 92.

⁹⁷¹ PARKER, *Credit Derivatives*, 284.

⁹⁷² PARKER, *Credit Derivatives*, 284.

⁹⁷³ Sec. 4.5 CDD.

⁹⁷⁴ Sec. 1.12(a)(iii) CDD.

5) Repudiation/Moratorium⁹⁷⁵

Repudiation/Moratorium als Credit Event besteht aus zwei Voraussetzungen: Erstens muss eine potentielle Nichtanerkennung/Moratorium⁹⁷⁶ vorliegen, d.h. eine ermächtigte Person des Referenzschuldners oder eine Regierungsbehörde anerkennt eine oder mehrere Verbindlichkeiten im Umfang eines Mindestbetrages (*Default Requirement*⁹⁷⁷) nicht an oder erklärt über diese Verbindlichkeit(en) ein Moratorium oder einen Zahlungsaufschub. Dieser potentiellen Nichtanerkennung muss zweitens innerhalb einer bestimmten Frist (vor oder bis zum *Repudiation/Moratorium Evaluation Date*⁹⁷⁸) bei der betroffenen Verbindlichkeit(en) ein Zahlungsverzug i.S. des Credit Event *Failure to Pay* oder eine Restrukturierung i.S. des Credit Event *Restructuring* folgen, ohne dass die für diese Credit Events vorausgesetzten Schwellenwerte gelten.

Das *Repudiation/Moratorium Evaluation Date*⁹⁷⁹ verlängert die Frist für den Eintritt der zweiten Voraussetzungen dieses Credit Events, als nur die potentielle Nichtanerkennung während der vereinbarten Laufzeit zu erfolgen hat, und die zweite Voraussetzung während der darauffolgenden erwähnten Frist, welche auch erst nach dem vereinbarten Ende eintreten kann. Dazu wird die sog. *Notice Delivery Period* gem. sec. 1.9(c) CDD verlängert. Voraussetzung ist jedoch, dass während der normalen *Notice Delivery Period* gem. sec. 1.9(a) die Voraussetzung für die Fristverlängerung gem. sec. 4.6(d) erfüllt wird, indem nach sec. 4.6(e) eine sog. *Repudiation/Moratorium Extension Notice* und sofern vereinbart auch die *Notice of Publicly Available Information* erbracht werden⁹⁸⁰.

Dieser Credit Event wird in der Praxis beinahe nur für Staaten als Referenzschuldner vereinbart. Ferner sind auch die Fälle, in welchen dieser eintritt, ohne dass gleichzeitig auch ein Zahlungsverzug i.S. des Credit Event *Failure to Pay* gegeben ist, nur sehr beschränkt möglich⁹⁸¹.

⁹⁷⁵ Sec. 4.6 CDD.

⁹⁷⁶ Sec. 4.6(c) CDD.

⁹⁷⁷ Siehe sec. 4.8(a) CDD; ferner oben unter 2) (S. 158).

⁹⁷⁸ Sec. 4.6(b) CDD.

⁹⁷⁹ Sec. 4.6(b) CDD.

⁹⁸⁰ Siehe auch PARKER, *Credit Derivatives*, 285 f.

⁹⁸¹ Siehe PARKER, *Credit Derivatives*, 285; vgl. auch ZEREY in ZEREY (*Hrsg.*), *Finanzderivate*, § 7 N 94.

6) Restructuring⁹⁸²

Der Credit Event *Restructuring* erfasst Umstrukturierungen einer Verbindlichkeit, welche auf eine Bonitätsverschlechterung hindeuten⁹⁸³. Die CDD sehen dazu fünf verschiedene Ereignisse vor, welche für alle Gläubiger der umstrukturierten Verbindlichkeit verbindlich sind und sich nicht ausdrücklich aus den vertraglichen Bestimmungen der Verbindlichkeit, wie sie am Abschlusstag des CDS bzw. zum Zeitpunkt der Begebung gültig waren, ergeben. Dazu zählen:

- eine Reduktion von Zinszahlungen oder aufgelaufenen Zinsen;
- eine Reduktion des Nominalwertes oder des Rückzahlungsbetrages;
- ein Zahlungsaufschub betreffend Zinsen, Zinsenaufschlag oder der Rückzahlung;
- eine Änderung des Ranges von Zahlungen, welche zu einer Nachrangigkeit der betroffenen Verbindlichkeit gegenüber einer anderen Verbindlichkeit führt;
- eine Änderung der Währung von Zins- oder Rückzahlungen zu einer nicht erlaubten Währung⁹⁸⁴.

Sofern jedoch eine von den folgenden drei Ausnahmen zu einem genannten Ereignis führt, können diese Ereignisse keinen Credit Event auslösen.

- ein EU Mitgliedstaat übernimmt die europäische Einheitswährung;
- im üblichen Geschäftsgang erfolgt eine administrative, buchhaltungstechnische oder steuerliche Anpassung;
- unter den Umständen, dass ein solches Ereignis weder direkt noch indirekt auf eine Verschlechterung der Bonität oder der finanziellen Situation des Referenzschuldners zurückzuführen ist.

Der Credit Event *Restructuring* lässt sich in insgesamt drei verschiedenen Varianten vereinbaren: die (normale) Restrukturierung, die modifizierte Restrukturierung sowie die modifizierte modifizierte Restrukturierung⁹⁸⁵. Diese Varianten betreffen jedoch nicht das eigentliche Ereignis, sondern nur die betroffenen oder lieferbaren Verbindlichkeiten.

⁹⁸² Sec. 4.7 CDD.

⁹⁸³ ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 96.

⁹⁸⁴ Die erlaubten Währungen sind definiert unter sec. 4.7(a)(v)(A) CDD. Siehe auch PARKER, Credit Derivatives, 291.

⁹⁸⁵ Siehe ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 100 ff.; CHAPLIN, Credit Derivatives, 66 f.

Der Nutzen der Vereinbarung der Restrukturierung als Credit Event ist umstritten, was sich mithin auch in der Geschichte dieses Credit Events seit seiner ersten Festlegung in der ersten langen Transaktionsbestätigung der ISDA für CDS aufzeigt⁹⁸⁶. Er ist zwar nach den Vorschriften von Basel II hinsichtlich der vollständigen Anerkennung der Reduktion von Eigenmitteln zu vereinbaren⁹⁸⁷, bei amerikanischen Marktteilnehmern scheint sich jedoch eine Abneigung gegen diesen Credit Event herausgebildet zu haben⁹⁸⁸. Zwischenzeitlich wird er in den USA nicht mehr vereinbart⁹⁸⁹.

bb) Bezug des Eintritt des Credit Events zum Basiswert

Damit der Credit Event als Ereignis tatsächlich eintreten kann, muss ein Bezug des Ereignisses zu einem Gegenstand festgelegt werden. Dieser Gegenstand wird vorliegend ebenfalls als Basiswert bezeichnet, da auch dieser den Umfang der Kreditrisikoübertragung massgeblich mitbestimmt. Auf die Bezugnahme abstellend lassen sich Credit Events unterscheiden in solche, welche sich beim Referenzschuldner selbst ereignen sowie jenen, welche nur bei einer Verbindlichkeit (des Referenzschuldners) auftreten können. Welche Basiswerte – mithin Schuldner und Verbindlichkeiten – beim Single Name CDS als Grundvariante betroffen sind, wird unter 1) aufgezeigt. CDS können daneben auch mehrere Referenzschuldner als Basiswerte aufweisen⁹⁹⁰, wobei beim Eintritt des Credit Events zwischen der unter 2) zu behandelnden *n*th-to-Default-Struktur sowie der unter 3) anzuführenden Portfolio-Struktur zu unterscheiden ist.

Der Eintritt eines Ereignisses wurde früher mit einer signifikanten Preisänderung bei der Referenzverbindlichkeit verbunden. Diese sog. Materialitätsklausel sollte die Auslösung einer Ausgleichsleistung bei einem rein technisch bedingten Zahlungsverzug verhindern⁹⁹¹. Sie entspricht heute nicht mehr der gängigen Marktpraxis⁹⁹².

⁹⁸⁶ Siehe dazu z.B. EDWARDS, JBL 2004, 632 ff.; ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 99.

⁹⁸⁷ Vgl. FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken, Rz. 224.

⁹⁸⁸ So ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 96, 98, 101; vgl. aber noch EDWARDS, JBL 2004, 633.

⁹⁸⁹ CHAPLIN, Credit Derivatives, 66.

⁹⁹⁰ Siehe zu diesen Varianten unten e)bb) (S. 174).

⁹⁹¹ SPIELER, Kreditderivate, 209; DAS, Products (2. A.), 33 f.; NESKE in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 57.

⁹⁹² Vgl. nur 2003 CDD *passim*.

1) Single Name CDS

Der Single Name CDS weist nur einen Referenzschuldner auf, allenfalls zusätzlich noch eine Referenzverbindlichkeit. Hat sich der Credit Event bei einem Schuldner selbst zu ereignen, so ist der Referenzschuldner allein massgebend. Auch bei dessen exakter Bestimmung ist sorgfältig vorzugehen, insbesondere bei Konzernen mit mehreren rechtlich eigenständigen Gesellschaften⁹⁹³. Für diejenigen Credit Events, welche sich auf Verbindlichkeiten (*Obligations*) beziehen, gilt für die massgebenden Verbindlichkeiten sec. 2.14 CDD⁹⁹⁴. Für den Credit Event *Restructuring* geht sec. 4.7(c) CDD vor, welcher die betroffenen Verbindlichkeiten ausweitet und zusätzlich auch Garantien des Referenzschuldners, zumindest zugunsten von Tochtergesellschaften, miteinbezieht.

2) *n*th-to-Default CDS

Bei diesem CDS besteht der Basiswert in einem Korb (*Basket*) von verschiedenen Referenzschuldnern (sowie deren Verbindlichkeiten). In dieser vertraglichen Gestaltung wählen die Parteien die Anzahl der Credit Events aus, welche im Korb eingetreten sein müssen, bevor ein leistungsauslösender Credit Event eintritt⁹⁹⁵.

3) Portfolio CDS

Bei einem Portfolio CDS besteht der Basiswert ebenfalls in einem Korb (*Basket*) von verschiedenen Referenzschuldnern, wobei in der Praxis der Korb mehr Referenzschuldner als jener eines *n*th-to-Default CDS aufweist⁹⁹⁶. Ein Portfolio CDS hat einerseits einen Gesamtnominalwert, andererseits umfasst jeder Referenzschuldner im Portfolio einen Teil dieses Nominalwerts, in der Regel gleichmässig gewichtet⁹⁹⁷. In dieser Struktur führt jeder Credit Event bei einem einzelnen Referenzschuldner zu denselben Wirkungen wie bei einem Single Name CDS, mit dem Unterschied, dass der Vertrag nicht vorzeitig beendet wird, sondern stattdessen der jeweilige Referenzschuldner

⁹⁹³ Siehe dazu unten Fn. 1024.

⁹⁹⁴ Siehe dazu unten e)aa)1) (S. 172).

⁹⁹⁵ PARKER, *Credit Derivatives*, 32 ff.; DE CORBAVIA/MAIER in ZEREY (Hrsg.), *Finanzderivate*, § 3 N 29.

⁹⁹⁶ PARKER, *Credit Derivatives*, 35; gewöhnlich mindestens 100, a.a.O. 411.

⁹⁹⁷ So kann der Gesamtnominalwert eines Portfolio CDS mit 100 Referenzschuldnern CHF 100 Mio. betragen, wobei jeder Referenzschuldner einen gleichmässigen Anteil von CHF 1 Mio. hat, für welche Ausfallschutz gewährt wird.

aus dem Portfolio entfernt wird. Dabei wird auch der Gesamtnominalwert des CDS um die Gewichtung des entfernten Referenzschuldners herabgesetzt, was auch zu einer Verringerung der Prämienzahlung führt⁹⁹⁸.

cc) Wirkung des Eintritts

An den Eintritt eines Credit Events werden in den CDD selbst keine unmittelbaren Rechtsfolgen geknüpft und insbesondere hängt die Verbindlichkeit der Ausgleichsleistung nicht direkt davon ab. Sein Eintritt führt jedoch dazu, dass die sog. Abwicklungsvoraussetzungen erfüllt werden können. Denn die *Credit Event Notice* muss eine Beschreibung des eingetretenen Credit Events enthalten, womit ihre gültige Erbringung seinen Eintritt voraussetzt⁹⁹⁹.

d) Mitteilungspflichten

Die Parteien vereinbaren bei Verwendung der CDD Mitteilungspflichten, von deren Erbringung die Verpflichtung des Sicherungsgebers zur Ausgleichsleistung abhängen. In den CDD werden sie in Artikel III unter dem Überbegriff *Conditions to Settlement* zusammengefasst und definiert. Dabei stellen die CDD verschiedene Mitteilungen zur Verfügung. Die im Einzelfall vorhandenen Mitteilungspflichten sind einerseits abhängig von der Art der Ausgleichsleistung, andererseits von der individuellen Vereinbarung der Parteien selbst.

Die Definition des Begriffs *Conditions to Settlement* findet sich in sec. 3.2(a) CDD, wobei darunter für Transaktionen mit Cash Settlement nach (i) die *Credit Event Notice* und sofern vereinbart die *Notice of Publicly Available Information* und für Transaktionen mit Physical Settlement nach (ii) die *Credit Event Notice*, *Notice of Physical Settlement* und sofern vereinbart die *Notice of Publicly Available Information* verstanden werden.

aa) Allgemeine Regelungen zu Mitteilungen

Sec. 1.10 CDD (*Requirements Regarding Notices*) beinhaltet für sämtliche Mitteilungen geltende Regeln; diese betreffen insbesondere den Zeitpunkt, an welchem eine Mitteilung als gültig erbracht gilt.

Sec. 1.9 CDD (*Notice Delivery Period*) enthält eine Definition der *Notice Delivery Period*, deren Zeitraum die Zeit von Transaktionsbeginn bis 14 Tage

⁹⁹⁸ Dazu PARKER, Credit Derivatives, 35.

⁹⁹⁹ Siehe zur *Credit Event Notice* unten d)bb) (S. 168).

nach dem vereinbarten Ende der Transaktion umfasst. Der Zweck der Verlängerung der Frist zur Erbringung der Mitteilung gegenüber der Laufzeit des CDS liegt darin, den Sicherungsnehmer vor zeitlichen Risiken (sog. *Timing Risks*) zu schützen, welche die Mitteilungspflichten ohne diese Verlängerung mit sich bringen, da ein am Laufzeitende eingetretener Credit Event ohne diese kaum mehr miteinbezogen werden könnte¹⁰⁰⁰.

bb) Credit Event Notice

Die *Credit Event Notice* ist eine in den CDD zwingend vorgesehene Mitteilung. Sec. 3.3 CDD trifft Regelungen zu Form und Inhalt und verweist auf die allgemeinen Regeln zu Mitteilungen in sec. 1.10. Inhalt muss eine Umschreibung jener Tatsachen sein, welche für die Ermittlung, ob ein Credit Event vorliegt, relevant sind¹⁰⁰¹. Anhang B der CDD enthält eine Vorlage für eine solche *Credit Event Notice*.

Die Parteien haben zu vereinbaren, wer diese Mitteilung zu erbringen hat. Sec. 3.2(b) CDD sieht vor, dass nur der Sicherungsnehmer wie auch sowohl Sicherungsnehmer wie -geber die *Credit Event Notice* erbringen dürfen. Adressat ist die andere Partei des CDS. Der Zeitraum zur Erbringung der Mitteilung bestimmt sich nach der soeben erwähnten *Notice Delivery Period*.

Die *Credit Event Notice* hat mehrere Wirkungen: sie ist nach sec. 3.2(a) CDD eine Voraussetzung für die Abwicklung sowohl beim Cash als auch beim Physical Settlement. Nach sec. 1.8 CDD ist der Zeitpunkt ihrer Erbringung eine der Voraussetzungen für die Festlegung bzw. den Eintritt des *Event Determination Dates*.

Als Zweck der Mitteilung sind m.E. einerseits eine Übermittlung des Wissens der einen Partei an die andere, dass ein relevanter Credit Event eingetreten ist, andererseits aufgrund ihres Inhalts die Möglichkeit für die andere Partei, den tatsächlichen Eintritt des Credit Events überprüfen zu können, zu betrachten.

cc) Notice of Publicly Available Information

Die *Notice of Publicly Available Information* (NPAI) ist eine weitere, in den CDD optional angebotene Mitteilung. Ihre Vereinbarung bildet in der Praxis den Regelfall¹⁰⁰². In sec. 3.6 CDD werden Regelungen zu Form und Inhalt stipuliert und wiederum auf die allgemeinen Regeln zu Mitteilungen in

¹⁰⁰⁰ Siehe HENDERSON, JIBFL 1998, 402.

¹⁰⁰¹ Sec. 3.3 CDD: «[...] that describes a Credit Event that occurred [...]».

¹⁰⁰² So PARKER, Credit Derivatives, 269.

sec. 1.10. verwiesen. Ihr Inhalt besteht in der Nennung einer öffentlich verfügbaren Information, welche den Eintritt des in der *Credit Event Notice* umschriebenen Credit Events bestätigt¹⁰⁰³. Ferner ist auch die Quelle anzugeben oder eine Kopie der Information selbst beizulegen.

Die öffentlich verfügbare Information wird in sec. 3.5 definiert als «*information that reasonably confirms any of the facts relevant to the determination that the Credit Event [...] described in a Credit Event Notice [...] has occurred [...]*»¹⁰⁰⁴. Sie kann vom Referenzschuldner selbst, von Treuhändern oder ähnlichen Personen¹⁰⁰⁵, aus einer Eingabe gem. sec. 4.2(d)^{1006 1007}, einem Gerichtsurteil oder von einer Behörde¹⁰⁰⁸ stammen, oder in vereinbarten Quellen (*Public Source*) in einer bestimmten Anzahl (*Specified Number*) veröffentlicht worden sein¹⁰⁰⁹, wobei die Parteien die Anzahl wie auch die möglichen Quellen vereinbaren können. Sofern keine entsprechende Wahl getroffen wurde, bestimmen die CDD zwei Quellen als Mindestanzahl¹⁰¹⁰. Als mögliche Quellen nennen sie einerseits explizit einige anerkannte internationale Medien wie Bloomberg Service oder Wall Street Journal, andererseits verweisen sie auf die wichtigsten Informationsquellen im Sitzstaat des Referenzschuldners¹⁰¹¹.

Anhang B und D der CDD enthalten eine Vorlage für eine NPAI. Gem. sec. 3.2(c) CDD ist sie wie auch die *Credit Event Notice* während der *Notice Delivery Period* zu erbringen, und zwar nach sec. 3.2(c) und 3.6 von derjenigen Partei, welche bereits die *Credit Event Notice* erbracht hat. Adressat ist die andere Partei des CDS.

Die NPAI weist (deren Einbezug vorausgesetzt) mehrere Wirkungen auf: Nach sec. 3.2(a) CDD handelt es sich um eine Voraussetzung für die Abwicklung sowohl beim Cash wie auch beim Physical Settlement, nach sec. 1.8 CDD ist der Zeitpunkt ihrer Erbringung eine der Voraussetzungen für die Festlegung bzw. den Eintritt des *Event Determination Dates*.

¹⁰⁰³ Sec. 3.6 CDD: «[...] that cites Publicly Available Information confirming the occurrence of the Credit Event ... described in the Credit Event Notice [...]».

¹⁰⁰⁴ Sec. 3.5(a) CDD.

¹⁰⁰⁵ Siehe sec. 3.5(a)(ii) CDD.

¹⁰⁰⁶ Credit Event *Bankruptcy*, siehe dazu oben unter c)aa)1) auf S. 160.

¹⁰⁰⁷ Sec. 3.5(a)(iii) CDD.

¹⁰⁰⁸ Sec. 3.5(a)(iv) CDD.

¹⁰⁰⁹ Sec. 3.5(a)(i) CDD.

¹⁰¹⁰ Sec. 3.8.

¹⁰¹¹ Sec. 3.7.

Der Zweck der NPAI kann variieren; er lässt sich z.B. darin sehen, dass sich die Vertragsparteien vor einer Verletzung des Bankkundengeheimnisses oder anderen mit der Informationsweitergabe zusammenhängenden Straftatbeständen schützen wollen, indem sie den Käufer von der Gefahr entlastet, dem Bankgeheimnis unterliegende oder auch insiderrrelevante Informationen preiszugeben¹⁰¹². Des weiteren kann die Wahl einer öffentlich verfügbaren Information auch der Objektivität dienen¹⁰¹³.

dd) Notice of Physical Settlement

Die *Notice of Physical Settlement* ist gem. sec. 3.2(a)(ii) CDD eine Voraussetzung zur Abwicklung des Vertrages beim Physical Settlement. Sec. 3.4 CDD enthält Bestimmungen zu Form, Inhalt, Zeitraum und Änderungen der Mitteilung. Inhalt ist die unwiderrufliche Bestätigung des Sicherungsnehmers, die Transaktion abzuwickeln, die Festlegung des Datums, bis zu welchem der Sicherungsnehmer liefern wird (*Physical Settlement Date*) sowie eine detaillierte Beschreibung der zu liefern beabsichtigten Verbindlichkeiten, erwähnt werden z.B. der ausstehende Nominalwert sowie die allenfalls vorhandene CUSIP oder ISIN Nummer. Eine Vorlage für eine *Notice of Physical Settlement* findet sich in Anhang C der CDD.

Die Mitteilung ist nach sec. 3.2(d) CDD bis spätestens 30 Tage nach dem *Event Determination Date*¹⁰¹⁴ durch den Sicherungsnehmer zu erbringen. Adressat ist der Sicherungsgeber. Sofern innerhalb dieser Frist keine Mitteilung gültig erbracht wurde, wird der Vertrag gem. sec. 3.4 Abschn. 2 CDD beendet (*Termination Date*). Damit verliert der Sicherungsnehmer seinen Anspruch auf Abwicklung¹⁰¹⁵. Sofern eine Mitteilung erbracht wurde, gilt sie zwar als nicht widerrufbar, sie kann jedoch bis zum *Physical Settlement Date* beliebig oft geändert werden.¹⁰¹⁶

Die Wirkung der gültigen Erbringung der Mitteilung besteht in der erwähnten Festlegung der zu liefernden Verbindlichkeiten sowie der Bestimmung des *Physical Settlement Date*. Schliesslich bewirkt die Mitteilung auch, dass der Sicherungsgeber berechtigt wird, einen *Buy-In* Prozess zu starten,

¹⁰¹² NORDHUES/BENZLER in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 211 ff., 225, welche aus diesem Grund empfehlen, die NPAI zu wählen.

¹⁰¹³ Vgl. ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 65.

¹⁰¹⁴ Siehe dazu sec. 1.8 CDD.

¹⁰¹⁵ Siehe ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 69.

¹⁰¹⁶ Siehe auch PARKER, Credit Derivatives, 274 f.

sollte der Sicherungsnehmer nicht innerhalb von fünf Arbeitstagen nach dem *Physical Settlement Date* geliefert haben¹⁰¹⁷.

Zweck der Mitteilung ist einerseits, den Sicherungsgeber zu informieren, welche Verbindlichkeiten geliefert werden¹⁰¹⁸. Andererseits bestätigt der Sicherungsnehmer aber auch, dass er überhaupt liefern will. Dass er auf die Lieferung der Verbindlichkeiten verzichten kann, ist damit zu begründen, dass ihm der Verkauf regelmässig zu einem Vorteil gereicht, bzw. zumindest gereichen sollte, womit er sich in jenen Einzelfällen, in denen dieser Vorteil nicht erreicht werden sollte, auch wieder davon befreien können darf¹⁰¹⁹.

e) Basiswerte

Der Basiswert eines CDS als Kreditderivat muss kreditrisikosensitiv sowie dem bzw. einem vereinbarten Credit Event zugänglich sein¹⁰²⁰. Nach vorliegender Ansicht gilt nicht das Kreditrisiko als Basiswert, sondern der Kreditrisiko aufweisende Gegenstand oder «Wert»¹⁰²¹, wobei diese Frage kaum praxisrelevant sein dürfte. Dabei muss es sich beim CDS nicht um einen eigentlichen «Wert», d.h. einen Finanzierungsvertrag handeln. Die CDD sehen auch vor, nur einen Referenzschuldner (*Reference Entity*) zu bezeichnen, dessen Bestimmung sogar zwingend ist, wohingegen die Benennung einer Referenzverbindlichkeit (*Reference Obligation*) nur beim Cash Settlement zwingend vorgeschrieben wird¹⁰²². Aufsichtsrechtlich wird dagegen die Bestimmung einer Referenzverbindlichkeit ebenfalls gefordert¹⁰²³.

Mit Bestimmung einer Referenzverbindlichkeit erfolgt m.E. zugleich auch die Festlegung des Referenzschuldners: Dieser ist als diejenige i.d.R. juristische Person bzw. deren Rechtsnachfolger zu sehen, welche das Kapital aufgenommen hat und aus dieser Vereinbarung zur Rückzahlung verpflichtet ist. Nicht Referenzschuldner werden weitere Personen, welche aufgrund zusätzlicher vertraglicher Vereinbarungen (ebenfalls) zur Rückzahlung verpflichtet werden können, z.B. aufgrund einer Garantie, Patronatserklärung

¹⁰¹⁷ Nach sec. 9.9 CDD im Falle von *Bonds* als lieferbaren Verbindlichkeiten; falls *Loans* als lieferbare Verbindlichkeiten spezifiziert wurden, gilt dagegen sec. 9.10 CDD, siehe dazu auch PARKER, *Credit Derivatives*, 359 ff.

¹⁰¹⁸ ZEREY in ZEREY (*Hrsg.*), *Finanzderivate*, § 7 N 69.

¹⁰¹⁹ Vgl. ZEREY in ZEREY (*Hrsg.*), *Finanzderivate*, § 7 N 69.

¹⁰²⁰ Siehe auch oben 1:III.3 (S. 57).

¹⁰²¹ A.A. ZEREY in ZEREY (*Hrsg.*), *Finanzderivate*, § 7 N 1.

¹⁰²² Siehe 2003 Ex. A, Ziff. 1 (*General Terms*) und Fn. 6.

¹⁰²³ FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken, Rz. 220.

u.ä. Wird nur ein Referenzschuldner gewählt, ist es von grosser praktischer Bedeutung, diesen genau zu bezeichnen¹⁰²⁴.

Abhängig von der genauen Definition des Basiswertes eines Derivates beschränkt sich beim CDS dieser nicht auf nur eine – sofern festgelegte – Referenzverbindlichkeit. Neben dieser können weitere Verbindlichkeiten des Referenzschuldners hinzugezogen werden, welche zur Bestimmung des Credit Events oder bezüglich der Abwicklung beim Physical Settlement von Bedeutung sind. Die erste Kategorie übt neben anderen Faktoren auch einen Einfluss auf den Umfang der Absicherung aus, die zweite Kategorie – die lieferbaren Verbindlichkeiten – schliesslich haben einen Einfluss auf den Umfang des zu erhaltenen Ausgleichs, da im Physical Settlement eine *Cheapest-to-Deliver Option* enthalten ist. Aus diesen Gründen sind sie vorliegend ebenfalls im Rahmen der Basiswerte zu behandeln. Wie sie nach den CDD zu bestimmen sind, ist sogleich unter aa) zu behandeln.

Unter den Basiswert fällt vorliegend auch der Nominalwert des CDS, welcher über die Menge des Basiswertes entscheidet und hinsichtlich des Umfangs der Risikoübertragung und damit der Berechnung verschiedener Leistungspflichten relevant ist.

Ferner können auch mehrere Referenzschuldner den Basiswert bilden oder ein CDS sich auf ABS beziehen. Diese Formen haben einen massgeblichen Einfluss auf die Strukturierung und werden unter bb) gesondert betrachtet, wogegen für den Single Name CDS als grundlegende Variante die Ausführungen unter aa) einschlägig sind.

aa) Bestimmung der Basiswerte nach den CDD

1) Festlegung der Verbindlichkeiten (Obligations)

Als *Obligations* gelten in den CDD diejenigen Verbindlichkeiten, welche hinsichtlich der Bestimmung des Credit Events massgebend sind¹⁰²⁵. Diese Verbindlichkeiten entscheiden neben den Credit Events über den Umfang des übertragenen Risikos¹⁰²⁶. Sie werden in sec. 2.14 CDD definiert; darunter fallen die gem. sec. 2.19 festgelegten Verbindlichkeiten (in Verbindung mit

¹⁰²⁴ Insbesondere bei verbundenen Unternehmen mit Holdingstrukturen und Tochtergesellschaften können an dieser Stelle Missverständnisse auftreten: siehe dazu EDWARDS, JBL 2004, 618 Fn. 12.

¹⁰²⁵ PARKER, Credit Derivatives, 238.

¹⁰²⁶ PARKER, Credit Derivatives, 231; ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 43.

sec. 2.23 f.)¹⁰²⁷, die (eigentliche) Referenzverbindlichkeit¹⁰²⁸ sowie jede weitere bezeichnete Verbindlichkeit des Referenzschuldners¹⁰²⁹.

Nach sec. 2.19 CDD gilt die in der Transaktionsbestätigung ausgewählte Kategorie mit den ausgewählten Charakteristika als Verbindlichkeit gem. 2.14(a) CDD. Sec. 2.19(a) CDD definiert die sechs verschiedenen möglichen Kategorien, sec. 2.19(b) CDD die acht verschiedenen auswählbaren Charakteristika. Ferner können die Parteien noch weitere Verbindlichkeiten bestimmen, welche diese Kriterien nicht aufweisen¹⁰³⁰.

Sec. 2.17 CDD schliesslich bietet die Möglichkeit, Verbindlichkeiten in der Transaktionsbestätigung festzulegen, welche als Basiswert i.S.v. sec. 2.14(a) und (b) CDD ausgeschlossen werden sollen (*Excluded Obligations*). Dies kann anhand einer direkten Benennung oder ebenfalls anhand von Kriterien erfolgen.

2) Festlegung der lieferbaren Verbindlichkeiten (Deliverable Obligations)

Als *Deliverable Obligations* gelten nach den CDD diejenigen Verbindlichkeiten, welche der Sicherungsnehmer beim Physical Settlement zu liefern berechtigt ist. Dabei ist die Bezeichnung von mehreren lieferbaren Verbindlichkeiten in der Praxis üblich, womit für den Sicherungsnehmer eine sog. *Cheapest to deliver option* entsteht, da er berechtigt ist, diejenige Verbindlichkeit mit dem niedrigsten Marktwert zu liefern¹⁰³¹.

Die *Deliverable Obligations* können auch beim Cash Settlement beigezogen werden, sofern keine eigentliche Referenzverbindlichkeit zur Bestimmung der Ausgleichszahlung festgelegt wurde, sondern deren Bestimmung einer der Parteien übertragen wurde; diesfalls ist die Transaktionsbestätigung entsprechend anzupassen¹⁰³².

Die Bestimmung der *Deliverable Obligations* erfolgt ähnlich wie diejenige der *Obligations*, weist aber eine grössere Komplexität auf. Definiert werden sie in sec. 2.15 CDD, wonach darunter die nach sec. 2.20 bestimmten Verbindlichkeiten (in Verbindung mit sec. 2.23 f.)¹⁰³³, die Referenzverbindlichkeit¹⁰³⁴ sowie jede weitere bezeichnete Verbindlichkeit des Referenzschuld-

¹⁰²⁷ Sec. 2.14(a) CDD.

¹⁰²⁸ Sec. 2.14(b) CDD.

¹⁰²⁹ Sec. 2.14(c) CDD.

¹⁰³⁰ Vgl. sec. 7.14 CDD.

¹⁰³¹ HULL, *Derivatives*, 551.

¹⁰³² Siehe PARKER, *Credit Derivatives*, 238.

¹⁰³³ Sec. 2.15(a) CDD.

¹⁰³⁴ Sec. 2.15(b) CDD.

ners¹⁰³⁵ fallen. In sec. 2.15(c) sind noch weitere Verbindlichkeiten aufgeführt, welche nur im Falle eines Credit Events *Restructuring* eines staatlichen Schuldners gelten¹⁰³⁶.

Sec. 2.20 CDD dient wie auch sec. 2.19 CDD der Bestimmung der Verbindlichkeiten. Es ist eine der sechs Kategorien zu bestimmen (a), zusätzlich können bis zu 15 Charakteristika ausgewählt werden (b).

Nach sec. 2.18 können des weiteren sog. *Excluded Deliverable Obligations* bestimmt werden; dazu gilt das oben unter 1) *i.f.* hinsichtlich sec. 2.17 CDD ausgeführte entsprechend.

Haben die Parteien eine der beiden modifizierten Varianten des Credit Events *Restructuring* gewählt und ist ein solcher eingetreten, treten neue Bestimmungen hinzu, welche *Deliverable Obligations* in diesem Fall geliefert werden dürfen¹⁰³⁷.

bb) Besondere Strukturierungsvarianten

Im folgenden sind zwei besondere Varianten des Basiswertes von CDS zu betrachten: der CDS mit mehreren Referenzschuldern als Basiswert (*Basket CDS*) unter 1) sowie anschliessend unter 2) die grundlegende Struktur eines CDS on ABS.

1) Basket CDS

Bei einem *Basket CDS* besteht der Basiswert, wie bereits die Namensgebung andeutet, nicht nur aus einem einzelnen, sondern aus mehreren Referenzschuldern. Diese mehreren Basiswerte führen dazu, dass gegenüber einem Single Name CDS die Struktur angepasst werden muss und mithin einen höheren Grad an Komplexität aufweist¹⁰³⁸.

Basket CDS können nach der Auszahlungsmodalität entweder als *n*th-to-Default CDS¹⁰³⁹ oder als Portfolio CDS¹⁰⁴⁰ strukturiert werden. Erstere sehen eine Ausgleichsleistung nur beim *n*-ten Credit Event im zugrundeliegenden Korb vor, letztere bei jedem Credit Event im Portfolio¹⁰⁴¹.

¹⁰³⁵ Sec. 2.15(d) CDD.

¹⁰³⁶ Siehe zum Ganzen auch PARKER, Credit Derivatives, 238 f.

¹⁰³⁷ Sec. 2.32(a) bzw. 2.33(a) i.V.m. sec. 2.15 CDD; siehe auch PARKER, Credit Derivatives, 254 f.

¹⁰³⁸ PARKER, Credit Derivatives, 32.

¹⁰³⁹ Siehe dazu auch oben c)bb)2) (S. 166).

¹⁰⁴⁰ Siehe dazu auch oben c)bb)3) (S. 166).

¹⁰⁴¹ Siehe zum Ganzen oben 1:I.2.a)bb) (S. 16).

2) CDS on Asset-Backed Securities (ABS)

Diese Variante der Credit Default Swaps kam insbesondere in den Jahren 2005 und 2006 auf¹⁰⁴² und erlangte mit der Finanzkrise eine eher zweifelhafte Bekanntheit¹⁰⁴³. Die Bezeichnungen sind nicht immer einheitlich, es wird auch von CDS on ABS, Asset-Backed Credit Default Swaps, ABCDS oder synthetischen ABS gesprochen. Dabei können CDS on ABS drei Typen von gesicherten Verbindlichkeiten beinhalten: reine Asset-Backed Securities (ABS), Mortgage-Backed Securities (MBS) oder Collateralised Debt Obligations (CDO) und dementsprechend auch als CDS on MBS oder CDS on CDO bezeichnet werden¹⁰⁴⁴.

Für CDS on ABS hat die ISDA eigene Vertragsvorlagen ausgearbeitet¹⁰⁴⁵. Die von einem Single Name CDS abweichenden Vereinbarungen ergeben sich aus der Struktur und Charakteristik einer ABS bzw. CDO¹⁰⁴⁶. So kann bei einem ABS bzw. dem für die Transaktion gebildeten SPV, welches die abzusichernden Verbindlichkeiten begibt, ein üblicherweise vereinbarter Credit Event naturgemäss nicht eintreten, die Rückzahlung kann stattdessen aus anderen Gründen als einem solchen Credit Event unterbleiben.

Ferner begibt ein solches SPV nur eine Verbindlichkeit oder mehrere Tranchen mit unterschiedlicher Kreditqualität, womit ein CDS on ABS so strukturiert werden muss, dass es sich nur auf die Referenzverbindlichkeit richtet und nicht auf die Kreditqualität des SPV als begebende Gesellschaft selbst.

Diese Referenzverbindlichkeit des CDS on ABS weist ferner auch die Eigenschaft auf, sich oftmals über die Laufzeit hinweg zu amortisieren, während Referenzverbindlichkeiten von Single Name CDS in der Regel den Nennwert erst zum Fälligkeitstermin zurückzahlen.

Schliesslich muss sich auch die Abwicklung eines CDS on ABS von einem CDS unterscheiden, da der Markt für ABS weniger Liquidität aufweist als der Anleihe- oder Kreditmarkt.

¹⁰⁴² PARKER, Credit Derivatives, 44.

¹⁰⁴³ Z.B. Newsweek vom 18.01.2010, 19 (JACOB WEISBERG, What Caused the Great Recession?; It's finally ending. Let the blaming begin).

¹⁰⁴⁴ Siehe dazu PARKER, Credit Derivatives, 44 f., 461; siehe auch oben 1:IV.3.b)bb) (S. 68).

¹⁰⁴⁵ Siehe dazu ISDA, <www.isda.org/publications/isdacredit-deri-def-sup-comm.aspx>, unter CDS on MBS Documentation und CDS on CDO Documentation.

¹⁰⁴⁶ Siehe zu den einzelnen angeführten Punkten PARKER, Credit Derivatives, 462 f. Zur Struktur einer ABS /CDO vgl. 1:IV.3.b)bb)2) (S. 69).

f) Laufzeit und Vertragsende

Die Parteien schliessen ein CDS jeweils für eine bestimmte Dauer ab; finanzökonomisch spricht man dabei von der Laufzeit. Aus wirtschaftlicher Sicht umschreibt beim CDS die Laufzeit den Zeitraum, für welchen das Ausfallrisiko durch den Sicherungsgeber übernommen wird.

Vertraglich wird auf die Laufzeit mittels Vereinbarung eines Enddatums Bezug genommen, in den CDD als *Scheduled Termination Date* bezeichnet¹⁰⁴⁷. Auf dieses Datum nehmen die Verträge mehrfach Bezug, insbesondere ist es relevant hinsichtlich des Zeitpunktes des Eintritts eines Credit Events – grundsätzlich als spätestes mögliches Eintrittsdatum¹⁰⁴⁸ – und damit auch hinsichtlich der Erbringung der vereinbarten Mitteilungen, welche grundsätzlich bis spätestens 14 Tage nach diesem Termin erbracht werden dürfen¹⁰⁴⁹.

Die CDD enthalten noch weitere Begriffe, welche das Enddatum der Transaktion beschreiben. Als *Termination Date* gilt das tatsächliche Enddatum der Transaktion, ist folglich entweder identisch mit dem *Scheduled Termination Date*¹⁰⁵⁰ oder wird bei einem Credit Event neu zu bestimmen sein¹⁰⁵¹. Das *Event Determination Date* bestimmt den Zeitpunkt, an welchem allenfalls ein Credit Event eingetreten ist und die entsprechenden Mitteilungen erbracht wurden¹⁰⁵².

2. Vertragsrechtliche Qualifikation

Im folgenden ist die vertragsrechtliche Qualifikation des als Credit Default Swap bezeichnete Vertrages vorzunehmen. Deren Grundsätze sowie das Spannungsfeld zwischen Qualifikation bzw. Zuordnung zu einem bekannten Vertragstypus einerseits und der Typenfreiheit andererseits wurden bereits angesprochen¹⁰⁵³. Vor diesem Hintergrund ergibt sich, dass der CDS als Innominatkontrakt *sui generis* zu qualifizieren ist, wie unter c) genauer auszuführen sein wird. Vorderhand ist unter a) der CDS in der Gruppe der derivativen Finanzinstrumente zu betrachten: wie aufzuzeigen sein wird, han-

¹⁰⁴⁷ Vgl. sec. 1.6 CDD.

¹⁰⁴⁸ Siehe sec. 3.3(a) CDD.

¹⁰⁴⁹ Siehe sec. 1.9(a) CDD.

¹⁰⁵⁰ Siehe sec. 1.7(b) CDD.

¹⁰⁵¹ Vgl. sec. 1.7(a) CDD.

¹⁰⁵² Sec. 1.8 CDD.

¹⁰⁵³ Siehe oben II.1.a) (S. 103).

delt es sich aus vertraglicher Sicht um ein derivatives Finanzinstrument. Er ist jedoch einerseits von den Grundtypen derivativer Finanzinstrumente und andererseits von anderen Kreditderivaten abzugrenzen. Anschliessend sind unter b) weitere Abgrenzungen gegenüber ausserhalb der derivativen Finanzinstrumente stehenden Nominat- wie auch Innominatverträgen vorzunehmen, *in concreto* dem Kauf-/Tauschvertrag, dem Verkaufsrechtsvertrag sowie dem jeweils unter den Sicherungsgeschäften einzuordnenden Bürgschafts-, Garantie- und Versicherungsvertrag.

a) Einordnung unter die derivativen Finanzinstrumente

aa) Als derivatives Finanzinstrument

Eine eigentliche, für die vertragsrechtrechtliche Qualifikation brauchbare Definition eines derivativen Finanzinstrumentes existiert so gesehen nicht. Zur Beurteilung, ob der CDS aus vertraglicher Sicht als derivatives Finanzinstrument gilt, hat sich demzufolge aus einem Vergleich der derivative Finanzinstrumente auszeichnenden Charakteristika¹⁰⁵⁴ zu ergeben. Dabei ist zu beachten, dass eine solche Zuordnung aus vertragsrechtlicher Sicht mangels Existenz einer Dogmatik oder vertragsrechtlichen Erfassung derivativer Finanzinstrumente zumindest keine unmittelbaren Konsequenzen zu zeitigen vermag.

Auf die von CONTRATTO angeführten Merkmale von derivativen Finanzinstrumenten abstellend¹⁰⁵⁵ handelt es sich beim CDS um ein Derivat¹⁰⁵⁶: So ist (1) dessen vertragliche Rechtsnatur gegeben; (2) Der Wert eines CDS ist abhängig vom Umfang der vereinbarten Prämie im Vergleich zur aktuell für eine entsprechende Absicherung zu bezahlenden Prämie einerseits, und bei einem Eintritt eines Credit Events vom Umfang der geschuldeten Ausgleichsleistung andererseits. In beiden Varianten hängt der Wert vom Basiswert des CDS ab, erstere direkt vom Referenzschuldner bzw. von der Markteinschätzung dessen Kreditrisikos¹⁰⁵⁷, im letzteren Fall je nach Credit Event vom Referenzschuldner selbst oder einer dessen Verbindlichkeiten^{1058 1059};

¹⁰⁵⁴ Siehe dazu oben 1:II.1 (S. 32)

¹⁰⁵⁵ CONTRATTO, Regulierung, 8 ff.

¹⁰⁵⁶ Im Ergebnis für ein Derivat: HENDERSON, JIBFL 1998, 337 f.; DAS, Credit Derivatives, 1; ferner ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 1.

¹⁰⁵⁷ Vgl. O'KANE, Lehman, 28; CHAPLIN, Credit Derivatives, 67 f.; siehe ferner O'KANE/TURNBULL, Valuation, 1 ff.; MERRILL LYNCH, Credit Derivatives Vol. 1, 13, 21 f.

¹⁰⁵⁸ Welche ebenfalls als Basiswert zu betrachten sind: siehe dazu oben 1.e) (S. 171).

(3) Die Ausgleichsleistung ist eine der vertraglichen Erfüllungsleistungen. Da sie bei Vertragsschluss ungewiss ist sowie von äusseren Umständen abhängt, ist sie ebenfalls als aleatorisch zu betrachten; (4) Der CDS wird jeweils für eine bestimmte und damit begrenzte Laufzeit abgeschlossen; und schliesslich (5) stehen Prämienzahlungen, welche als Prozentzahl auf das Nominal ausgedrückt werden (CDS Spread), einer zwar ungewissen Ausgleichsleistung gegenüber, deren maximaler Umfang in der Regel ein Vielfaches der gesamten Prämien ausmacht und maximal den Nominalwert aufweisen kann, womit ebenfalls eine Hebelwirkung vorliegt.

Die Betrachtung des CDS als Derivat ist nicht unumstritten; dies hängt mit einer – soweit zumindest ersichtlich – unterschiedlichen Betrachtung der Charakteristika von Derivaten zusammen¹⁰⁶⁰. Andere die Betrachtung des CDS als Derivat ablehnenden Autoren vermögen ihre abweichende Ansicht m.E. nicht schlüssig zu begründen¹⁰⁶¹.

bb) Abgrenzungen gegenüber anderen Typen derivativer Finanzinstrumente

1) Gegenüber anderen Grundtypen von Kreditderivaten (TRS/CSO)

Wie im Rahmen der Betrachtung der Bedeutung des Kreditrisikotransfers festgehalten, übt der Anknüpfungspunkt an das Kreditrisiko einen entscheidenden Einfluss auf die jeweilige Strukturierung eines Kreditderivates aus, welche daraus folgernd vertraglich voneinander abzugrenzen sind¹⁰⁶².

2) Gegenüber den Grundtypen derivativer Finanzinstrumente

Grundsätzlich werden derivative Finanzinstrumente auf die drei Grundtypen Forward, Swap sowie Option reduziert. Dies ist jedoch wesentlich auf eine finanzökonomische, historisch gewachsene Erfassung zurückzuführen.

¹⁰⁵⁹ Ähnlich ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 5. Zur Wertabhängigkeit von Kreditderivaten vom Basiswert siehe auch GISSINGER, Banque Magazine 2001, 54; MATHIEU/D'HÉROUVILLE, dérivés de crédit, 135.

¹⁰⁶⁰ REINER, Derivative Finanzinstrumente, 21: er setzt beim Derivatbegriff die jederzeitige Reproduzierbarkeit der zukünftigen Zahlungsströme am Kassamarkt als zwingend voraus, welche richtigerweise weder bei jedem Basiswert eines CDS noch von sonstigen von der h.L. und Praxis als derivativen Finanzinstrumenten betrachteten Finanzinstrumenten der Fall ist; vgl. auch a.a.O. 25.

¹⁰⁶¹ Vgl. ASSMANN in ASSMANN/SCHNEIDER (Hrsg.), WpHG, N 55 zu § 2, wonach der CDS mehr einer Versicherung als einem Derivat ähne und nur bei grosszügiger Auslegung des Derivatbegriffs zu den Derivaten gezählt werden könne. Zum Derivatbegriff vgl. a.a.O. N 43 und oben Fn. 154.

¹⁰⁶² Siehe dazu oben II.2.a)cc) (S. 118).

ren¹⁰⁶³. Aus dieser finanzökonomischen Sicht wird der Credit Default Swap bzw. dessen Zahlungsprofil und damit einhergehend der asymmetrischen Risikostruktur als einer Option entsprechend angeführt und darauf hingewiesen, dass sich die Bezeichnung *Swap* im Namen des CDS ohne ökonomische Begründung eingebürgert habe¹⁰⁶⁴.

Wie auch immer die finanzökonomischen Bezeichnungen und deren Er- bzw. Zusammenfassung von Zahlungsströmen ausfallen, aus vertragsrechtlicher Sicht lässt sich der CDS keinem dieser drei Grundtypen zuordnen – die wenigen in der Literatur angeführten anderen Meinungen vermögen m.E. nicht zu überzeugen und werden ebensowenig begründet als vielmehr nur behauptet: Im Unterschied zum Forward ist die Leistungspflicht einer Partei – des Sicherungsgebers – sowohl in Bestand wie auch Umfang ungewiss. Gegenüber dem Swap ist der CDS dadurch abzugrenzen¹⁰⁶⁵, als die Pflichten der beiden Vertragsparteien nicht in einem periodischen Austauschverhältnis zueinander stehen. Die periodische Pflicht zur Prämienzahlung auf der einen Seite steht beim CDS einer ungewissen sowie einmaligen Leistungspflicht auf der anderen Seite gegenüber. Wird ferner die ungewisse Pflicht zur Gewissheit und damit geschuldet, führt dies regelmässig – sofern das Laufzeitende nicht bereits erreicht ist – zu einer Verkürzung der Laufzeit des CDS; auch eine solche vorzeitige Beendigung ist beim Swap nicht üblich bzw. in dieser Form zumindest in dessen *plain vanilla* Ausgestaltung unbekannt.

Gegenüber der Option ist der CDS abzugrenzen^{1066 1067}, als damit kein aus rechtlicher Sicht jederzeitig ausübbares Recht geschaffen wird. Auch eine Qualifikation als Swaption¹⁰⁶⁸ fällt damit ausser Betracht¹⁰⁶⁹.

¹⁰⁶³ Siehe dazu oben 1:II (S. 32).

¹⁰⁶⁴ Siehe Nachweise in Fn. 48.

¹⁰⁶⁵ Wohl a.A. KRÄMER, Swaps, 20 f., welcher den Credit Default Swap als Weiterentwicklung der Swaptechnik und die Parteien als Swappartei bzw. Swapkontrahent bezeichnet; unklar CHALIOULIAS, Swap, 51 f., welcher den Credit Default Swap unter Erscheinungsformen des Swaps mit asymmetrischer Vertragsgestaltung anführt, den Credit Default Swap dann aber als ausserbörsliche Verkaufsoption einordnet; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2061, wobei wohl eher aus sprachlichen Gründen der CDS beim Swap aufgeführt wird; nach RIEGER, Derivate, 39, werden CDS als Swap-Kontrakte ausgestaltet, er relativiert die Namensgebung jedoch a.a.O. 40.

¹⁰⁶⁶ Ebenso BRANDT, BKR 2002, 245.

¹⁰⁶⁷ A.A. KROLL/BÜRGI/SAUTER, FSr 2002, 262: ohne nähere Begründung wird der CDS als reine Option bezeichnet; dieser Meinung schliessen sich ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 1204, ebenfalls ohne weitere Begründung, an. Ferner BECK, Insidergeschäfte, 23; CHALIOULIAS, Swap, 51 f., welcher den CDS als Put Option,

b) Vertragsrechtliche Abgrenzungen**aa) Kauf-/Tausch- bzw. Verkaufsrechtsvertrag**

Der CDS ist unabhängig der Abwicklungsvariante aus folgenden Überlegungen vom Kauf-/Tauschvertrag sowie einem Verkaufsrechtsvertrag abzugrenzen. Generell gegen einen Kaufvertrag spricht sich auch der US District Court New York aus: «CDS have very little in common with a sale of goods»¹⁰⁷⁰.

Der CDS mit Cash Settlement einerseits beinhaltet mit der Prämie und der Ausgleichszahlung zwei Geld- und damit gleichartige Leistungen. Diese lassen sich somit nicht wie vom Kaufvertrag vorausgesetzt voneinander unterscheiden, ferner sind Geldschulden kein möglicher Kaufgegenstand¹⁰⁷¹, weder im Sinne des Kauf- noch des Tauschvertrages¹⁰⁷².

Ein CDS mit Physical Settlement andererseits beinhaltet mit dieser Abwicklungsvariante bereits einen als Kauf bzw. kaufähnlich zu qualifizierenden Vertrag¹⁰⁷³. Mit diesem Kaufvertrag werden jedoch beim CDS weitere Pflichten und Beschränkungen verbunden, womit er sich nicht darin erschöpft.

Vom Kauf- bzw. Verkaufsrechtsvertrag – dieser weist dieselben *Essentia-lia* wie ein Kaufvertrag auf, wobei weitere Bestimmungen wie eine Entschädigung für die Bindung des Belasteten oder eine Bedingung für die Ausübung hinzukommen können¹⁰⁷⁴ – ist der CDS aufgrund der Kaufpreisvereinbarung beim Physical Settlement und damit einhergehend der Prämienzahlungspflicht insbesondere hinsichtlich deren Zweck abzugrenzen.

welche automatisch ausgeübt wird, bezeichnet; ähnlich MUGASHA, Multi-Bank Financing, Rz. 8.65.

¹⁰⁶⁸ Die Swaption (auch Swap-Option) ist die Berechtigung einer Partei, mit einer anderen einen Zinsswap zu bereits vereinbarten Bedingungen einzugehen: HULL, Derivatives, 175, 659; HUDSON, Derivatives, Rz. 2–108; CLOUTH, Finanz-Derivate, 54 ff. Sie unterscheidet sich von der Option grundsätzlich nur anhand des unterschiedlichen Basiswertes: CLOUTH, Finanz-Derivate, 54 ff.

¹⁰⁶⁹ A.A. jedoch ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 5: rechtsdogmatische Einordnung von CDS als Swaptions.

¹⁰⁷⁰ Merrill Lynch International v. XL Capital Assurance Inc., 564 F.Supp.2d 298 (S.D.N.Y. 2008.), 306.

¹⁰⁷¹ Vgl. HONSELL, BT, 39, 191

¹⁰⁷² Mit dieser Begründung wird auch die Qualifikation des Swaps als Tauschvertrag abgelehnt, siehe oben und z.B. KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Rz. 14.307.

¹⁰⁷³ Physical Settlement als Ausgleichsleistung ist ein Kaufvertrag, siehe oben II.4.c)cc) (S. 145).

¹⁰⁷⁴ Z.B. GUHL/KOLLER, OR, § 41 N 20; vgl. HONSELL, BT, 26 f., 169.

Dass der vereinbarte Kaufpreis regelmässig stark von den Marktpreisen des Kaufgegenstandes abweichen wird, ist den Parteien bereits bei Vertragsschluss bekannt und liegt in der Natur des CDS. Die Prämie ist ferner nicht nur eine Entschädigung für die Bindung, sondern widerspiegelt auch die zu erwartende Differenz zwischen vereinbartem Kaufpreis und aktuellem Marktwert¹⁰⁷⁵. Und schliesslich beinhaltet der CDS überhaupt kein Verkaufsrecht des Sicherungsnehmers¹⁰⁷⁶.

bb) Bürgschaft- und Garantievertrag

Der CDS ist des weiteren sowohl gegenüber dem Bürgschafts- wie auch dem Garantievertrag abzugrenzen^{1077 1078}. Von der Bürgschaft lässt er sich u.a. dadurch unterscheiden, als nicht das Entstehen für eine fremde Schuld bezweckt wird. Damit wird eine solche Schuld nicht vorausgesetzt und kann infolgedessen dazu auch nicht wie von der Bürgschaft zwingend gefordert akzessorisch sein. Damit zusammenhängend steht dem Sicherungsgeber nach der Abwicklung auch kein gesetzliches Rückgriffsrecht auf den Schuldner zu.

Von der Garantie ist der CDS einmal aufgrund seiner Entgeltlichkeit abzugrenzen¹⁰⁷⁹. Im Gegensatz zur Bankgarantie als eine Form der Garantie, bei welcher ein Entgelt aus dem Veranlassungsgeschäft herrührt, liegt beim CDS kein diese typisierendes Dreiecks-, sondern nur ein rein bilaterales Verhältnis zwischen Sicherungsgeber und -nehmer vor, ohne dass der Referenzschuldner zu diesen beiden Parteien eine (rechtliche) Beziehung innezuhaben braucht.

cc) Versicherungsvertrag

Der CDS weist zwar die Merkmale eines Versicherungsvertrages grundsätzlich auf. Wie im folgenden unter 1) zu zeigen sein wird, ergeben sich aus der synthetischen Struktur des CDS im Rahmen der Qualifikation zu beachtende Unterschiede: einerseits ist der Konnex zwischen dem Ereignis und der befürchteten Schädigung beim CDS weniger stark ausgeprägt, andererseits wird auch eine tatsächliche Schädigung nicht vorausgesetzt. Wie die an-

¹⁰⁷⁵ Siehe zur Prämie oben 1.b)aa) (S. 152).

¹⁰⁷⁶ Siehe zur Begründung unten 4.a)cc)4)i) (S. 207).

¹⁰⁷⁷ Siehe dazu oben: zur Bürgschaft 1:IV.4.b (S. 77); zum Garantievertrag 1:IV.4.a) (S. 75); zu den Abgrenzungskriterien der Sicherungsgeschäfte 1:IV.4.d (S. 82).

¹⁰⁷⁸ Teilweise a.A. BERG, Kreditderivate, 193.

¹⁰⁷⁹ Vgl. dazu NORDHUES/BENZLER in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 191 f.; GAUVIN, dérivés de crédit, 247 ff.

schliessenden Erörterungen unter 2) ergeben, liegen in diesen Unterschieden auch keine zwingende Normen des Versicherungsvertrages verletzende Vereinbarungen, womit der CDS im Ergebnis auch vom Versicherungsvertrag abzugrenzen ist.

1) In der synthetischen Struktur liegende Unterschiede

Vom Versicherungsvertrag¹⁰⁸⁰ lässt sich der CDS vorderhand zwar nicht ohne weiteres abgrenzen, aus dessen synthetischer Struktur ergeben sich aber auch vertragsrechtlich relevante Abgrenzungskriterien. In erster Linie weisen die Verträge zwar eine vergleichbare Gestaltung der Leistungspflichten sowie deren Abhängigkeiten von äusseren Umständen bzw. Ereignissen auf. Häufig findet auch der Begriff der Versicherung hinsichtlich der Umschreibung der Funktionsweise des CDS Verwendung¹⁰⁸¹, und schliesslich weist der CDS grundsätzlich¹⁰⁸² auch die bundesgerichtlichen Merkmale der Versicherung – ohne das nur aufsichtsrechtlich relevante Kriterium des planmässigen Geschäftsbetriebes¹⁰⁸³ – auf^{1084 1085}.

Neben der Gestaltung der Leistungspflichten nimmt ein CDS mit dem Basiswert auch auf einen für den Versicherungsvertrag möglichen Gegenstand Bezug¹⁰⁸⁶. Die Referenzforderung kann als Forderung Gegenstand einer Sachversicherung sein¹⁰⁸⁷. Auch die Kreditversicherung gilt als Sachversicherung¹⁰⁸⁸. Bei der alleinigen Bezeichnung eines Referenzschuldners ist die Bestimmung des Gegenstandes zwar umfassender, lässt sich jedoch auf eine begrenzte Anzahl von relevanten Forderungen reduzieren. Dieser Gegenstand kann einer befürchteten Schädigung zugänglich sein, indem sich z.B. der Wert der Forderung verringert.

¹⁰⁸⁰ Siehe zum privatrechtlichen Begriff der Versicherung oben 1:IV.4.c) (S. 78).

¹⁰⁸¹ Z.B. Deutsche Bank AG v. Ambac Credit Products LLC and Ambac Assurance Corporation, 2006 WL 1867497 (S.D.N.Y. 2006), 2; Merrill Lynch International v. XL Capital Assurance Inc., 564 F.Supp.2d 298 (S.D.N.Y. 2008.), 300; WALKER-BRIGHT/LAW, *AIG's Financial Distress*, 25. Für Kreditderivate allgemein siehe unten 3:III.1.a) (S. 290).

¹⁰⁸² Zu den Unterschieden des Kreditrisiko zum üblicherweise versicherbaren Risiko siehe unten 3:III.1.b)cc) (S. 302).

¹⁰⁸³ Siehe dazu auch unten 3:III.1.b)bb) (S. 300).

¹⁰⁸⁴ Ebenso BANZ, *Allfinanz*, 95.

¹⁰⁸⁵ Siehe zu diesen Merkmale des Versicherungsvertrages unten 3:III.1.a)aa) (S. 291).

¹⁰⁸⁶ So auch BANZ, *Allfinanz*, 95; TRAFKOWSKI, *Risikotransferverträge*, 88.

¹⁰⁸⁷ KUHN, *Privatversicherungsrecht*, N 438; vgl. ferner VVG-BOLL, N 9 zu Art. 48 (Geldwerte wie Wertpapiere).

¹⁰⁸⁸ KUHN, *Privatversicherungsrecht*, N 443.

Mit dem zahlungsauslösenden Credit Event umfasst der CDS des weiteren ein im Sinne des Versicherungsvertrages mögliches Ereignis. Jedoch ist festzuhalten, dass der Konnex zwischen dem Ereignis und der befürchteten Schädigung beim CDS weniger stark ausgeprägt ist: der Credit Event gilt vielmehr nur als Indikator für die Realisation des Ausfalls¹⁰⁸⁹, und aufgrund der synthetischen Struktur kann im Einzelfall mangels tatsächlich möglicher Schädigung auch deren Befürchtung überhaupt nicht vorhanden sein. Beim Versicherungsvertrag dagegen ist davon auszugehen, dass dem Versicherten zumindest eine Schädigung drohen muss¹⁰⁹⁰.

Sog. synthetische Instrumente wie der CDS sind zwar wie der Versicherungsvertrag als Risikotransferverträge¹⁰⁹¹ zu sehen, aus ihrer synthetischen Struktur ergeben sich im Vergleich zum Versicherungsvertrag Unterschiede auf der vorliegend interessierenden vertraglichen Ebene. Insbesondere kann der Sicherungsnehmer ein CDS sowohl aus dem Motiv einer echten Absicherung auf der einen als auch zur reinen Spekulation auf der anderen Seite abschliessen, wobei zwischen diesen beiden Extremen noch unzählige weitere Motive liegen können. Während im Fall der echten Absicherung die Befürchtung einer Schädigung, wie vom Versicherungsvertrag vorausgesetzt, vorhanden ist, liegt eine solche in letzterem Fall nicht vor.

Unabhängig vom Motiv des Sicherungsnehmers im Einzelfall weist die Person des Sicherungsnehmers als Vertragspartei für den Sicherungsgeber eine geringere Bedeutung auf – dies folgt insbesondere aus der Wahl des zahlungsauslösenden Ereignisses sowie dem Kreditrisiko als Art des übertragenen Risikos. Während beim CDS die Person des Sicherungsnehmers einzig hinsichtlich seiner Zahlungsfähigkeit¹⁰⁹² – seine Fähigkeit die Prämien zu bezahlen – relevant ist und damit beim CDS der Sicherungsnehmer – bei gleichbleibendem Gegenparteiisiko – ohne weiteren Vertragsanpassungen – vorbehalten der Zustimmung des Sicherungsgebers – austauschbar ist¹⁰⁹³, liegt beim Versicherungsvertrag das versicherte Risiko in der Regel im Bereich des Versicherten, womit dieser einen massgebenden Einfluss auf die Eintretenswahrscheinlichkeit des Risikos sowie die Ausgestaltung des Ver-

¹⁰⁸⁹ Siehe dazu oben 1:III.2.c) (S. 56).

¹⁰⁹⁰ Siehe dazu oben 1:IV.4.c)bb)2) (S. 80).

¹⁰⁹¹ Zum vorliegend verstandenen Begriff des Risikotransfers und der Abgrenzung zur Absicherung als Motiv siehe oben 1:IV.1 (S. 62); zum Risikotransfer als Zweck oben II.2.c) (S. 122).

¹⁰⁹² Vgl. VENOKUR/MAGIDSON/SINGER, GLFDLR 2008/11, 9.

¹⁰⁹³ Vgl. WALKER-BRIGHT/LAW, AIG's Financial Distress, 5: die Autoren betonen zusätzlich auch den Verkauf von CDS durch den Sicherungsgeber als Unterschied.

trages wie z.B. den Umfang der Prämien ausübt¹⁰⁹⁴. So hat der Versicherte dem Versicherer nach Art. 4 VVG auf Verlangen hin sämtliche Informationen mitzuteilen, welche für die Beurteilung der Gefahr als erheblich gelten sowie ihm bekannt sind oder bekannt sein sollten.

Schliesslich sind im Rahmen der Vertragsqualifikation – wie auch für die Auslegung – die übereinstimmenden wirklichen Willen der Parteien massgebend. Diese richten sich bei einem synthetischen Instrument nicht auf eine Versicherung oder Absicherung¹⁰⁹⁵, sondern nur auf den Risikotransfer, wie er sich aus der Strukturierung der Zahlungsströme ergibt¹⁰⁹⁶. Daraus ist auch eine unterschiedliche Qualifikation des CDS, abhängig vom Motiv des Sicherungsnehmers im Einzelfall wie insbesondere von BANZ vertreten¹⁰⁹⁷, aus vertragsrechtlicher Sicht abzulehnen.

2) Keine Verletzung zwingenden Gesetzesrechts

Die dargestellten Unterschiede des CDS zum Versicherungsvertrag liegen wie aufgezeigt in der synthetischen Struktur des CDS begründet. Die Frage drängt sich nun auf, inwiefern diese synthetische Struktur zwingendes Gesetzesrecht verletzt. Insbesondere liegt der Versicherung die Idee zugrunde, Spekulationen zu unterbinden, welche durch die synthetische Struktur gerade auch ermöglicht werden. So wurde die Möglichkeit einer Versicherung ohne Befürchtung einer Schädigung bewusst untersagt¹⁰⁹⁸. Zwar ist im Rahmen der zulässigen sowie gesetzlich vorgesehenen Fremdversicherung die Versicherung eines fremden Gegenstandes möglich, die daraus folgende Konsequenz eines direkten Forderungsrechts des Versicherten gegen den Versicherer jedoch im Rahmen des CDS sowohl unerwünscht als auch nicht

¹⁰⁹⁴ MAURER, Privatversicherungsrecht, 42; Siehe SCHWARTZ, JCFI 2007, 190 f., m.w.N. in Fn. 84; RUSS/SEGALLA, Insurance, § 1:10, 1-29, § 1:11 ff., 1-21 ff., mit Verweis auf zahlreiche Urteile in Fn. 71; KEETON/WIDISS, Insurance, 140 f. Vgl. auch BERG, Kreditderivate, 412.

¹⁰⁹⁵ Vgl. dazu AON Financial Products, Inc. v. Société Générale, 476 F.3d 90 (C.A.2 (N.Y.) 2007), 96: «do not, and are not meant to, indemnify the buyer of protection against loss»; VCG Special Opportunities Master Fund Ltd. v. Citibank, N.A., 594 F.Supp.2d 334 (S.D.N.Y. 2008), 338 Fn. 3: «The swap is not a contract of indemnity, but an instrumentality to shift default risk». Zur Anerkennung des CDS als synthetisches Instrument ferner Deutsche Bank AG v. Ambac Credit Products LLC and Ambac Assurance Corporation, 2006 WL 1867497 (S.D.N.Y. 2006), 2 Fn. 2.

¹⁰⁹⁶ Siehe insgesamt zur vertragsrechtlichen Bedeutung des Risikotransfers oben II.2 (S. 114).

¹⁰⁹⁷ BANZ, Allfinanz, 271 f. Siehe auch unten Fn. 1705.

¹⁰⁹⁸ Siehe dazu unten 3:III.1.b)aa)2) (S. 299).

praktikabel, da ein forderungsberechtigter «Versicherter» überhaupt nicht bestimmt werden kann.

Da sich das VVG hinsichtlich der Bestimmung von versicherungsvertragsrechtlich relevanten Begriffen durch Schweigen auszeichnet¹⁰⁹⁹, kann nicht die Rede davon sein, dass durch einen CDS zwingende Normen des VVG verletzt bzw. umgangen werden, welche einer (anderslautenden) privatautonomen Regelung nicht zugänglich seien¹¹⁰⁰. Und wie LORENZ treffend anführt, hat sich die Qualifikation als Versicherungsvertrag schliesslich aus dem Gesetz – in der Schweizerischen Rechtsordnung aus dem VVG – zu ergeben¹¹⁰¹: wenn auch nicht aus einer Legaldefinition, so anhand einzelner Normen, welche vorliegend hinsichtlich deren Eignung zur Anwendung auf ein CDS bisweilen als unpassend zu qualifizieren sind. Und nicht zuletzt ist auch bei der Qualifikation des CDS eine zu starre objektive Vertragsqualifikation zu vermeiden, welche die Typenfreiheit zu gefährden geeignet ist¹¹⁰². In Anbetracht dieser Punkte erscheint es ohne weiteres gerechtfertigt, den CDS insgesamt nicht als Versicherungsvertrag zu qualifizieren und dessen synthetische Struktur zu respektieren.

c) Der CDS: Ein Innominatkontrakt sui generis

Der CDS beinhaltet verschiedene Eigenschaften sowohl von Nominat- wie auch Innominatverträgen auf. Als Risikotransfervertrag weist er insbesondere Ähnlichkeiten mit Verträgen aus der Gruppe der Sicherungsgeschäfte auf, allen voran mit dem Versicherungsvertrag. Und in der Variante mit Physical Settlement findet sich ein kaufähnlicher Vertrag als Vertragsbestandteil. Als den derivativen Finanzinstrumenten zugehörig werden im CDS bisweilen Elemente des Options- sowie des Swapvertrages gesehen¹¹⁰³. Während sich aus dem Recht des Sicherungsnehmers zur Forderung der Ausgleichsleistung sowie der (damit einhergehenden) asymmetrischen Struktur zwar Elemente der Option sehen lassen können, kann dies m.E. für

¹⁰⁹⁹ Wie dem Begriff der Versicherung oder dem Wesen der versicherten Gefahr. Vgl. auch KUHN, Privatversicherungsrecht, N 484.

¹¹⁰⁰ A.A. für das englische Recht jedoch JUURIKKALA, JIBLR 2011, 132 (mit Bezug zum *Insurable Interest*, wonach bei Nichtvorhandensein eines Interesse kein gültiger Versicherungsvertrag vorliegt).

¹¹⁰¹ LORENZ in BECKMANN/MATUSCHE-BECKMANN (Hrsg.), Versicherungsrechts-Handbuch, N 112 zu § 1.

¹¹⁰² Siehe dazu oben II.1.a)bb) (S. 103)

¹¹⁰³ ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 5.

den Swap nicht gelten. Periodische Zahlungen weisen auch zahlreiche andere Verträge auf.

Auch im Rahmen der vertragsrechtlichen Qualifikation ist m.E. eine Unterscheidung von verschiedenen Abwicklungsvarianten nach Möglichkeit zu vermeiden. Aufgrund der Berechnung der Ausgleichszahlung basiert auch diese schliesslich auf einem hypothetischen Kauf, womit beim Cash Settlement unter Umständen auch kaufvertragliche Regeln Anwendung finden können¹¹⁰⁴.

Das dem CDS innewohnende Element des Kaufvertrages führt nicht dazu, den CDS als eine Vertragsverbindung zu betrachten; beim Physical Settlement als Kauf handelt es sich um einen unvollkommenen Vertrag einerseits, und ohne das Physical Settlement liegt andererseits auch kein weiterer vollständiger Vertrag¹¹⁰⁵, sondern nur eine einseitige Pflicht zur Leistung periodischer Prämienzahlungen vor.

Von der Gestaltung der Leistungspflichten her gesehen weist der CDS zwar Elemente des Versicherungsvertrages auf, diese liegen jedoch im dadurch bezweckten Risikotransfer sowie der Art und Weise, wie das Ausfallrisiko vertraglich fassbar gemacht wird, begründet. Risikotransfer als Vertragszweck steht nicht nur dem Versicherungsvertrag zu¹¹⁰⁶.

Der CDS kann damit weder als Kauf- noch als Versicherungsvertrag mit atypischen Elementen¹¹⁰⁷ betrachtet werden, da diese Elemente nicht als hauptsächliche Bestandteile gelten können. Infolgedessen ist er als Innominatvertrag *sui generis*¹¹⁰⁸ zu qualifizieren, wobei die Ausgleichsleistung als Hauptleistung des Sicherungsgebers Elemente eines Kaufvertrages aufweist.

3. Vertragstypenübergreifende Zuordnungen

Im Rahmen der an dieser Stelle vorzunehmenden vertragsübergreifenden Zuordnungen des CDS ist dessen Qualifikation als synallagmatischer Vertrag, als Dauerschuldverhältnis sowie als Termingeschäft im Sinne des Differenzinwandes zu prüfen¹¹⁰⁹. Dabei handelt es sich beim CDS wie unter a)

¹¹⁰⁴ Siehe oben II.4.c)aa) (S. 143).

¹¹⁰⁵ Zur Vertragsverbindung siehe z.B. GUHL/KOLLER, OR, § 40 N 19 f.; HONSELL, BT, 17 f.; HUGUENIN, BT, N 1336 ff.

¹¹⁰⁶ Siehe dazu auch oben II.2.b) (S. 119).

¹¹⁰⁷ Dazu HONSELL, BT, 18; HUGUENIN, BT, N 1335.

¹¹⁰⁸ Zum Begriff HUGUENIN, BT, N 1350.

¹¹⁰⁹ Siehe zum Begriff sowie den Grundlagen zur vertragstypenübergreifenden Zuordnung oben II.1.b) (S. 104).

begründet um einen synallagmatischen, d.h. vollkommen zweiseitigen Vertrag. Ferner liegen aufgrund des Zwecks des Risikotransfers sowie des der Prämienzahlung innewohnenden Zeitmomentes wie unter b) ausgeführt die Voraussetzungen vor, den CDS als Dauerschuldverhältnis zu qualifizieren, welcher nach den anschliessenden Erörterungen unter c) *de lege lata* bei im Einzelfall nachgewiesener Spielartigkeit auch dem Differenzeinwand unterliegt.

a) Synallagma

Beim CDS ist jede Partei sowohl berechtigt wie auch verpflichtet. Die Ausgleichsleistung ist Gegenleistung für die Prämienzahlung, und beide Leistungen sind Hauptleistungspflichten des CDS¹¹¹⁰. Gegenseitig sind sie, als dass jede Partei ihre Leistung im Hinblick auf die Gegenleistung versprochen hat; ferner auch darin, dass der Festlegung der Höhe der Prämie regelmässig eine Annäherung an Umfang und Wahrscheinlichkeit der Ausgleichsleistung zugrundegelegt wird¹¹¹¹ und sowohl Prämie als auch Ausgleichsleistung regelmässig vom Nominalwert der Absicherung ausgehend berechnet werden.

Die Tatsache, dass die Ausgleichsleistung bedingt ist, d.h. unter Umständen gar nicht erfolgt, hindert die Qualifikation des Vertrages als synallagmatischen Vertrag nicht; diese Art von Synallagma wird als bedingtes Synallagma bezeichnet¹¹¹². Die sog. Hebelwirkung, d.h. dass die Ausgleichsleistung – sofern sie geschuldet wird – in der Regel markant höher ausfällt als die Prämienzahlung(en) als Gegenleistung ist zwar vordergründig ein Missverhältnis zwischen den beiden Leistungen, welches durch die Unsicherheit der zukünftigen Entwicklung und damit die Unsicherheit über die Pflicht zur tatsächlichen Erbringung der Ausgleichsleistung ausgeglichen wird.

b) Dauerschuldverhältnis

Als die vertragstypische Leistungspflicht ist beim CDS die bedingt ausgestaltete und damit nur möglicherweise zu leistende Ausgleichsleistung¹¹¹³ –

¹¹¹⁰ Vgl. für den Versicherungsvertrag KOENIG, SPR VII/2, 549; zum Vergleich CDS und Versicherungsvertrag siehe oben 2.b)cc) (S. 181).

¹¹¹¹ Siehe zur Prämie oben 1.b)aa) (S. 152).

¹¹¹² Siehe STÖCKLI, Synallagma, Rz. 79 ff.; vgl. zum Synallagma auch oben II.1.b)aa) (S. 105).

¹¹¹³ Abzulehnen ist nach vorliegender Ansicht die Risikotragung als Leistungspflicht: siehe dazu oben II.4.a)bb)1) (S. 134).

die Ausgleichszahlung beim Cash Settlement oder der Kauf der gelieferten Verbindlichkeit beim Physical Settlement – zu sehen. Das Abstellen der Ausgleichsleistung auf den Eintritt eines Credit Events stellt die Anknüpfung an das Kreditrisiko beim CDS dar und führt zum entsprechenden Transfer des Ausfallrisikos. Die Prämienzahlung dagegen ist keine das Vertragsverhältnis typisierende Leistungspflicht¹¹¹⁴.

Die Ausgleichsleistung als vertragstypische Leistung ist nun keine eigentliche Dauerleistung. Vielmehr erfolgt sie zu einem bestimmten *Zeitpunkt*. Das Dauerelement des CDS zeigt sich im durch die entsprechende Strukturierung von Geldströmen zu erreichenden wirtschaftlichen Zweck des Kreditrisikotransfers. Dadurch ist der Sicherungsgeber über die Laufzeit des CDS hinweg einer Unsicherheit über seine allfällige Zahlungsverpflichtung ausgesetzt^{1115 1116}, zu deren Erfüllung er nach dem Grundsatz *pacta sunt servanda* gehalten ist und wozu er sich leistungsbereit zu halten¹¹¹⁷.

Dieses Dauerelement wird auch durch die Ausgestaltung der Prämienzahlungen bestätigt, welche nach Zeitabschnitten bemessen werden und damit aufzuzeigen vermögen, dass die Parteien von einem Schuldverhältnis ausgehen, welches auf einen *Zeitraum* gerichtet ist¹¹¹⁸. Diese Elemente sind nach der vorliegend vertretenen Ansicht zur Qualifikation eines Schuldverhältnisses als Dauerschuldverhältnis ausreichend, sofern sich ein darin liegendes Bedürfnis des in Frage stehenden Vertrages nach einer entsprechenden Behandlung ergibt¹¹¹⁹. Wie das Beispiel hinsichtlich eines Mangels im Begründungsakt beim CDS aufzeigt¹¹²⁰, ist ein solches Bedürfnis zu bejahen, womit der CDS als Dauerschuldverhältnis zu qualifizieren ist¹¹²¹.

¹¹¹⁴ Vgl. z.B. GAUCH, Dauerverträge, 5, welcher die Mietzinspflicht des Mieters als nicht typisch anführt. Zu den Prämienzahlungen bei Kreditderivaten siehe auch oben II.4.b) (S. 139).

¹¹¹⁵ Ähnlich BERG, Kreditderivate, 232.

¹¹¹⁶ Im Rahmen von Dauerschuldverhältnissen wird dies auch dadurch umschrieben, dass der Gesamtumfang der vertraglich geschuldeten Leistungen nicht feststeht: siehe oben II.1.b)bb) (S. 106).

¹¹¹⁷ Siehe dazu auch oben II.4.a)aa)2) (S. 133).

¹¹¹⁸ Siehe zu den Prämien oben 1.b)aa) (S. 152).

¹¹¹⁹ Siehe zum vorliegend vertretenen Begriff des Dauerschuldverhältnisses oben II.1.b)bb)1) (S. 107).

¹¹²⁰ Siehe dazu unten 4:I.7 (S. 326).

¹¹²¹ Ähnlich im Ergebnis BERG, Kreditderivate, 232.

c) Differenzeinwand

Beim CDS fallen wie auch bei einer Option oder einem Swap der Vertragschluss sowie der Zeitpunkt zumindest einiger vertraglicher Leistungen, insbesondere der Ausgleichsleistung auseinander. Die Erfüllung der Ausgleichsleistung erfolgt – sofern überhaupt – irgendwann während der Laufzeit des CDS, ähnlich wie dies auch bei der Option der Fall ist.

Aus den aktuellen Lehrmeinungen zu Art. 513 OR ist zu folgern, dass Derivate grundsätzlich in dessen Anwendungsbereich fallen. Der CDS als derivatives Finanzinstrument, welcher auch zweifellos den als Charakteristika eines Termingeschäfts i.S.v. Art. 513 OR betrachteten Hebeleffekt aufweist¹¹²², ist demgemäss als (bedingtes) Termingeschäft i.S.v. Art. 513 Abs. 2 OR zu betrachten.

Als Gegenstand eines CDS kommen kreditrisikobehaftete Verbindlichkeiten oder Indices in Frage; in Anbetracht der geforderten weiten Auslegung des Begriffs Waren und Börsenpapiere werden auch sämtliche Basiswerte eines CDS miteinbezogen werden müssen: es wäre nicht konsequent, Derivate oder sogar ein CDS auf Indizes miteinzubeziehen, ein CDS auf einem Bankkredit dagegen nicht.

Sofern im Einzelfall eine Spielartigkeit nachgewiesen werden kann, vermag eine Vertragspartei eines CDS den Differenzeinwand wirksam geltend zu machen. Die Spielartigkeit ist im konkreten Einzelfall anhand der Differenzumstände zu prüfen^{1123 1124}.

4. Rechtsnatur einzelner Elemente

An dieser Stelle ist die Rechtsnatur einzelner Elemente des CDS zu bestimmen, wobei deren Inhalt im Detail bereits oben angeführt wurde und entsprechend darauf zu verweisen ist¹¹²⁵. Zu Beginn soll die Rechtsnatur der verschiedenen Leistungsvoraussetzungen unter a) bestimmt werden, bevor anschliessend auf die Hauptleistungspflichten des CDS sowie deren Bestimmung unter b) einzugehen sein wird. Unter c) wird die Laufzeit und deren Bedeutung und unter d) Sonderregelungen des Bedingungsrechts erörtert.

¹¹²² Siehe dazu oben 2.a)aa) (S. 177).

¹¹²³ Siehe zur Spielartigkeit oben II.1.b)cc)2) (S. 113).

¹¹²⁴ Für den Spielcharakter nach deutschem BGB von CDS, welche auf mindestens einer Seite nicht zu Sicherungszwecken eingesetzt werden: REINER/SCHACHT, WM 2010, 395.

¹¹²⁵ Oben 1 (S. 151).

a) Leistungsvoraussetzungen

Der Anspruch des Sicherungsnehmers auf die Ausgleichsleistung hängt vom Eintritt der vertraglich vereinbarten Ereignisse sowie weiteren Voraussetzungen ab, welche vorliegend insgesamt als Leistungsvoraussetzungen¹¹²⁶ bezeichnet werden. Nach den CDD sollen die Parteien bei Eintritt eines Credit Events sowie der Erfüllung sämtlicher *Conditions to Settlement* (Abwicklungsvoraussetzungen) den Vertrag abwickeln^{1127 1128}. Da die Erfüllbarkeit der Abwicklungsvoraussetzungen vom Eintritt eines Credit Events abhängt, lassen sie sich für die Auslösung der Ausgleichsleistung als ausreichend betrachten. Damit kann aber gleichzeitig in keinem Fall nur die Erbringung der Mitteilungen ohne vorherigen Eintritt eines Credit Events zur Abwicklung des Vertrages führen¹¹²⁹. Und umgekehrt löst der Eintritt eines Credit Events allein die Ausgleichsleistung ebensowenig aus^{1130 1131}.

Die Rechtsnatur dieser Leistungsvoraussetzungen sind im folgenden zu erörtern. Dabei wird der rechtliche Rahmen unter aa) vorweg dargestellt. Im Anschluss ist die Rechtsnatur des Credit Event unter bb) zu bestimmen; wie

¹¹²⁶ Siehe zum Begriff der Leistungsvoraussetzungen oben 1.b)bb)1) (S. 154).

¹¹²⁷ Sec. 3.1 CDD.

¹¹²⁸ Siehe zu den Leistungsvoraussetzungen insgesamt auch oben 1.b)bb)1) (S. 154).

¹¹²⁹ Vgl. ZEREY in ZEREY (Hrsg.), *Finanzderivate*, § 7 N 71. Tendenziell wohl a.M HENDERSON, JIBFL 1998, 402 f. (Ausführungen jedoch noch zu einer alten *ISDA credit swap confirmation*, vor Publikation der 1999 CDD als erste Standardisierung): Er äussert sich zur NPAI dahingehend, dass bei ihrer vertragskonformer Erbringung die Bedingung technisch gesehen auch ohne Eintritt eines Credit Events erfüllt ist.

¹¹³⁰ So bezeichnen NORDHUES/BENZLER, die Mitteilung über den Eintritt eines Credit Events als eine der wesentlichen Zahlungsvoraussetzung und machen die Feststellung, dass das Vorliegen eines Kreditereignisses nicht *per se* die Zahlungs- oder Abnahmepflicht auslöse, NORDHUES/BENZLER in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), *Kreditderivate*, 225. Ähnlich HENDERSON, welcher den Eintritt eines Credit Events als nicht genügend erachtet, die Zahlungspflichten auszulösen. Klar falsch in mehrfacher Hinsicht CHALIOULIAS, *Swap* 51 f., welcher den CDS als Put-Option, welche automatisch ausgeübt wird, bezeichnet.

¹¹³¹ Die Erbringung einer gültigen *Credit Event Notice* wurde bei AON Financial Products, Inc. v. Société Générale, 476 F.3d 90 (C.A.2 (N.Y.) 2007), 102 f. durch das Gericht abgelehnt. Siehe dazu auch unten 4:IV.2 (S. 326). Dieses Urteil lässt jedoch einen gewissen Spielraum in der Frage offen, wie wichtig die Mitteilung von einem Gericht beurteilt werden wird: *in casu* wurde vor der Prüfung der Gültigkeit der Mitteilung die schwierigere Frage nach dem Vorliegen eines Credit Events geprüft. Hätte das Gericht die Mitteilung als absolut zentral betrachtet, hätte sich die Frage erübrigt, ob ein Credit Event eingetreten war, da unabhängig davon die Mitteilung sowieso nicht gültig erbracht worden wäre. Tatsächlich wurde im Urteil die Mitteilung jedoch erst angesprochen, nachdem bereits festgestellt wurde, dass kein Credit Event eingetreten sei.

aufzuzeigen ist handelt es sich um eine Bedingung i.S.v. Art. 151 Abs. 1 OR. Die Qualifikation der zu dieser Bedingung hinzukommenden, unter dem Begriff der Abwicklungsvoraussetzung zusammengefassten Mitteilungen wird unter cc) vorgenommen:

Aus den unter cc)1) angeführten Vorbemerkungen zu den Abwicklungsvoraussetzungen sowie den zuvor dargestellten rechtlichen Rahmenbedingung ergibt es sich schliesslich, dass es sich bei der *Credit Event Notice* sowie der *Notice of Publicly Available Information* (NPAI) jeweils um Obliegenheiten handelt. Werden sie durch den Sicherungsnehmer nicht erbracht, verliert dieser seinen Anspruch auf die Ausgleichsleistung; werden sie vom Sicherungsgeber – sofern überhaupt vorgesehen bzw. dazu berechtigt – nicht erbracht, so verliert dieser seine Möglichkeit zur Beeinflussung des Zeitpunktes der Fälligkeit der Ausgleichsleistung. Die NPAI umfasst als Funktion auch eine Beweislastverteilungsregel¹¹³².

Die beim Physical Settlement hinzukommende *Notice of Physical Settlement* ist wie unter cc)4)ii) dargelegt als Ausübung des Wahlrechts sowie einer Bestätigung an der Abwicklung festhalten zu wollen zu qualifizieren, für dessen Ausübung die Parteien Gültigkeitsvorschriften vorgesehen haben und welches bewirkt, dass die Wirkungen des Physical Settlement eintreten können.

aa) Rechtlicher Rahmen

Für die rechtliche Qualifikation von Leistungsvoraussetzungen bieten sich verschiedene Möglichkeiten an. Diese rechtliche Rahmenbedingungen werden im folgenden dargestellt und anschliessend unter 7) auf die grundlegenden Abgrenzungskriterien eingegangen. Grundsätzlich¹¹³³ können Leistungsvoraussetzungen durch Bedingungen i.S.v. Art. 151 OR (1), Fälligkeitsregelungen (2), Gestaltungsrechte (3), Optionsrechte (4) oder als Obliegenheiten (5) vereinbart werden. Angeführt wird bisweilen eine «Anspruchsvoraussetzung» im rechtlichen Sinn, deren Begriff unter 6) näher zu betrachten sein wird.

¹¹³² Siehe unten cc)3) (S. 206) m.w.N.

¹¹³³ Siehe z.B. BERG, Kreditderivate, 134 m.w.N.

1) Bedingungen

i) Im Allgemeinen

Der Begriff Bedingung i.S.v. Art. 151 Abs. 1 OR wird von der herrschenden Lehre umschrieben als ein objektiv ungewisses zukünftiges Ereignis, von dessen Eintritt nach dem Parteiwillen die Verbindlichkeit eines Vertrages abhängt¹¹³⁴. Neben dieser als Suspensivbedingung bezeichneten Bedingung regelt das Gesetz in Art. 154 Abs. 1 auch die sog. Resolutivbedingung, von welcher die Auflösung eines Vertrages abhängt¹¹³⁵.

Die Erfüllung des Ereignisses bzw. der Tatsache kann in einer Handlung einer Partei (potestative Bedingung) oder im Eintritt einer von keiner Partei beeinflussbaren Tatsache wie der Handlung von Dritten oder sonstigen Ereignissen (kasuelle Bedingung) bestehen¹¹³⁶. Vorausgesetzt wird, dass über den Bedingungseintritt zum Zeitpunkt des Abschlusses der Vereinbarung objektive Ungewissheit herrscht. Ereignisse, die in der Vergangenheit oder Gegenwart liegen oder deren Eintritt sicher oder objektiv unmöglich ist, können keine Bedingungen sein¹¹³⁷. Der Eintritt eines Ereignisses kann auch dann sicher sein und die Bedingtheit ausschliessen, wenn er nur nach den Vorstellungen der Parteien sicher ist¹¹³⁸.

Das Gesetz spricht in Art. 151 Abs. 1 OR von der Verbindlichkeit eines Vertrages, welche vom Eintritt der Bedingung abhängt. Dabei sind nach herrschender Lehre und Rechtsprechung Bedingungen entgegen dem Wortlaut nicht nur für Verträge, sondern auch für andere Verpflichtungen und Verfügungen zulässig¹¹³⁹.

¹¹³⁴ Vgl. GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 3951; BSK-EHRAT, N 1 Vor Art. 151–157; CR CO I-PICHONNAZ, N 1 zu Art. 151.

¹¹³⁵ Siehe dazu z.B. GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 3960 ff.; BSK-EHRAT, N1 ff. zu Art. 154; GUHL/KOLLER OR, § 9 N 12.

¹¹³⁶ GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 3965 ff.; BSK-EHRAT, N 8 Vor Art. 151–157; CR CO I-PICHONNAZ, N 29 zu Art. 151; GUHL/KOLLER OR, § 9 N 15; BUCHER, OR AT, 506.

¹¹³⁷ Siehe dazu GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 4029 ff; BSK-EHRAT, N 13 vor Art. 151–157; vgl. ferner BUCHER, OR AT, 507.

¹¹³⁸ Siehe dazu BGE 122 III 10 E. 4b.

¹¹³⁹ GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 3952; BSK-EHRAT, N 4 Vor Art. 151–157, N 6 zu Art. 151; CR CO I-PICHONNAZ, N 3 zu Art. 151; SULZER, Zweckstörungen, 51; sofern Verfügungen nicht dazu gezählt werden ebenfalls zustimmend BUCHER, OR AT, 506 f. Das BGer spricht von den einzelnen Wirkungen eines Vertrages: BGE 122 III 10 E. 3b. Vgl. schliesslich auch Art. 157 OR, welcher nur von der Nichtigkeit des bedingten Anspruchs spricht.

Zwischen vertraglicher Vereinbarung einer Bedingung und deren Eintritt oder definitiven Ausfall besteht ein Schwebezustand, welcher in den Art. 152 und 153 geregelt ist¹¹⁴⁰. Dieser Schwebezustand ist ein Rechtsverhältnis, welches aus Sicht des Berechtigten eine Anwartschaft darstellt¹¹⁴¹.

Aus der Bestimmung von Art. 151 Abs. 2 OR folgt, dass die Erfüllung der Bedingung ohne weitere Handlungen der Parteien zur Beendigung des Schwebezustandes und zur Entstehung eines unbedingten Vertrages führt¹¹⁴². Erfüllung der Bedingung und der Zeitpunkt der Beginn der Wirkungen können jedoch vertraglich abweichend festgelegt werden¹¹⁴³.

ii) Mitteilungen als (Wollens)-Bedingungen

Bedingungen, welche von der Handlung einer Partei abhängen, sind wie erwähnt zulässig. Dazu zählt die herrschende Lehre sowie die bundesgerichtliche Rechtsprechung auch sog. Wollensbedingungen, bei welchen die Handlung nur in einer Willenserklärung besteht¹¹⁴⁴. Die aus einer Wollensbedingung fließende Berechtigung wird als Gestaltungsrecht qualifiziert¹¹⁴⁵.

Wollensbedingungen unterscheiden sich von den übrigen Bedingungen im Beginn der Verjährungsfristen. Sie beginnen bereits bei Vertrags-

¹¹⁴⁰ BSK-EHRAT, N 2, 8 zu Art. 151; CR CO I-PICHONNAZ, N 1 zu Art. 152; GUHL/KOLLER OR, § 9 N 19, 29; siehe ferner GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 3996 ff.

¹¹⁴¹ GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 3994 f.

¹¹⁴² GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 3992; BSK-EHRAT, N 9 zu Art. 151; CR CO I-PICHONNAZ, N 48 zu Art. 151.

¹¹⁴³ Siehe BGE 129 III 264 E. 3.2.2; GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 3992; CR CO I-PICHONNAZ, N 53 zu Art. 151; Abs. 2 letzter Teilsatz wurde in der Lehre jedoch nur als grundlegende Ablehnung (dispositiver Natur) der rückwirkenden Kraft des Bedingungseintritt betrachtet, der hinausgeschobene Beginn der Wirkungen wurde nicht thematisiert: vgl. BSK-EHRAT, N 12 zu Art. 151; BUCHER, OR AT, 513 f.; ENGEL, *Traité*, 857; VON BÜREN, OR, 191.

¹¹⁴⁴ BGE 122 III 10 E. 4b; KOLLER, AT, § 77 N 35 ff.; GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 3965; HUGUENIN, OR AT, N 1248; BSK-EHRAT, N 8 vor Art. 151–157; BUCHER, OR AT, 506; VON TUHR/ESCHER, OR AT, 257 f.; siehe auch PULVER, *Optionsgeschäfte*, 230 m.w.H. Kritisch dagegen noch GUHL/KOLLER, OR, § 9 N 16, wonach die Willenserklärung als eigentlicher Abschlussakt als näherliegend betrachtet wurde als in der Annahme eines bedingten Vertrages. Ablehnend gegenüber aufschiebenden Wollensbedingungen auch noch BK-BECKER, N 3 zu Art. 154. Für die Situation in Deutschland siehe CASPER, *Optionsvertrag*, 52 f. m.w.N. auf Rechtsprechung und Lehre, wonach die h.L. zumindest aufschiebende Wollensbedingungen abzulehnen scheint.

¹¹⁴⁵ Siehe Nachweise oben (zum Optionsrecht im Rahmen der Bedingungstheorie) in Fn. 269.

schluss¹¹⁴⁶, bei den übrigen suspensiv bedingten Forderungen dagegen erst mit Eintritt der Bedingung¹¹⁴⁷.

iii) Beweislast

Die Vereinbarung einer Bedingung wirft verschiedene Fragen der Beweislast auf, über welche keine (vollkommene) Einstimmigkeit herrscht.

Die wohl zwischenzeitlich als vorherrschend zu bezeichnende Lehrmeinung spricht sich dafür aus, dass der Vertragsschluss vom Kläger zu beweisen ist. Da die Bedingung eine rechtshindernde Tatsache darstellt, ist die Bedingtheit des Vertrages vom Beklagten zu beweisen¹¹⁴⁸. Der Beweis des Eintritts der Suspensivbedingung obliegt demjenigen, welcher daraus Rechte ableitet, und jener des Eintritts einer Resolutivbedingung dem daraus seine Befreiung ableitende Beklagten oder dem bereits erbrachte Leistungen zurückfordernde Kläger¹¹⁴⁹.

Ob es sich um eine Suspensiv- oder Resolutivbedingung handelt, ist durch Auslegung zu ermitteln, wobei im Zweifel eher eine Suspensivbedingung anzunehmen sei¹¹⁵⁰.

2) Fälligkeitsvereinbarungen

Mit vertraglicher Vereinbarung können die Parteien die Fälligkeit einer Leistung abweichend vom subsidiär anwendbaren Art. 75 OR bestimmen. Diese kann absolut (*dies certus quando*) oder relativ (*dies incertus quando*) erfolgen, wobei jeweils vorauszusetzen ist, dass der Leistungszeitpunkt mit Sicherheit eintreten wird (*dies certus an*). Er braucht jedoch nicht zum Voraus exakt bestimmbar zu sein¹¹⁵¹. Unklar ist, ob bereits eine subjektive Ungewiss-

¹¹⁴⁶ BGE 122 III 10 E. 6; GUHL/KOLLER, OR, § 39 N 23; ZK-BERTI, N 54 zu Art. 130; A.A. CASPER, Optionsvertrag, 152, welcher jedoch keinen Unterschied zwischen Wollens- und anderen Bedingungen macht.

¹¹⁴⁷ BUCHER, OR AT, 461; vgl. auch BGE 122 III 10 E. 4.c.

¹¹⁴⁸ Siehe auch BGer 4C.264/2004 E. 3.4; 4C.212/2004 E. 3.1.

¹¹⁴⁹ Zum Ganzen: BSK-EHRAT, N 20 Vor Art. 151–157, N 13 zu Art. 151; CR CO I-PICHONNAZ, N 60 ff. zu Art. 151, N 32 ff. zu Art. 154; BK-KUMMER, N 258 ff. zu Art. 8; GUHL/KOLLER, OR, § 9 N 14; MERZ, SPR VI/1, 162.

¹¹⁵⁰ BSK-EHRAT, N 21 vor Art. 151–157; CR CO I-PICHONNAZ, N 32 zu Art. 151; GUHL/KOLLER, OR, § 9 N 13.

¹¹⁵¹ Zum Ganzen: BSK-LEU, N 2 zu Art. 75; ZK-SCHRANER, N 11 ff., 17 zu Art. 75.

heit über dessen Eintreten ausreicht, um eine Fälligkeitsvereinbarung abzulehnen¹¹⁵².

3) Gestaltungsrechte

Das Gestaltungsrecht ist eine Befugnis des Berechtigten, durch einseitige, empfangsbedürftige¹¹⁵³ Willenserklärung den gewünschten Rechtserfolg herbeizuführen¹¹⁵⁴. Als Willenserklärung oder -äusserung wird eine Mitteilung verstanden, in welcher der Erklärende dem Empfänger seinen Willen zur Begründung, Änderung oder Beendigung eines Rechts oder Rechtsverhältnisses kundgibt¹¹⁵⁵.

Als Gestaltungsrechte gelten z.B. die Ausübung eines Wahlrechts, die Kündigung, Kaufs-, Rückkaufs- und Vorkaufsrechte¹¹⁵⁶ oder das Minderungsrecht des Bestellers nach Art. 368 Abs. 2 OR¹¹⁵⁷.

4) Optionsrechte

Der Begriff des Optionsrechts findet in Rechtsprechung und Lehre in verschiedenen Beziehungen Verwendung¹¹⁵⁸. Die Festlegung des genauen Inhaltes eines Optionsrechts erfolgt durch das dieses schaffende konkrete Rechtsgeschäft¹¹⁵⁹. Der mögliche Inhalt eines Optionsrechtes wird dahingehend eingeschränkt, als dass es sich nur auf die Herbeiführung der Wirkungen eines Vertrages oder allenfalls auf die Verlängerung eines bestehenden Vertrages richtet¹¹⁶⁰. Qualifiziert wird es als Gestaltungsrecht¹¹⁶¹.

¹¹⁵² So BSK-LEU, N 2 zu Art. 75, welcher für diesen Fall aber von einem bedingten Rechtsgeschäft i.S.v. Art. 151 OR ausgeht. Die Bedingung dagegen hat objektiv ungewiss zu sein, subjektive Ungewissheit allein reicht nicht aus: vgl. oben 1)i) (S. 192).

¹¹⁵³ Die Empfangsbedürftigkeit beruht auf dispositivem Recht: vgl. z.B. BK-KRAMER, N 80 zu Art. 1; BezGer ZH, SJZ 1978, 24, 25.

¹¹⁵⁴ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 65; BSK-BUCHER, N 41 zu Einl. vor Art. 1 ff.; GUHL/KOLLER, OR, § 2 N 34; BK-KRAMER, N 39, 42 zu Allg. Einl.

¹¹⁵⁵ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 168.

¹¹⁵⁶ Art. 959 ZGB und Art. 216 f. OR.

¹¹⁵⁷ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 69 f.; BSK-BUCHER, N 42 zu Einl. vor Art. 1 ff.

¹¹⁵⁸ Siehe zur unrichtigen Verwendung GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1101; ferner SCHUMACHER, Vertragsgestaltung, N 991.

¹¹⁵⁹ CASPER, Optionsvertrag, 100; SCHUMACHER, Vertragsgestaltung, N 991.; ferner PULVER, Optionsgeschäfte, 205 f., 245 für das derivative Optionsgeschäft.

¹¹⁶⁰ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 487, 1097; CASPER, Optionsvertrag, 100.

¹¹⁶¹ Nachweise siehe oben 1:II.3.c)bb) (S. 47).

Richtet sich das Recht auf die Herbeiführung der Wirkungen eines Vertrages, wird es in der Regel durch den sog. Optionsvertrag begründet¹¹⁶². Als solche Optionsrechte gelten z.B. Kaufs- oder Vorkaufsrechte¹¹⁶³ wie auch Verkaufsrechte¹¹⁶⁴. Ferner gilt nach der Lehre im Rahmen der derivativen Option auch die Forderung einer Differenzzahlung im Falle des Cash Settlements bei einem abstrakten Basiswert als Optionsrecht¹¹⁶⁵. Dabei ist der Inhalt des Optionsrechts auch beim Cash Settlement scheinbar gegeben, da die darin enthaltene Geldleistung ebenfalls als ein Hauptvertrag betrachtet wird, dessen Wirkungen durch die Optionsausübung herbeigeführt werden. Da dieser Hauptvertrag beim Cash Settlement vorliegend abzulehnen ist¹¹⁶⁶, wird das Optionsrecht wohl umfassender verstanden werden müssen und auch das Recht, eine Geldleistung fordern zu dürfen, als Optionsrecht zu betrachten sein. Auch dieses Recht ist nicht «nur» als eine Forderung zu sehen¹¹⁶⁷. Ferner handelt es sich bei diesem Recht ohne weiteres um ein Gestaltungsrecht, womit wohl sowieso keine praktischen Konsequenzen aus der Qualifikation als Optionsrecht oder eben nur als Gestaltungsrecht fließen dürften.

Für die Wirkung eines Optionsrechtes ist zu unterscheiden, ob der Gestaltungsrechts- oder der Bedingungstheorie zu folgen ist¹¹⁶⁸. Diese Theorien lassen sich auch auf das Optionsrecht, welches wesentlich eine Forderung zum Gegenstand hat, anwenden.

5) Obliegenheiten

Obliegenheiten werden auch als Pflichten minderen Grades beschrieben, da die Erfüllung nicht eingeklagt werden kann und bei deren Nichterfüllung

¹¹⁶² Siehe dazu auch oben im Rahmen der Rechtsnatur der derivativen Option 1:II.3.c)bb) (S. 45); zur Diskussion zum Optionsvertrag unten im Rahmen der Ablehnung der Qualifikation der derivativen Option als Optionsvertrag, wie dessen Typus von CASPER vertreten wird: V.2.b) (S. 258).

¹¹⁶³ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 487, 1097.

¹¹⁶⁴ Wenn auch Verkaufsrechte in der Literatur kaum Erwähnung finden, ist davon auszugehen, dass eine Vereinbarung von Verkaufsrechten im Rahmen der Vertragsfreiheit zulässig ist: vgl. z.B. PULVER, Optionsgeschäfte, 211.

¹¹⁶⁵ Vgl. dazu auch die Rechtsnatur des Optionsvertrages oben 1:II.3.c)bb) (S. 45); a.A. jedoch CASPER, Optionsvertrag, 93, 97; siehe dazu auch oben 1:II.3.c)bb) (S. 48).

¹¹⁶⁶ Siehe dazu oben II.4.a)bb)3) (S. 137).

¹¹⁶⁷ Vgl. GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1097.

¹¹⁶⁸ Siehe dazu die Ausführungen im Rahmen der Erörterung der Rechtsnatur der Option oben 1:II.3.c)bb) (S. 45).

wesentlich dem durch eine Obliegenheit Belasteten Rechtsnachteile drohen. Er kann ferner auch nicht schadenersatzpflichtig werden¹¹⁶⁹.

Bekannte Obliegenheiten im OR sind die Rügeobliegenheit des Käufers nach Art. 201 OR oder die Mitwirkungsobliegenheit des Gläubigers bei der Erfüllung der Schuld nach Art. 91 OR¹¹⁷⁰; ferner sind Obliegenheiten insbesondere auch im Versicherungsrecht bedeutungsvoll^{1171 1172}.

6) Weitere Voraussetzungen

Verschiedentlich werden Voraussetzungen einer Leistungspflicht, welche mit den in dieser Arbeit unter dem Begriff Leistungsvoraussetzungen zusammengefassten Voraussetzungen vergleichbar sind, auch als Anspruchsvoraussetzungen bezeichnet bzw. qualifiziert¹¹⁷³.

Nach REINER kann eine Voraussetzung, die zugleich eine Bedingung im Rechtssinn sein kann, eine Anspruchsvoraussetzung darstellen, falls die Auslegung der Parteiwillen ergeben sollte, dass die Rechtsfolgen des Bedingungsrechts nicht gewollt sind¹¹⁷⁴. M.E. ist der Begriff der Anspruchsvoraussetzungen in diesem Zusammenhang unnötig¹¹⁷⁵: Einerseits werden Bedingungen auch für einzelne Forderungen oder Rechte und nicht nur Verträge als Ganzes anerkannt, andererseits steht es den Parteien in den Schranken des Gesetzes frei, das Bedingungsrecht abzuändern. Verstösst des weiteren die Vereinbarung gegen zwingendes Bedingungsrecht bzw. allgemeine Rechtsgrundsätze, können sie sich auch nicht darüber hinwegsetzen, indem anstelle einer Bedingung eine Anspruchsvoraussetzung vereinbart wird.

Unter dem Begriff Anspruchsvoraussetzungen können aber auch Voraussetzungen für die Gültigkeit eines Geschäfts verstanden werden, welchen

¹¹⁶⁹ BK-KRAMER, N 113 zu Allg. Einl.; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 102.

¹¹⁷⁰ BK-KRAMER, N 114 zu Allg. Einl.; GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 101.

¹¹⁷¹ Siehe dazu KOENIG, Privatversicherungsrecht, 301 f.

¹¹⁷² Siehe zur uneinheitlichen Verwendung des Begriffs Obliegenheit im VVG KOENIG, Privatversicherungsrecht, 300.

¹¹⁷³ Z.B. REINER, Derivative Finanzinstrumente, 20; BERG, Kreditderivate, 134 m.w.H. Für die Bankgarantie verwendet KLEINER den Begriff Zahlungsbedingungen, siehe dazu oben 1:IV.4.a) (S. 75).

¹¹⁷⁴ REINER, Derivative Finanzinstrumente, 20, wobei er darin keine praktischen Konsequenzen sieht, da gewisse Normen des Bedingungsrechts Ausdruck allgemeiner Rechtsgrundsätze seien.

¹¹⁷⁵ Im Ergebnis wohl auch BERG, Kreditderivate, 134, wenn er anführt, dass es sich bei Teilbedingungen und Anspruchsvoraussetzungen um identische Instrumente handle; als Teilbedingung versteht er Bedingungen, von welchen nur ein Teil der Wirkungen des Rechtsgeschäfts abhängen, a.a.O. 130.

die Eigenschaft abgesprochen wird, Bedingungen im Rechtssinn sein zu können, weil sie beispielsweise nicht objektiv, sondern nur subjektiv ungewiss sind¹¹⁷⁶.

7) Abgrenzungen

An dieser Stelle ist auf verschiedene Abgrenzungskriterien der einzelnen dargestellten Voraussetzungen einer Leistungspflicht einzugehen. So sind Fälligkeitsvereinbarungen von der Bedingung dahingehend zu unterscheiden, als der Fälligkeitstermin mit Sicherheit eintreten muss, allenfalls der genaue Zeitpunkt nur bestimmbar ist, wogegen es sich um eine Bedingung handelt, falls auch objektiv ungewiss ist, ob der Leistungszeitpunkt überhaupt eintreten wird (*dies incertus an*)¹¹⁷⁷: Eine Fälligkeitsvereinbarung kann folglich nicht durch eine Bedingung erfolgen.

Ähnliches gilt auch zur Abgrenzung der Fälligkeitsvereinbarung gegenüber Gestaltungsrechten und Obliegenheiten.

Die Abgrenzung der Bedingung von den Gestaltungsrechten und Obliegenheiten bereitet für die kasuelle Bedingung keine Probleme, da sie nicht an eine Handlung der Parteien anknüpft. Die Abgrenzung der potestativen Bedingung ist schwieriger, wie auch die Diskussionen zur Rechtsnatur des Optionsvertrages bzw. -rechtes zeigen¹¹⁷⁸. Nicht als Bedingungen sind z.B. die Rechtsbedingungen anzusehen, welche direkt aus dem Gesetz folgen, wie z.B. gesetzlich statuierte Obliegenheiten¹¹⁷⁹.

Schliesslich gilt es, Gestaltungsrechte von Obliegenheiten abzugrenzen; diese Abgrenzung scheint in der Praxis keine Schwierigkeiten zu bereiten. Begrifflich handelt es sich um ein Recht gegenüber einer Pflicht. Während durch Ausübung des Gestaltungsrechts erst etwas geschaffen wird, ist die «Ausübung» der Obliegenheit notwendig, um einen (bestehenden) Anspruch nicht zu verlieren¹¹⁸⁰.

Da das Optionsrecht ein Gestaltungsrecht darstellt, gelten die entsprechenden Abgrenzungen des Gestaltungsrechts auch für das Optionsrecht.

¹¹⁷⁶ Vgl. zu diesen Bedingungen GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 4029 ff.

¹¹⁷⁷ Siehe ZK-SCHRANER, N 17 zu Art. 75 OR; BSK-LEU, N 2 zu Art. 75.

¹¹⁷⁸ Siehe dazu oben 1:II.3.c)bb) (S. 45).

¹¹⁷⁹ BUCHER, OR AT, 508.

¹¹⁸⁰ Vgl. z.B. KOENIG, Privatversicherungsrecht, 303.

bb) Credit Event

1) Zweck des Credit Events

Der Einbezug des Credit Events in ein CDS und die Abhängigkeit der Leistungspflicht des Sicherungsgebers von dessen Eintritt ermöglicht es den Parteien, den Vertragszweck zu erreichen und das Ausfallrisiko des Basiswertes handelbar zu machen. Er ist das typisierende Merkmal eines CDS, das alleinige Abstellen auf seinen Eintritt kann als hinreichend für die Erreichung des Vertragszwecks betrachtet werden.

2) Credit Event als Bedingung

Der Credit Event ist eine bei Vertragsschluss objektiv ungewissen Tatsache – der Eintritt von vertraglich festgelegten Ereignissen (Credit Events) beim Referenzschuldner, der Referenzverbindlichkeit oder weiteren vereinbarten Verbindlichkeiten. Sein Eintritt ist grundsätzlich unabhängig von einem Verhalten der Vertragsparteien – wobei unter gewissen Umständen das Verhalten einer Vertragspartei den Eintritt eines Credit Events unterstützen kann¹¹⁸¹.

Die Qualifikation des Credit Events als Fälligkeitsregelung scheidet aus, da der Credit Event nicht nur den Zeitpunkt der Erfüllung der Ausgleichsleistung mitbestimmt, sondern dessen Eintritt auch (und vor allem) hinsichtlich der Frage relevant ist, ob überhaupt eine Ausgleichsleistung geschuldet wird¹¹⁸².

Häufig wird im Zusammenhang mit dem Credit Event von einer Bedingung gesprochen¹¹⁸³. Da der Eintritt zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses objektiv ungewiss ist und seine Herbeiführung nicht im Machtbereich einer der Parteien liegt, lässt er sich als eine kasuelle Bedingung betrachten. Anerkanntermassen braucht vom Eintritt der Bedingung nicht die Wirkung eines Vertrages als Ganzes abzuhängen, sondern auch nur die Verbindlichkeit ein-

¹¹⁸¹ Siehe dazu unten 4:I.6 (S. 326).

¹¹⁸² Vgl. ZK-SCHRANER, N 17 zu Art. 75. Im Ergebnis gegen eine Fälligkeitsvereinbarung BERG, Kreditderivate, 127 ff., welcher jedoch die Vereinbarung des Credit Events als Fälligkeitsvereinbarung zumindest für das deutsche Recht als möglich erachtet.

¹¹⁸³ Siehe z.B. NORDHUES/BENZLER in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 191; ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 71.

zelter Forderungen oder Rechte¹¹⁸⁴, womit der Credit Event als eine ungewisse Tatsache im Sinne von Art. 151 Abs. 1 OR zu bestimmen ist¹¹⁸⁵.

cc) Abwicklungsvoraussetzungen

Mitteilungen als Leistungsvoraussetzungen lassen sich verschiedenartig qualifizieren; zu prüfen sind dabei insbesondere, ob es sich bei diesen Mitteilungen um Bedingungen, Gestaltungsrechte, Obliegenheiten oder Fälligkeitsvereinbarungen handelt. Details zum Aufbau des vorliegenden Abschnitts wurden bereits angesprochen¹¹⁸⁶.

1) Vorbemerkungen

i) Zweck und rechtliche Bedeutung der Mitteilungen

Da das Abstellen auf einen Credit Event bereits als ausreichend hinsichtlich der Erreichung des Vertragszwecks zu betrachten ist, stellt sich vor der Qualifikation der Abwicklungsvoraussetzungen die Frage nach deren Zweck, im allgemeinen wie auch bezogen auf die Qualifikation des Credit Events als Bedingung.

Der erste Punkt wurde bereits bei den einzelnen Mitteilungen angesprochen; zusammengefasst bezweckt sie die Information der anderen Vertragspartei – hinsichtlich des eingetretenen Credit Events u.a. zur Ermöglichung einer Nachprüfung sowie beim Physical Settlement die Information über die zu liefern beabsichtigten Verbindlichkeiten¹¹⁸⁷.

In Bezug auf den Credit Event als Bedingung ist festzustellen, dass nach Art. 151 Abs. 2 OR der Eintritt der Bedingung ohne weitere Handlungen der Parteien zur Entstehung eines unbedingten Anspruchs führt¹¹⁸⁸. Auch ohne spezifische Vereinbarungen werden die Parteien eines bedingten Vertrages nach Eintritt der Bedingung miteinander Kontakt aufnehmen müssen, zumindest wird die berechnigte Partei die Leistung zu fordern haben¹¹⁸⁹. Die *Credit Event Notice* kann als eine solche vertraglich vereinbarte Kontaktauf-

¹¹⁸⁴ Siehe oben aa)1)i) (S. 192).

¹¹⁸⁵ Siehe zum bedingten Gegenstand beim Cash Settlement unten b)bb)1) (S. 210), beim Physical Settlement unten b)bb)2) (S. 211).

¹¹⁸⁶ Siehe oben a) (S. 190).

¹¹⁸⁷ Siehe zu den Mitteilungen oben 1.d) (S. 167).

¹¹⁸⁸ Vgl. z.B. GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 3992; BSK-EHRAT, N 9 zu Art. 151; MERZ, SPR VI/1, 161.

¹¹⁸⁹ In Deutschland wird eine Pflicht zur Information bejaht, welche sich auf § 242 BGB (Leistung nach Treu und Glauben) abstütze: vgl. Staudinger-BORK, N 17 zu § 158.

nahme betrachtet werden, wobei auch gleichzeitig Vereinbarungen betreffend Inhalt und einer Befristung getroffen werden. Dafür spricht auch die sogleich unter ii) angesprochene Möglichkeit, dass auch der Sicherungsgeber zur Erbringung der *Credit Event Notice* befugt sein kann.

Die Kontaktaufnahme bzw. deren Bedürfnis ändert nichts daran, dass der Anspruch grundsätzlich unbedingte geworden ist¹¹⁹⁰. Der Parteiwille ist m.E. dahingehend auszulegen, dass mit der Vereinbarung der Kontaktaufnahme bzw. der Abwicklungsvoraussetzungen im allgemeinen die Abänderung der Rechtsfolge von Art. 151 Abs. 2 OR beabsichtigt wurde, damit der Credit Event noch keine Wirkung entfaltet.

ii) Sicherungsgeber als zur Mitteilung berechtigte Partei

Die CDD sehen vor, dass sowohl der Sicherungsnehmer wie auch der Sicherungsgeber zur Erbringung der *Credit Event Notice* berechtigt sind¹¹⁹¹. Erbringt der Sicherungsgeber die Mitteilung, so führt ihn seine eigene Handlung dazu, seine Ausgleichsleistung erbringen zu müssen. Da der Erfüllungstermin der Ausgleichsleistung vom Zeitpunkt der Erbringung der *Credit Event Notice* und, sofern vereinbart, der NPAI abhängt¹¹⁹², erhält er mit diesem Recht die Möglichkeit, die Fälligkeit seiner Ausgleichsleistung zu steuern und den Vertrag möglichst frühzeitig abzuwickeln; dies kann von Vorteil sein, wenn der Wert der lieferbaren Verbindlichkeiten nach dem Eintritt eines Credit Events sinkt oder falls er sich gegen das übernommene Risiko selbst auch abgesichert hat¹¹⁹³.

iii) Besonderheit der Notice of Publicly Available Information (NPAI)

Die Besonderheit der *Notice of Publicly Available Information* (NPAI) liegt darin, dass ihre Erbringungsmöglichkeit nicht im Belieben der berechtigten Partei liegt, sondern vorerst von äusseren Umständen – der Verfügbarkeit einer entsprechenden Information – abhängt.

Die Publikation eines Credit Events muss nicht zwingend mit dessen tatsächlichem Eintritt übereinstimmen: Einerseits kann bei einem Credit Event keine Informationen an die Öffentlichkeit gelangen¹¹⁹⁴, andererseits besteht

¹¹⁹⁰ A.A. wohl BERG, Kreditderivate, 152, welcher (u.a.) von Teilbedingungen spricht.

¹¹⁹¹ Vgl. sec. 3.2(b)(ii) CDD.

¹¹⁹² Siehe dazu oben 1.b)bb)2) (S. 155).

¹¹⁹³ Siehe ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 63; PARKER, Credit Derivatives, 393.

¹¹⁹⁴ So insbesondere, wenn das Referenzunternehmen sich in einem Schwellenland befindet, PARKER, Credit Derivatives, 270.

die Möglichkeit der Publikation eines Credit Events, ohne dass dieser tatsächlich eingetreten ist¹¹⁹⁵, und schliesslich vermögen zwar Publikation und Credit Event übereinzustimmen, die Information kann jedoch unbrauchbar sein, so z. B. wenn der Sicherungsnehmer die einzige Quelle darstellt und die diesbezüglichen Voraussetzungen der CDD nicht gegeben sind¹¹⁹⁶.

iv) Mitteilungen beim Cash Settlement

Als Abwicklungsvoraussetzungen beim Cash Settlement gelten die *Credit Event Notice*¹¹⁹⁷ und sofern vereinbart die *Notice of Publicly Available Information*¹¹⁹⁸. Sowohl die *Credit Event Notice* wie auch die NPAI sind Mitteilungen, deren Pflicht zur Erbringung und Inhalt vertraglich vereinbart wurden. Die Erbringung dieser Mitteilungen liegt – unter gegebenen Voraussetzungen – im Belieben der Parteien.

Voraussetzung, die *Credit Event Notice* gültig zu erbringen, ist der Eintritt eines Credit Events. Voraussetzung, die NPAI gültig zu erbringen, ist die Erbringung der *Credit Event Notice* sowie das Vorliegen einer öffentlich verfügbaren Information über den Credit Event. Die Folge ihrer Erfüllung besteht darin, dass der Fälligkeitstermin der Ausgleichszahlung bestimmbar wird, d.h. mit Sicherheit eintreten wird¹¹⁹⁹.

v) Mitteilungen beim Physical Settlement

Neben den soeben unter iv) erwähnten Mitteilungen beim Cash Settlement kommt beim Physical Settlement zwingend noch die *Notice of Physical Settlement*¹²⁰⁰ hinzu. Gemäss den CDD bestehen – neben deren Inhalt und spätestens zu erbringendem Zeitpunkt – keine Voraussetzungen, welche einen Einfluss auf die gültige Erbringung ausüben.

Die Rechtsfolge der Erbringung sämtlicher Mitteilungen besteht darin, dass durch die *Notice of Physical Settlement* die zu liefernden Verbindlichkeiten festgelegt werden und im Zusammenspiel aller Mitteilungen der Liefertermin bestimmbar wird, d.h. mit Sicherheit eintreten wird¹²⁰¹.

¹¹⁹⁵ Siehe HENDERSON, JIBFL 1998, 403; ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 65.

¹¹⁹⁶ Siehe sec. 3.5(a)(i) sowie (b) CDD.

¹¹⁹⁷ Siehe dazu oben 1.d)bb) (S. 168).

¹¹⁹⁸ Siehe dazu oben 1.d)cc) (S. 168).

¹¹⁹⁹ Siehe dazu unten b)bb)1) (S. 210).

¹²⁰⁰ Siehe dazu oben 1.d)dd) (S. 170).

¹²⁰¹ Siehe dazu unten b)bb)2) (S. 211).

2) Credit Event Notice beim Cash Settlement

Im folgenden soll vorerst nur auf die *Credit Event Notice* als einzige vereinbarte Mitteilung beim Cash Settlement Bezug genommen werden; ferner vorerst auch nur in der Vereinbarung des Sicherungsnehmers als einzige Partei, welche die Mitteilung zu erbringen hat; den Einfluss auf die Qualifikation der Mitteilung durch die Vereinbarung, dass neben dem Sicherungsnehmer auch der -geber befugt ist, soll im Anschluss unter v) erörtert werden.

i) Als Gestaltungsrecht

Die Wirkung der Erbringung der *Credit Event Notice* in der Betrachtung als Gestaltungsrecht müsste in der Begründung des Anspruchs auf die Ausgleichszahlung liegen. Dass die Erbringung der Mitteilung den Anspruch erst begründet, ist beim CDS eine mögliche Variante. Ferner ist in jedem Fall der Sicherungsnehmer zur Erbringung der *Credit Event Notice* befugt, womit sie sich in dieser Konstellation auf die einseitige Änderung der Rechtsstellung des Sicherungsgebers richtet.

Jedoch lässt sich aus dem Inhalt der *Credit Event Notice* nicht direkt auf den Willen des Erklärenden schliessen, diesen Anspruch zu begründen. Aufgrund der vertraglichen Ausgestaltung der Abhängigkeit der Ausgleichszahlung von der Erbringung der Mitteilung – die Erfüllung der Abwicklungsvoraussetzungen – kann zwar davon ausgegangen werden, dass dieser Wille implizit in der *Credit Event Notice* enthalten ist. Ihr Hauptinhalt ist nicht die Willenserklärung, sondern eine Information über die Art des Credit Events, und ihr (rechtlicher) Hauptzweck ist (eher) in der Abänderung der Vorschrift von Art. 151 Abs. 2 OR zu sehen, sodass die Verbindlichkeit des Anspruchs nicht bereits mit dem Eintritt eines Credit Events Wirksamkeit entfaltet¹²⁰².

ii) Als Obliegenheit

In der Betrachtung der *Credit Event Notice* als Obliegenheit müsste der Anspruch auf die Ausgleichszahlung bereits bestehen und sofern der Sicherungsnehmer der Obliegenheit, diese Mitteilungen zu erbringen, nicht nachkommt, wäre die Rechtsfolge der Verlust seines Forderungsrechts. Dass der Anspruch bereits vor Erbringung der Mitteilung begründet wird, ist als eine mögliche Variante zu sehen; dass der Anspruch nicht durchsetzbar ist,

¹²⁰² Siehe dazu oben 1)i) (S. 200).

sofern die Mitteilung nicht erbracht wurde, widerspricht auch nicht den vertraglichen Vereinbarung der Parteien.

In jedem Fall ist der Sicherungsnehmer zur Mitteilung befugt; d.h. er kann umgekehrt auch als durch diese Mitteilungspflicht belastet betrachtet werden.

Der Inhalt der Mitteilungen kann ohne weiteres einer Obliegenheit entsprechen: so ist z.B. auch die Mängelrüge nach Art. 201 OR eine Willenserklärung¹²⁰³, an deren Inhalt gewisse Anforderungen gestellt werden, sodass der Verkäufer in der Lage ist, den Umfang der Beanstandung bestimmen zu können¹²⁰⁴.

Die Abhängigkeit der *Credit Event Notice* vom Eintritt eines Credit Events hindert die Betrachtung als Obliegenheit ebenfalls nicht. Ohne einen Credit Event besteht der Anspruch auf Ausgleichszahlung nicht: ein nichts kann nicht verloren gehen und die Erfüllung einer Obliegenheit schafft auch keinen Anspruch.

iii) Als Bedingung

Die Betrachtung der Mitteilung als (Wollens-)Bedingung führt dazu, den Anspruch auf Ausgleichszahlung als mehrfach (kumulativ) bedingt zu betrachten. Einerseits durch den Credit Event, andererseits durch die Mitteilung. Die Wollensbedingung *Credit Event Notice* wäre selbst bedingt durch den Credit Event. Als Wollensbedingung muss die *Credit Event Notice* das Wollen des Berechtigten zum Ausdruck bringen; dieser Wille geht aus dem Inhalt der Mitteilung nur implizit hervor.

iv) Als Fälligkeitsregelung

Anhand des Zeitpunkts, zu welchem die *Credit Event Notice* erbracht wurde, wird schliesslich der Fälligkeitstermin berechnet¹²⁰⁵. Wie gesehen kann es sich nicht um eine Fälligkeitsvereinbarung handeln, wenn das Eintreten des Fälligkeitstermins unsicher ist (*dies incertus an*). Gehen die Parteien jedoch davon aus, dass die Mitteilung nach Eintritt des Credit Events sicher er-

¹²⁰³ Es ist jedoch umstritten, ob sie auch empfangsbedürftig ist: siehe dazu ZK-SCHÖNLE/HIGI, N 24 ff. zu Art. 201 m.w.N.

¹²⁰⁴ BSK-HONSELL, N 10 zu Art. 201; ZK-SCHÖNLE/HIGI, N 23, 25 f. zu Art. 201; anders als die Mitteilungen beim CDS ist sie jedoch eine Reaktion auf eine Vertragsverletzung durch den Verkäufer: ZK-SCHÖNLE/HIGI, N 23 zu Art. 201.

¹²⁰⁵ Bestimmung des *Event Determination Date* nach sec. 1.8 CDD; siehe des weiteren unten b)bb)1) (S. 210).

bracht werden wird und nicht ungewiss ist, steht (subjektiv) für die Parteien nur der Zeitpunkt der Fälligkeit noch nicht fest.

So hat sich das BGer in BGE 122 III 10 gegen ein Optionsrecht und für die Vereinbarung einer Fälligkeit entschieden, da es sich weder aus den vorinstanzlichen Feststellungen noch aus der Parteivereinbarung entnehmen liesse, dass die Parteien von einer ungewissen Tatsache¹²⁰⁶ ausgegangen seien, sondern der Vereinbarung vielmehr die gemeinsame Vorstellung der Parteien zugrundelag, dass die Anlage in näherer Zukunft verwirklicht werde¹²⁰⁷.

In der Betrachtung als Fälligkeitsvereinbarung müsste der Anspruch auf die Ausgleichszahlung bereits bestehen, aber noch nicht fällig sein. Dass er bereits besteht ist eine mögliche Variante des CDS.

Gegen die Betrachtung als Fälligkeitsvereinbarung spricht der geforderte Inhalt der *Credit Event Notice*. Aus diesem geht kein unmittelbarer Wille hervor, die Fälligkeit festzulegen. Überdies wird die Fälligkeit auch (wiederum) nur relativ festgelegt, da sie des weiteren noch vom Zeitpunkt der Berechnung des *Final Price* abhängt¹²⁰⁸.

v) Berechtigung des Sicherungsgebers zur Erbringung der Mitteilung

Mit der Vereinbarung, ebenfalls den Sicherungsgeber zur Erbringung der Mitteilung zu berechtigen, muss tendenziell eher davon ausgegangen werden, dass der Anspruch des Sicherungsnehmers auf Ausgleichszahlung bereits mit dem Eintritt des Credit Events besteht, und nicht erst mit Erbringung der Mitteilung begründet wird. Denn an der Begründung hat der Sicherungsgeber kaum ein Interesse. Mit der Berechtigung er die Möglichkeit, die Fälligkeit seiner Verpflichtung zu steuern.

vi) Fazit: Credit Event Notice als Obliegenheit

Die *Credit Event Notice* als Abwicklungsvoraussetzung ist m.E. im Sinne der vorstehenden Ausführungen als Obliegenheit zu qualifizieren. Diese vermag

¹²⁰⁶ Es betrachtete in diesem Urteil den optionsbelasteten Vertrag als bedingtes Rechtsgeschäft.

¹²⁰⁷ BGE 122 III 10 E.3.b. Zu entscheiden hatte das BGer einen Streit über einen Kaufvertrag eines Grundstückes, in welchem der Käufer die Pflicht übernahm, auf Anforderung hin ein Stammgeleise auf dem gekauften Grundstück auf eigene Kosten zu erstellen. Erst 18 Jahre nach Vertragsschluss forderte schliesslich der Käufer die Erstellung dieses Geleises. Das BGer entschied schliesslich, dass sein Anspruch verjährt sei, da es sich um erwähnte Fälligkeitsregelung und nicht um eine suspensive Bedingung gehandelt habe.

¹²⁰⁸ Vgl. unten b)bb)1) (S. 210).

die verschiedenen vertraglichen Gestaltungsmöglichkeiten am besten zu erfassen, insbesondere auch das Recht des Sicherungsgebers zur Erbringung der Mitteilung. Denn erbringt er die Mitteilung nicht, so führt das zu seinem (eventuellen) Nachteil, dass er die Fälligkeit nicht früher herbeiführen kann.

Die Qualifikation als Obliegenheit ist gegenüber jener als Gestaltungsrecht, Bedingung oder Fälligkeitsvereinbarung des weiteren auch aufgrund des konkret vereinbarten Inhalts der Mitteilung vorzuziehen. Gegen die Qualifikation als Gestaltungsrecht mit der Konsequenz der Entstehung der Forderung mit der Erklärung sprechen schliesslich der (mutmassliche) Parteiwille sowie der Vertragszweck.

Zu beachten ist ferner auch die Rechtsprechung, welche bis anhin den Mitteilungen kein besonderes Gewicht beigemessen hat; insbesondere haben sich die Gerichte auch nicht auf den Inhalt der Mitteilung und den (mitgeteilten) Credit Event beschränkt, sondern bei Streitigkeiten sämtliche Credit Events geprüft¹²⁰⁹.

3) Credit Event Notice und NPAI beim Cash Settlement

In dieser Konstellation tritt eine weitere Abwicklungsvoraussetzung gegenüber der unter 2) qualifizierten *Credit Event Notice* hinzu. Der Unterschied der beiden Mitteilungen liegt darin, dass der Inhalt der NPAI vor allem von äusseren Umständen abhängt.

Aus dem Zweck der NPAI¹²¹⁰ und den unten dargestellten Sachverhalten, welche sich aus der Natur der NPAI – dem Abstellen auf ausserhalb der Vertragsparteien liegenden Vorgängen – ergeben können¹²¹¹ sowie der sich aus der Natur des Credit Events als Bedingung ergebenden Beweislastverteilungsvorschriften¹²¹², ist die NPAI m.E. als Beweislastverteilungsregel aufzufassen¹²¹³.

Ist der Sicherungsnehmer zur NPAI verpflichtet, kann sie ohne weiteres auch eine Obliegenheit darstellen. Ist der Sicherungsgeber berechtigt, liegt sein Nachteil der Nichterbringung wiederum darin, dass er die Fälligkeit nicht früher herbeiführen kann, womit auch in dieser Konstellation ohne weiteres eine Obliegenheit vorliegen kann.

¹²⁰⁹ Vgl. z.B. *AON Financial Products, Inc. v. Société Générale*, 476 F.3d 90 (C.A.2 (N.Y.) 2007), p 103. Siehe auch die Bemerkungen oben bei Fn. 1131. Für eine Zusammenfassung siehe unten 4:IV.2 (S. 326).

¹²¹⁰ Siehe dazu oben 1.d)cc) (S. 168).

¹²¹¹ Siehe dazu unten 4:I.3.a) (S. 326).

¹²¹² Siehe dazu oben aa)1)iii) (S. 194).

¹²¹³ Zur Begründung siehe unten 4:I.3.a)dd) (S. 326).

4) Notice of Physical Settlement

Neben der *Credit Event Notice* und eventuell der NPAI kommt beim Physical Settlement noch zusätzlich die zwingende Voraussetzung hinzu, eine *Notice of Physical Settlement* zu erbringen. Hinsichtlich der Qualifikation der *Credit Event Notice* sowie der NPAI sind gegenüber dem Cash Settlement keine Besonderheiten zu beachten, womit die entsprechende Qualifikation als Obliegenheit sowie bei der NPAI zusätzlich als Beweislastverteilungsregel gilt¹²¹⁴.

Mit der *Notice of Physical Settlement* werden die zu liefern beabsichtigten Verbindlichkeiten und das Lieferdatum festgelegt. Ferner führt die Erbringung dazu, dass der Sicherungsgeber bei Nichtlieferung der Verbindlichkeit innerhalb der vorgesehenen Frist selbständig ausübbar Rechte erhält¹²¹⁵. Die Mitteilung ist wie unter i) im Detail dargestellt nicht als Ausübung eines Verkaufsrechts zu sehen – ein Verkaufsrecht beinhaltet der CDS schliesslich nicht. Vielmehr stellt sie im Sinne der Ausführungen unter ii) die Ausübung des Wahlrechts und eine als Obliegenheit zu sehende Bestätigung dar.

i) Keine Ausübung eines Verkaufsrechts

Als Inhalt der *Notice of Physical Settlement* legen die CDD fest, dass diese «irrevocably confirms that Buyer will settle the Credit Derivative Transaction»¹²¹⁶. Die Vorlage der Mitteilung enthält den Passus «We hereby confirm that we will settle the Transaction [...]»¹²¹⁷.

Die Wirkung der Erbringung der Mitteilung liegt in der Möglichkeit der Abwicklung des CDS durch ein Physical Settlement. Dieses ist kein eigentlicher Kaufvertrag, da den Sicherungsnehmer nur eine Obliegenheit zur Lieferung trifft, und keine eigentliche Pflicht¹²¹⁸, wie dies der Wirkung der Ausübung eines Verkaufsrechts grundsätzlich entsprechen würde. Auch der Inhalt der Mitteilung als Bestätigung spricht gegen deren Betrachtung als Ausübung eines Verkaufsrechts. Mit der Bestätigung, dass der Sicherungsnehmer den CDS abwickeln werde, ist zu entscheiden, dass damit nur wiederholt wird, was bereits besteht, und kein eigentliches Wollen zum Ausdruck bringt. Dass die Abwicklung den Grundsatz darstellt, ist überdies

¹²¹⁴ Siehe oben 2)vi) (S. 205); 3) (S. 206).

¹²¹⁵ *Buy-In* gem. sec. 9.9 CDD. Siehe dazu oben 1.d)dd) (S. 170).

¹²¹⁶ Sec. 3.4 (i) CDD.

¹²¹⁷ Anh. C CDD.

¹²¹⁸ Siehe unten b)bb)2) (S. 211).

unbestritten¹²¹⁹. Damit ist die *Notice of Physical Settlement* nicht als Ausübung eines Verkaufsrechts zu sehen; mithin beinhaltet der CDS kein Verkaufsrecht.

ii) Als Ausübung eines Wahlrechts

Dem Sicherungsnehmer wird das Recht zugestanden, die zu lieferende Verbindlichkeit aus den lieferbaren Verbindlichkeiten (*Deliverable Obligations*) auszuwählen¹²²⁰. Bei dieser Wahlmöglichkeit handelt es sich um eine Wahlobligation i.S.v. Art. 72 OR¹²²¹.

Der durch das Wahlrecht berechtigte Schuldner gerät bei Nichtausübung des Wahlrechts grundsätzlich in Schuldnerverzug. Um diesen zu verhindern, muss er sein Wahlrecht ausüben. So gesehen ist er zur Ausübung des Wahlrechts verpflichtet¹²²². Die Konsequenz der Nichterbringung der Mitteilung führt beim CDS dagegen nicht zu einem Schuldnerverzug, sondern nur zur Beendigung des Vertrages und damit dem Verlust des Anspruchs des Sicherungsnehmers auf die Ausgleichsleistung. Dies bedeutet jedoch nicht, dass er kein Wahlrecht besitzt. Er ist selbst nach Ausübung nicht zur Lieferung verpflichtet¹²²³. Das Wahlrecht schliesslich ist als Teil dieses kaufvertragsähnlichen bzw. unvollkommenen Verhältnisses des Physical Settlements zu sehen und kann damit ohne weiteres keine eigentliche Ausübungspflicht beinhalten.

Die *Notice of Physical Settlement* umfasst neben der Ausübung des Wahlrechts auch eine Bestätigung, an der Abwicklung des CDS festhalten zu wollen¹²²⁴. Diese Bestätigung sowie die zu beachtenden Fristen und Formerfordernisse lassen sich als Gültigkeitserfordernisse der Mitteilung, die Bestätigung mithin als Obliegenheit, betrachten.

Beim Wahlrecht handelt es sich um ein änderndes oder ausfüllendes Gestaltungsrecht¹²²⁵, welches durch eine einseitige, bedingungsfeindliche, unwiderrufliche und empfangsbedürftige Willenserklärung ausgeübt wird¹²²⁶. Der gültige Zugang dieser Willenserklärung bestimmt sich anhand den dies-

¹²¹⁹ Vgl. oben 1.d)dd) (S. 170).

¹²²⁰ Siehe dazu oben 1.e)aa)2) (S. 173).

¹²²¹ Siehe dazu oben II.4.c)cc) (S. 145).

¹²²² Siehe BK-WEBER, N 29 zu Art. 72.

¹²²³ Siehe unten b)bb)2) (S. 211).

¹²²⁴ Sec. 3.4(i) CDD: «*irrevocably confirms that Buyer will settle [...]*».

¹²²⁵ BK-WEBER, N 29 zu Art. 72 m.w.N.

¹²²⁶ BK-WEBER, N 37 zu Art. 72 m.w.N.

bezüglichen Vorschriften der CDD¹²²⁷, welche die Empfangsbedürftigkeit vorsehen. Die im Zusammenhang mit Gestaltungsrechten angeführte Bedingungsfeindlichkeit betrifft nur dessen Ausübung unter einer Bedingung, nicht hingegen auch die Voraussetzung der Rechtsausübung¹²²⁸, womit diese Abhängigkeit ohne weiteres möglich ist.

b) Hauptleistungspflichten

Der CDS überträgt das Ausfallrisiko des Basiswertes auf den Sicherungsnehmer, welcher dieses Risiko schliesslich trägt. Gefahrtragung als eine rechtliche Leistungspflicht ist m.E. jedoch abzulehnen¹²²⁹. Ebenso ist die Einräumung eines Rechts durch den Sicherungsgeber zugunsten des Sicherungsnehmers, die Ausgleichsleistung – d.h. die Ausgleichszahlung beim Cash Settlement oder das Recht, den vereinbarte Preis gegen Lieferung der bezeichneten Verbindlichkeiten – zu fordern, als Hauptleistungspflicht abzulehnen¹²³⁰.

Demnach bleibt als Leistungspflicht des Sicherungsgebers noch die Pflicht zur Ausgleichsleistung, welche somit dessen Hauptleistungspflicht aus dem CDS darstellt. Dass es sich beim Physical Settlement bei dieser Pflicht um ein vertragsähnliches Verhältnis handelt, hindert nach der vorliegenden Betrachtung deren Betrachtung als Leistungspflicht nicht¹²³¹. Die Ausgleichsleistung ist unter bb) differenziert nach den beiden Varianten darzustellen. Die Hauptleistungspflicht des Sicherungsnehmers dagegen ist unbestrittenermassen die Pflicht zur Prämienzahlung, welche sogleich unter aa) behandelt wird.

aa) Prämienzahlung

Bei der Pflicht des Sicherungsnehmers zur Leistung der Prämie¹²³² handelt es sich um eine Geldschuld, welche *pro rata* für die jeweilige Berechnungsperiode entsteht¹²³³. Der Inhalt bzw. Umfang wird nach den bei Vertragsschluss

¹²²⁷ Sec. 1.9 f. CDD; siehe oben 1.d)aa) (S. 167).

¹²²⁸ Die häufig erwähnte Bedingungsfeindlichkeit von Gestaltungsrechten bezieht sich nicht auf die Bedingtheit des Rechts selbst, sondern auf die bedingte Ausübung des Rechts, d.h. die diesbezügliche Willenserklärung ist bedingungsfeindlich: GUHL/KOLLER, OR, § 2 N 35; vgl. ferner SCHUMACHER, Vertragsgestaltung, N 992.

¹²²⁹ Siehe zur Begründung oben II.4.a)bb)1) (S. 134)

¹²³⁰ Siehe zu Begründung oben II.4.a)bb)3) (S. 137).

¹²³¹ Siehe zu Begründung oben II.4.c)aa) (S. 143).

¹²³² Siehe zum Inhalt der CDS Prämie oben 1.b)aa) (S. 152).

¹²³³ Siehe zur Rechtsnatur der Prämienzahlungen im Allgemeinen oben II.4.b) (S. 139).

vereinbarten Berechnungsfaktoren bestimmt. Ebenfalls wird der Zahlungstermin regelmässig vertraglich festgelegt, nach sec. 5.4 CDD *postnumerando*¹²³⁴. Im Anwendungsbereich von Rahmenverträgen ist dieser Zahlungstermin gleichzeitig Fälligkeitstermin¹²³⁵.

Zwar sind die Prämienzahlungen aus wirtschaftlicher Sicht mit Zinszahlungen verwandt, rechtlich handelt es sich aber nicht um Zinsen¹²³⁶. Ebenso wenig handelt es sich um Teilleistungen¹²³⁷.

bb) Ausgleichsleistung

1) Cash Settlement

Die Forderung des Sicherungsnehmers auf die Ausgleichszahlung wird bereits bei Vertragsschluss begründet, ihre Verbindlichkeit ist jedoch aufgeschoben und i.S.v. Art. 151 Abs. 1 OR abhängig vom Eintritt der vereinbarten Bedingung, dem Credit Event. Zum Zeitpunkt der Begründung weist die Forderung in der Regel nur einen berechenbaren Inhalt auf, welcher erst im Anschluss an die Verbindlichkeit der Forderung ziffernmässig festgelegt werden kann.

Die Wirkungen des Bedingungseintritts treten in Abweichung von Art. 151 Abs. 2 OR nicht mit dem Eintritt der Bedingung ein, sondern sind abhängig von der Erfüllung der vereinbarten Obliegenheiten, der *Credit Event Notice* und allenfalls der NPAI. Sind diese Leistungsvoraussetzungen gegeben, besitzt der Sicherungsnehmer einen klagbaren Anspruch auf die Leistung der Ausgleichszahlung. Bei dieser handelt es sich um eine Geldsummenschuld, da Schuldinhalt bei Fälligkeit einzig durch eine Zahl bestimmt ist.

Der Zahlungstermin (*Cash Settlement Date*) wird relativ in Bezug auf den Zeitpunkt der Berechnung des ziffernmässigen Inhalts (des *Final Price*) der Ausgleichszahlung festgelegt, sofern deren Umfang nicht bereits bei Vertragsschluss bestimmt wurde¹²³⁸. Sec. 7.1 CDD bestimmt, dass «*Seller shall [...] pay to Buyer the Cash Settlement Amount on the Cash Settlement Date.*» Diese Vereinbarung ist als Fälligkeitsvereinbarung zu sehen. Aufgrund der zeitlichen Nähe der Berechnung des Inhalts und damit derer Erfüllbarkeit

¹²³⁴ Siehe dazu auch oben II.4.b)cc) (S. 142).

¹²³⁵ Siehe zur Erfüllung von Geldleistungspflichten auch oben II.4.d) (S. 148).

¹²³⁶ Siehe dazu oben II.4.b)bb) (S. 140).

¹²³⁷ Siehe dazu oben II.4.b)cc) (S. 141).

¹²³⁸ Vgl. sec. 7.1 ff. CDD.

überhaupt¹²³⁹ zur Fälligkeit, sind die diesbezüglichen Vereinbarungen grundsätzlich dahingehend auszulegen, dass in zeitlicher Hinsicht der Erfüllung auf die Anweisung der Überweisung abzustellen ist, und nicht auf jenen der Gutschrift. Zu beachten ist, dass z.B. das 2002 MA auf den Zeitpunkt der Gutschrift abstellt¹²⁴⁰.

2) Physical Settlement

Physical Settlement bezeichnet ein (kauf-)vertragsähnliches Verhältnis zwischen Sicherungsnehmer und Sicherungsgeber¹²⁴¹, welches aufgrund dem «Miss»-verhältnis zwischen der Leistung des Sicherungsnehmers und jener des -gebers als Leistung des Sicherungsgebers betrachtet werden kann¹²⁴². Keinen eigentlichen Kaufvertrag stellt es dar, da den Sicherungsnehmer zu keinem Zeitpunkt eine Pflicht zum Verkauf trifft¹²⁴³. Sofern sämtliche Voraussetzungen erfüllt sind, trifft ihn nur eine Obliegenheit dem Sicherungsgeber die bezeichneten Verbindlichkeiten bis zum *Physical Settlement Date* anzudienen. Was unter andienen (*Deliver*) zu verstehen ist, wird in sec. 8.2 CDD definiert. Kommt er dieser Obliegenheit bis zu diesem Zeitpunkt nicht nach, hat der Sicherungsgeber die Möglichkeit des *Buy-In* gem. sec. 9.9 CDD. Da keine Lieferverpflichtung vorliegt, kann der Sicherungsnehmer mit der Lieferung auch nicht in Verzug geraten¹²⁴⁴.

Begründet wird das Physical Settlement bei Vertragsschluss, gleichzeitig wird sein Inhalt bestimmt bzw. in Bezug auf den Kaufgegenstand bestimmbar ausgestaltet, als der Sicherungsnehmer wie regelmässig ein Wahlrecht zur Lieferung erhält.

Dessen Verbindlichkeit ist i.S.v. Art. 151 Abs. 1 OR aufgeschoben und vom Eintritt eines Credit Events als vereinbarte Bedingung abhängig. Die Wirkungen des Bedingungseintritts treten in Abweichung von Art. 151 Abs. 2 OR nicht bereits mit dem Eintritt der Bedingung ein. Abhängig sind sie einerseits von der Erbringung der *Credit Event Notice* und allenfalls der NPAI als Obliegenheiten, andererseits von der Erbringung der *Notice of Physical Settlement*, welche die Ausübung des Wahlrechts sowie die Obliegenheit beinhaltet, zu bestätigen dass an der Abwicklung festgehalten werde.

¹²³⁹ Subsidiär bestimmt sec. 7.2(a) CDD, dass das *Cash Settlement Date* drei Tage nach der Berechnung des *Final Price* eintreten soll.

¹²⁴⁰ Vgl. zur Erfüllung oben II.4.d) (S. 148).

¹²⁴¹ Siehe dazu oben II.4.c)cc) (S. 145)

¹²⁴² Siehe zum vertraglichen Verhältnis als Leistung oben II.4.c)aa) (S. 143)

¹²⁴³ A.A. BERG, Kreditderivate, 192.

¹²⁴⁴ Siehe zum Ganzen auch den Anwendungsfall unten 4:I.4.a) (S. 326).

Sind diese Voraussetzungen erfüllt treten die Wirkungen ein und das *Physical Settlement Date* wird festgelegt. Das Datum wird unter Bezugnahme auf jenen Tag berechnet, an welchem die Abwicklungsvoraussetzungen erfüllt worden sind (*Event Determination Date*¹²⁴⁵) sowie an welchem die *Notice of Physical Settlement* (gültig) erbracht wurde¹²⁴⁶.

Die Regelung zum *Physical Settlement Date* in sec. 8.1 CDD bestimmt, «[...] *Buyer shall [...] on or prior to the Physical Settlement Date, Deliver to Seller the Deliverable Obligations specified [...]*» ist dahingehend auszulegen, dass die Erfüllbarkeit am ersten Tag der *Physical Settlement Period* beginnt. Es handelt sich jedoch nicht um eine eigentliche Fälligkeitsvereinbarung der «Lieferverpflichtung», da der Sicherungsgeber keinen Anspruch auf Lieferung besitzt und die Lieferung (mit Einschränkungen) auch danach noch vorgenommen werden darf.

Bei erfolgter Lieferung hat der Sicherungsgeber im Gegenzug hat die Pflicht, den Kaufpreis (*Physical Settlement Amount*) zu bezahlen. Die Fälligkeit der Kaufpreisverpflichtung richtet sich grundsätzlich nach Marktgewohnheiten am Tag der (erfolgten) Lieferung¹²⁴⁷. Daraus ergibt sich auch, dass der Sicherungsnehmer zwingend vorleistungspflichtig ist. Im übrigen gelten für die Kaufpreisverpflichtung die Regeln der Geldleistungspflicht¹²⁴⁸.

c) Laufzeit

Die Laufzeit¹²⁴⁹ beim CDS hat jeweils die Wirkung als Befristung: einerseits hinsichtlich der Bedingung Credit Event, nach deren Ablauf die Bedingung aus rechtlicher Sicht nicht mehr eintreten kann. Andererseits befristet sie auch die Pflicht des Sicherungsnehmers zur Prämienzahlung, welche längstens bis zum Ende der Laufzeit geschuldet ist.

Der CDS muss nicht zwingend bis zum Ende der ursprünglich vereinbarten Laufzeit fort dauern: vorgesehen ist eine Beendigung im Falle des Eintritts eines Credit Events. In diesem Fall hat der Credit Event bzw. die damit – im Rahmen der CDD – einhergehende Festlegung des *Event Determination Date* die Funktion, die ursprünglich durch die Laufzeit festgelegte Befristung der Prämienzahlungspflicht zu verkürzen.

¹²⁴⁵ Sec. 1.8 CDD.

¹²⁴⁶ Vgl. sec. 8.4 CDD.

¹²⁴⁷ Sec. 8.1 CDD (1. Abschn. *i.f.*).

¹²⁴⁸ Siehe dazu oben II.4.d) (S. 148).

¹²⁴⁹ Siehe zur Laufzeit im allgemeinen auch oben 1.f) (S. 176).

Die im CDS enthaltene Bedingung steht einer unbegrenzten Fortdauer grundsätzlich entgegen, womit ohne Vereinbarung einer Laufzeit eine Kündigung nach einer im Einzelfall zu bestimmenden Dauer zulässig sein sollte¹²⁵⁰.

d) **Sonderregelungen des Bedingungsrechts**

Aus der Rechtsnatur eines Vertrages mit bedingten Verpflichtungen ergibt sich die Anwendbarkeit der Art. 151 ff. OR, mithin der Art. 152 und 156 OR¹²⁵¹. So bestimmt Art. 152 Abs. 1 OR in allgemeiner Weise, dass der bedingt Verpflichtete während der Schwebe der Bedingung nichts vornehmen darf, was die gehörige Erfüllung seiner Verbindlichkeit hindern könnte. Nach dem sogleich unter aa) im Detail zu betrachtenden Abs. 2 erhält der bedingt Berechtigte für seine Forderung dieselben Sicherungsmassregeln wie bei einer unbedingten. Der anschliessend unter bb) anzusprechende Art. 156 OR legt eine Regelung fest, sofern der Eintritt einer Bedingung wider Treu und Glauben verhindert worden ist.

aa) **Sicherungsmassregeln**

Art. 152 Abs. 2 OR gewährt dem bedingt Berechtigten dieselben Sicherungsmassregeln, wie wenn er eine unbedingte Forderung besitzen würde. Voraussetzung ist eine Gefährdung der Rechte des Berechtigten. Dabei geht PETER davon aus, dass die Gefährdung durch den bedingt Verpflichteten erfolgen muss, und zwar durch Verletzung der Pflicht zur Zurückhaltung gem. Abs. 1¹²⁵².

Zu diesen einzelnen Sicherungsmassregeln gehören Massnahmen des materiellen sowie formellen Bundesrechts¹²⁵³. Für bedingte Forderung u.U. relevant sind dabei Massnahmen gem. SchKG, wie die Betreuung auf Sicherheitsleistung¹²⁵⁴, der Arrest¹²⁵⁵ und die Konkurseröffnung ohne vorgängige Betreuung^{1256 1257}, oder solche nach dem OR, wie das Zurückbehaltungsrecht bei zweiseitigen Verträgen nach Art. 83 OR¹²⁵⁸.

¹²⁵⁰ PETER, Bedingung, 250 f., siehe auch 251 ff. mit vielen weiteren Hinweisen. Zur maximalen Laufzeit siehe auch oben II.3.d)bb) (S. 129).

¹²⁵¹ Art. 156 OR ist im Wesentlichen eine Präzisierung von Art. 2 hinsichtlich bedingter Verträge.

¹²⁵² PETER, Bedingung, 309, 311.

¹²⁵³ Vgl. BSK-EHRAT, N 8 zu Art. 152; PETER, Bedingung, 314 ff., 325 ff.

¹²⁵⁴ Vgl. Art. 38 SchKG.

¹²⁵⁵ Art. 271 Abs. 2 SchKG für die in Art. 271 Abs. 1 Ziff. 1 u. 2 genannten Gründe.

¹²⁵⁶ Art. 190 SchKG.

Die praktische Relevanz dieses Verweises auf die Sicherungsmassregeln ist weitgehend gering. Bedeutender sind hier die regelmässig vertraglich vereinbarten Sicherheitsleistungen, wie auch die Vereinbarungen zu den Kündigungsgründen in den entsprechenden Rahmenverträgen¹²⁵⁹. Praktisch relevant kann allenfalls das Zurückbehaltungsrecht nach Art. 83 OR für den Sicherungsnehmer werden, da das Master Agreement die Schranken in diesem Punkt höher setzt¹²⁶⁰.

bb) Herbeiführung oder Verhinderung des Eintritts der Bedingung

1) Art. 156 OR

Aus Art. 156 OR folgt, dass eine Bedingung als erfüllt gilt, deren Eintritt von einem Teile wider Treu und Glauben verhindert worden ist. Tatbestandselemente sind Erfolg i.S.v Art. 156 OR, d.h. die Verhinderung des Bedingungseintritts¹²⁶¹, ein Verhalten wider Treu und Glauben und Kausalzusammenhang zwischen dem treuwidrigem Verhalten der einen Partei und dem Eintritt der Bedingung¹²⁶². Entgegen dem Wortlaut des Gesetzes gilt nach herrschender Lehre Art. 156 OR auch für den umgekehrten Fall der treuwidrigen Herbeiführung des Eintritts der Bedingung, womit sich die die Gesamtregel ableiten lässt, dass kein Beteiligter den Eintritt der Bedingung wider Treu und Glauben verhindern oder herbeiführen darf^{1263 1264}. Dabei wird keine Absicht vorausgesetzt¹²⁶⁵.

Eine Verhinderung des Eintritts der Bedingung ist gem. Gesetz erst dann erfolgt, wenn die Bedingung sich gar nicht mehr ereignen kann, was eine blosser Verzögerung des Eintritts ausschliesst¹²⁶⁶. Eine weitergehende Auslegung dieser Bestimmung, mithin der Einbezug der Verzögerung in den ge-

¹²⁵⁷ PETER, Bedingung, 314 ff.; BSK-EHRAT, N 8 zu Art. 152.

¹²⁵⁸ PETER, Bedingung, 312 f.

¹²⁵⁹ Siehe dazu I.3 (S. 96)

¹²⁶⁰ Vgl. JAHN, BKR 2009, 26.

¹²⁶¹ Dieses Verhalten kann in einem Tun oder bei einer Rechtspflicht zum Handeln auch in einem Unterlassen bestehen, vgl. dazu GUTMANS, Art. 156, 114 ff. m.w.N. auch auf die deutsche und französische Rechtsprechung und Literatur.

¹²⁶² GUTMANS, Art. 156, 113 ff.

¹²⁶³ GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 4018; MERZ, SPR VI/1, 165; a.A. ZK-BAUMANN, N 265, 269 zu Art. 2.

¹²⁶⁴ Diesfalls muss der Kausalzusammenhang zwischen dem treuwidrigen Verhalten und Ausfall der Bedingung bestehen: z.B. BGer 4A.293/2007 E. 7.1.

¹²⁶⁵ ZK-BAUMANN, N 268 zu Art. 2; MERZ, SPR VI/1, 164 Fn. 50.

¹²⁶⁶ PETER, Bedingung, 232.

forderten Verhinderungstatbestand, wird von der Lehre postuliert und lässt sich sowohl mit dem Sinn von Art. 156 OR als auch mit Art. 2 ZGB rechtfertigen¹²⁶⁷. Anerkanntermassen ist Art. 156 OR sowieso (nur) eine Anwendung¹²⁶⁸ des Prinzips von Treu und Glauben gem. Art. 2 ZGB mit Geltung für das Bedingungsrecht¹²⁶⁹.

Nach Art. 156 OR gilt folglich ein Credit Event als ausgefallen, wenn er von der einen Partei – praktisch relevant ist hier wohl ausschliesslich der Sicherungsnehmer – wider Treu und Glauben herbeigeführt worden ist. Umgekehrt gilt der Credit Event als eingetreten, wenn dessen Eintritt von der einen Partei – praktisch relevant ist an dieser Stelle ist der Sicherungsgeber, welcher ein Interesse am Ausbleiben eines seine Ausgleichspflicht auslösenden Credit Events aufweist – wider Treu und Glauben verhindert worden ist.

2) Treu und Glauben im Besonderen

Für die Frage, ob ein Verhalten gegen das Prinzip von Treu und Glauben i.S.v. Art. 156 OR verstösst, ist jeweils mittels Rückgriff auf die von der Lehre (zu Art. 2 ZGB) herausgearbeiteten Fallgruppen und Regeln anzugehen¹²⁷⁰, da Treu und Glauben i.S.v. Art. 156 OR wesentlich eine Anwendung des allgemeinen Prinzips von Treu und Glauben gem. Art. 2 ZGB¹²⁷¹ darstellt und damit keinen anderen Gehalt haben kann¹²⁷². Hinsichtlich der Verhinderung oder Herbeiführung eines Credit Events sind m.E. insbesondere die folgenden Fallgruppen beachtlich:

- Im ersten Fallgruppenbereich der Nebenverpflichtungen können insbesondere Obhuts- und Schutzpflichten¹²⁷³ und auf Seiten des Sicherungsgebers insbesondere Unterlassungspflichten¹²⁷⁴ Bedeutung

¹²⁶⁷ PETER, Bedingung, 232, 245.

¹²⁶⁸ Bzw. Konkretisierung: BGer 4A.293/2007 E.7.1; 4C.281/2005 E. 3.5.

¹²⁶⁹ PETER, Bedingung, 235; vgl. auch MERZ, SPR VI/1, 164.

¹²⁷⁰ Vgl. dazu ZK-BAUMANN, N 16, 59 ff., 289 ff. zu Art. 2; Zur Unvollständigkeit von solchen Fallgruppen: ZK-BAUMANN, N 433 zu Art. 2; BSK ZGB-HONSELL, N 37 zu Art. 2.

¹²⁷¹ Treu und Glauben ist als Verweis sowohl auf Art. 2 Abs. 1 wie auch Abs. 2 ZGB zu sehen, siehe ZK-BAUMANN, N 353 zu Art. 2 m.w.H.

¹²⁷² Vgl. ZK-BAUMANN, N 269 zu Art. 2. Jedoch BK-MERZ, N 574 zu Art. 2; MERZ, SPR VI/1, 164: Die Regel sei unter dem Gesichtspunkt des Rechtsmissbrauchs, insbesondere der unzulässigen Ausnutzung eines eigenen unredlichen Verhaltens auszulegen.

¹²⁷³ Vgl. ZK-BAUMANN, N 290 zu Art. 2.

¹²⁷⁴ Siehe ZK-BAUMANN, N 292 zu Art. 2.

erlangen. Begründet der CDS eine (Obhuts-)Pflicht des Sicherungsnehmers, dem Referenzschuldner in einer Notlage beizustehen, sofern reelle Chancen auf eine Rettung bestehen, um einen Credit Event zu vermeiden? Begründet der CDS ferner eine Unterlassungspflicht, welche es dem Sicherungsgeber u.U. untersagt, dem Referenzschuldner eine Übergangsfinanzierung anzubieten, um einen Credit Event und damit eine Ausgleichszahlung zu vermeiden?

- Als weitere Fallgruppe gilt das Schikaneverbot bzw. das Gebot der schonenden Rechtsausübung¹²⁷⁵. Kann die Herbeiführung eines Credit Events als eine Rechtsausübung bezeichnet werden, welche ohne jedes rechtliche Interesse erfolgt ist oder welcher zwar ein geringes eigenes rechtliches Interesse innewohnt, jedoch in der Absicht erfolgte, andere zu schädigen¹²⁷⁶?
- Näher zu betrachten ist ferner die Fallgruppe der zweckwidrigen Rechtsausübung¹²⁷⁷. Es ist danach zu fragen, ob die Herbeiführung eines Credit Events gegen gesetzlich oder rechtsgeschäftlich vorgegebene Zweckbestimmungen verstößt.
- Eine weitere Gruppe ist die unnütze und interessenlose Rechtsausübung¹²⁷⁸. Die Herbeiführung eines Credit Events müsste demnach objektiv unnötig oder für den Sicherungsnehmer subjektiv zwecklos sein, um unter diese Fallgruppe subsumiert werden zu können¹²⁷⁹.
- Weiter kann unter dem Punkt des widersprüchlichen Verhaltens eine Prüfung vorgenommen werden¹²⁸⁰. Das widersprüchliche Verhalten hat in einer bestehenden Rechtsbeziehung zu erfolgen und besteht in einer Abweichung von der bisher bestehenden Sach- oder Rechtslage¹²⁸¹.

¹²⁷⁵ ZK-BAUMANN, N 295 ff. zu Art. 2; vgl. auch BSK ZGB-HONSELL, N 38 f. zu Art. 2.

¹²⁷⁶ ZK-BAUMANN, N 295 zu Art. 2.

¹²⁷⁷ ZK-BAUMANN, N 323 ff. zu Art. 2.

¹²⁷⁸ ZK-BAUMANN, N 369 ff. zu Art. 2; vgl. auch BSK ZGB-HONSELL, N 38 f. zu Art. 2.

¹²⁷⁹ ZK-BAUMANN, N 371 ff. zu Art. 2.

¹²⁸⁰ Vgl. dazu ZK-BAUMANN, N 380 ff. zu Art. 2; BSK ZGB-HONSELL, N 43 f. zu Art. 2.

¹²⁸¹ ZK-BAUMANN, N 380 zu Art. 2.

IV. Total Return Swaps

Das vorliegende Kapitel dient der spezifischen vertragsrechtlichen Erfassung des als Total Return Swap bezeichneten Vertrages. Die Darstellung seiner Grundstruktur und ein Anwendungsbeispiel finden sich im ersten Teil¹²⁸², ein Beispiel für eine Transaktionsbestätigung im vierten Teil¹²⁸³.

Aus der Grundstruktur des Total Return Swaps lassen sich die folgenden Vertragsmerkmale ableiten:

- Ein selbständigen Vertrag zwischen dem Sicherungsnehmer (TRS Zahler) und -geber (TRS Empfänger);
- in welchem ein kreditrisikobehafteter Basiswert (eine Referenzverbindlichkeit),
- sowie ein Nominalwert festgelegt werden;
- der Sicherungsnehmer sämtliche Erträge der Referenzverbindlichkeit sowie positive Marktwertveränderungen weiterzuleiten hat,
- der Sicherungsgeber im Gegenzug negative Marktwertveränderungen auszugleichen hat und eine zeitabhängige Prämienzahlung schuldet;
- eine Laufzeit aufweist, mit deren Ablauf die jeweiligen Pflichten enden.

Im folgenden wird zu Beginn unter 1. der eigentliche Vertragsinhalt eines TRS sowie verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten aufgezeigt. Im Anschluss unter 2. sind Fragen der vertragsrechtlichen Qualifikation des TRS zu klären, wobei unter diesem Punkt auch die Betrachtung des TRS als derivatives Finanzinstrument aus vertraglicher Sicht erörtert wird, bevor unter 3. die vorliegend als vertragstypenübergreifenden Zuordnungen vorgenommen werden, unter welchen der synallagmatische Vertrag, das Dauerschuldverhältnis sowie der Differenzeinwand verstanden werden. Unter 4. ist die Rechtsnatur einzelner Elemente eines TRS zu klären, der Hauptleistungspflichten, der Laufzeit sowie der Bedeutung eines Eintritts eines Credit Events bei der Referenzverbindlichkeit des TRS.

¹²⁸² Oben 1:I.2.b (S. 19).

¹²⁸³ Unten 4:II.1.b) (S. 326).

1. Vertragsinhalt

Im folgenden wird der Vertragsinhalt eines TRS dargestellt, wobei auf die wirtschaftlichen Hintergründe einzelner Bestandteile wie auch verschiedene Strukturierungsvarianten aufgezeigt werden. Unter dem Vertragsinhalt sind zu Beginn die *essentialia negotii* des TRS unter a) zu bestimmen, anschliessend die Leistungspflichten der Parteien unter b), der Basiswert unter c) sowie abschliessend unter d) die Regelungen zur Laufzeit sowie den Möglichkeiten zur Beendigung des Vertrages zu behandeln.

a) *Essentialia negotii*

Essentialia des TRS sind die Prämienzahlung sowie die Festlegung des Basiswertes. Erstere ist mindestens bestimmbar auszugestalten, unter letzterem sind die Referenzverbindlichkeit sowie der ebenfalls zum Basiswert zählende Nominalwert festzulegen. Die übrigen Punkte lassen sich auch von aussen bestimmen: aus dem Total Return ergibt sich die Pflicht zur Weiterleitung der Erträge sowie die Wertveränderungsausgleichspflicht. Aufgrund der Eigenschaft des TRS als synthetisches Instrument ist m.E. für die Abwicklung als Cash Settlement zu entscheiden, und aufgrund der periodischen Prämienzahlung sowie der ebenfalls periodisch stattfinden weiterzuleitenden Verzinsung der Referenzverbindlichkeit hat m.E. auch der Wertveränderungsausgleich auf periodischer Basis stattzufinden. Auch der Dauer kann anhand den oben angeführten Kriterien¹²⁸⁴ von aussen ein Ende gesetzt werden, sollte keine Laufzeit vereinbart worden sein. Die verschiedenen Zahlungszeitpunkte schliesslich können nach folgenden Kriterien festgelegt werden: die Weiterleitung lässt sich in Bezug auf die tatsächliche Zinszahlung bestimmen, die Prämienzahlung in Bezug auf Finanzierungsverträge festlegen, wobei sich die analoge Anwendung von Art. 312 Abs. 2 OR anbietet. Ebenso kann für den bzw. die Zeitpunkte des Wertveränderungsausgleichs entschieden werden.

b) Leistungspflichten

Die aus dem TRS fliessenden Leistungen werden aus ökonomischer Sicht als die Leistung des Total Returns durch den Sicherungsnehmer und die Leistung eines periodisch zu erbringenden, vordefinierten Zahlungsstroms

¹²⁸⁴ Siehe oben II.3.d)bb) (S. 129).

durch den Sicherungsgeber umschrieben¹²⁸⁵. Dieser wird im folgenden als die TRS-Prämie bezeichnet und deren Inhalt unter cc) behandelt.

Der Total Return lässt sich aufschlüsseln in Zinsen und Gebühren sowie Marktwertveränderungen der Referenzverbindlichkeit. Da die tatsächliche Leistung des Total Returns nicht zusammengefasst erfolgt und die einzelnen Bestandteile verschieden begründet werden, ist rechtlich eine differenzierende Betrachtung vonnöten¹²⁸⁶: so sind Zinsen und Gebühren Erträge, welche ein Investor vom Schuldner der Referenzverbindlichkeit regelmässig periodisch erhält, während Marktwertveränderungen keinen Einfluss auf die Beziehung zwischen Schuldner und Gläubiger haben, sich vorerst nur in der Bilanz des Investors auswirken und sowohl positiv wie auch negativ sein können.

So gesehen hat der Sicherungsnehmer Zahlungen im Umfang der Erträge zu erbringen, welche im folgenden zusammengefasst als Weiterleitung der Erträge bezeichnet werden und deren Inhalt im Detail unter bb) betrachtet wird. Da Marktwertveränderungen sowohl positiv wie negativ ausfallen können, vermögen sie nicht ausschliesslich eine Leistungspflicht des Sicherungsnehmers zu begründen: der Sicherungsgeber soll von positiven Wertveränderungen profitieren, wohingegen er negative zu erleiden hat. Diese im Total Return enthaltenen Pflichten zum Ausgleich von Marktwertveränderungen werden im folgenden als Wertveränderungsausgleichspflicht bezeichnet und zu Beginn unter aa) behandelt. Nach grundsätzlichen Ausführungen zu dieser Wertveränderungsausgleichspflicht wird der Inhalt der beiden möglichen Varianten getrennt behandelt, Cash Settlement unter aa)1) und Physical Settlement unter aa)2).

aa) Wertveränderungsausgleichspflichten

Die vorliegend als Wertveränderungsausgleichspflichten herausgelösten und bezeichneten Pflichten werden in den 2007 MCA als *Total Return Amounts*¹²⁸⁷ bezeichnet und bei DAS unter *Final Settlement*¹²⁸⁸ behandelt. Beide Begriffe sind m.E. nicht optimal, da sie den eigentlichen Inhalt nicht präzise zu erfassen vermögen. Der Wertveränderungsausgleich ist einerseits nur ein Teil des Total Returns einer Verbindlichkeit¹²⁸⁹, *Final Settlement* andererseits

¹²⁸⁵ Siehe Nachweise in Fn. 68.

¹²⁸⁶ Vgl. auch O'KANE, Lehman, 42; DAS, Credit Derivatives, 11 f.

¹²⁸⁷ 2007 MCA, S. BOND-5 f.

¹²⁸⁸ DAS, Credit Derivatives, 14.

¹²⁸⁹ Siehe dazu soeben oben b) (S. 218).

vermag genau genommen die periodische Variante des Cash Settlements nicht zu erfassen.

Unabhängig von der Variante des Ausgleichs bestimmt sich dieser anhand der Wertveränderungen der Referenzverbindlichkeit in einem bestimmten Zeitraum, folglich anhand von Werten zu verschiedenen Zeitpunkten. Bei einem einmaligen Ausgleich bedarf es eines Anfangswertes sowie beim Cash Settlement eines Wertes zum Laufzeitende. Dessen Bestimmung ist beim Physical Settlement nicht erforderlich. Der Anfangswert (*Initial Price*¹²⁹⁰) ist grundsätzlich der Marktwert der Referenzverbindlichkeit zu diesem Zeitpunkt und in der Bestätigung entsprechend festzulegen; es kann natürlich auch der Nominalwert der Referenzverbindlichkeit festgelegt werden, wie dies bei einer neu begebenen Referenzverbindlichkeit grundsätzlich der Fall ist¹²⁹¹. Aus dem Anfangswert multipliziert mit dem Nominalwert der Referenzverbindlichkeiten ergibt sich schliesslich der Nominalwert des TRS¹²⁹².

1) Beim Cash Settlement

i) Inhalt im Allgemeinen

Beim Cash Settlement erfolgt der Wertveränderungsausgleich durch eine Geldleistung – im Unterschied zur tatsächlichen Übertragung beim Physical Settlement. Der Ausgleich kann einmalig zum Enddatum der Transaktion hin stattfinden oder periodisch erfolgen¹²⁹³. Beim einmaligen Ausgleich entspricht der für die Festlegung der Wertveränderung relevante Beobachtungszeitraum der Laufzeit des TRS, die Veränderung ergibt sich aus der Differenz des vereinbarten Anfangswertes der Referenzverbindlichkeit und deren Wert zum Transaktionsende hin, während in der periodischen Variante mehrere Beobachtungszeiträume und Zahlungstermine festgelegt werden, anhand welchen die Veränderungen zu bestimmen sind. Wie der Wert der Referenzverbindlichkeit am Enddatum oder bei der periodischen Variante an den einzelnen Bewertungszeitpunkten zu bestimmen ist, haben die Parteien festzulegen. Es kann z.B. auf einen sofern vorhandenen Börsen-

¹²⁹⁰ 2007 MCA, S. BOND-2 f.

¹²⁹¹ DAS, Credit Derivatives, 11.

¹²⁹² Vgl. 2007 MCA, S. BOND-2 (*Notional Amount (A)*); DAS, Credit Derivatives, 13.

¹²⁹³ DAS, Credit Derivatives, 12; NESKE in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 61; HULL, Derivatives, 559.

kurs abgestellt werden, oder auf spezifisch einzuholende Preisangebote für die Referenzverbindlichkeit¹²⁹⁴.

Die Wertveränderungen selbst können sowohl positiv wie auch negativ sein: der Sicherungsnehmer hat die Pflicht, Zahlungen im Umfang der positiven Wertveränderungen während des Bemessungszeitraumes zu erbringen, der Sicherungsgeber entsprechend Zahlungen im Umfang der negativen Wertveränderungen¹²⁹⁵.

ii) Ausgestaltung als «Tausch» oder Differenzzahlung

Der Wertveränderungsausgleich in Form einer Geldleistung kann verschiedenartig umschrieben und damit vereinbart werden, wobei (zumindest) wirtschaftlich dasselbe Resultat erreicht wird. In einer swap-ähnlichen Gestaltung lässt sich die Wertveränderungsausgleichsleistung als Tausch des Marktpreises des Basiswertes gegen den Marktpreis zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses bzw. zum letzten Zahlungszeit-/Berechnungszeitpunkt umschreiben, wobei der Sicherungsnehmer den aktuellen Marktpreis bezahlt, der Sicherungsgeber den vorherigen, und gleichzeitig eine Verrechnung der beiden Forderungen vereinbart wird¹²⁹⁶. Es findet ein Austausch von Marktwerten der Referenzverbindlichkeit zu verschiedenen Zeitpunkten statt.

Eine andere Sichtweise besteht in der Vereinbarung, dass der Sicherungsnehmer dem Sicherungsgeber die positive Wertveränderung der Referenzverbindlichkeit und dieser jenem die negative Wertveränderung schuldet. Die Wertveränderung bemisst sich mathematisch anhand der Preisdifferenz der Referenzverbindlichkeit zu verschiedenen Zeitpunkten, bezogen auf den Nominalwert des TRS. Entgegen dem Austausch der ersten Variante liegt hier ausschliesslich die Vereinbarung eines Ausgleichs der Wertveränderung vor. So wird der Wertveränderungsausgleich im Schrifttum bisweilen auch als Differenzzahlung bezeichnet¹²⁹⁷.

¹²⁹⁴ Siehe 2007 MCA, S. BOND-3 *Final Price*; zu den entsprechenden Bestimmungen der CDD siehe oben III.1.b)bb)2) (S. 155).

¹²⁹⁵ Statt vieler: DAS, Credit Derivatives, 12.

¹²⁹⁶ Für den einmaligen Wertveränderungsausgleich zum Laufzeitende hin kann folgendes Beispiel (einer positiven Wertveränderung) angeführt werden. Marktpreis Basiswert zu Beginn der Laufzeit sei z.B. CHF 100.– (=Berechnungszeitpunkt). Angenommen der Marktpreis bei Laufzeitende/Fälligkeit betrage CHF 110.–, so schuldet der Sicherungsnehmer CHF 110.–, der -geber CHF 100.–, wobei nach Verrechnung ersterer nurmehr die positive Wertveränderung von CHF 10.– zu bezahlen hat.

¹²⁹⁷ Z.B. CLOUTH, Finanz-Derivate, 38, 40.

Vom Umfang der tatsächlich zu leistenden Zahlung unterscheiden sich die beiden Varianten nicht und beide ermöglichen sowohl einen periodischen wie auch einmaligen Ausgleich zum Laufzeitende hin. Während die Differenzzahlung bei der Verrechnung jedoch nur eine Erfüllungsmodalität darstellt, ist sie ausschliesslicher Inhalt der zweiten Variante.

Stellt man auf den Parteiwillen beim TRS ab, so wollen die Parteien m.E. weniger verschiedene Marktwerte des Basiswertes gegeneinander tauschen, als vielmehr die tatsächlich eingetretenen Wertveränderungen ausgleichen. Der «Tausch» entspricht zwar der mathematischen Berechnung der Forderungen, einen solchen zu fingieren erscheint jedoch unnötig, nicht zweckmässig und dem (vermuteten) Parteiwillen nicht gerecht werdend¹²⁹⁸.

Die Vereinbarung der Wertveränderungsausgleichspflicht beim TRS beinhaltet damit m.E. die Vereinbarung einer Differenzzahlung, berechnet anhand der Wertveränderung des Basiswertes zu den beiden massgebenden Zeitpunkten und bezogen auf den Nominalwert des TRS.

2) Beim Physical Settlement

Wie bei Derivaten allgemein möglich, kann auch beim TRS anstelle des Cash Settlements alternativ ein Physical Settlement vereinbart werden. In dieser Variante erfolgt eine Lieferung der Referenzverbindlichkeit zum Enddatum der Transaktion an den Sicherungsgeber, welcher im Gegenzug den Nominalwert des TRS zu bezahlen hat¹²⁹⁹. Die Anzahl der zu liefernden Verbindlichkeiten entspricht dem Nominalwert der zugrundeliegenden Referenzverbindlichkeiten (*Transaction Face Amount*), aus welcher sich der Nominalwert des TRS berechnet¹³⁰⁰. Beim Physical Settlement erübrigt sich die Feststellung des Wertes der Referenzverbindlichkeit zum Laufzeitende. Ob eine Wertveränderung stattgefunden hat, ist für das Physical Settlement nicht relevant.

bb) Die Weiterleitung der Erträge

Sämtliche Erträge der Referenzverbindlichkeit, d.h. die Beträge, welche ein Gläubiger der Referenzverbindlichkeit aus dieser Investition erhält – Coupon- bzw. Zinszahlungen wie auch erhaltene Gebühren – sind durch den Si-

¹²⁹⁸ A.A. HENDERSON, JIBFL 1998, 334.

¹²⁹⁹ DAS, Credit Derivatives, 12; NESKE in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 61; HULL, Derivatives, 559

¹³⁰⁰ Siehe dazu unten c) (S. 224).

cherungsnehmer an den Sicherungsgeber weiterzuleiten¹³⁰¹. Die sich aus dieser Weiterleitung ergebenden Zahlungen werden im Anwendungsbereich der 2007 MCA als *Distribution Amounts* bezeichnet und definiert als «[a]ny and all payments or distributions, including, without limitation, interest and coupon payments and consent fees, but excluding Partial Redemption Amounts or Full Redemption Amounts, that are actually made by the Issuer to holders of the Bonds [...]»¹³⁰². Die Weiterleitung hat grundsätzlich möglichst nahe an der durch den Schuldner der Referenzverbindlichkeit geleisteten Zahlung zu erfolgen¹³⁰³. Während die 2007 MCA einen Werktag vorsieht¹³⁰⁴, schlägt DAS zwei Werktage vor¹³⁰⁵. Für den genauen Umfang der Zahlung ist auf den Nominalwert der zugrundeliegenden Referenzverbindlichkeiten (*Transaction Face Amount*) abzustellen.

cc) TRS-Prämie

Die TRS-Prämie ist eine vom Sicherungsgeber periodisch zu leistende Zahlung an den Sicherungsnehmer. Sie wird regelmässig variabel anhand eines Referenzzinssatzes wie LIBOR oder EURIBOR zu- oder abzüglich eines Spreads (auch Marge genannt) ausgestaltet. Der Umfang der einzelnen Zahlung ergibt sich aus dem so errechneten Prozentsatz multipliziert mit dem Nominalwert des TRS. In der Praxis ist sie regelmässig vierteljährlich zahlbar¹³⁰⁶ ¹³⁰⁷. Die Prämien werden im 2007 MCA als *Floating Amounts* bezeichnet¹³⁰⁸.

Der Umfang der TRS-Prämie bzw. der Umfang des Zu- oder Abschlags (Spreads) zum gewählten Referenzzinssatz wird u.a. durch die Finanzierungskosten des Sicherungsnehmers für die Referenzverbindlichkeit bestimmt¹³⁰⁹; mitbestimmend können ferner auch die Bonität (und damit auch

¹³⁰¹ Z.B. O'KANE, Lehman, 42; DAS, Credit Derivatives, 11; NESKE in BURGHOFF et al. (Hrsg.), Kreditderivate, 61; HULL, Derivatives, 559; CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.175.

¹³⁰² 2007 MCA, S. BOND-4 f.

¹³⁰³ Vgl. DAS, Credit Derivatives, 12; CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.175.

¹³⁰⁴ 2007 MCA, S. BOND-5, S. CB-6.

¹³⁰⁵ DAS, Credit Derivatives, 14.

¹³⁰⁶ J.P. MORGAN, JPM Guide, ch. 2, S. 19; O'KANE, Lehman, 42; BRANDT, BKR 2002, 244; DAS, Credit Derivatives, 12.

¹³⁰⁷ Zum Ganzen: HENDERSON, JIBFL 1998, 334; DAS, Credit Derivatives, 8 f.; RUDOLPH/SCHÄFER, Finanzmarktinstrumente, 178.

¹³⁰⁸ 2007 MCA, S. BOND-9.

¹³⁰⁹ HENDERSON, JIBFL 1998, 334; MATHIEU/D'HÉROUVILLE, dérivés de crédit, 49; DAS, Credit Derivatives, 8 f.; O'KANE, Lehman, 43; SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.),

die Finanzierungskosten) des Sicherungsgebers sein¹³¹⁰, womit der Aufschlag auch eine Entschädigung für das Gegenparteirisiko des TRS (das Ausfallrisiko des Sicherungsgebers)¹³¹¹ betrachtet werden¹³¹².

c) Basiswert

Als Kreditderivat benötigt der TRS einen kreditrisikosensitiven Basiswert. Die Struktur des TRS selbst eignet sich jedoch nicht ausschliesslich als Kreditderivat, vielmehr sind beliebige Basiswerte denkbar, welche einen (verlässlichen) Marktwert besitzen¹³¹³ und einen periodischen Ertrag erzielen lassen¹³¹⁴. Die Bestimmung des Basiswerts zählt zu den *essentialia negotii* des TRS. Der Sicherungsnehmer braucht den Basiswert nicht zu besitzen¹³¹⁵.

Beim TRS als Kreditderivat muss es sich beim Basiswert um einen Finanzierungsvertrag handeln. Nur die Festlegung eines Referenzschuldners ist aufgrund der Struktur des TRS nicht möglich. Neben einem einzelnen Finanzierungsvertrag kommen auch mehrere Finanzierungsverträge (Basket) oder ein Finanzierungsverträge abbildender Index in Frage¹³¹⁶.

Der Basiswert des TRS wird vorliegend als Referenzverbindlichkeit bezeichnet, womit gleichzeitig auch gesagt ist, dass die Ausführungen auf ein TRS mit einem einzelnen Finanzierungsvertrag abzielen. Neben der Festlegung der Referenzverbindlichkeit als solche ist auch deren zugrundeliegende Menge in Form deren Nominalwertes anzugeben, welche ebenfalls zum Basiswert zu zählen ist. Die 2007 MCA bezeichnen diesen Nominalwert als *Transaction Face Amount*¹³¹⁷. Er entspricht nicht zwingend dem als

Finanzderivate, § 1 N 40; vgl. ferner SPIELER, Kreditderivate, 213; SIEVERS, Kreditderivate, 85.

¹³¹⁰ O'KANE, Lehman, 43.

¹³¹¹ Zum Gegenparteirisiko als Kreditrisiko siehe oben 1:III.1 (S. 50); 1:III.3.a (S. 57).

¹³¹² So HULL, Derivatives, 559.

¹³¹³ DAS, Credit Derivatives, 10; FRANKE in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 318. Vgl. aber SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 N 40, welche Bankkredite als mögliche Basiswerte anführen.

¹³¹⁴ Wie z.B. Aktien, wobei dieser TRS als Equity TRS bezeichnet wird: siehe dazu CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.175 Fn. 35; DAS, Credit Derivatives, 8 Fn. 6; SCHWAB in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 347; HULL, Derivatives, 740 f. (Equity Swaps). Als möglich angeführt ferner auch Rohstoffe: SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 N 40.

¹³¹⁵ Vgl. z.B. JAMES, Derivatives, 13.

¹³¹⁶ Siehe DAS, Credit Derivatives, 12 f.; JAMES, Derivatives, 13; vgl. auch FRANKE in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 318.

¹³¹⁷ 2007 MCA, S. BOND-2.

Notional Amount bezeichneten Nominalwert des TRS, welcher sich aus der Multiplikation des *Transaction Face Amount* mit dem *Initial Price* ergibt¹³¹⁸. Der *Notional Amount* wird im Rahmen der 2007 MCA und periodischem Cash Settlement variabel ausgestaltet, als die erbrachten Wertveränderungsausgleichszahlungen hinzu- oder abgezogen werden¹³¹⁹.

d) Laufzeit und Vertragsende

aa) Im Allgemeinen

Die Laufzeit ist beim TRS derjenige Zeitraum, in welchem das Kredit- und Marktrisiko der Referenzverbindlichkeit durch den Sicherungsgeber übernommen wird. Sie wird bei Vertragsschluss fix vereinbart. Da während der Laufzeit die Risikotragung stattfindet, sind die periodischen Pflichten während der Laufzeit zu erfüllen, je nach konkreter Vereinbarung, z.B. vierteljährlich oder jährlich.

Die Parteien können zusätzlich vereinbaren, dass die bei Vertragsschluss vereinbarte Laufzeit bei Eintritt von gewissen Ereignissen (Credit Event bei der Referenzverbindlichkeit) verkürzt wird (sog. Credit Event Klausel, siehe dazu sogleich unten bb).

bb) Credit Event-Klausel

Soll die Laufzeit des TRS bei Eintritt eines Credit Events vorzeitig beendet werden, so ist dies durch die Parteien explizit zu vereinbaren, denn aus der Struktur des TRS selbst ergibt sich eine solche vorzeitige Beendigung grundsätzlich nicht¹³²⁰. Mit Vereinbarung einer Credit Event-Klausel wird für den Fall des Eintritts eines Credit Events festgelegt, dass das bei Vertragsschluss vereinbarte Laufzeitende auf diesen Zeitpunkt vorgezogen

¹³¹⁸ 2007 MCA, S. BOND-2; vgl. auch DAS, *Credit Derivatives*, 13: als *Initial Notional Amount* bezeichnet.

¹³¹⁹ Siehe 2007 MCA, S. BOND-2 *Notional Amount* (B).

¹³²⁰ So auch FLEMING, *ABILR* 2009, 195 f. Für die Fortdauer des TRS unter gewissen Umständen auch O'KANE, *Lehman*, 43; ähnlich BERG, *Kreditderivate*, 71. Die Vereinbarung einer Credit Event Klausel beim TRS ist jedoch üblich: HULL, *Derivatives*, 559; JAHN in *SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI (Hrsg.)*, *Bankrechts-Handbuch*, § 114 N 26 i.f.; vgl. ferner HENDERSON, *JIBFL* 1998, 334; HENDERSON, *JIBFL* 1998, 400. Unklar ZEREY in *ZEREY (Hrsg.)*, *Finanzderivate*, § 7 N 71: er spricht (nur) von der zentralen Rolle des Credit Events (auch) bei Total Return Swaps; ähnlich auch DAS, *Credit Derivatives*, 12, 15 Fn. 14; BRANDT, *BKR* 2002, 244; HORAT, *ST* 2003, 972; LÄGER/SCHLOSSER in *ZEREY (Hrsg.)*, *Finanzderivate*, § 2 N 4; ZELLWEGER-GUTKNECHT, *SZW* 2010, 271. A.A. dagegen explizit CHALIOULIAS, *Swap*, 47.

wird, d.h. die Laufzeit gegenüber der ursprünglichen Vereinbarung verkürzt wird. Sofern die Parteien Mitteilungspflichten vorsehen und der TRS (diesbezüglich) auf den CDD beruht, gilt entsprechend ein anderes Datum (*Event Determination Date*¹³²¹). Dabei hat die Vereinbarung insbesondere auch diejenigen Ereignisse zu umschreiben, welche zu einer vorzeitigen Abwicklung führen. Auch diese lassen sich aus den CDD übernehmen¹³²².

2. Vertragsrechtlichen Qualifikation

Im folgenden ist die vertragsrechtliche Qualifikation des als Total Return Swap bezeichnete Vertrages vorzunehmen. Deren Grundsätze sowie das Spannungsfeld zwischen Qualifikation bzw. Zuordnung zu einem bekannten Vertragstypus einerseits und der Typenfreiheit andererseits wurden bereits oben¹³²³ angesprochen. Vor diesem Hintergrund ergibt sich, dass der TRS als Innominatkontrakt *sui generis* zu qualifizieren ist, wie unter c) genauer ausgeführt.

Vorderhand wird der TRS in der Gruppe der derivativen Finanzinstrumente betrachtet (a): wie aufzuzeigen sein wird, handelt es sich aus vertraglicher Sicht um ein derivatives Finanzinstrument (a/aa); jedoch ist er einerseits von den Grundtypen derivativer Finanzinstrumente (a/cc/1) und andererseits auch von anderen Kreditderivaten (a/cc/2) abzugrenzen. Bevor die Abgrenzung gegenüber den Grundtypen derivativer Finanzinstrumente erfolgt, ist auch eine Abgrenzung des TRS gegenüber der Share Swap Transaction als ein Equity TRS vorzunehmen (a/bb).

Anschliessend werden weitere Abgrenzungen gegenüber ausserhalb der derivativen Finanzinstrumente stehenden Nominat- wie auch Innominatverträgen vorgenommen (b), *in concreto* dem Leasing- und Pachtvertrag sowie dem jeweils unter den Sicherungsgeschäften einzuordnenden Bürgschafts-, Garantie- und Versicherungsvertrag.

a) Einordnung unter die derivativen Finanzinstrumente

aa) Als derivatives Finanzinstrument

Eine eigentliche, für die vertragsrechtliche Qualifikation brauchbare Definition eines derivativen Finanzinstrumentes existiert so gesehen nicht.

¹³²¹ Vgl. sec. 1.8 CDD.

¹³²² Siehe zu Details für die Credit Events oben III.1.c) (S. 157) beim Credit Default Swap.

¹³²³ Siehe oben II.1.a) (S. 103).

Zur Beurteilung, ob der TRS aus vertraglicher Sicht als derivatives Finanzinstrument gilt, hat sich demzufolge aus einem Vergleich der derivative Finanzinstrumente auszeichnenden Charakteristika¹³²⁴ zu ergeben. Dabei ist zu beachten, dass eine solche Zuordnung aus vertragsrechtlicher Sicht mangels Existenz einer Dogmatik oder vertragsrechtlichen Erfassung derivativer Finanzinstrumente zumindest keine direkten Konsequenzen zu zeitigen vermag.

Auf die von CONTRATTO angeführten Merkmale von derivativen Finanzinstrumenten abstellend¹³²⁵ handelt es sich beim TRS um ein Derivat¹³²⁶: So ist (1) dessen vertragliche Rechtsnatur zweifellos gegeben; (2) Der Wert eines TRS ist abhängig von der Entwicklung des zugrundeliegenden Basiswertes: steigt dessen Marktwert, erhält der Sicherungsgeber diese Wertsteigerung, umgekehrt hat er bei einer Wertverminderung diese auszugleichen¹³²⁷; (3) Die Wertveränderungsausgleichspflicht ist eine beide Parteien in verschiedenen Ausgestaltungen treffende Pflicht und damit eine vertragliche Erfüllungsleistung; ihr Umfang ist bei Vertragsschluss ungewiss und von Veränderungen des Basiswertes abhängig, womit sie als aleatorisch zu betrachten ist; (4) Der TRS wird jeweils für eine bestimmte und damit begrenzte Laufzeit abgeschlossen; und schliesslich (5) stehen die periodischen Weiterleitungszahlungen des Sicherungsnehmers (als Prozentsatz auf das Nominal berechnet) der Möglichkeit gegenüber, den Nominalwert selbst im Falle einer entsprechenden Marktwertverminderung zu erhalten. Da bei einem Finanzierungsvertrag als Basiswert der Marktwert nicht im gleichen Umfang steigen wie er sich vermindern kann, ist die Hebelwirkung ebenfalls als gegeben zu betrachten¹³²⁸.

Die Betrachtung des TRS als Derivat ist nicht gänzlich unumstritten; dies hängt mit einer – soweit zumindest ersichtlich – unterschiedlichen Betrachtung der Charakteristika von Derivaten zusammen¹³²⁹.

¹³²⁴ Siehe dazu oben 1:II.1 (S. 32)

¹³²⁵ CONTRATTO, Regulierung, 8 ff.

¹³²⁶ Vgl. HENDERSON, JIBFL 1998, 337 f.; DAS, Credit Derivatives, 1.

¹³²⁷ Zur Wertabhängigkeit von Kreditderivaten vom Basiswert siehe GISSINGER, Banque Magazine 2001, 54; MATHIEU/D'HÉROUVILLE, dérivés de crédit, 135.

¹³²⁸ Dazu SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 N 40 i.f.; ferner O'KANE, Lehman, 44.

¹³²⁹ REINER, Derivative Finanzinstrumente, 21: er setzt beim Derivatbegriff die jederzeitige Reproduzierbarkeit der zukünftigen Zahlungsströme am Kassamarkt als zwingend voraus, welche richtigerweise weder bei jedem Basiswert eines TRS noch von

bb) Die «Share Swap Transaction» (BGer 5A.420/2008)

1) Abgrenzung zum TRS

Die Struktur der Share Swap Transaction entspricht vom Gefüge der Leistungspflichten her betrachtet weitgehend der Struktur des vorliegend zu behandelnden TRS¹³³⁰: Die Citigroup hatte die Erträge – vorliegend aus der Aktie als Basiswert fließende Dividenden – wie auch deren positiven Wertveränderungen an die SAirGroup weiterzuleiten. Diese hatte im Gegenzug eine Prämie zu bezahlen und die negativen Wertveränderungen auszugleichen, wobei die Wertveränderungsausgleichspflicht grundsätzlich als Differenzzahlung (Cash Settlement) zum Ende der Transaktion hin ausgestaltet wurde.

Entgegen der grundsätzlichen Struktur eines TRS umfasste die Transaktion auch den Verkauf des Basiswertes zu Beginn der Transaktion durch die SAirGroup an die Citigroup. Ein solcher Verkauf des Basiswertes zu Beginn der Laufzeit kann auch in ein TRS aufgenommen werden, grundsätzlich ohne dass dessen Struktur verändert wird. Jedoch kann darin auch ein spezifischer Zweck des TRS begründet liegen¹³³¹. Solche Varianten kommen auch beim plain vanilla Swap vor bzw. sind bisweilen sogar üblich¹³³², jedoch kein notwendiger Bestandteil¹³³³.

Ein massgeblicher Unterschied zum TRS als Kreditderivat liegt im Basiswert der Share Swap Transaction: Aktien sind keine vorliegend für Kreditderivate vertretene möglicher Basiswerte einerseits¹³³⁴, ferner handelte es sich um Aktien des so gesehen sicherungsgebenden Vertragspartners selbst, womit andererseits ein Risikotransfer ausgeschlossen war¹³³⁵.

Aus dem unterschiedlichen Basiswert ergeben sich Unterschiede im Gewinn-/Verlustrisiko der Parteien: Ein Finanzierungsvertrag erfährt jeweils

sonstigen von der h.L. und Praxis als derivativen Finanzinstrumenten betrachteten Finanzinstrumenten der Fall ist; vgl. auch a.a.O. 25.

¹³³⁰ Siehe zur Struktur der Share Swap Transaction BGer 5A.420/2008 Sachverhalt A. Zu den Parteien NZZ vom 29.05.2009, 23 (SAir-Liquidator unterliegt gegen die Citigroup).

¹³³¹ Vgl. auch ZELLWEGE-GUTKNECHT, SZW 2010, 272.

¹³³² Siehe Verweise obenFn. 221. Auch beim sog. Asset Swap findet eine Kombination von Kauf des Basiswertes und dem Abschluss eines Swaps statt: siehe dazu oben 1:IV.3.b)cc) (S. 72).

¹³³³ CLOUTH, Finanz-Derivate, 20, m.w.N.

¹³³⁴ Aktien werden vorliegend nicht als Finanzierungsverträge betrachtet, siehe dazu oben 1:III.3.b)aa) (S. 58); vgl. aber ZELLWEGE-GUTKNECHT, SZW 2010, 271.

¹³³⁵ Dazu auch ZELLWEGE-GUTKNECHT, SZW 2010, 272; a.A. dagegen BGer 5A.420/2008 E. 4.

kaum markante Wertsteigerungen, insbesondere nicht über dessen Nominal- oder Rückzahlungswert hinaus. Allfällige Wertsteigerungen liegen vor allem in einer Veränderung des Zinsniveaus oder der Bonität des Schuldners begründet. Dagegen können die Marktpreise von Aktien ohne weiteres sowohl stark ansteigen, wie auch in vergleichbarem Ausmass sinken. Folglich ist bei Aktien als Basiswert bei der Wertveränderungsausgleichspflicht eine symmetrische Gewinn-/Verluststruktur auszumachen, während bei einem Finanzierungsvertrag als Basiswert die Risikokomponente trotz Vorliegen derselben Struktur überwiegt. Damit lässt sich auch schlüssig die Ablehnung von anderen Basiswerten als Finanzierungsverträgen bzw. darauf beruhenden Indizes für Kreditderivate begründen.

Da eigene Aktien Gegenstand der Share Swap Transaction waren, liegen dieser auch vom TRS zu differenzierende Zwecke zugrunde: der Zweck eines Kreditderivates besteht in erster Linie im Risikotransfer – Kreditderivate sind in erster Linie Risikotransferverträge¹³³⁶. Für die Share Swap Transaction wurde schliesslich entschieden, dass die Transaktion der Beschaffung von Liquidität¹³³⁷ (bzw. der Finanzierung¹³³⁸) diene, wobei als Zweck der Wertveränderungsausgleichspflicht die spätere Abrechnung über den Kaufpreis bestimmt wurde¹³³⁹. Damit wurde das Kassageschäft zugunsten der Liquiditätsgewährung mit der Abwicklung verknüpft, was *in casu* durchaus gerechtfertigt und auch vom Vertragstext gedeckt erscheint, welcher im Rahmen des Endabrechnungspreises die Begriffe «*Capital Appreciation*» bzw. «*Capital Depreciation*» verwendet¹³⁴⁰. Wie erwähnt entspricht diese Betrachtung jedoch nicht einem TRS als Kreditrisikotransfervertrag.

2) Optional Physical Settlement und Kündigungsmöglichkeit der SAir Group

Die Share Swap Transaction sah grundsätzlich ein Cash Settlement zum Ende der Laufzeit hin vor, welche mit einem zusätzlichen optionalen Physical Settlement verknüpft wurde¹³⁴¹. Dem Urteil des BGer sind zu diesem optionalen Rückkauf nicht viele Informationen zu entnehmen. Da auf Seiten der SAirGroup keine Rückkaufspflicht bestand¹³⁴², ist davon auszugehen, dass nur sie zur Wahl des Physical Settlements berechtigt war. Der

¹³³⁶ Siehe dazu oben II.2.c) (S. 122).

¹³³⁷ BGer 5A.420/2008 E. 3, 5.

¹³³⁸ ZELLWEGER-GUTKNECHT, SZW 2010, 272.

¹³³⁹ BGer 5A.420/2008 E. 5.

¹³⁴⁰ BGer 5A.420/2008 Sachverhalt A.

¹³⁴¹ Vgl. BGer 5A.420/2008 E. 5, 6.

¹³⁴² BGer 5A.420/2008 Sachverhalt A.

Rückkauf der Aktien durch die SAirGroup sollte nach dem BGer auf der Basis des aktuellen Aktienwertes erfolgen¹³⁴³.

Neben dem Rückkaufsrecht besass die SAirGroup auch ein jederzeitiges Kündigungsrecht. Von diesem machte die SAirGroup teilweise (bezogen auf 50'000 der insgesamt 250'000 Aktien) Gebrauch. Gem. dem BGer hatte diese Teilkündigung zur Folge, dass die SAirGroup die Aktien für CHF 185.- pro Aktie zurückgekauft hatte – was den Schluss zulässt, dass sie pro Aktie CHF 90.- Gewinn gemacht hatte, da der Anfangs- bzw. Verkaufspreis (*Initial Price*) bei CHF 275.- lag^{1344 1345}.

Soll das Physical Settlement gleichwertig wie das Cash Settlement ausfallen – dies kann weder im Rahmen der Share Swap Transaction noch im Rahmen eines TRS zweifelhaft sein – und sollen mittels dem Cash Settlement Preisbewegungen zwischen dem Anfangspreis und dem Marktpreis zum Laufzeitende hin ausgeglichen werden¹³⁴⁶, dann müsste das Physical Settlement einen Rückkauf zum Anfangspreis umfassen – wie dies beim vorliegenden TRS¹³⁴⁷ wie auch beim Währungsswap der Fall ist¹³⁴⁸ – und nicht wie vom BGer erwähnt auf dem aktuellen Aktienwert basierend¹³⁴⁹. Dasselbe gilt auch für die Ausführungen zur Teilkündigung durch die SAirGroup, welche nur Sinn ergäbe, wenn der Anfangspreis bezahlt würde. Hätte die SAirGroup tatsächlich im Rahmen der Kündigung nur den Marktpreis bezahlen müssen, hätte sie im Falle einer Marktwertverminderung der Aktien mit einer Kündigung z.B. einen Tag vor dem Ende der Laufzeit ihrer Pflicht entgehen können, diese Marktwertverminderungen auszugleichen – vorliegend hätte die SAirGroup natürlich auch nicht vor Ende der Laufzeit in provisorische Nachlassstundung geraten dürfen. Auf der anderen Seite

¹³⁴³ BGer 5A.420/2008 E. 6 i.f.

¹³⁴⁴ Zum Ganzen: BGer 5A.420/2008 Sachverhalt A.

¹³⁴⁵ So explizit ZELLWEGER-GUTKNECHT, SZW 2010, 267, womit insgesamt ein Gewinn von CHF 4,5 Mio. resultierte.

¹³⁴⁶ So für die Share Swap Transaction auch das BGer 5A.420/2008 Sachverhalt A: Der Endabrechnungspreis, welcher sich aufgrund des Aktienkurses am Ende der Laufzeit bestimme.

¹³⁴⁷ Siehe dazu oben 1.b)aa)2) (S. 222).

¹³⁴⁸ Die erste Übertragung erfolgt in der Regel zum Wechselkurs der beiden Währungen zu diesem Zeitpunkt, die Rückübertragung erfolgt in der Regel anhand derselben Kurse bzw. das Kapital wird im selben Umfang wieder zurückgetauscht: HULL, *Derivatives*, 165 f., vgl. insb. Fig. 7.10; HÄUSLER, *vertragliche Grundlagen*, 105. Beim klassischen Devisenswap mit dem sog. Swapsatz als Differenz vgl. HÄUSLER, *vertragliche Grundlagen*, 103; CHALIOULIAS, *Swap*, 38.

¹³⁴⁹ So jedoch BGer 5A.420/2008 E. 6 i.f.

dürfte sich auch kein vernünftiger Vertragspartner für eine solche Transaktion finden lassen, womit m.E. erhebliche Zweifel angebracht sind, dass das Physical Settlement im Rahmen der Teilkündigung wie vom BGer umschrieben stattgefunden hat oder im Rahmen des optionalen Rückkaufs stattgefunden hätte.

In casu wurde wohl die Wertveränderungsausgleichspflicht als neben dem Physical Settlement bestehende, zusätzliche Pflicht aufgefasst. So gesehen können die Aktien zum aktuellen Marktwert gekauft und die Differenz zwischen Anfangs- und Endwert durch eine Zahlung ausgeglichen werden. Aus dem Urteil geht dies leider nicht hervor, und ferner müsste auch in diesem Fall m.E. die Differenzzahlung rechtlich gesehen zum Kaufpreis gezahlt werden.

Grundsätzlich besteht auch bei einem TRS die Möglichkeit, ein optionales Physical Settlement sowie ein jederzeitiges Kündigungsrecht zu vereinbaren, ohne dessen Struktur massgebend zu beeinflussen. Jedoch hat das Physical Settlement entsprechend Sinn und Zweck des TRS und dieser Art von Transaktion gegen Bezahlung des Nominalwertes oder Marktwertes bei Transaktionsbeginn zu erfolgen.

cc) Abgrenzungen gegenüber anderen Typen derivativer Finanzinstrumente

1) Gegenüber anderen Grundtypen von Kreditderivaten (CDS/CSO)

Wie im Rahmen der Betrachtung der Bedeutung des Kreditrisikotransfers festgehalten, übt der Anknüpfungspunkt an das Kreditrisiko einen entscheidenden Einfluss auf die jeweilige Strukturierung eines Kreditderivates aus, welche entsprechend vertraglich voneinander abzugrenzen sind¹³⁵⁰.

2) Gegenüber Basistypen derivativer Finanzinstrumente

Grundsätzlich werden derivative Finanzinstrumente auf die drei Grundtypen Forward, Swap sowie der Option reduziert. Dies ist jedoch wesentlich auf eine finanzökonomische, historisch gewachsene Erfassung zurückzuführen¹³⁵¹. In erster Linie aus finanzökonomischer Sicht ist auch die Namensgebung des TRS und dessen Bezeichnung als Swap zu verstehen¹³⁵². Wie auch immer diese Bezeichnungen und deren Er- bzw. Zusammenfassung von Zahlungsströmen ausfallen, ist der TRS aus vertragsrechtlicher Sicht

¹³⁵⁰ Siehe dazu oben II.2.a)cc) (S. 118).

¹³⁵¹ Siehe dazu oben 1:II (S. 32).

¹³⁵² Siehe dazu auch beim CDS oben III.2.a)bb)2) (S. 178).

von diesen drei Grundtypen abzugrenzen: im Unterschied zur Option ist beim TRS insoweit eine in der Tendenz symmetrische Risiko/Gewinnstruktur auszumachen, als die Leistungen selbst nicht vom Willen einer Vertragspartei abhängen sondern zwingend erfolgen. Ferner umfasst der TRS auch verschiedene periodische Leistungen während der Laufzeit – wie die die Weiterleitung der Erträge oder die Prämienzahlung. In diesen periodischen nach Zeitabschnitten berechneten Leistungen liegt ebenfalls ein massgebender Unterschied zum Forward.

Entgegen dem ersten Eindruck ist der TRS auch vom plain vanilla Swap abzugrenzen¹³⁵³: ökonomisch weist zwar auch der TRS einen (periodischen) Austausch von Zahlungsströmen auf, als der Sicherungsnehmer den Total Return gegen eine fixe Prämie (TRS-Prämie) «austauscht»¹³⁵⁴. Jedoch lässt sich der Total Return aus rechtlicher Sicht nicht als eigentlicher Zahlungsstrom auffassen, sondern ist in mehrere Zahlungspflichten aufzuschlüsseln.

Einen auch aus rechtlicher Sicht swap-ähnlichen Austausch von Geldströmen liegt in der Weiterleitung der Zinserträge als Teil des Total Returns gegen Erhalt der TRS-Prämie. Dieser Austausch ist ohne den Wertveränderungsausgleich aber nicht gleichwertig und damit mangels eines Subsynchronismus¹³⁵⁵ nicht als Swap einzustufen. Dasselbe gilt auch für den periodischen Wertveränderungsausgleich beim Cash Settlement, welcher sich ebenfalls swap-ähnlich gestalten bzw. betrachten lässt¹³⁵⁶.

b) Abgrenzungen

aa) Leasingvertrag

Der TRS – dessen Finanzierungsfunktion des Total Return Swaps selbst bzw. die Einsatzmöglichkeit des TRS zur Finanzierung bzw. Liquiditätsbeschaf-

¹³⁵³ A.A. BERG, Kreditderivate, 204.

¹³⁵⁴ Als spezielle Form des Swaps auch bezeichnet in *CSX Corporation v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP*, 562 F.Supp.2d 511 (S.D.N.Y. 2008) p 519 vom 11.06.2008, 519. CHALIOULIAS, Swap, 46 ff. ordnet den TRS neben dem Credit Spread Swap den Swaps der dritten Generation zu, welche er gesamthaft als Kreditderivate zu bezeichnen scheint.

¹³⁵⁵ Siehe dazu unten a).

¹³⁵⁶ Siehe dazu auch oben 1.b)aa)1)ii) (S. 221).

fung wird verschiedentlich erwähnt¹³⁵⁷ – ist vom bisweilen ebenfalls als Finanzierungsgeschäft geltenden Leasingvertrag¹³⁵⁸ abzugrenzen¹³⁵⁹.

Vergleichbar ist auf den ersten Blick der aus den beiden Verträgen fließende wirtschaftliche Nutzen: So erhält der Leasingnehmer mit der unbeschränkten Gebrauchs- und Nutzungsmöglichkeit nahezu die Stellung des Eigentümers des Leasinggutes, der Sicherungsgeber beim TRS dagegen wird wie ein Investor in die Referenzverbindlichkeit gestellt, wobei beide keine Investitionen in das Leasingobjekt bzw. die Referenzverbindlichkeit zu tätigen haben¹³⁶⁰.

Nicht vergleichbar sind das Leasinggut und die Referenzverbindlichkeit, und damit einhergehend der unterschiedliche Zweck sowie die Grundlage und Berechnung der einzelnen Leistungspflichten. Der Leasingnehmer zieht seinen Nutzen aus dem Gebrauch des Leasinggutes (im Rahmen des Finanzierungsleasings grundsätzlich ein Investitionsgut wie ein Nutzfahrzeug)¹³⁶¹, der Sicherungsgeber beim TRS aus den periodischen Erträgen sowie den Werterhöhungen. Während der Leasinggeber zur Zweckerreichung das Leasinggut zwingend zu erwerben hat¹³⁶² bzw. formal Eigentümer bleibt bzw. sein muss¹³⁶³, braucht der Sicherungsnehmer beim TRS zum Basiswert keine (rechtliche) Beziehung innezuhaben.

Ferner vermindert sich der Wert des Leasinggutes während der Vertragsdauer (zwingend), und dessen Wert ist bis zum Ende der Vertragszeit durch den Leasinggeber als Eigentümer abgeschrieben¹³⁶⁴. Aus diesem Grund umfassen die Leasingraten als Zahlungspflichten des Leasingneh-

¹³⁵⁷ Siehe Nachweise oben Fn. 743.

¹³⁵⁸ Sog. Finanzierungsleasing als wichtigste Form des Leasingvertrages: siehe HUGUENIN, BT, 1395 ff.. BGE 119 II 236 E. 3: Finanzierungsleasing als «*nouvelle forme de financement*». Der Leasingvertrag wird jedoch auch als Gebrauchsüberlassungsvertrag eigener Art oder als Veräußerungsvertrag eigener Art betrachtet: z.B. BGE 118 II 150 E. 6.a; HUGUENIN, BT, N 1382 f.

¹³⁵⁹ Vgl. SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 N 40: TRS als mit dem Leasingvertrag vergleichbar bezeichnet.

¹³⁶⁰ Zum Leasingvertrag: BSK-AMSTUTZ/SCHLUEP, N 83 f. zu Einl. vor Art. 184 ff.; HUGUENIN, BT, N 1381, 1396 ff.; vgl. auch GUHL/KOLLER, OR, § 40 N 9; LUPI THOMANN, KKG, 11. Leasing als pachtähnlicher Vertrag: HONSELL, BT, 17.

¹³⁶¹ HUGUENIN, BT, Nr.1395; in TERCIER/FAVRE (Hrsg.), contrats, N 7780; vgl. ferner z.B. GUHL/KOLLER, OR, § 40 N 10, 13.

¹³⁶² Zur Einschränkung durch Art. 717 bzw. 884 ZGB siehe HUGUENIN, BT, N 1387 m.w.N.

¹³⁶³ BSK-AMSTUTZ/SCHLUEP, N 81 zu Einl. vor Art. 184 ff.

¹³⁶⁴ GUHL/KOLLER, OR, § 40 N 15; in TERCIER/FAVRE (Hrsg.), contrats, N 7838.

mers sowohl Zins- wie auch Amortisationszahlungen¹³⁶⁵. Die Referenzverbindlichkeit dagegen kann sowohl Wertverminderungen wie auch Werterhöhungen umfassen. Der Sicherungsgeber hat mit der Prämienzahlung in erster Linie die Finanzierungskosten zu übernehmen, eine allfällige Wertverminderung hingegen nur, soweit diese auch tatsächlich eintritt.

Schliesslich ist auch die Pflicht des Leasinggebers, dem -nehmer das Leasinggut zur freien Verwendung und Nutzung zu überlassen¹³⁶⁶, nur wirtschaftlich mit der Pflicht zur Weiterleitung der Erträge und Werterhöhungen vergleichbar. Rechtlich werden beim TRS keine Rechte des Sicherungsnehmers beschränkt.

bb) Pachtvertrag

Der beim TRS aus der Referenzverbindlichkeit erhaltene wirtschaftliche Nutzen des Sicherungsgebers ist auch mit der Pacht vergleichbar, welche u.a. auch die Überlassung eines nutzbaren Rechts wie einer Forderung zum Bezug der Erträge umfasst (sog. Rechtspacht¹³⁶⁷)¹³⁶⁸. Die Überlassung erfolgt im Rahmen der Rechtspacht durch Abtretung der Forderung, womit diese mit der Verpflichtung zur Rückabtretung insgesamt in das Vermögen des Pächters übergeht¹³⁶⁹. Damit einher geht der unmittelbare Eigentumserwerb der Erträge durch den Pächter selbst, was als Begriffsmerkmal der Pacht aufgefasst wird¹³⁷⁰. In diesen beiden wichtigen Punkten unterscheidet sich der TRS von der Pacht, womit er nicht als Pacht qualifiziert werden kann. Denn der Sicherungsgeber erhält die Referenzverbindlichkeit nicht übertragen und hat damit keinen Anspruch auf den Ertrag, sondern nur auf dessen Umfang, welcher in einer Forderungen gegen den Sicherungsnehmer aus dem TRS begründet wird, und nicht gegen den Referenzschuldner aus der Referenzverbindlichkeit entsteht.

¹³⁶⁵ BGE 118 II 150 E. 4.b.; BSK-AMSTUTZ/SCHLUEP, N 84 ff., 97 zu Einl. vor Art. 184 ff.; GUHL/KOLLER, OR, § 40 N 12;

¹³⁶⁶ BSK-AMSTUTZ/SCHLUEP, N 97a zu Einl. vor Art. 184 ff.

¹³⁶⁷ ZK-HIGI, N 58 ff. zu Vorbem. zu Art. 275–304.

¹³⁶⁸ Art. 275 OR; siehe auch BSK-STUDER, N 1 zu Art. 275; ZK-HIGI, N 63 zu Vorbem. zu Art. 275–304.

¹³⁶⁹ ZK-HIGI, N 37 zu Art. 275.

¹³⁷⁰ BSK-STUDER, N 2 zu Art. 275.

cc) **Sicherungsgeschäfte**

Zu den Sicherungsgeschäften zählen die Bürgschaft, der Garantie- und der Versicherungsvertrag. Von diesen Sicherungsgeschäften ist der TRS aus verschiedenen Gründen abzugrenzen.

Insgesamt ist es jenen Verträgen nicht eigen, als Sicherungsgeber von positiven Wertveränderungen zu profitieren, wie dies beim TRS der Fall ist¹³⁷¹. Des weiteren scheidet die Qualifikation als Bürgschaft aufgrund der fehlenden Akzessorietät zu einem Grundgeschäft, der fehlenden Schuldnerorientierung des TRS sowie der fehlenden Rückgriffsmöglichkeit auf den Referenzschuldner aus. Gegen die Garantie spricht ferner auch der Umstand, dass es sich beim TRS nicht um einen einseitigen Vertrag handelt, sondern gegenseitig Rechte und Pflichten begründet werden – auch ein «beidseitiges Garantieverprechen» vermag der TRS bzw. dessen Wertveränderungsausgleichspflicht nicht zu erfassen¹³⁷².

Im Vergleich zum Versicherungsvertrag ist insbesondere festzustellen, dass der TRS die jenen typisierende Abhängigkeit einer Leistung vom Eintritt eines zukünftigen ungewissen Ereignisses nicht aufweist. Der TRS ist folglich auch kein Versicherungsvertrag¹³⁷³.

c) **Der TRS: Ein Innominatkontrakt sui generis**

Der TRS weist Elemente von verschiedenen Verträgen auf, und vom Gefüge der Leistungspflichten her betrachtet entspricht er weitgehend der Share Swap Transaction als Equity TRS – bzw. entspricht diese dem TRS. Ferner lassen sich im TRS als ebenfalls derivatives Finanzinstrument auch Elemente des plain vanilla Swaps sehen, und in der Variante mit Physical Settlement beinhaltet er auch einen Kaufvertrag.

Auch im Rahmen der vertragsrechtlichen Qualifikation ist m.E. eine Unterscheidung von verschiedenen Abwicklungsvarianten nach Möglichkeit zu vermeiden. Aufgrund der Berechnung der Ausgleichszahlung basiert auch diese auf einem hypothetischen Kauf (oder hypothetischen periodischen Kombinationen von Kauf- und Verkäufen), womit auch beim Cash Settlement m.E. unter Umständen kaufvertragliche Regeln Anwendung finden können.

¹³⁷¹ Vgl. auch BERG, Kreditderivate, 202 f.

¹³⁷² A.A. wohl POHL, DZWIr 1998, 313.

¹³⁷³ Siehe auch BANZ, Allfinanz, 269.

Das dem TRS innewohnende Element des Kaufvertrages rechtfertigt es nicht, den TRS als eine Vertragsverbindung zu betrachten, da sich ohne die Wertveränderungsausgleichspflicht kein sinnvolles Ganzes mehr ergibt und damit kein weiterer vollständiger Vertrag vorliegt¹³⁷⁴. Auch die Betrachtung eines Kaufvertrages mit atypischen Elementen¹³⁷⁵ ist abzulehnen, da der Kaufvertrag nicht einen hauptsächlichen Bestandteil darstellt. Gleiches gilt schliesslich auch für den Swapvertrag: der TRS beinhaltet zwar auch Elemente desselben, jedoch wiederum ohne dass eine Vertragsverbindung oder ein Swap mit atypischen Elementen zu erkennen ist. Aus der Laufzeit des TRS als duratives Element vertraglich auf einen Darlehensvertrag zu schliessen bzw. Elemente desselben darin zu sehen¹³⁷⁶, ist ebenfalls abzulehnen.

Infolgedessen handelt es sich beim Total Return Swap um einen Innominatvertrag *sui generis*¹³⁷⁷, welcher im Bereich der Abwicklung Elemente des Kaufvertrages aufweist. Diese sind aber nicht so stark zu gewichten, wie dies im Rahmen der Share Swap Transaction notwendig erschien¹³⁷⁸.

3. Vertragstypenübergreifende Zuordnungen

Im Rahmen der im folgenden vorzunehmenden vertragsübergreifenden Zuordnungen eines TRS ist dessen Qualifikation als synallagmatischer Vertrag, als Dauerschuldverhältnis sowie als Termingeschäft im Sinne des Differenzeinwandes zu prüfen¹³⁷⁹. Dabei handelt es sich beim TRS wie unter 3.a) (S. 237) begründet um einen synallagmatischen, d.h. vollkommen zweiseitigen Vertrag. Ferner liegen aufgrund des Zwecks des Risikotransfers sowie des der Prämienzahlung wie auch den weiterzuleitenden Erträgen innewohnenden Zeitmomentes wie unter b) ausgeführt die Voraussetzungen vor, den TRS als Dauerschuldverhältnis zu qualifizieren, welcher nach den anschliessenden Erörterungen unter c) *de lege lata* bei im Einzelfall nachgewiesener Spielartigkeit auch dem Differenzeinwand unterliegt.

¹³⁷⁴ Zur Vertragsverbindung siehe z.B. GUHL/KOLLER, OR, § 40 N 19 f.; HONSELL, BT, 17 f.; HUGUENIN, BT, N 1336 ff.

¹³⁷⁵ Dazu HONSELL, BT, 18; HUGUENIN, BT, N 1335.

¹³⁷⁶ Siehe dazu BGer 5A.420/2008 E. 5.

¹³⁷⁷ Zum Begriff HUGUENIN, BT, N 1350.

¹³⁷⁸ Vgl. dazu BGer 5A.420/2008 E. 5.

¹³⁷⁹ Siehe zum Begriff sowie den Grundlagen zur vertragstypenübergreifenden Zuordnung oben II.1.b) (S. 104).

a) Synallagma

Im TRS lassen sich Gemeinsamkeiten zu einem als synallagmatischen Vertrag geltenden¹³⁸⁰ plain vanilla Swap ausmachen¹³⁸¹. Wie bei diesem ist auch beim TRS jede Partei sowohl berechtigt wie auch verpflichtet; in der ökonomischen Sichtweise ist die Prämienzahlungspflicht des Sicherungsgebers die Gegenleistung für den «Erhalt» des Total Returns. Rechtlich betrachtet sind die Pflichten des Sicherungsgebers zur periodischen Prämienzahlung sowie zum Ausgleich negativer Wertveränderungen die Gegenleistungen für die Pflichten des Sicherungsnehmers zur Weiterleitung der Erträge sowie zum Ausgleich positiver Wertveränderungen¹³⁸². Die jeweiligen Leistungen haben die Parteien nur im Hinblick auf die Gegenleistungen und der mit dem ungewissen Umfang des gesamten Total Returns verbundenen Unsicherheiten versprochen. Damit ist auch der TRS als ein vollkommen zweiseitiger und damit synallagmatischer Vertrag zu betrachten¹³⁸³.

Während beim Swap die periodisch zu erbringenden Teilleistungen als Subsynallagma qualifiziert werden¹³⁸⁴, ist beim TRS die Betrachtung der einzelnen Leistungen als Subsynallagma jedenfalls nicht zu rechtfertigen, da wie erwähnt mehrere Leistungen insgesamt als Gegenleistung für wiederum mehrere Leistungen aufzufassen sind¹³⁸⁵. Offensichtlich wird dies in der Variante des TRS, in welcher die Wertveränderung erst zum Transaktionsende hin auszugleichen ist: Hier steht nur die Prämienzahlung der Ertragsweiterleitung gegenüber, und diese beiden Leistungen können nicht als Gegenleistungen werden, womit sie auch in keinem (Sub)Synallagma zueinander stehen.

¹³⁸⁰ Siehe dazu oben 1:II.3.b)bb) (S. 41).

¹³⁸¹ Zur Abgrenzung vom TRS gegenüber dem Swap siehe oben 2.a)cc)2) (S. 231).

¹³⁸² Ebenso BERG, Kreditderivate, 195 f.

¹³⁸³ Ebenso BERG, Kreditderivate, 195 f.; vgl. auch BGer 5A.420/2008, E. 6. Zum Vergleich des TRS mit der Share Swap Transaction siehe oben 2.a)bb)1) (S. 228).

¹³⁸⁴ ZOBL/WERLEN, ISDA, 46, 53; ähnlich LORETAN, Swapvertrag, 87, vgl. jedoch Fn. 334; ferner BGer 5A.420/2008 E. 6.

¹³⁸⁵ In der Tendenz wohl a.A. BGer 5A.420/2008, E. 6, wobei in der *in casu* zu beurteilenden Vereinbarung eine Übertragung des Basiswertes zu Beginn der Laufzeit vereinbart war. Siehe zu dieser Entscheidung auch oben 2.a)bb) (S. 228). Siehe zur Kritik an dieser Auffassung des BGer in Bezug auf die von der periodischen Wertveränderungsausgleichspflicht zu unterscheidenden *Collaterals*: ZELLWEGE-GUTKNECHT, SZW 2010, 274.

b) Dauerschuldverhältnis

Aus ökonomischer Sicht ist für den TRS die Leistung des Total Returns typisierend, welche den Anknüpfungspunkt zum Kreditrisiko darstellt und damit zum entsprechenden Risikotransfer führt. Die Prämienzahlung dagegen ist keine vertragstypische Leistungspflicht, sondern vielmehr bei einer Vielzahl von Verträgen vorhanden¹³⁸⁶.

Der Total Return beinhaltet mehrere eigentliche Leistungspflichten – vorliegend als Pflicht zur Weiterleitung der Erträge sowie der Wertveränderungsausgleichspflicht bezeichnet, wobei bei letzterer in der Variante des Cash Settlements der Schuldner der Leistung bei Vertragsschluss nicht feststeht¹³⁸⁷. Ein Bündel von verschiedenen Leistungspflichten lässt sich – wie unbestritten auch wiederkehrende Leistungen¹³⁸⁸ – grundsätzlich auch zusammengefasst als vertragstypisierende Leistung auffassen; zumindest ergibt sich dies mit Blick auf konkrete Qualifikationen, welche nicht nur auf eine einzige Leistung abstellen¹³⁸⁹. So ist nach OETKER zwischen der Leistungshandlung und dem Leistungserfolg zu unterscheiden, wobei der Leistungserfolg auch erst durch eine Vielzahl von Leistungshandlungen eintreten kann¹³⁹⁰.

Das sich aus dem Total Return ergebende Pflichtengefüge lässt sich folglich als den TRS typisierenden durch mehrere Leistungshandlungen eintretenden Leistungserfolg auffassen. Bei keiner dieser einzelnen Leistungen

¹³⁸⁶ Vgl. z.B. GAUCH, Dauerverträge, 5, welcher die Mietzinspflicht des Mieters als nicht typisch anführt. Zu den Prämienzahlungen bei Kreditderivaten siehe auch oben II.4.b) (S. 139).

¹³⁸⁷ Siehe zum Inhalt des Total Return oben 1.b) (S. 218).

¹³⁸⁸ Vgl. GAUCH, Dauerverträge, 5; ähnlich BK-KRAMER, N 159 zu Allg. Einl.; VON DER CRONE, Rahmenverträge, 198 f.

¹³⁸⁹ Vgl. z.B. BGE 128 III 428 E. 3.b für den Darlehensvertrag, wonach «[m]assgebend [...] die vertragstypische Hauptleistung [sei], die beim Darlehensvertrag über Geld vom Darlehensgeber erbracht wird und in der Verschaffung sowie Überlassung einer Geldsumme an den Darlehensnehmer während eines gewissen Zeitraumes besteht». Für den Darlehensvertrag mit mehreren Hauptverpflichtungen ferner BSK-SCHÄRER/MAURENBRECHER, N 6 zu Art. 312; CHRIST, SPR VII/2, 223, 236; GAUCH, Dauerverträge, 103. Des weiteren auch BGer 5A.420/2008, E. 5.zum Equity TRS, wonach das durative Element als «in der Gewährung von Liquidität gegen Veräusserung von Vermögenswerten und im Austausch verschiedener damit zusammenhängender Zahlungsströme während der vereinbarten Vertragsdauer, die ihrerseits zu einem grossen Teil nicht kaufrechtlicher Natur sind» umschrieb.

¹³⁹⁰ Siehe OETKER, Dauerschuldverhältnis, 110, zum Ganzen a.a.O. 105 ff., 142 f.

handelt es sich um eine eigentliche Dauerleistung, vielmehr erfolgen sie jeweils zu einem oder mehreren bestimmten *Zeitpunkt(en)*.

In der Weiterleitung der Erträge als Teil der vertragstypischen Leistung des Total Returns kann eine swap-typische Komponente gesehen werden. So wird auch der Swap zumindest als Sukzessivlieferungsvertrag qualifiziert: obschon in dessen nicht offener Dauer eine marginale Abweichung zum eigentlichen Sukzessivlieferungsvertrag zu erblicken sei, stehe der Umfang der Gesamtleistungen beim Swap bei Vertragsschluss nicht fest¹³⁹¹.

Auch beim TRS steht der Gesamtumfang der vertraglichen Leistungen bei Vertragsschluss nicht fest¹³⁹², womit es sich ebensowenig um Teilleistungen handeln kann¹³⁹³. Unter diesen Aspekten lässt sich der TRS wie der (plain vanilla) Swap als Dauerschuldverhältnis im weiteren Sinn bzw. als (unechten) Sukzessivlieferungsvertrag sehen¹³⁹⁴.

Ein Dauerelement des TRS zeigt sich insgesamt im durch die entsprechende Strukturierung von Geldströmen bewirkten Zweck des Nutzen- sowie Risikotransfers der Referenzverbindlichkeit. Dieser Zweck ist der eigentliche Grund, weshalb der Gesamtumfang der vertraglich geschuldeten Leistungen bei Vertragsschluss nicht feststeht und umfasst die gesamte Anknüpfung an den Total Return.

Das Dauerelement wird ferner durch die Ausgestaltung der Prämienzahlung bestätigt, welche nach Zeitabschnitten bemessen werden und damit aufzuzeigen vermag, dass die Parteien von einem Schuldverhältnis ausgehen, welches auf einen *Zeitraum* ausgerichtet ist. Dasselbe gilt für die Ertragsweiterleitung bzw. deren Begründung bei der Referenzverbindlichkeit selbst, auf welche sie sich umfangmässig bezieht.

Diese Elemente sind nach der vorliegend vertretenen Ansicht zur Qualifikation eines Schuldverhältnisses als Dauerschuldverhältnis ausreichend, sofern sich auch gleichzeitig ein Bedürfnis des in Frage stehenden Vertrages nach einer Behandlung als Dauerschuldverhältnis ergibt¹³⁹⁵. Wie das Beispiel hinsichtlich eines Mangels im Begründungsakt beim TRS aufzeigt¹³⁹⁶, ist ein

¹³⁹¹ Siehe LORETAN, Swapvertrag, 93; BERG, Kreditderivate, 234 f. m.w.N.; ähnlich ERNE, Swapgeschäfte, 54; ZOBL/WERLEN, ISDA, 52 f.; a.A. CLOUTH, Finanz-Derivate, 24, 46.

¹³⁹² Siehe dazu auch unten 4:II.2 (S. 326).

¹³⁹³ Siehe zu den Teilleistungen II.4.b)cc) (S. 141).

¹³⁹⁴ Im Ergebnis wohl auch BGer 5A.420/2008 E. 5; siehe zum Entscheid oben 2.a)bb) (S. 228).

¹³⁹⁵ Siehe zum vorliegend vertretenen Begriff des Dauerschuldverhältnisses oben II.1.b)bb)1) (S. 107).

¹³⁹⁶ Siehe dazu unten 4:II.2 (S. 326).

solches Bedürfnis zu bejahen, womit der TRS als Dauerschuldverhältnis zu qualifizieren ist¹³⁹⁷.

c) Differenzeinwand

Die Erfüllungsleistungen der Parteien beim TRS erfolgen während dessen Laufzeit und nicht bei Vertragsschluss, womit Vertragsschluss und Erfüllung ähnlich wie beim Swapvertrag zeitlich auseinanderfallen. Dieser wird als Termingeschäft betrachtet¹³⁹⁸; ferner umfasst der TRS auch einen Hebeleffekt, welcher als Charakteristika eines Termingeschäfts i.S. des Differenzeinwandes gesehen wird. Schliesslich ist aus den aktuellen Lehrmeinungen zu Art. 513 OR ist zu folgern, dass Derivate grundsätzlich in dessen Anwendungsbereich fallen. Damit ist der TRS als derivatives Finanzinstrument als Termingeschäft i.S.v. Art. 513 Abs. 2 OR zu betrachten.

Als Gegenstand eines TRS kommen kreditrisikobehaftete Verbindlichkeiten in Frage, für welche ein verlässlicher Marktwert besteht¹³⁹⁹. In Anbetracht der sowieso geforderten weiten Auslegung des Begriffs Waren und Börsenpapiere i.S. des Differenzeinwandes sind auch sämtliche Basiswerte eines TRS miteinzubeziehen.

Sofern im Einzelfall eine Spielartigkeit nachgewiesen werden kann, vermag eine Vertragspartei eines TRS den Differenzeinwand wirksam geltend zu machen. Die Spielartigkeit selbst ist im konkreten Einzelfall anhand der sog. Differenzumstände zu prüfen¹⁴⁰⁰.

4. Rechtsnatur einzelner Elemente

An dieser Stelle ist die Rechtsnatur einzelner Elemente des TRS zu bestimmen, wobei deren Inhalt im Detail bereits oben angeführt wurde und entsprechend darauf zu verweisen ist¹⁴⁰¹. Zu Beginn sind beim TRS die Hauptleistungspflichten sowie deren möglichen Vereinbarungen unter a) zu behandeln, anschliessend unter b) auf die Laufzeit einzugehen und abschliessend unter c) die Rechtsnatur des Credit Events zu bestimmen, welcher auch bei einem TRS vereinbart werden kann.

¹³⁹⁷ Ähnlich im Ergebnis BERG, Kreditderivate, 236 f.

¹³⁹⁸ LORETAN, Swapvertrag, 97 f.; vgl. auch Nachweise oben in Fn. 678.

¹³⁹⁹ Siehe zu den Basiswerten oben 1.c) (S. 224).

¹⁴⁰⁰ Siehe dazu oben II.1.b)cc)2) (S. 113).

¹⁴⁰¹ Oben 1 (S. 218).

a) Hauptleistungspflichten

Der TRS begründet für die Parteien jeweils zwei Pflichten. Auf Seiten des Sicherungsnehmers die Pflichten, die Erträge und positiven Wertveränderungen der Referenzverbindlichkeit weiterzuleiten, auf Seiten des Sicherungsgebers die Pflicht zur Prämienzahlung und jene zum Ausgleich von negativen Wertveränderungen. Die Weiterleitung der Erträge ist zu Beginn unter aa) zu behandeln, im Anschluss unter bb) die Prämienzahlung. Die Wertveränderungsausgleichspflichten treffen jeweils nur eine Partei, womit sie zusammengefasst als solche behandelt werden. Dabei kann der Ausgleich in verschiedenen Varianten erfolgen, in der Form des unter cc) behandelten Cash Settlements oder des anschliessend unter dd) angeführten Physical Settlements. Des weiteren lassen sich beim Cash Settlement mehrere denkbaren Varianten unterscheiden, der Austausch sowie die Differenzzahlung, welche unter cc)1) bzw. cc)2) behandelt werden.

Durch den Wegfall einer dieser Pflichten würde der Vertrag seinen Sinns und Zwecks verlieren, ferner lässt sich der Total Return ökonomisch als eine einzelne Leistung umschreiben. Somit sind sämtliche dieser Pflichten – auch wenn Physical Settlement eine kaufvertragsähnliche Form aufweist – als Hauptleistungspflichten des TRS zu sehen¹⁴⁰².

aa) Weiterleitung der Erträge

Die Weitergabe des Ertrages aus der Referenzverbindlichkeit begründet entgegen der auch vorliegend verwendeten Bezeichnung «Weiterleitung» keine Zession¹⁴⁰³ der jeweiligen Forderungen an den Sicherungsgeber¹⁴⁰⁴. Rechtlich handelt es sich vielmehr – wie auch bei Swapverträgen¹⁴⁰⁵ – um die Neubegründung von Zahlungsverpflichtungen, beim TRS im Umfang des Ertrages der Referenzverbindlichkeit bezogen auf den Nominalwert des TRS¹⁴⁰⁶. Eine ähnliche Pflicht zur Weiterleitung von Erträgen existiert auch bei der Wertpapierleihe¹⁴⁰⁷ – diese Weiterleitung der Erträge der geliehenen Wertpapiere wird als Kompensationsleistung bezeichnet und als Garantie qualifiziert¹⁴⁰⁸.

¹⁴⁰² Siehe dazu bereits oben 3.b) (S. 238) im Rahmen der Bestimmung der vertragstypischen Leistung beim Dauerschuldverhältnis.

¹⁴⁰³ Vorliegend als Abtretung im Sinne von Art. 164 OR verstanden.

¹⁴⁰⁴ Vgl. für den Swap HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 154, 159

¹⁴⁰⁵ ZOBL/WERLEN, ISDA, 37; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 154.

¹⁴⁰⁶ Unklar BGer 5A.420/2008 E. 5.

¹⁴⁰⁷ Dazu z.B. BERTSCHINGER, Wertpapierleihe, 41 ff.

¹⁴⁰⁸ BERTSCHINGER, Wertpapierleihe, 44 f.

Zu unterscheiden ist die Grundlage der jeweiligen Weiterleitung: Bei der Wertpapierleihe war der Anspruch auf die Erträge vor Vertragsschluss beim Darleiher vorhanden und entsteht aufgrund des zwingend vorhandenen Eigentumsübergangs an dessen Stelle beim Borger neu, womit auch der Anspruch auf die Erträge exakt den weiterzuleitenden Erträgen entspricht. Vor Abschluss des TRS dagegen besteht ein solcher Anspruch des Sicherungsgebers nicht begriffsnotwendig, folglich wird und kann auch kein solcher Anspruch durch den TRS auf den Sicherungsnehmer übertragen werden. Ferner muss kein oder kein im weiterzuleitenden Umfang liegender Anspruch einer Vertragspartei gegen den Schuldner der Referenzverbindlichkeit überhaupt bestehen.

Es ist davon auszugehen, dass die Weiterleitung periodisch nach Massgabe der Zahlung bzw. Fälligkeit der jeweiligen Forderung aus der Referenzforderung erfolgt, womit sie entsprechend auch erst in diesem Zeitpunkt entstehen¹⁴⁰⁹. Zahlungstermin bzw. Fälligkeit dieser einzelnen Leistungen haben die Parteien im Vertrag festzulegen¹⁴¹⁰. Im Anwendungsbereich von Rahmenverträgen ist der Zahlungstermin gleichzeitig auch Fälligkeitstermin¹⁴¹¹.

Obschon die Weiterleitung der Erträge rechnerisch auf regelmässig als Zinsen zu qualifizierenden Zahlungen beruht, handelt es sich nicht um Zinszahlungen im rechtlichen Sinn¹⁴¹².

bb) TRS-Prämie

Der Sicherungsgeber hat periodisch Prämien an den Sicherungsnehmer zu leisten¹⁴¹³. Diese sind keine eigentlichen Teilleistungen¹⁴¹⁴, vielmehr entsteht die jeweilige Leistungspflicht *pro rata* für die jeweilige Berechnungsperiode¹⁴¹⁵. Der Inhalt dieser Geldschuld wird nach den bei Vertragsschluss vereinbarten Berechnungsfaktoren bestimmt. Mangels anderer Abrede tritt die Fälligkeit analog der Miet- und Darlehenszinsforderung *postnumerando* ein¹⁴¹⁶. Wird (nur) ein Zahlungstermin bestimmt, so gilt dieser im Anwen-

¹⁴⁰⁹ Siehe dazu oben II.4.b)cc) (S. 141).

¹⁴¹⁰ Vgl. z.B. DAS, Credit Derivatives, 12.

¹⁴¹¹ Siehe zur Erfüllung von Geldleistungspflichten auch oben II.4.d) (S. 148).

¹⁴¹² Siehe dazu oben II.4.b)bb) (S. 140).

¹⁴¹³ Siehe zum Inhalt der TRS-Prämie oben IV.1.b)cc), 223.

¹⁴¹⁴ Siehe dazu oben II.4.b)cc) (S. 141).

¹⁴¹⁵ Siehe zur Rechtsnatur der Prämienzahlungen im Allgemeinen oben II.4.b) (S. 139).

¹⁴¹⁶ Siehe dazu oben II.4.b)cc) (S. 142).

dungsbereich von Rahmenverträgen gleichzeitig auch als Fälligkeits-termin¹⁴¹⁷.

Die Prämienzahlung hat eine mit Zinszahlungen vergleichbare Funktion, insbesondere da sie auch nach den Finanzierungskosten selbst berechnet wird. Da sie jedoch nicht eine Entschädigung für das eigentliche, sondern nurmehr ein synthetisches Zurverfügungstellen von Kapital bzw. der Bilanz sind, handelt es sich nicht um Zinsen¹⁴¹⁸.

cc) Wertveränderungsausgleich beim Cash Settlement

Der Wertveränderungsausgleich beim Cash Settlement lässt sich theoretisch gesehen auf zwei verschiedene Varianten vereinbaren¹⁴¹⁹. Der rechtliche Inhalt des Austausches wird unter 1) und jener der Differenzzahlung unter 2) bestimmt. M.E. ist jedoch ohne gegenteilige Abrede von der Differenzzahlung als Inhalt des Cash Settlements auszugehen.

1) Austausch

Vereinbaren die Parteien den Austausch des Marktwertes des Basiswertes zu verschiedenen Zeitpunkten, handelt es sich jeweils um bei Vertragsschluss entstehende Schulden, deren Berechnungsfaktoren und Zahlungszeitpunkte im Vertrag festgelegt werden. Die damit einhergehende Verrechnungsabrede ist eine Nebenabrede des TRS, bezeichnet als antizipierter Verrechnungsvertrag¹⁴²⁰. Diese Verrechnungsabrede beschränkt die Verrechnung gem. Art. 120 OR, als damit nur diese beiden Forderungen miteinander verrechnet werden dürfen, womit keine der Parteien bei mehreren bestehenden Verrechnungsmöglichkeiten die günstigere wählen kann.

2) Differenzzahlung

Sofern die Parteien vereinbaren, nur eine Differenzzahlung im Umfang der Wertveränderung zu erbringen, so hat bei negativer Wertveränderung der Sicherungsgeber und bei positiver Wertveränderung der Sicherungsnehmer eine Geldleistung zu erbringen. Diese Wertveränderungsausgleichspflichten weisen eine negative Korrelation auf: jeweils nur eine Partei – bzw. keine Partei, falls die Differenzrechnung Null ergibt – wird tatsächlich zur Leistung verpflichtet, die jeweilige Schuld einer Partei weist bis zum

¹⁴¹⁷ Siehe zur Erfüllung von Geldleistungspflichten auch oben II.4.d) (S. 148).

¹⁴¹⁸ Siehe dazu oben II.4.b)bb) (S. 140).

¹⁴¹⁹ Siehe auch oben I.b)aa)1) (S. 220)

¹⁴²⁰ ZK-AEPLI, N 213 zu Vorbem. zu Art. 120–126.

Berechnungstag wesentlich einen (mathematisch) bestimmbaren Inhalt auf. Da bei Vertragsschluss ungewiss ist, ob und allenfalls wieviel eine Partei zu leisten haben wird, stellt sich die Frage, ob es sich dabei um i.S.v. Art. 151 OR bedingte Verbindlichkeiten handelt. Voraussetzung ist, dass die Verbindlichkeit der Forderung¹⁴²¹ vom Eintritt einer ungewissen Tatsache abhängig gemacht wird. Eine positive bzw. negative Differenz kann zwar eine solche ungewisse Tatsache sein, vorliegend ist jedoch zu beachten, dass nicht nur die Verbindlichkeit der Schuld von der positiven bzw. negativen Wertveränderung abhängt, sondern ebenso auch ihr Umfang selbst, welcher mitunter anhand derselben ungewissen Tatsache zu bestimmen ist. Wird die Schuld des Sicherungsgebers – die negativen Wertveränderungen zu bezahlen – ausgedrückt als die Schuld, die Differenz zwischen dem Anfangswert der Referenzverbindlichkeit¹⁴²² und deren aktuellen Marktwert, sofern das Resultat positiv ist, zu bezahlen, so hat diese Schuld zum Zeitpunkt der Berechnung keinen Inhalt (mehr), falls der aktuelle Wert gleich oder höher ist als der Anfangswert, da das Ergebnis Null oder eine negative Zahl ergibt. Sie fällt alsdann mangels Inhalt dahin, die Lösung über das Bedingungsrecht ist unnötig, da die Schuld mangels Existenz überhaupt nicht mehr verbindlich werden kann¹⁴²³.

Damit wird bei Vertragsschluss bei beiden Parteien eine Zahlungsverpflichtung im Umfang der positiven (Sicherungsnehmer) bzw. negativen (Sicherungsgeber) Wertveränderungen der Referenzverbindlichkeit begründet, deren Berechnungsfaktoren, -zeitpunkte sowie Fälligkeit vertraglich festzulegen sind¹⁴²⁴.

Erfolgt keine Festlegung der Fälligkeit im Vertrag, so ist nach Art. 75 OR die Natur des Rechtsverhältnisses massgebend, welches einer sofortigen

¹⁴²¹ Das Gesetz nennt zwar nur den bedingten Vertrag, bedingte Forderungen sind jedoch ebenfalls zulässig, siehe hierzu oben III.4.a)aa)1)i) (S. 192).

¹⁴²² Oder dem Preis der Referenzverbindlichkeit zu Beginn der Berechnungsperiode (z.B. bei Vertragsschluss).

¹⁴²³ Vgl. GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 3952; BUCHER, OR AT, 508; A.A. jedoch CLOUTH, Finanz-Derivate, für das Devisentermingeschäft mit Barausgleich a.a.O. 35 als «wechselseitige Begründung eines bedingten Anspruchs auf Differenzausgleich gegen die jeweils andere Vertragspartei»; für den Währungsswap a.a.O. 23 «wie das Devisentermingeschäft ein Austauschverhältnis eigener Art [...], das für die Vertragsparteien wechselseitige Geldschulden begründet»; für das Forward Rate Agreement a.a.O. 40 als «[...] Schuldverhältnis [...], das [...] wechselseitig die bedingte Pflicht zur Leistung einer Differenzzahlung begründet».

¹⁴²⁴ Ebenso für die bei Vertragsschluss noch nicht feststehende «Richtung» der Zahlungen beim Forward Rate Agreement: KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Rz. 14.192.

Fälligkeit aufgrund der hinausgeschobenen Berechnung entgegensteht. Fälligkeitsdatum ist damit naheliegend als jenes Datum zu wählen, zu welchem der Inhalt der Schuld feststeht, d.h. zum Berechnungszeitpunkt der Wertveränderung.

dd) Wertveränderungsausgleich beim Physical Settlement

Beim Physical Settlement erfolgt der Ausgleich der Wertveränderung zum Laufzeitende hin durch Lieferung der Referenzverbindlichkeit gegen Bezahlung des Nominalwertes bzw. eines bei Vertragsschluss vereinbarten Kaufpreises vom Sicherungsnehmer an den Sicherungsgeber. Es handelt sich bei dieser Vereinbarung um einen Kauf auf Termin, die *Essentialia* des Kaufvertrages nach Art. 184 ff. OR werden bei Vertragsschluss festgelegt, die Erfüllung jedoch aufgeschoben. Der Kaufvertrag ist Bestandteil des TRS, der mit den übrigen Rechte und Pflichten aus dem TRS eine kraft Parteiwillens untrennbare Einheit bildet.

Der Sicherungsnehmer hat folglich die Verpflichtung, die Referenzverbindlichkeit im Umfang des *Transaction Face Amount* anzudienen und der Sicherungsgeber hat den Kaufpreis im Umfang des Nominalwertes des TRS zu bezahlen. Für diesen gelten die Regeln der Geldleistungspflicht¹⁴²⁵. Fälligkeitstermin ist grundsätzlich das Laufzeitende, ohne weitere Vereinbarungen ist nach Art. 184 Abs. 2 OR Zug um Zug zu erfüllen. Demgegenüber ist bei entsprechend angepasster Verwendung der CDD der Sicherungsnehmer vorleistungspflichtig¹⁴²⁶.

b) Laufzeit

Die Laufzeit¹⁴²⁷ des TRS hat auf dessen Leistungspflichten unterschiedliche Wirkungen. Hinsichtlich der periodischen Pflichten – der Weiterleitung der Erträge, der Prämienzahlung und der allfällig vereinbarten periodisch stattfindenden Wertveränderungsausgleichspflicht beim Cash Settlement – handelt es sich um eine Befristung. Hinsichtlich der zum Laufzeitende hin stattfindenden Abwicklung – dem einmaligen Wertveränderungsausgleich beim Cash Settlement und Austauschverhältnis beim Physical Settlement – um eine Fälligkeitsregelung¹⁴²⁸.

¹⁴²⁵ Siehe dazu oben II.4.d) (S. 148).

¹⁴²⁶ Sec. 8.1 CDD (1. Abschn. *i.f.*).

¹⁴²⁷ Siehe zur Laufzeit im allgemeinen auch oben III.1.f) (S. 176).

¹⁴²⁸ Siehe zu dieser oben III.4.a)aa)2) (S. 194).

Ferner kann beim TRS mit Credit Event Klausel die Laufzeit, soweit sie als Befristung zu qualifizieren ist, durch den Eintritt eines Credit Events verkürzt werden¹⁴²⁹.

c) Credit Events

Der Eintritt eines Credit Events bei der Referenzforderung kann zu deren Wegfall und zum vorzeitigen Ende des TRS führen. M.E. ist bei Eintritt eines Credit Events zu differenzieren, ob eine vorzeitige Beendigung durch Vereinbarung einer Credit Event-Klausel vereinbart wurde¹⁴³⁰. Die Wirkungen eines Credit Events auf den TRS werden im folgenden dargestellt, unter aa) für den Fall dass keine Credit Event-Klausel vorhanden ist, unter bb) für den TRS mit einer entsprechenden Klausel.

aa) Ausfall der Referenzverbindlichkeit ohne Credit Event-Klausel

Aufgrund der Möglichkeit der synthetischen Absicherung tritt m.E. das Vertragsende in diesem Fall beim TRS nicht automatisch ein, sondern die Parteien sollten die vorzeitige Beendigung durch Aufnahme einer sog. Credit Event-Klausel vereinbaren.

Ohne Vereinbarung einer vorzeitigen Beendigung beim tatsächlichen Ausfall der Referenzverbindlichkeit hat der TRS bis zum ursprünglich vereinbarten Laufzeitende weiter zu laufen. Da der Total Return das durch einen Credit Event betroffene Ausfallrisiko ebenfalls umfasst, bedeutet der Ausfall der Referenzverbindlichkeit ohne vorzeitige Verkürzung der Laufzeit des TRS aus Sicht des Sicherungsnehmers nicht zwingend einen Nachteil: sein weiterzuleitender Ertrag würde einfach null betragen, allenfalls würde er die vorzeitige Teilrückzahlung der Referenzverbindlichkeit noch umfassen. Beim periodischen Wertveränderungsausgleich würde er auch sofort den verminderten Wert, bzw. nach der Rückzahlung den gesamten Nominalwert erhalten. Für den Sicherungsgeber ergibt sich das Problem, dass er seiner Pflicht zur Prämienzahlung weiterhin nachzukommen hat, jedoch keine Gegenleistung mehr erhalten kann.

M.E. ist auch eine allfällige Anpassung des TRS über die *clausula rebus sic stantibus* nicht möglich, da der TRS gerade der Kreditrisikoübertragung

¹⁴²⁹ Siehe zur Credit Event Klausel sogleich unten c)bb) (S. 247).

¹⁴³⁰ Keinen Unterschied macht hier KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Rz. 14.115, welcher den Verlust im Falle eines Credit Events zusätzlich zu den negativen Wertveränderungen aufführt, welche der TRS-Empfänger zu auszugleichen hat. Jedenfalls im Ergebnis ist ihm zuzustimmen.

selbst dient und der Ausfall einer kreditrisikobehafteten Position in deren Natur liegt, also keineswegs als nicht vorhersehbar gelten kann¹⁴³¹.

bb) Eintritt eines vereinbarten Credit Events

1) Wirkungen

Für die Leistungspflichten bedeutet die mit dem Eintritt eines Credit Events einhergehende Verkürzung der Laufzeit des TRS, dass sie entweder früher beendet oder früher fällig werden. Früher beendet wird die Pflicht des Sicherungsnehmers, die Erträge weiterzuleiten wie auch die Pflicht des Sicherungsgebers, die Prämie zu bezahlen. Sind beim Cash Settlement die Wertveränderungen periodisch zu erbringen, werden diese Pflichten ebenfalls beendet, wurde dagegen der Ausgleich der Wertveränderung erst auf das Laufzeitende hin vereinbart, so wird sie entsprechend früher fällig.

Beim Physical Settlement wird die Abwicklung und die damit zusammenhängenden Pflichten der Parteien früher fällig. Der Credit Event betrifft damit nur die Fälligkeit bzw. Befristung der bestehenden Pflichten, ändert oder schafft aber keine neuen.

2) Rechtsnatur des Credit Events

Der Eintritt eines Credit Events ist zwar eine ungewisse Tatsache, nicht jedoch die damit verbundenen Wirkungen: die mit dem Eintritt einhergehende Verkürzung der Laufzeit durch Festlegung eines neuen, vorzeitigen Enddatums der Transaktion lässt keine neuen Pflichten entstehen und beendet nur Pflichten, welche mit dem Ablauf der Laufzeit sowieso beendet worden wären, oder legt die Fälligkeit der Abwicklung neu fest. Das Enddatum der Transaktion wird mit Sicherheit eintreten, mit dem Einbezug des Credit Events ist jedoch ungewiss, wann dieses sein wird. Bei der Beendigung handelt sich somit eigentlich auch mit dem Credit Event nur um einen *dies incertus quando* und nicht auch einen *dies incertus an*.

Werden nun aber ewige Verträge abgelehnt¹⁴³², so wird jeder Vertrag früher oder später sein Ende finden müssen. Und nur auf den Eintritt des Credit Events bezogen handelt es sich auch um einen *dies incertus an*.

¹⁴³¹ Siehe zur Vorhersehbarkeit z.B. LEU, clausula, 118 f.

¹⁴³² Siehe dazu oben II.3.d)bb) (S. 129).

Schliesslich kann der Credit Event als ein zukünftiges ungewisses Ereignis auch eine Bedingung im Rechtssinn sein¹⁴³³.

Soweit die Laufzeit eine Befristung von Pflichten darstellt, ist der Credit Event folglich als Resolutivbedingung zu qualifizieren. Soweit dagegen in der Laufzeit eine Fälligkeitsregelung zu sehen ist – so hinsichtlich des einmaligen Wertveränderungsausgleichs beim Cash Settlement sowie den aus dem Physical Settlement folgenden Verpflichtungen – ist auch der Credit Event als Fälligkeitsvereinbarung zu qualifizieren.

¹⁴³³ Siehe dazu oben beim CDS III.4.a)bb)2) (S. 199).

V. Credit Spread Options

Das vorliegende Kapitel dient der spezifischen vertragsrechtlichen Erfassung des als Credit Spread Option (CSO) benannten Vertrages. Die Darstellung dessen Grundstruktur und ein Anwendungsbeispiel finden sich im ersten Teil¹⁴³⁴, ein Beispiel für eine Transaktionsbestätigung im vierten Teil¹⁴³⁵.

Aus der Grundstruktur der CSO lassen sich die folgenden Vertragsmerkmale ableiten:

- Ein selbständiger Vertrag zwischen dem Optionskäufer und dem Optionsverkäufer;
- in welchem ein kreditrisikobehafteter Basiswert (Referenzverbindlichkeit),
- ein Nominalwert,
- Faktoren zur Berechnung des Credit Spreads der Referenzverbindlichkeit,
- sowie ein Strike Spread festgelegt werden;
- der Käufer dem Verkäufer eine Optionsprämie zu bezahlen hat,
- sowie ein Recht erhält, welches je nach der Variante der CSO gerichtet sein kann auf:
 - die Forderung einer Geldzahlung, deren Umfang sich aus der Differenz zwischen dem Credit Spread zum Ausübungszeitpunkt und dem vereinbarten Strike Spread ergibt;
 - oder den Verkauf oder Kauf der Referenzverbindlichkeit, wobei die Berechnungsfaktoren des Kaufpreises im Vertrag anhand des Strike Spreads festgelegt wurden (Physical Settlement), oder einer entsprechenden Differenzzahlung, deren Umfang sich aus der Differenz zwischen Marktwert und berechnetem Kaufpreis ergibt (Cash Settlement);
- wobei das Recht befristet ist (Laufzeit, amerikanische Option). oder nur an einem (oder mehreren) bestimmten, in der Zukunft liegenden Zeitpunkt(en) ausgeübt werden kann (europäische Option).

¹⁴³⁴ Oben 1:I.2.c) (S. 22).

¹⁴³⁵ Unten 4:III.1.b) (S. 326).

Im folgenden wird zu Beginn unter 1. der eigentliche Vertragsinhalt einer CSO mit den verschiedenen Gestaltungsmöglichkeiten dargestellt. Im Anschluss unter 2. sind Fragen der vertragsrechtlichen Qualifikation der CSO zu klären, wobei auch unter diesem Punkt der Frage nachzugehen ist, inwiefern die CSO aus vertraglicher Sicht als derivatives Finanzinstrument zu betrachten ist, bevor unter 3. die vorliegend als vertragstypenübergreifenden Zuordnungen vorzunehmen sind, unter welchen der synallagmatische Vertrag, das Dauerschuldverhältnis sowie der Differenzeinwand verstanden werden. Unter 4. ist die Rechtsnatur einzelner Elemente einer CSO zu klären, jenes des Rechts zur Optionsausübung, der Hauptleistungspflichten, der Laufzeit sowie des Credit Events bei einer knock-out CSO.

1. Vertragsinhalt

Im folgenden werden der Vertragsinhalt einer CSO und deren verschiedene Strukturierungsmöglichkeiten dargestellt sowie auf die wirtschaftlichen Hintergründe eingegangen. Beginnend sind unter a) die *essentialia negotii* der CSO zu bestimmen. Anschliessend werden unter b) die Leistungspflichten der Parteien sowie der dadurch begründete Risikotransfer dargestellt, unter c) auf den Basiswert der CSO eingegangen und abschliessend unter d) die Regelungen zur Laufzeit sowie dem Vertragsende aufgezeigt, welches bei der CSO mit knock-out auch ohne Ausübung und vor Laufzeitende eintreten kann.

a) Essentialia negotii

Essentialia der CSO ist die Prämienzahlung, der Basiswert, der Inhalt des Optionsrechts sowie die Laufzeit. Letztere hängt mit dem Umfang der Prämie zusammen, welche in der optionalen Struktur nur einmalig zu bezahlen ist. Unter dem Basiswert sind die Festlegung der Referenzverbindlichkeit, die Art der Bestimmung des Credit Spreads sowie der Nominalwert zu verstehen. Beim Optionsrecht ist mindestens festzulegen, ob es sich um ein Put oder Call handelt, der Strike Spread zu bestimmen sowie ob sich die CSO auf die Referenzverbindlichkeit oder nur den Credit Spread richtet.

Die Variante der Ausgleichsleistung lässt sich m.E. von aussen bestimmen, sofern überhaupt beide Varianten möglich sind. So ist aufgrund der synthetischen Eigenschaft der CSO m.E. für ein Cash Settlement zu entscheiden. Ferner ist ohne Vereinbarung auch davon auszugehen, dass das Recht

während der Laufzeit immer ausgeübt werden kann, die CSO folglich amerikanisch ist.

b) Leistungspflichten

Die aus der CSO entstehenden Leistungspflichten sind die unter bb) behandelte Prämienzahlungspflicht des Käufers auf der einen und die anschliessend unter cc) angeführte Pflicht zur Ausgleichsleistung des Verkäufers auf der anderen Seite; dabei werden die beiden Varianten der Ausgleichsleistung – Cash und Physical Settlement – sowie die Leistungsvoraussetzungen gesondert aufgeführt. Zu Beginn unter aa) wird der aus den Leistungspflichten entstehende Kreditrisikotransfer der CSO angesprochen und auf Besonderheiten der im Credit Spread liegenden Risikoanknüpfung im Vergleich zum CDS und TRS eingegangen, womit gleichzeitig auch festgelegt wird, weshalb die Parteien der CSO jeweils als Käufer und Verkäufer und nicht wie beim CDS und TRS vom Sicherungsnehmer und -geber benannt werden.

aa) «Kreditrisikotransfer» der CSO

Der Kreditrisikoanknüpfungspunkt der CSO ist der Credit Spread bzw. dessen Bewegungen, welcher eine Möglichkeit zur Erfassung von Kreditrisiken darstellt. Nun kann die CSO sowohl positive wie auch negative Bewegungen des Credit Spreads übertragen, wobei negative Veränderungen vorliegend als Vergrösserung des Bonitätsrisikos verstanden werden: diese kann durch Call CSO auf den Credit Spread oder eine Put CSO auf die Referenzverbindlichkeit auf den Optionsverkäufer übertragen werden, welcher in dieser Konstellation jeweils auch Sicherungsgeber sein kann.

Die umgekehrten Varianten dagegen – die Put CSO auf den Credit Spread und die Call CSO auf die Referenzverbindlichkeit – machen positive Veränderungen und damit die Verbesserung des Bonitätsrisikos fassbar. Auf den Begriff des Kreditrisikos wie oben definiert¹⁴³⁶ abgestellt sind diese Veränderungen eigentlich kein Kreditrisiko. Wie ausgeführt ist jedoch in erster Linie das vertraglich definierte Risiko massgebend¹⁴³⁷, womit es den Parteien freisteht, solche positiven Veränderungen zu übertragen. Dagegen lässt sich bei den Vertragsparteien nicht mehr ohne weiteres von Sicherungsgeber und -nehmer sprechen, weshalb diese im folgenden als Optionskäufer

¹⁴³⁶ Oben 1:III.1 (S. 50).

¹⁴³⁷ Siehe oben II.2.a)aa) (S. 116).

und -verkäufer bezeichnet werden sollen, wie dies auch bei der derivativen Option üblich ist.

bb) Optionsprämie

Die Bezahlung der Optionsprämie ist die einzige Verpflichtung, welche der Käufer einer CSO eingeht. Sie ist regelmässig einmalig bei Vertragsschluss geschuldet, womit auch ihr Umfang bei Vertragsschluss festzulegen hat¹⁴³⁸. Dieser beruht – aufgrund der optionalen Struktur der CSO¹⁴³⁹ – auf den für Optionen verwendeten Berechnungsmethoden, insbesondere dem Black & Scholes Modell, wobei entsprechend dem anders gelagerten Basiswert einige Anpassungen vorzunehmen sind¹⁴⁴⁰. Im Vergleich zum CDS sollte die Prämie der CSO (in der Variante ohne knock-out bei einem Credit Event) mindestens denselben Umfang wie eine CDS-Prämie aufweisen¹⁴⁴¹. Ferner ist ihre Höhe abhängig von den vereinbarten Berechnungsfaktoren der Ausgleichsleistung in Relation zu den aktuellen Werten – insbesondere des vereinbarten Strike Spreads in Relation zum Credit Spread beim Abschluss der Option¹⁴⁴². Insgesamt lässt sie sich aus wirtschaftlicher Sicht als Gegenleistung für das eingeräumte Recht zur Forderung der Ausgleichsleistung sowie deren Berechnungsfaktoren, insbesondere dem Strike Spread sowie der vereinbarten Laufzeit, auffassen. Die Zeit zwischen Vertragsschluss bis zum Verfall durch Ausübung oder einem knock-out hat keinen Einfluss auf den Umfang der Prämie; zumindest ohne eine gegenteilige Vereinbarung erfolgt keine nachträgliche Anpassung bzw. teilweise Rückerstattung¹⁴⁴³.

cc) Ausgleichsleistung

1) Leistungsvoraussetzungen

Die Erbringung der Ausgleichsleistung durch den Optionsverkäufer setzt grundsätzlich nur voraus, dass der Käufer sein Recht, diese zu fordern, während bzw. am oder an einem der zulässigen Zeitpunkte ausübt. Bei der europäischen Option mit Cash Settlement kann dabei die Ausübung automatisch

¹⁴³⁸ Vgl. SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 N 8

¹⁴³⁹ Die CSO ist als Option zu qualifizieren: siehe dazu unten 2.a)cc) (S. 258).

¹⁴⁴⁰ Siehe O'KANE, Lehman, 40; vgl. für die Option auch z.B. MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 90 f.

¹⁴⁴¹ O'KANE, Lehman, 40.

¹⁴⁴² Vgl. MÜLLER-MÖHL/LEE, Optionen, 95 f.

¹⁴⁴³ Vgl. CASPER, Optionsvertrag, 116.

erfolgen¹⁴⁴⁴. Ferner wird m.E. auch die amerikanische Option mit Cash Settlement am Verfalltag automatisch ausgeübt, sofern die Ausgleichsleistung für den Käufer positiv ausfällt. Die exakte Form der wirksamen Ausübung lässt sich durch die Parteien vereinbaren. Insbesondere können z.B. die Abwicklungsvoraussetzungen der CDD¹⁴⁴⁵ auf die CSO angepasst übernommen werden. Im übrigen gelten die Regeln für Willenserklärungen¹⁴⁴⁶.

Keine Voraussetzung bei der optionalen Struktur stellt der anhand der vereinbarten Faktoren zu bestimmende Wert der Ausgleichsleistung dar, welcher sich bei der CSO aus der Differenz zwischen aktuellem Credit Spread und dem vereinbarten Strike Spread ergibt. Eine positive Differenz zugunsten des Optionskäufer ist zwar beim Cash Settlement erforderlich, um überhaupt weitere Verpflichtungen zu schaffen bzw. aufrecht zu erhalten, beim Physical Settlement dagegen ist auch ein Kauf bzw. Verkauf zu für den Optionskäufer ungünstigeren Konditionen als am Markt denkbar: so z.B. wenn die Referenzforderung illiquid und ein Kauf mangels Verfügbarkeit bzw. ein Verkauf mangels Nachfrage am Markt zu Marktpreisen überhaupt nicht möglich sein sollte. Dies zumindest unter der Einschränkung, dass keine weiteren Ausübungsvoraussetzungen wie das Über- oder Unterschreiten gewisser Barrieren vereinbart wurden¹⁴⁴⁷.

2) Cash Settlement

Das Cash Settlement einer CSO stellt eine Forderung des Optionskäufers gegen den -verkäufer dar, deren Umfang sich aus der Variante der CSO, deren Gestaltung als Call oder Put sowie weiteren Berechnungsfaktoren ergibt, welche insbesondere durch den vereinbarten Strike Spread sowie dessen Relation zum aktuellen Credit Spread ergibt.

Die CSO auf den Credit Spread selbst umfasst nur die Differenz der beiden Spreads – bei der Call CSO $Max [0, \text{aktueller Credit Spread} - \text{Strike Spread}]$, bei der Put CSO $Max [0, \text{Strike Spread} - \text{aktueller Credit Spread}]$ – multipliziert mit dem Nominalwert¹⁴⁴⁸.

¹⁴⁴⁴ Vgl. HUDSON, Derivatives, Rz. 2-131; CLOUTH, Finanz-Derivate, 48 insb. Fn. 204 für Devisen-Optionen.

¹⁴⁴⁵ Siehe zu den Mitteilungspflichten der 2003 CDD oben III.1.d) (S. 167).

¹⁴⁴⁶ Siehe dazu unten 4.a) (S. 264).

¹⁴⁴⁷ Dazu HUDSON, Derivatives, Rz. 2-131; vgl. auch SCHÜWER/STEFFEN in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 1 N 8.

¹⁴⁴⁸ BURGHOF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 280; BANZ, Allfinanz, 265; GAUVIN, dérivés de crédit, 102 f.; HORAT, ST 2003, 971 f.; CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.182;

Bei der CSO auf die Referenzforderung dagegen erfolgt die Berechnung der Ausgleichszahlung anhand der Differenz des aktuellen Marktwertes der Referenzforderung zum anhand des Strike Spreads berechneten Wert (Kauf- oder Verkaufspreis), ebenfalls bezogen auf den Nominalwert. Die Put CSO erfasst einen Marktwert kleiner als den Verkaufspreis, die Call CSO umgekehrt einen Marktwert grösser als den Kaufpreis¹⁴⁴⁹.

3) Physical Settlement

Ein Physical Settlement ist nur bei einer CSO auf die Referenzforderung möglich. Wie allgemein beim Physical Settlement erfolgt eine Übertragung des Basiswertes, bei der CSO der Referenzforderung im Umfang des Nominalwertes der CSO. Diese Übertragung erfolgt beim Put durch einen Verkauf durch den Optionskäufer, bei einem Call entsprechend durch deren Kauf, wobei der Verkauf- bzw. Kaufpreis anhand des vereinbarten Strike Spreads berechnet wird¹⁴⁵⁰. Bei einer Ausübung wird der Preis regelmässig zugunsten des Optionskäufers vom Marktpreis abweichen, muss jedoch nicht¹⁴⁵¹.

c) Basiswert

Als Kreditderivat benötigt die CSO einen kreditrisikosensitiven Basiswert, dessen Credit Spread¹⁴⁵² messbar sowie veränderbar ist. Ist für die Referenzverbindlichkeit wie bei einer börsenkotierten Anleihe ein Marktpreis vorhanden, eignen sich auch festverzinsliche Finanzierungsverträge als Basiswerte¹⁴⁵³, auch ohne mit einem Asset Swap kombiniert zu werden¹⁴⁵⁴. Ferner kann z.B. auch ein CDS als Basiswert dienen, dessen CDS Spread zum Strike Spread der CSO gekauft oder verkauft werden kann¹⁴⁵⁵.

RUDOLPH/SCHÄFER, Finanzmarktinstrumente, 179; DAS, Credit Derivatives, 20; ähnlich auch CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 4.182.

¹⁴⁴⁹ Vgl. dazu CHAPLIN, Credit Derivatives, 159; vgl. ferner Nachweise unten in Fn. 1450.

¹⁴⁵⁰ BURGHOF/HENKE/RUDOLPH, ZBB 1998, 281; DAS, Credit Derivatives, 26 Ex. 1.11; HEINRICH, Kreditderivate, 46; SIEVERS, Kreditderivate, 78; PARKER, Credit Derivatives, 40; CHAPLIN, Credit Derivatives, 159; RUDOLPH/SCHÄFER, Finanzmarktinstrumente, 179. Siehe zur Berechnung des Wertes einer Anleihe z.B. DYM, Credit Risk, 201 f.

¹⁴⁵¹ Siehe dazu auch oben 1) (S. 252).

¹⁴⁵² Zum Credit Spread siehe oben 1:III.2.b (S. 53).

¹⁴⁵³ Vgl. FRANKE in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), Kreditderivate, 318.

¹⁴⁵⁴ Vgl. aber O'KANE, Lehman, 39. Siehe zum Asset Swap oben 1:IV.3.b)cc) (S. 72).

¹⁴⁵⁵ Siehe CHAPLIN, Credit Derivatives, 160.

Als Basiswert gilt grundsätzlich nur die Referenzverbindlichkeit selbst, deren Marktpreis sowie Credit Spread werden mit dieser ebenfalls erfasst. Wenn die CSO auf den Credit Spread von derjenigen auf die Referenzverbindlichkeit differenziert wird, betrifft dies nur das Recht des Optionskäufers und nicht auch den Basiswert. Auch die Berechnungsfaktoren des Credit Spreads¹⁴⁵⁶ zählen nicht zum eigentlichen Basiswert sondern sind nur – wenn auch zwingend zu vereinbarende – Faktoren zur Bestimmung des Credit Spreads.

Zum Basiswert ist nach vorliegender Ansicht auch der Nominalwert der CSO zu zählen. Zwar weisen Optionen üblicherweise keinen eigentlichen Nominalwert auf, vielmehr geben sie nur ein Bezugsverhältnis an. Dies liegt jedoch daran, dass der Nennwert bei Finanzierungsverträgen eine grössere Bedeutung als etwa jener von Aktien aufweist. Der Nominalwert einer CSO wird ohne weiteren Angaben dem par-Wert der Referenzforderung gleichzusetzen sein, d.h. diese wird bei Berechnungen zu einem Preis von 100% miteinbezogen.

d) Laufzeit und Vertragsende

aa) Im allgemeinen

Als Laufzeit wird bei der amerikanischen CSO vorliegend der Zeitraum bezeichnet, während welchem der Optionskäufer befugt ist, das durch die Option eingeräumte Recht auszuüben. Aus wirtschaftlicher Sicht findet maximal während der Laufzeit die Tragung des Risikos von Veränderungen des Credit Spreads durch den CSO-Verkäufer statt, womit die vereinbarte Laufzeit auch in die Berechnung der Optionsprämie einfließt. Keine eigentliche Laufzeit dagegen weisen europäische Optionen auf, vielmehr werden nur ein oder mehrere Zeitpunkte bezeichnet, an welchem das Recht ausgeübt werden darf bzw. allenfalls automatisch ausgeübt wird¹⁴⁵⁷.

Die Festlegung der Laufzeit erfolgt bei Optionen regelmässig durch Bezeichnung eines Anfangs- sowie Verfalltermins; der dadurch geschaffene Zeitraum wird bisweilen auch als Frist bezeichnet¹⁴⁵⁸.

Bei Ausübung des Rechtes ist der Vertrag abzuwickeln. Er wird dadurch bereits vor Erreichen der maximalen Laufzeit beendet. Ein weiterer, vorzeiti-

¹⁴⁵⁶ Zu den zur Erfassung des Credit Spreads notwendigen Variablen siehe oben 1:III.2.b)bb) (S. 54).

¹⁴⁵⁷ Vgl. HUDSON, Derivatives, Rz. 2-131.

¹⁴⁵⁸ Siehe zu Option oben 1:II.3.c) (S. 43). Zur Laufzeit siehe ferner oben II.3.d) (S. 128).

ger Beendigungsgrund ist die Vereinbarung einer knock-out Klausel, welche sogleich bei bb) angesprochen wird.

bb) Knock-out-Klausel bei Eintritt eines Credit Events

Sog. Knock-out-Klauseln sind bereits seit längerem bei herkömmlichen Optionen (wie auch strukturierten Produkten) bekannt und beschränken gewisse, aus dem jeweiligen Instrument fließende Rechte im Falle des Eintritts eines vereinbarten Knock-out-Events¹⁴⁵⁹. Bei Optionen bzw. Warrants mit einem Knock-out betrifft dieser üblicherweise das Unter- bzw. Überschreiten eines vereinbarten Markt-/Börsenpreises (auch als Schwelle oder Barriere bezeichnet) des Basiswertes¹⁴⁶⁰.

Credit Spread Options können einen solchen Knock-out-Event auch beim Eintritt eines Ereignisses wie einem Credit Event vorsehen – mit denselben Wirkungen wie der Knock-out von Optionen bei Erreichen eines bestimmten Preises des Basiswertes: der CSO-Käufer darf sein Recht nicht mehr ausüben, d.h. es erlischt und mit diesem fällt die CSO dahin.

Dabei ist die Definition des Credit Events wie auch beim Credit Default Swap ein zentraler Punkt der Transaktion¹⁴⁶¹, da er massgebend über den Umfang des durch die CSO übertragenen Kreditrisikos entscheidet. Grundsätzlich wird mit Vereinbarung eines Knock-outs nur das Bonitätsänderungsrisiko übertragen, da (erst) mit dem Eintreten eines Credit Events sich das Ausfallrisiko aktualisiert. Abhängig der genauen Definition der einen Knock-out bewirkenden Credit Events können auch noch gewisse Ausfallrisiken auch von einer Knock-out CSO umfasst sein.

Für den Einbezug des Credit Events in die CSO gelten dieselben Grundsätze wie beim CDS, entsprechend ist auf die dortigen Ausführungen zu verweisen¹⁴⁶². Auch bei der CSO lassen sich neben dem Credit Event noch zusätzliche Voraussetzungen wie spezifische Mitteilungen vereinbaren¹⁴⁶³.

¹⁴⁵⁹ Siehe CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 7.98; vgl. ferner CONTRATTO, *Regulierung*, 16; EMCH/RENZ/ARPAGAU, *Bankgeschäft*, N 1726.

¹⁴⁶⁰ CASTAGNINO, *Derivatives*, Rz. 7.98; DE CORBAVIA/MAIER in ZEREY (*Hrsg.*), *Finanzderivate*, § 3 N 3 ff.

¹⁴⁶¹ ZEREY in ZEREY (*Hrsg.*), *Finanzderivate*, § 7 N 71 spricht von der zentralen Rolle des Credit Events (auch) bei Credit Spread Options.

¹⁴⁶² Siehe zum Credit Event oben beim CDS III.1.c) (S. 157).

¹⁴⁶³ Siehe zu den Mitteilungen oben beim CDS III.1.d) (S. 167).

2. Vertragsrechtliche Qualifikation

Im folgenden ist die vertragsrechtliche Qualifikation des als Credit Spread Option bezeichnete Vertrages vorzunehmen. Deren Grundsätze sowie das Spannungsfeld zwischen Qualifikation bzw. Zuordnung zu einem bekannten Vertragstypus einerseits und der Typenfreiheit andererseits wurden bereits oben¹⁴⁶⁴ angesprochen. Vor diesem Hintergrund ergibt sich, dass die CSO als Innominatkontrakt *sui generis* zu qualifizieren ist, wie unter c) genauer auszuführen sein wird. Vorderhand ist unter a) die CSO in der Gruppe der derivativen Finanzinstrumente zu betrachten: dabei handelt es sich bei der CSO aus vertraglicher Sicht um ein derivatives Finanzinstrument sowie um eine derivative Option, welche von den anderen Grundtypen von Kreditderivaten abzugrenzen ist. Obschon die CSO eine derivative Option ist, ist sie (wie damit auch die derivative Option selbst) wie unter b) darzustellen ist vom Optionsvertrag als Vertragstypus abzugrenzen. Nicht näher betrachtet wird die Abgrenzung zum Versicherungsvertrag, welche mangels einer durch ein äusseres Ereignis ausgelösten Leistung ohne weiteres gegeben ist¹⁴⁶⁵.

a) Einordnung unter die derivativen Finanzinstrumente

aa) Als derivatives Finanzinstrument

Eine eigentliche, für die vertragsrechtliche Qualifikation brauchbare Definition eines derivativen Finanzinstrumentes existiert nicht. Zur Beurteilung, ob die CSO aus vertraglicher Sicht als derivatives Finanzinstrument gilt, hat sich demzufolge aus einem Vergleich der derivative Finanzinstrumente auszeichnenden Charakteristika¹⁴⁶⁶ zu ergeben. Dabei ist zu beachten, dass eine solche Zuordnung aus vertragsrechtlicher Sicht mangels Existenz einer Dogmatik oder vertragsrechtlichen Erfassung derivativer Finanzinstrumente zumindest keine direkten Konsequenzen zu zeitigen vermag.

Auf die von CONTRATTO angeführten Merkmale von derivativen Finanzinstrumenten abstellend¹⁴⁶⁷ handelt es sich bei der CSO um ein Derivat¹⁴⁶⁸: So

¹⁴⁶⁴ Siehe oben II.1.a) (S. 103).

¹⁴⁶⁵ Siehe auch die Ausführungen zur Abgrenzung des TRS gegenüber den Sicherungsgeschäften oben IV.2.b)cc) (S. 235)

¹⁴⁶⁶ Siehe dazu oben I:II.1 (S. 32).

¹⁴⁶⁷ CONTRATTO, Regulierung, 8 ff.

¹⁴⁶⁸ DAS, Credit Derivatives, 1; HENDERSON, JIBFL 1998, 337 f.

ist (1) deren vertragliche Rechtsnatur zweifellos gegeben; (2) Der Wert einer CSO hängt von der Entwicklung des Credit Spreads der Referenzverbindlichkeit und damit des zugrundeliegenden Basiswertes ab¹⁴⁶⁹; (3) Die durch den Käufer zu fordernde Ausgleichsleistung ist eine der vertraglichen Erfüllungsleistungen; sie ist jedoch bei Vertragsschluss ungewiss und vom Veränderungen des Credit Spreads gegenüber dem vereinbarten Strike Spread als äussere Umstände abhängig, womit sie als aleatorisch zu betrachten ist; (4) Die CSO wird jeweils für eine bestimmte und damit begrenzte Laufzeit abgeschlossen; und schliesslich steht (5) die Optionsprämie einer möglichen maximalen Zahlung des Nominalbetrages gegenüber, womit auch eine Hebelwirkung vorliegt.

bb) Abgrenzungen gegenüber anderen Basistypen von Kreditderivaten

Wie im Rahmen der Betrachtung der Bedeutung des Kreditrisikotransfers festgehalten, übt der Anknüpfungspunkt an das Kreditrisiko einen entscheidenden Einfluss auf die jeweilige Strukturierung eines Kreditderivates aus, welche entsprechend vertraglich voneinander abzugrenzen sind¹⁴⁷⁰.

cc) Die CSO als derivativer Optionsvertrag

Wie der Name der CSO bereits nahelegt, ist die CSO mit dem Optionsvertrag zu vergleichen. Bei beiden Verträgen wird dem Käufer gegen Bezahlung das Recht eingeräumt, die Rechtsstellung des Verkäufers zu beeinflussen, wobei dieses Recht befristet ist. Der Optionskäufer erwirbt auch bei der CSO das Recht, den Basiswert zu verkaufen oder zu kaufen (Physical Settlement) oder eine Differenzzahlung zu fordern (Cash Settlement), wobei die Berechnungsfaktoren der Zahlungen bei Vertragsschluss vereinbart werden.

Vergleichbar ist ferner der Basiswert bzw. die Art der Bezugnahme auf den Basiswert: der Credit Spread einer Referenzverbindlichkeit ist ein theoretisch täglichen Veränderungen unterworfenen Wert, wie z.B. der Börsenpreis einer Aktie, eines Anleihens oder von Rohstoffen wie Öl, wie sie auch üblichen derivativen Optionen in der Form von Warrants oder Traded Options zugrundeliegen.

¹⁴⁶⁹ Zur Wertabhängigkeit von Kreditderivaten vom Basiswert siehe GISSINGER, Banque Magazine 2001, 54; MATHIEU/D'HÉROUVILLE, dérivés de crédit, 135.

¹⁴⁷⁰ Siehe dazu oben II.2.a)cc) (S. 118).

Nach dem Gesagten sind die Strukturen der beiden Verträge infolgedessen identisch und es ist hinsichtlich der vertraglichen Rechtsnatur der CSO auf den (derivativen) Optionsvertrag abzustellen¹⁴⁷¹.

b) Abgrenzung gegenüber dem Optionsvertrag als Typus

In untechnischem Sinn verstandene Optionsverträge kommen in verschiedensten Ausgestaltungen vor¹⁴⁷²: z.B. als derivatives Finanzinstrument im Sinne der Option, zu welcher auch die Credit Spread Option zu zählen ist oder als Kaufrechtsvertrag insbesondere beim Grundstückkauf¹⁴⁷³. Soweit ersichtlich ist die einzige neuere Abhandlung, welche sich mit dem Optionsvertrag als Vertragstypus umfassend auseinanderzusetzen zum Ziel gesetzt hat, diejenige von CASPER¹⁴⁷⁴. Demnach ist typenbildendes Merkmal eines Optionsvertrages oder –klausel *«das vertraglich begründete Recht, durch einseitige Erklärung einen weiteren Vertrag (den Hauptvertrag) herbeizuführen oder den bereits bestehenden Vertrag abzuändern»*¹⁴⁷⁵. Damit wird die Betrachtung von derivativen Optionen¹⁴⁷⁶ mit Cash Settlement als Optionsverträge (in diesem Sinn) ausgeschlossen¹⁴⁷⁷. Dagegen sollen derivative Optionen mit Physical Settlement unter den Typus des Optionsvertrages fallen – die zwar zahlreich vorhandenen Besonderheiten werden nicht als gravierend genug betrachtet, einen eigenen Typus einzufordern¹⁴⁷⁸.

Diese Trennung der derivativen Option nach der Art der Abwicklung widerspricht nun aber der hier vertretenen These, dass sowohl Cash Settlement wie auch Physical Settlement schliesslich nur verschiedene zum gleichen Ziel führende Wege sind, und auch letzteres als eine aus dem Vertrag fließende Hauptleistungspflicht einer Vertragspartei gesehen werden kann bzw. zu sehen ist¹⁴⁷⁹. Des weiteren ist bei der derivativen Option auch die Bedeutung des Hauptvertrages, welcher richtigerweise nur im Rahmen des

¹⁴⁷¹ Vgl. MATHIEU/D'HÉROUVILLE, *dérivés de crédit*, 55; CHAPLIN, *Credit Derivatives*, 159; BURGHOFF/HENKE/RUDOLPH, *ZBB* 1998, 280; wohl auch PARKER, *Credit Derivatives*, 40.

¹⁴⁷² Siehe CASPER, *Optionsvertrag*, 2.

¹⁴⁷³ Vgl. Art. 216 Abs. 2 OR. Zur Bezeichnung dieses Kaufrechtsvertrages als Optionsvertrag CASPER, *Optionsvertrag*, 2.

¹⁴⁷⁴ So dieser selbst: CASPER, *Optionsvertrag*, 3.

¹⁴⁷⁵ CASPER, *Optionsvertrag*, 41.

¹⁴⁷⁶ Abzugrenzen vom derivativen Optionsgeschäft wie es CASPER, *Optionsvertrag*, 93 f. versteht. Siehe auch oben bei Fn. 251.

¹⁴⁷⁷ Siehe auch CASPER, *Optionsvertrag*, 93, 97 f., 468.

¹⁴⁷⁸ CASPER, *Optionsvertrag*, 468.

¹⁴⁷⁹ Siehe dazu oben II.4.c)aa) (S. 143).

Physical Settlement vorhanden ist, beim Cash Settlements richtigerweise jegliche Begründung verliert, zu relativieren bzw. m.E. nicht aufrecht zu erhalten. Unterschiedlich ist der Hauptvertrag der gemeinen Option im Vergleich zum Physical Settlement, als dieses zumindest nie als vollkommen zweiseitiges Verhältnis beabsichtigt war und regelmässig tatsächlich auch nicht ist, sondern zugunsten des Optionskäufers ausfällt, wohingegen der übliche Kaufrechtsvertrag auf einen synallagmatischen Kaufvertrag abzielt.

Damit ist die Credit Spread Option und mit dieser der derivative Optionsvertrag insgesamt und mithin unabhängig von der Art der Abwicklung vom so verstandenen Typus des Optionsvertrages abzugrenzen.

c) Die CSO: Innominatvertrag *sui generis*

Die CSO ist zwar aus genannten Gründen nicht als Optionsvertrag im Sinne eines Vertragstypus zu qualifizieren; da jedoch der Optionsvertrag ein hauptsächlicher Bestandteil auch der derivativen Option ist, ist sie m.E. als atypischer Optionsvertrag bzw. Optionsvertrag mit atypischen Elementen¹⁴⁸⁰ zu qualifizieren. Als atypisch gilt wie erwähnt die Möglichkeit des Cash Settlements sowie die stark unterzuordnende bzw. nach vorliegender Ansicht wegzudenkende Rolle des Hauptvertrages selbst, welcher nur im Rahmen des Physical Settlement überhaupt besteht, und auch in dieser Variante nur als Hauptleistungspflicht des CSO-Verkäufers zu betrachten ist. Des weiteren ist die CSO auch atypisch, als sie nach der vorliegenden Ansicht als einheitliches Schuldverhältnis aufzufassen ist.

Der Optionsvertrag wiederum ist nach CASPER ein aleatorischer Vorfeldvertrag *sui generis*¹⁴⁸¹. Aufgrund der vorliegenden vertretenen Einheitlichkeit der CSO lässt sich diese nicht als Vorfeldvertrag betrachten. Die des weiteren von ihm angeführte Qualifikation von Optionen mit Cash Settlement als aleatorische Kurssicherungs- und Spekulationsverträge¹⁴⁸² ist mangels einer soweit ersichtlich brauchbaren Doktrin dieser Verträge in der Schweiz ebenfalls abzulehnen.

Demnach ist die CSO als atypischer Optionsvertrag ein Innominatvertrag *sui generis*¹⁴⁸³, welcher im Rahmen der Abwicklung Elemente eines Kaufvertrages beinhaltet.

¹⁴⁸⁰ Dazu HONSELL, BT, 18; HUGUENIN, BT, N 1335.

¹⁴⁸¹ Siehe CASPER, Optionsvertrag, 66.

¹⁴⁸² CASPER, Optionsvertrag, 93, 97.

¹⁴⁸³ Siehe dazu auch Nachweise oben in Fn. 273.

3. Vertragstypenübergreifende Zuordnungen

Im Rahmen der an dieser Stelle vorzunehmenden vertragsübergreifenden Zuordnungen der CSO ist deren Qualifikation als synallagmatischer Vertrag, als Dauerschuldverhältnis sowie als Termingeschäft im Sinne des Differenzeinwandes zu prüfen¹⁴⁸⁴. Dabei handelt es sich bei der CSO wie unter a) begründet um einen synallagmatischen, d.h. vollkommen zweiseitigen Vertrag. Ferner liegen aufgrund des Zwecks des Risikotransfers sowie des der Prämienzahlung innewohnenden Zeitmomentes wie unter b) ausgeführt die Voraussetzungen vor, den CDS als Dauerschuldverhältnis zu qualifizieren, welcher nach den anschliessenden Erörterungen unter c) *de lege lata* bei im Einzelfall nachgewiesener Spielartigkeit auch dem Differenzeinwand unterliegt.

a) Synallagma

Beide Parteien einer CSO sind sowohl berechtigt wie auch verpflichtet; die Prämienzahlung des Optionskäufers ist als Gegenleistung die für eventuelle Verpflichtung des –verkäufers zu sehen, die Ausgleichsleistung zu erbringen. Gegenseitig sind die Leistungen, weil jede Partei ihre Leistung im Hinblick auf die Gegenleistung versprochen hat; ferner auch deshalb, weil der Festlegung der Höhe der Prämie regelmässig eine Annäherung an Umfang und Wahrscheinlichkeit der Ausgleichsleistung zugrundegelegt wird¹⁴⁸⁵ und beide Leistungen rechnerisch auf dem Nominalwert der CSO basieren.

Das Verhältnis der beiden Leistungspflichten zueinander ist jedoch asymmetrisch: Die Leistungspflicht des Käufers – die Bezahlung der Optionsprämie – entsteht bei Vertragsschluss und ist in ihrem Umfang bekannt, wohingegen die Pflicht des Verkäufers zur Leistung wie auch deren Umfang vom Willen der anderen Vertragspartei sowie äusseren Umständen abhängt, bei Vertragsschluss für beide Parteien ungewiss ist und um ein Vielfaches höher auszufallen vermag, als die bei Transaktionsbeginn geschuldete Optionsprämie.

Wie auch beim CDS hindert diese asymmetrische Struktur die Qualifikation der CSO als synallagmatischen Vertrag nicht; aufgrund der Ungewissheit der einen Leistung kann m.E. die CSO ebenfalls als bedingtes Synallagma betrachtet werden, ohne gleichzeitig von einer Bedingung i.S.v. Art.

¹⁴⁸⁴ Siehe zum Begriff sowie den Grundlagen zur vertragstypenübergreifenden Zuordnung oben II.1.b) (S. 104).

¹⁴⁸⁵ Vgl. Teil I.

151 ff. OR auszugehen^{1486 1487}. Die Unsicherheit der zukünftigen Entwicklung vermag das scheinbare Missverhältnis – welches sich in der asymmetrischen Struktur zeigt – auszugleichen.

b) Dauerschuldverhältnis

Als typische Hauptleistungspflicht der CSO ist wie beim CDS die Ausgleichsleistung des Optionsverkäufers zu sehen: beim Cash Settlement handelt es sich dabei um die Pflicht zur Leistung einer Geldzahlung (Ausgleichszahlung), beim Physical Settlement um die Pflicht zum Kauf der Referenzverbindlichkeit beim Put bzw. Verkauf beim Call. Die Ausgleichsleistung ist diejenige Leistung, welche die Zweckerreichung der CSO ermöglicht¹⁴⁸⁸. Die Optionsprämie dagegen ist keine das Vertragsverhältnis typisierende Pflicht¹⁴⁸⁹.

Die Ausgleichsleistung als vertragstypische Leistung der CSO ist nun gerade keine eigentliche Dauerleistung, sondern erfolgt vielmehr nur zu einem bestimmten *Zeitpunkt*. So werden Optionsverträge im Allgemeinen auch nicht als Dauerschuldverhältnisse – sofern überhaupt eine entsprechende Erörterung stattfindet – qualifiziert¹⁴⁹⁰. Im Unterschied zu allgemeinen Optionsverträge dienen jedoch die derivativen Optionsverträge dem Risikotransfer, in welchem ein Dauerelement zu sehen ist: denn der Optionsverkäufer ist über die Laufzeit der CSO hinweg nicht nur der Unsicherheit ausgesetzt, ob das Optionsrecht ausgeübt wird, sondern (damit zusammenhängend) auch einer Unsicherheit über den Umfang seiner Leistungspflicht, welche in der Natur der CSO liegend für ihn in Relation zu den aktuellen Marktwerten der Referenzforderung regelmässig nachteilig ausfällt. Dieses Dauerelement der Risikotragung wird auch durch die Ausgestaltung der Optionsprämie bestätigt, welche von der maximalen Laufzeit der CSO beeinflusst wird¹⁴⁹¹.

¹⁴⁸⁶ A.A. CASPER, Optionsvertrag, 67 f., 470; BERG, Kreditderivate, 212, welcher ein Synallagma im Rahmen der Trennungstheorie ablehnt – jedoch auch den Parteien die Freiheit belässt, die CSO rechtlich einheitlich oder getrennt zu konstruieren.

¹⁴⁸⁷ Zum bedingten Synallagma siehe z.B. STÖCKLI, Synallagma, Rz. 79 ff.

¹⁴⁸⁸ Siehe zum Zweck des Kreditrisikotransfers oben II.2.c) (S. 122).

¹⁴⁸⁹ Vgl. z.B. GAUCH, Dauerverträge, 5, welcher die Mietzinspflicht des Mieters als nicht typisch anführt. Zu den Prämienzahlungen bei Kreditderivaten siehe auch oben II.4.b) (S. 139).

¹⁴⁹⁰ CASPER, Optionsvertrag, 116 f.

¹⁴⁹¹ Siehe zur Prämie oben 1.b)bb) (S. 252).

Diese Elemente sind nach der vorliegend vertretenen Ansicht zur Qualifikation eines Schuldverhältnisses als Dauerschuldverhältnis ausreichend, sofern zusätzlich auch ein Bedürfnis des in Frage stehenden Vertrages nach einer entsprechenden Behandlung zu sehen ist¹⁴⁹².

c) Differenzeinwand

Bei der CSO fallen wie auch bei einer plain vanilla Option der Vertragschluss und der Zeitpunkt der Abwicklung auseinander. Die Abwicklung erfolgt – sofern überhaupt – nach der Ausübung der Option, welche regelmässig nicht innerhalb derjenigen eines Kassageschäftes liegt. Die bisweilen nach Art der Option bzw. Abwicklung differenzierende Qualifikation der Option als Termingeschäft i.S.v. Art. 513 Abs. 2 OR¹⁴⁹³ ist vorliegend nicht relevant. Denn diese Differenzierung stellt auf die Frage nach einem Kassa- oder Termingeschäft ab¹⁴⁹⁴. Dagegen handelt es sich nach der vorliegenden Betrachtung bei der innerhalb von drei Tagen ausübbarer Option nicht um eine derivative Option, womit derivative Optionen infolgedessen immer Termingeschäfte sind¹⁴⁹⁵. Aus den aktuellen Lehrmeinungen zu Art. 513 OR ist ferner zu folgern, dass Derivate grundsätzlich in dessen Anwendungsbereich fallen sollen. Damit ist die CSO, welche den als Charakteristikum eines Termingeschäfts i.S.v. Art. 513 OR genannten Hebeleffekt ebenfalls aufweist, als (bedingtes) Termingeschäfte i.S.v. Art. 513 Abs. 2 OR zu betrachten¹⁴⁹⁶.

Als Gegenstand einer CSO kommen kreditrisikobehaftete Verbindlichkeiten bzw. deren Credit Spread in Frage. In Anbetracht der geforderten weiten Auslegung des Begriffs Waren und Börsenpapiere sind auch die Basiswerte einer CSO miteinzubeziehen: es wäre nicht konsequent, Zinsderivate miteinzubeziehen, die mit dem Credit Spread auf einem Bestandteil des Zinses beruhende CSO dagegen nicht.

Sofern infolgedessen im Einzelfall eine Spielartigkeit nachgewiesen werden kann, vermag eine Vertragspartei einer CSO den Differenzeinwand

¹⁴⁹² Siehe zum vorliegend vertretenen Begriff des Dauerschuldverhältnisses oben II.1.b)bb)1) (S. 107).

¹⁴⁹³ BSK-BAUER, N 3, 5 zu Art. 513: Börsengehandelte Optionen (als Traded Options bezeichnet), sind Termingeschäfte, Optionsscheine dagegen nicht. PULVER, Derivatgeschäfte, 79: das Vorliegen eines Differenzgeschäftes beim Cash Settlement bejaht.

¹⁴⁹⁴ Vgl. CONTRATTO, Regulierung, 220.

¹⁴⁹⁵ Siehe dazu oben I:II.3.c)bb) (S. 45).

¹⁴⁹⁶ Im Ergebnis ebenfalls PULVER, Optionsgeschäfte, 302 (Option auf konkreter Basis), 306 f. (Optionen auf abstrakter Basis); CR CO I-JEANDIN, N 13, 15 f. zu Art. 513.

wirksam geltend zu machen. Die Spielartigkeit ist im konkreten Einzelfall anhand der Differenzumstände zu prüfen¹⁴⁹⁷.

4. Rechtsnatur einzelner Elemente

An dieser Stelle ist die Rechtsnatur einzelner Elemente der CSO zu bestimmen, wobei deren Inhalt im Detail bereits oben angeführt wurde und entsprechend darauf zu verweisen ist¹⁴⁹⁸. So ist zu Beginn die Rechtsnatur des Rechts zur Optionsausübung unter a), der Hauptleistungspflichten der CSO unter b), die Bedeutung der Laufzeit unter c) und schliesslich die Rechtsnatur des Credit Events unter d) zu bestimmen.

a) Das Recht zur Ausübung der Option

Das Recht des Optionskäufers zur Ausübung der Option wird bei Vertragsschluss begründet, gerichtet es auf die Forderung der vereinbarten Ausgleichsleistung, wie unter aa) im Detail auszuführen sein wird. Unter bb) soll anschliessend die Rechtsnatur dieses Rechts bestimmt werden. Wie aufzuzeigen ist, ist es als Optionsrecht zu qualifizieren, beim Physical Settlement ein Kaufs- bzw. Verkaufsrecht als besonderes Optionsrecht. Bei beiden Optionsrechten handelt es sich um Gestaltungsrechte, wobei vorliegend der Bedingungstheorie gefolgt wird. Ausgeübt wird es durch eine entsprechende Willenserklärung des Berechtigten.

aa) Gegenstand und Begründung

Der Käufer der CSO ist berechtigt, diese auszuüben und die vereinbarte Leistung vom Verkäufer zu fordern. Der Umfang der Leistung des Verkäufers ist abhängig von der Entwicklung der verschiedenen Werte, auf welche die CSO vertraglich Bezug genommen hat.

Der Gegenstand des Rechts selbst ist ebenfalls abhängig von den jeweiligen Vereinbarungen der Parteien. Es kann auf die Forderung einer Geldleistung (Differenzzahlung) oder auf den Kauf oder Verkauf des Basiswertes zu den bei Vertragsschluss vereinbarten Konditionen gerichtet sein. Die wohl herrschende Lehre geht davon aus, dass das Optionsrecht mittels des Optionsbegründungsvertrages begründet wird und in diesem Vertrag die Hauptleistung des Optionsgebers darstelle. Aus den oben angestellten

¹⁴⁹⁷ Siehe zur Spielartigkeit oben II.1.b)cc)2) (S. 113).

¹⁴⁹⁸ Oben 1 (S. 250).

Überlegungen erscheint dies nicht sachgerecht¹⁴⁹⁹. Für den Zeitpunkt der Begründung des Rechts ist zwar auf den Vertragsschluss abzustellen, bei der Einräumung handelt es sich jedoch nicht um eine Leistung, und schon überhaupt keine Hauptleistung des Optionsgebers.

bb) Qualifikation

1) Optionsrecht

In Bezug auf den Optionsvertrag wird das vertraglich eingeräumte Recht unbestritten als Optionsrecht betrachtet¹⁵⁰⁰; nach der herrschenden Lehre ist ein Optionsrecht ferner als Gestaltungsrecht zu qualifizieren¹⁵⁰¹.

Mit der Ausübung der CSO verändert der Berechtigte die Rechtstellung des Verkäufers ohne dessen Mitwirkung, da er mit der Ausübung einen Anspruch gegen den Verkäufer auf die Ausgleichsleistung bzw. Vertragsabwicklung erhält. Diese Berechtigung entspricht jener der Option bzw. des Optionsvertrages, womit dieses Recht ebenfalls als Optionsrecht und damit als Gestaltungsrecht zu qualifizieren ist. Dies ist ohne weiteres der Fall, sofern die Abwicklung als Physical Settlement – die Herbeiführung der Wirkungen eines Kaufvertrages – vereinbart wurde; diesfalls gilt es nach herrschender Lehre als Kaufs- bzw. Verkaufsrecht¹⁵⁰².

Wie auch die derivative Option kann auch die CSO abstrakt sein, als eine tatsächliche Lieferung aufgrund der Struktur ausgeschlossen ist¹⁵⁰³. Daneben lässt sich die Struktur der CSO auch entsprechend wählen, als dass die tatsächliche Lieferung nur vertraglich ausgeschlossen wird und an deren Stelle eine Differenzzahlung tritt.

Das Forderungsrecht eines Optionsvertrages mit einem abstrakten Basiswert wie einem Index betrachtet die Lehre ebenfalls als ein Optionsrecht¹⁵⁰⁴, jedoch nicht als Kaufs- bzw. Verkaufsrecht. Dasselbe hat m.E. auch zu gelten, falls die Lieferung nur vertraglich ausgeschlossen wurde. Die vorliegend vertretene Ablehnung des Hauptvertrages im Rahmen des Cash Settlements hat m.E. ebenfalls keinen Einfluss auf die Qualifikation dieses Rechts als Optionsrecht¹⁵⁰⁵.

¹⁴⁹⁹ Zum Ganzen oben II.4.a)bb)3) (S. 137).

¹⁵⁰⁰ Siehe oben Fn. 253.

¹⁵⁰¹ Siehe oben I:II.3.c)bb) (S. 47).

¹⁵⁰² Siehe oben I:II.3.c)bb) (S. 47).

¹⁵⁰³ Vgl. oben I:I.2.c)aa) (S. 23); I:I.2.c)bb) (S. 25).

¹⁵⁰⁴ Siehe oben I:II.3.c)bb) (S. 47).

¹⁵⁰⁵ Vgl. dazu oben III.4.a)aa)4) (S. 196).

Die bisweilen vorkommenden Konstellationen, in welchen von einer automatischen Ausübung des Optionsrechts ausgegangen wird¹⁵⁰⁶, ändern an dessen Qualifikation m.E. ebenfalls nichts. da der Käufer von der Ausübung profitieren würde und in diesen Fällen die letzte oder einzige Möglichkeit der Ausübung erreicht ist, ist in jedem Fall davon auszugehen, dass ein vernünftiger Optionskäufer die Ausübung vornehmen wird. Wird diese automatische Ausübung explizit vereinbart, so lässt sich das Optionsrecht – welches durch eine Willenserklärung auszuüben ist¹⁵⁰⁷ – als durch stillschweigende Willenserklärung ausgeübt betrachten.

2) Rechtsnatur des Kaufs-/Verkaufsrechts

Für das Verkaufsrecht (als Optionsrecht) werden hinsichtlich dessen Rechtsnatur verschiedene Theorien vertreten¹⁵⁰⁸. Da es sich bei der CSO ebenfalls um einen derivativen Optionsvertrag handelt, gelten die entsprechenden Lehrmeinungen grundsätzlich auch vorliegend, womit die Bedingungs- oder die Gestaltungsrechtstheorie in Frage kommen.

Da m.E. die Betrachtung als einheitliches Schuldverhältnis der Trennung vorzuziehen ist – bei der derivativen Option sogar noch mehr als bei einem gemeinen Kaufrechtsvertrag – ist gegen die Gestaltungsrechts- und für die Bedingungstheorie zu entscheiden. Im übrigen werden Wollensbedingung von der herrschenden Lehre zwischenzeitlich klar als zulässig erachtet.

Damit ist das Kaufs-/Verkaufsrecht als Wollensbedingung zu qualifizieren, die Referenzverbindlichkeit zu den vereinbarten Konditionen zu kaufen bzw. zu verkaufen¹⁵⁰⁹.

3) Optionsrecht beim Cash Settlement

Da es sich beim Cash Settlement nicht um das Recht zu einem Kauf oder Verkauf handelt, ist die Betrachtung dieser Optionsrechte als Kaufs- oder Verkaufsrechte richtigerweise ausgeschlossen¹⁵¹⁰, und zwar m.E. unabhängig davon, ob eine tatsächliche Lieferung aufgrund der Natur des Basiswertes nicht möglich ist oder eine solche nur vertraglich ausgeschlossen wurde.

¹⁵⁰⁶ Am Verfalltag sowie bei europäischen Optionen. Siehe im Detail oben 1.b)cc)1) (S. 252).

¹⁵⁰⁷ Siehe dazu sogleich

¹⁵⁰⁸ Siehe zum Ganzen oben (im Rahmen der Rechtsnatur des Optionsvertrages)1:II.3.c)bb) (S. 45).

¹⁵⁰⁹ Zur Wollensbedingung siehe oben III.4.a)aa)1)ii) (S. 193).

¹⁵¹⁰ Für Optionen auf einen Index (wobei bei diesem Basiswert eine tatsächliche Lieferung aufgrund der Natur ausgeschlossen ist): PULVER, Optionsgeschäfte, 247; FORSTMOSER/PULVER, WM 1988, 10; HÄUSLER, vertragliche Grundlagen, 113.

Wie auch beim Kauf-/Verkaufsrecht ist bei der CSO der Bedingungstheorie zu folgen¹⁵¹¹, womit das Optionsrecht als Wollensbedingung zu qualifizieren ist, gerichtet auf die Forderung der Ausgleichszahlung¹⁵¹².

4) Ausübung des Optionsrechts

Das Optionsrecht als Gestaltungsrecht wird vom Berechtigten mittels einer einseitigen, empfangsbedürftigen Willenserklärung ausgeübt. Massgebend für den Zeitpunkt, zu welchem die Ausübung ihre Wirkung entfaltet, ist der Zugang der Willenserklärung¹⁵¹³. Zeitlich wird die Möglichkeit der Ausübung durch die Laufzeit der CSO befristet. Während der Laufzeit liegt die Ausübung im alleinigen Entscheidungsbereich des Optionskäufers, wobei er es in der Regel nur ausüben wird, sofern die Konstellation der Berechnungsfaktoren zu seinen Gunsten ausfallen: D.h. beim Cash Settlement die Forderung einen positiven Inhalt aufweist und beim Physical Settlement bei der Put CSO der berechnete Verkaufspreis grösser als der Marktpreis, und entsprechend umgekehrt bei der Call CSO der Kaufpreis kleiner ausfällt. Wird das Optionsrecht nicht innerhalb der Laufzeit ausgeübt, so erlischt es durch Verwirkung¹⁵¹⁴.

Erfolgt eine sog. automatische Ausübung des Optionsrechts, ist diese m.E. als stillschweigende Willenserklärung zu betrachten. Dies kann einerseits explizit im Vertrag vereinbart werden oder sich aus Art. 6 OR *per analogiam* im Falle der Bedingungstheorie ergeben¹⁵¹⁵. Denn wenn ein Vertrag selbst durch stillschweigende Willenserklärung zustande kommen kann, muss dies entsprechend auch für die Abwicklung bzw. Wollensbedingung als Bestandteil eines Vertragsverhältnisses gelten.

b) Die Hauptleistungspflichten

Aus wirtschaftlicher Sicht trägt der Verkäufer der CSO das jeweilige Risiko der Veränderungen des Credit Spreads der Referenzforderung. Die Gestaltung der Risikotragung erfolgt bei der CSO durch die Einräumung des Optionsrechts, wonach der CSO-Käufer vom Verkäufer eine Ausgleichsleistung fordern darf. Sowohl die Gefahrtragung¹⁵¹⁶ wie auch die Einräumung

¹⁵¹¹ Zur Begründung siehe oben 2) (S. 266).

¹⁵¹² Zur Wollensbedingung siehe oben III.4.a)aa)1)ii) (S. 193).

¹⁵¹³ Vgl. BK-WEBER, N 99 zu Art. 102.

¹⁵¹⁴ Vgl. PULVER, Optionsgeschäfte, 322.

¹⁵¹⁵ Siehe zur Willenserklärung durch Stillschweigen z.B. BK-SCHMIDLIN, N 12 zu Art. 1.

¹⁵¹⁶ Siehe zur Begründung oben II.4.a)bb)1) (S. 134)

eines Rechtes¹⁵¹⁷ sind in der vorliegend vertretenen Auffassung als rechtliche Leistungspflichten und damit auch Hauptleistungspflichten aus den a.a.O. erwähnten Gründen abzulehnen.

Als Leistungspflichten verbleibt demnach auf Seiten des CSO-Verkäufers die Pflicht zur Ausgleichsleistung, welche richtigerweise dessen Hauptleistungspflicht aus der CSO darstellt und unter bb) behandelt wird. Dass es sich beim Physical Settlement bei dieser Pflicht um ein vertragliches Verhältnis handelt, hindert nach der vorliegenden Betrachtung deren Qualifikation als Leistungspflicht nicht¹⁵¹⁸. Die Hauptleistungspflicht des Sichernehmers ist unbestreitbar die Pflicht zur Prämienzahlung, welche zu Beginn unter aa) behandelt wird. Dieses Pflichtengefüge zeigt auch auf, dass vorliegend die CSO als einheitliches Schuldverhältnis zu betrachten ist¹⁵¹⁹.

aa) Prämienzahlung des Optionskäufers

Die Pflicht zur Prämienzahlung ist die einzige Verpflichtung des Optionskäufers. Es handelt sich um eine bei Vertragsschluss entstehende Geldschuld, als deren Zahlungstermin regelmässig ebenfalls der Vertragsschluss gilt, womit auch ihr Umfang zu diesem Zeitpunkt festzustehen hat. Im Anwendungsbereich von Rahmenverträgen gilt dieser Zahlungstermin gleichzeitig auch als Fälligkeitstermin¹⁵²⁰.

Wenn die Prämie auch gemeinhin als Gegenleistung für die Einräumung des Optionsrechts aufgefasst wird, ist ihre Erfüllung keine Voraussetzung für das Entstehen des Optionsrechts selbst. Mangels Auffassung der Einräumung des Optionsrechts als Leistungspflicht kann sie geradezu nicht die Gegenleistung dieser Einräumung sein. Wenn ihr Umfang auch nach zeitlichen Elementen berechnet wird, handelt es sich nicht um eine Zinszahlung¹⁵²¹.

bb) Ausgleichsleistung des Optionsverkäufers

1) Cash Settlement

Die Forderung des Optionskäufers auf die Differenzzahlung beim Cash Settlement wird mit der Ausübung des Optionsrechts¹⁵²² verbindlich; gleich-

¹⁵¹⁷ Siehe zu Begründung oben II.4.a)bb)3) (S. 137).

¹⁵¹⁸ Siehe zu Begründung oben II.4.c)aa) (S. 143).

¹⁵¹⁹ Siehe CASPER, Optionsvertrag, 55 ff. zur Begründung der Ablehnung eines einheitlichen Schuldverhältnisses beim Optionsvertrag.

¹⁵²⁰ Siehe zur Erfüllung von Geldleistungspflichten auch oben II.4.d) (S. 148).

¹⁵²¹ Siehe dazu oben II.4.b)bb) (S. 140).

¹⁵²² Siehe dazu oben a)bb)4) (S. 267), wobei der Zeitpunkt des Zugangs massgebend ist.

zeitig wird auch der Umfang bestimmt sowie die Forderung nach Art. 75 OR fällig, sofern diesbezüglich keine anderslautenden Vereinbarungen bestehen.

Dabei bezeichnet Cash Settlement m.E. nicht die Verrechnung zweier gegenseitiger Forderungen und ebensowenig einen Hauptvertrag, als vielmehr ausschliesslich eine Forderung auf eine Geldleistung, welche aus der Differenz zweier Grössen zu berechnen ist und daher auch als Differenzzahlung bezeichnet wird.

Die Differenzzahlung ist ferner nicht dadurch bedingt, dass die Berechnungsfaktoren zum Berechnungszeitpunkt einen Umfang grösser Null ergeben, vielmehr erlischt in diesem Fall die Forderung mangels Inhalts eine juristische Sekunde nach deren Begründung¹⁵²³.

2) Physical Settlement

Physical Settlement bezeichnet ein (kauf-)vertragliches Verhältnis zwischen den Parteien der CSO¹⁵²⁴, welches aufgrund dem «Miss»-verhältnis zwischen den jeweiligen Leistungen aus wirtschaftlicher Sicht als Leistung des Optionsverkäufers betrachtet werden kann¹⁵²⁵. Begründet wird das vertragliche Verhältnis bei Vertragsschluss, ist jedoch durch eine Wollensbedingung bedingt ausgestaltet.

c) Laufzeit

Bei der amerikanischen CSO handelt es sich bei der Laufzeit nur um eine Befristung des Optionsrechts, welches nach deren Ablauf durch Verwirkung erlischt. Die Laufzeit drückt dabei den maximal vereinbarten Zeitraum aus, welcher nicht zwingend vollständig erreicht werden muss. So wird bei rechtzeitiger Ausübung des Optionsrechts die Befristung hinfällig, da das Optionsrecht mit Ausübung ebenfalls erlischt. Ferner kann bei der CSO mit einem Knock-out die Laufzeit auch durch den Eintritt eines Credit Events verkürzt werden und damit das Optionsrecht vorzeitig untergehen.

¹⁵²³ Siehe dazu auch beim TRS oben IV.4.a)cc)2) (S. 243); a.A. z.B. CLOUTH, Finanz-Derivate, 48.

¹⁵²⁴ Siehe dazu oben II.4.c)cc) (S. 145).

¹⁵²⁵ Siehe zum vertraglichen Verhältnis als Leistung oben II.4.c)aa) (S. 143).

d) Credit Event bei der knock-out CSO

Der Eintritt eines Credit Events bei der knock-out CSO hat ausschliesslich eine Wirkung auf das Recht des Käufers zur Ausübung der Option. Es kann nicht mehr und nie mehr ausgeübt werden, d.h. es erlischt mit dem Eintritt eines Credit Events. Als Gestaltungsrecht kann das Optionsrecht bedingt ausgestaltet werden¹⁵²⁶. Da es bis zum Eintritt des Credit Events Bestand hatte und der Credit Event als ein zukünftiges ungewisses Ereignis eine Bedingung im Rechtssinn sein kann¹⁵²⁷, ist dieser folglich als Resolutivbedingung i.S.v. Art. 154 OR zu qualifizieren. Wie auch beim CDS kann die Wirkung des Eintritts von der Erfüllung von Obliegenheiten wie die Erbringung einer Mitteilung abhängig gemacht werden. So können z.B. die Regelungen der CDD für die *Credit Event Notice* und die *Notice of Publicly Available Information* entsprechend angepasst übernommen worden¹⁵²⁸.

¹⁵²⁶ Siehe Nachweise oben in Fn. 1228.

¹⁵²⁷ Siehe dazu oben III.4.a)bb)2) (S. 199).

¹⁵²⁸ Siehe zu den Mitteilungen oben III.1.d) (S. 167); zu deren Rechtsnatur oben III.4.a)cc) (S. 200).

KREDITDERIVATE IM AUFSICHTSRECHT

Der dritte Teil befasst sich mit der aufsichtsrechtlichen Erfassung von Kreditderivaten im Schweizerischen Aufsichtsrecht. Den gesetzlichen Gegebenheiten entsprechend erfolgt dabei ein institutsbezogener Aufbau, aufgeteilt nach bankaufsichts-, versicherungsaufsichts- sowie kapitalmarktrechtlichen Aspekten.

Zu Beginn werden die teilweise von europäischen Vorgaben beeinflussten Regelungen zu Kreditderivaten im deutschen und englischen Finanzmarktrecht dargestellt (I.). Diese Darstellung erfolgt losgelöst vom Schweizerischen Recht, da das Schweizerische Recht eine andere Herangehensweise an die aufsichtsrechtliche Erfassung von regulierten Tätigkeiten aufweist.

Anschliessend wird aus der Sicht des Schweizerischen Rechts im Rahmen der bankaufsichtsrechtlichen (II.) sowie versicherungsaufsichtsrechtlichen (III.) Erörterungen jeweils danach gefragt, inwiefern Engagements in Kreditderivaten eine Bewilligungspflicht auslösen, sowie welche Vorschriften die der jeweiligen Aufsicht bereits unterstellte Institute im Rahmen eines Einsatzes von Kreditderivaten zu beachten haben. Im Rahmen der versicherungsaufsichtsrechtlichen Behandlung werden rechtsvergleichend auch das deutsche, englische sowie teilweise das amerikanische Versicherungsaufsichtsrecht hinzugezogen.

Anschliessend wird unter den kapitalmarktrechtlichen Aspekten (IV.) die Behandlung von Kreditderivaten im BEHG sowie im Recht der kollektiven Kapitalanlage erörtert. Im Anwendungsbereich des BEHG wird geprüft, inwiefern Kreditderivate als Effekten gelten oder allenfalls geeignet sind, Effekten im Sinne dieser Bestimmungen zu sein – was wiederum auch einen Einfluss auf eine allfällige Bewilligungspflicht ausüben kann. Im Rahmen der kollektiven Kapitalanlage werden die beim Einsatz von Kreditderivaten zu beachtenden Vorschriften der einzelnen Anlagevehikel betrachtet.

I. Kreditderivate im deutschen und englischen Finanzmarktrecht

Im folgenden Kapitel wird die grundsätzliche Erfassung von Kreditderivaten im deutschen sowie englischen Finanzmarktrecht aufgezeigt. Diese Rechtsordnungen sind hinsichtlich der Erfassung von Kreditderivaten insbesondere von der MiFID und deren Vorgabe, Kreditderivate als Finanzinstrumente zu behandeln, geprägt. Zu Beginn werden die rechtlichen Grundlagen dargestellt (1.) und auf die Grundzüge der Regelungen eingegangen (2.). Die Art der Regelung sowie der gesetzlichen Grundlagen insgesamt unterscheiden sich dabei von der Schweizerischen Gesetzgebung, welche in bank- und versicherungsaufsichtsrechtliche sowie mit dem BEHG und dem KAG in kapitalmarktrechtliche Erlasse aufzuteilen ist, wohingegen die englische sowie deutsche Gesetzgebung Finanzdienstleistungen insgesamt erfassen und darauf aufbauend verschiedene Bewilligungs- und Verhaltensvorschriften statuieren. Die Regelungen dieser Rechtsordnung zur Versicherung werden dagegen im Rahmen der versicherungsaufsichtsrechtlichen Aspekte in Kapitel III¹⁵²⁹ behandelt.

1. Rechtliche Grundlagen

Wie auch in Bezug auf die entsprechende Behandlung nach Schweizer Recht ist einerseits danach zu fragen sein, inwiefern ein Engagement in Kreditderivaten einer Aufsichts- oder Bewilligungspflicht auslöst, und andererseits inwiefern besondere Regeln für bereits einer Aufsicht unterstellte Institute in Bezug auf den Einsatz von Kreditderivaten gelten.

Die im folgenden zu betrachtenden rechtlichen Grundlagen in Deutschland finden sich im Kreditwesengesetz (KWG) sowie im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und in England im Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA 2000). Diese Gesetze wurden teilweise durch europäische Vorgaben beeinflusst; eine darin aufgenommene Richtlinie ist z.B. die Markets in Financial Instruments (MiFID). Diese schreibt etwa vor, Kreditderivate als Finanzinstrumente zu definieren¹⁵³⁰.

¹⁵²⁹ Unten III (S. 289).

¹⁵³⁰ MiFID Anh. 1 Abschn. C Ziff. 8.

Die erwähnten Gesetzgebungen setzen nicht nur die Vorgaben der MiFID um. Die FSMA 2000 erfassen sämtliche zu regulierende Investitionstätigkeiten¹⁵³¹, worunter auch das Versicherungsgeschäft fällt¹⁵³².

Das KWG schreibt eine Zulassungspflicht für Unternehmen vor, welche Bankgeschäfte betreiben oder Finanzdienstleistungen erbringen¹⁵³³, und enthält des weiteren diese Unternehmen betreffende Bestimmungen wie Eigenmittelanforderungen¹⁵³⁴, Vorschriften zum Kreditgeschäft¹⁵³⁵ oder solche zur Verhinderung von Geldwäscherei oder der Terrorismusfinanzierung¹⁵³⁶. Das WpHG richtet sich an im KWG als Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitute erfasste Unternehmen, welche ebenfalls Wertpapierdienstleistungen erbringen¹⁵³⁷ und enthält verschiedene diese betreffende Vorschriften. Es wird auch als die grundlegende Norm des deutschen Kapitalmarktrechts bezeichnet¹⁵³⁸.

2. Grundzüge der Regelung im MiFID, WpHG, KWG und FSMA 2000

Kreditderivate gelten nach der MiFID als Finanzinstrumente – die Definition «*derivative Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken*»¹⁵³⁹ lässt hier m.E. hinsichtlich der Erfassung der einzelnen Grundtypen keinen Spielraum für andere Interpretationen offen. In Deutschland gelten Kreditderivate im Anwendungsbereich des KWG sowie des WpHG als Derivate, und damit als Finanzinstrumente¹⁵⁴⁰. Auf die Legaldefinition von Kreditderivaten im KWG und WpHG sei an dieser Stelle nicht näher einzugehen: die Betrachtung von Kreditderivaten als Finanzinstrumente wird durch die MiFID vorgegeben, und auch der Wille des deutschen Gesetzgebers, Kreditderivate zu erfassen,

¹⁵³¹ Vgl. CASTAGNINO, Derivatives, Rz. 5.06.

¹⁵³² Vgl. Art. 10 RAO.

¹⁵³³ § 32 Abs. 1 KWG.

¹⁵³⁴ § 10 ff. KWG.

¹⁵³⁵ § 13 ff. KWG.

¹⁵³⁶ § 25b ff. KWG.

¹⁵³⁷ § 2 Abs. 4 WpHG.

¹⁵³⁸ BRUSKI in SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, N 68 vor § 104; KÜMPEL, Kapitalmarktrecht, Rz. 16.1; FUCHS in FUCHS (Hrsg.), WpHG, N 1, 4 zu Einl.

¹⁵³⁹ Anh. 1 Abschn. C Ziff. 8 MiFID.

¹⁵⁴⁰ § 1 Abs. 11 Satz 4 Nr. 4 i.V.m. § 1 Abs. 11 Satz 1 KWG; § 2 Abs. 2 Nr. 4 i.V.m. Abs. 2b WpHG: «*als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und dem Transfer von Kreditrisiken dienen (Kreditderivate)*».

dürfte klar sein^{1541 1542}. Im übrigen können einzelne Kreditderivate auch als Derivate im Sinne der übrigen Bestimmungen gelten^{1543 1544}.

In England bzw. unter dem Regime der FSMA 2000¹⁵⁴⁵ gelten nach Art. 85 Abs. 3 RAO Kreditderivate i.S. der MiFID als sog. *contracts for differences*, welche ihrerseits als von der FSMA 2000 geregelte *investments of a specified kind* qualifiziert werden.

In Bezug auf die Konsequenz der Behandlung von Kreditderivaten als Finanzinstrumente im Sinne der erwähnten Gesetzgebungen ist einerseits die Frage nach einer daraus folgenden Bewilligungs- oder Zulassungspflicht zu stellen¹⁵⁴⁶. Diese ist neben dem Bezug auf Finanzinstrumente von bestimmten (i.d.R. gewerbsmässig ausgeübten) Tätigkeiten abhängig. Diese Tätigkeiten werden in der MiFID als Wertpapierdienstleistungen, im KWG als Finanzdienstleistungen und in der FSMA 2000 als *activity of a specified kind* bezeichnet¹⁵⁴⁷. Die vom WpHG umfassten Tätigkeiten werden ebenfalls als Wertpapierdienstleistungen bezeichnet; es statuiert jedoch keine Zulassungspflicht, da die diese Dienstleistungen erbringenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen *per definitionem* vom KWG erfasst werden müssen und damit gleichzeitig auch als Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitute i.S. des KWG gelten¹⁵⁴⁸.

Im Grundsatz ist festzuhalten, dass die erfassten, eine Zulassung begründenden Tätigkeiten eher – insbesondere im Rahmen der auf MiFID basierenden Umsetzungsverpflichtung – auf den Sekundärmarkt bzw. den Handel

¹⁵⁴¹ Explizit Deutscher Bundestag, Drucksache 16/4028 vom 12.01.2007, S. 55: «Demnach werden in Zukunft beispielsweise auch Credit Default Swaps (CDS) erfasst, die sich ausschließlich auf ein Darlehen oder ein Kreditportfolio als Referenzwert beziehen.», abrufbar unter <dip21.bundestag.de/dip21/btd/16/040/1604028.pdf>; vgl. auch REINER/SCHACHT, WM 2010, 339 m.w.N., wonach CDS erfasst werden sollen.

¹⁵⁴² Vgl. dazu BERG, Kreditderivate, 344 ff.; FRISCH in DERLEDER/KNOPS/BAMBERGER (Hrsg.), Handbuch Bankrecht, § 52 N 20; ähnlich KIM, Credit Derivatives, 133, der ohne weitere Begründung davon ausgeht, dass diese Definition Default Swaps, Credit Indices, Credit Options oder kotierte Credit Futures abdecke.

¹⁵⁴³ Vgl. BERG, Kreditderivate, 351, 353; BECK, Insidergeschäfte, 27.

¹⁵⁴⁴ Zur (berechtigten) Kritik an der Legaldefinition z.B. BERG, Kreditderivate, 357.

¹⁵⁴⁵ Die regulierten Aktivitäten und Investitionen ergeben sich aus dem Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 (RAO) Part II bzw. III. Die diesbezüglichen Umschreibungen in Schedule 2 der FSMA 2000 scheinen nicht relevant zu sein: siehe dazu z.B. GLEESON in GLEESON (Hrsg.), FSA Regulation, 6.

¹⁵⁴⁶ Vgl. Art. 5 Abs. 1 MiFID; § 32 Abs. 1 KWG; s. 19 FSMA 2000.

¹⁵⁴⁷ Section 22(1)(a) FSMA 2000; siehe auch CASTAGNINO, Derivatives Rz. 5.57; GLEESON in GLEESON (Hrsg.), FSA Regulation, 6.

¹⁵⁴⁸ Vgl. Definition des Wertpapierdienstleistungsunternehmens in § 2 Abs. 4 WpHG.

mit Finanzinstrumenten oder auf den Dienstleistungscharakter der Begründung der Transaktion ausgerichtet sind¹⁵⁴⁹ und den ausserbörslich und ohne Dienstleistungsabsicht abgeschlossenen, finanzökonomisch als Derivat zu qualifizierenden Vertrag nicht umfassen. Dies ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass nicht jeder Investor bewilligungspflichtig sein soll¹⁵⁵⁰ und entspricht auch der Zielsetzung der MiFID, einheitliche Regeln für das Erbringen von Wertpapierdienstleistungen im Europäischen Wirtschaftsraum festzulegen, um einheitliche Wettbewerbsbedingungen zu schaffen und den Anlegerschutz wie auch die Effizienz und Integrität des europäischen Finanzmarktes zu verbessern¹⁵⁵¹. So werden mit der Umsetzung der MiFID verschiedene Tätigkeiten der Finanzdienstleistung nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 f. sowie Nr. 11 KWG bzw. der Wertpapierdienstleistung nach § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1-4 sowie Satz 2 WpHG anhand der Anschaffung und/oder Veräusserung von Finanzinstrumenten umschrieben, wobei diese Begriffe alle Rechtsgeschäfte umfassen sollen, welche einen Vollrechtserwerb bzw. -verlust zur Folge haben¹⁵⁵² und damit nicht auch den Abschluss von Kreditderivaten bzw. die entsprechende Neuschaffung von Rechten und Pflichten betreffen.

Neben der Zulassungspflicht werden auch Bestimmungen an die Finanzinstrumente selbst oder an deren Einsatz durch ein bereits aus anderen Gründen einer Aufsicht unterstelltes bzw. im jeweiligen gesetzlichen Anwendungsbereich bewilligtes oder zugelassenes Unternehmen angeknüpft. Dies bisweilen auch ausserhalb der durch die MiFID auferlegten Umsetzungsverpflichtungen.

Die MiFID statuiert z.B. Pflichten, falls im Rahmen einer definierten Wertpapierdienstleistung auf Finanzinstrumente Bezug genommen wird¹⁵⁵³. Weitere Pflichten können sich auch nur aus der Betrachtung des Vertragspartners ergeben, z.B. sofern es sich um einen Kunden im Sinne des Gesetzes

¹⁵⁴⁹ FUCHS in *FUCHS (Hrsg.)*, WpHG, N 2 zu Einl.

¹⁵⁵⁰ Siehe dazu GLEESON in *GLEESON (Hrsg.)*, FSA Regulation, 16 f.

¹⁵⁵¹ ELLENBERGER in *CLOUTH/LANG (Hrsg.)*, MiFID, N 1; FRISCH in *DERLEDER/KNOPS/BAMBERGER (Hrsg.)*, Handbuch Bankrecht, § 52 N 6.

¹⁵⁵² FUCHS in *FUCHS (Hrsg.)*, WpHG, N 78 zu § 2; vgl. ferner a.a.O. N 83, 87, 89; siehe auch BaFin, Merkblatt – Hinweise zu den Tatbeständen des Eigenhandels und des Eigengeschäfts vom 22.03.2011, unter 1.c.aa (abrufbar unter <www.bafin.de/cdn_161/nn_724262/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Service/Merkblaetter/mb__110322__eigenhandel__eigengeschaeft__neu.html>).

¹⁵⁵³ Z.B. Art. 18 Abs. 1 (Interessenkonflikte) oder Art. 19 Abs. 1 MiFID (Wohlverhaltensregeln).

handelt¹⁵⁵⁴. Diese Pflichten können grundsätzlich auch bei Kreditderivaten Anwendung finden. Unklar ist m.E., ob im Rahmen der Datenaufbewahrungspflicht i.S.v. Art. 25 Abs. 2 MiFID, nur die ebenfalls als Wertpapierdienstleistungen geltende Ausführung von Aufträgen im Namen von Kunden¹⁵⁵⁵ und der Handel für eigene Rechnung¹⁵⁵⁶ (wie gesetzlich definiert) umfasst werden, oder generell auf Geschäfte mit Finanzinstrumenten für eigene Rechnung zu beziehen ist. Insgesamt ist jedoch festzuhalten, dass Kreditderivate von der MiFID tatsächlich kaum erfasst werden¹⁵⁵⁷.

Ausserhalb der Vorgaben der MiFID beinhalten die FSMA 2000 sowie das WpHG z.B. Bestimmungen zur Insiderüberwachung und Marktmanipulation¹⁵⁵⁸, welche ebenfalls auf Kreditderivate Anwendung finden können¹⁵⁵⁹. Ferner können im Anwendungsbereich von nach dem KWG bewilligten Unternehmen Kreditderivate nach § 1a Abs. 7 z.B. als Absicherung einer Anlagebuchposition berücksichtigt werden¹⁵⁶⁰, und nach § 19 Abs. 1 Satz 3 Nr. 14 KWG gelten sie als Kredite i.S.v. § 19 für die §§ 13-13b sowie 14 KWG. Daraus folgt eine Anzeigepflicht von Grosskrediten und eine maximale kreditnehmerbezogene Anlagebuch-Gesamtposition nach § 13a KWG auch für Kreditderivate; ferner sind nach § 14 Abs. 1 KWG Kreditnehmer mit einem Kreditvolumen über 1,5 Mio. Euro zu melden¹⁵⁶¹.

¹⁵⁵⁴ Z.B. Art. 21 Abs. 1 MiFID (kundengünstigste Auftragsausführung).

¹⁵⁵⁵ Definition in Art. 4 Abs. 1 Ziff. 5 MiFID; eine Wertpapierdienstleistung gem. Anh I Abschn. A Ziff. 2.

¹⁵⁵⁶ Definition in Art. 4 Abs. 1 Ziff. 6 MiFID; eine Wertpapierdienstleistung gem. Anh I Abschn. A Ziff. 3.

¹⁵⁵⁷ Vgl. aber ELLENBERGER in *CLOUTH/LANG (Hrsg.)*, MiFID, N 1.

¹⁵⁵⁸ §§ 12 ff., § 20a WpHG; Art. 118 ff. FSMA 2000.

¹⁵⁵⁹ Hinsichtlich der FSMA 2000 vgl. SHIREN/DAMIANOVA, JIBFL 2010, 420. Zum Insiderpapier nach WpHG siehe BECK, *Insidergeschäfte*, 24 ff.

¹⁵⁶⁰ Sofern auch weitere Voraussetzungen nach §§ 154 ff. SolvV erfüllt sind, siehe AUERBACH/GROL in *SCHWENNICKE/AUERBACH (Hrsg.)*, KWG, § 1a N 51 ff.

¹⁵⁶¹ Siehe AUERBACH in *SCHWENNICKE/AUERBACH (Hrsg.)*, KWG, § 19 N 67 f., 167.

II. Bankaufsichtsrechtliche Aspekte

In der bankaufsichtsrechtlichen Betrachtung von Kreditderivaten ist festzustellen, dass Kreditderivate wie unter 1. ausgeführt wird keine Bankgeschäfte darstellen und damit keine Bewilligungspflicht begründen. Unter 2. werden die für bereits der Bankaufsicht unterstellten Institute geltenden Vorschriften beim Einsatz von Kreditderivaten hinsichtlich der Eigenmittel und Risikoverteilung dargestellt.

1. Abgrenzung zum Bankgeschäft

Eine Bank benötigt nach Art. 3 Abs. 1 BankG zur Aufnahme der Geschäftstätigkeit eine Bewilligung der FINMA. Als Banken i.S. des BankG werden in Art. 2a BankV dem Grundsatz nach hauptsächlich im Finanzbereich tätige, das Zinsdifferenzgeschäft betreibende Unternehmen bezeichnet¹⁵⁶². Als solches gilt die gewerbsmässige Entgegennahme von Publikums Gelder (Passivgeschäft)¹⁵⁶³, um diese in eigenem Namen an Kunden auszuleihen (Aktivgeschäft/Finanzierung). Die aus diesen beiden Geschäften resultierende Zinsdifferenz bildet den Gewinn einer Bank aus dem Bankgeschäft¹⁵⁶⁴.

Kreditderivate beziehen sich auf im Rahmen des Aktivgeschäftes geschaffene Finanzierungsverträge, wie insbesondere Bankkredite oder auch Anleihen. Da sie wesentlich das aus diesen Finanzierungsverträgen resultierende Risiko referenzieren und mangels Zurverfügungstellen von Kapital keine eigentliche Finanzierung darstellen, können sie nicht unter das Aktivgeschäft subsumiert werden. Ebensowenig führen Kreditderivate zu einer Entgegennahme von Geldern im Sinne des Bankgeschäftes.

Kreditrisiken stellen im Bankgeschäft hinsichtlich des Eingehens wie auch bei Kreditderivaten hinsichtlich deren Übertragung den eigentlichen Kern beider Geschäfte dar. Der Transfer der eingegangenen Kreditrisiken liegt jedoch ausserhalb des bewilligungspflichtigen Bankgeschäftes – wie auch andere Bestandteile des Zinsdifferenzgeschäftes. So stellt auch die Finanzierung durch Anleihen gem. Art. 3a Abs. 3 lit. b BankV keine Einlage i.S. des Bankbegriffs dar.

¹⁵⁶² Vgl. EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 6, 16 f.

¹⁵⁶³ Dazu z.B. BGE 136 II 43 E. 4.2.

¹⁵⁶⁴ Siehe EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 6 ff.

2. Einsatz durch Banken

Kreditderivate sind beim Einsatz durch Banken (sowie Effekthändler) auf der Grundlage der Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung (Eigenmittelverordnung, ERV) sowie den diese konkretisierenden Rundschreiben der FINMA im Rahmen der Eigenmittel- und Risikoverteilungsvorschriften zu berücksichtigen. Die Vorschriften im Bereich der Eigenmittelunterlegung sowie der Berücksichtigung der Risikominderung werden unter b) angesprochen, jene im Bereich der Risikoverteilung unter c). Welcher Begriff des Kreditderivates den erwähnten Vorschriften zugrundeliegt ist zu Beginn unter a) zu bestimmen.

a) Der Begriff des Kreditderivates im Anwendungsbereich der ERV

Die massgebenden rechtlichen Grundlagen sowie die entsprechenden Rundschreiben der FINMA¹⁵⁶⁵ definieren weder den Begriff Kreditderivat noch die einzelnen behandelten Kreditderivatinstrumente, womit m.E. auf die entsprechenden Definitionen und Funktionsweisen dieser Instrumente gem. Praxis und Lehre abzustellen ist. Diese Regelung ist begrüßenswert, da auf einem raschen Wandel unterworfenen Gebiet wie Finanzinstrumenten zu viele Definitionen der Sache in der Regel nicht dienlich sind oder zumindest zu Schwierigkeiten einer vollständigen Erfassung führen können^{1566 1567}.

Betreffend den einzelnen Grundtypen von Kreditderivaten beinhalten die Vorschriften bisweilen spezifische auf das jeweilige Instrument bezogene Regelungen, häufig wird jedoch auch nur von Kreditderivaten gesprochen. Im Rahmen der spezifischen Bestimmungen finden zumeist Credit Default Swaps (CDS), Total Return Swaps (TRS) sowie CDS mit *n*th-to-Default Strukturen Erwähnung. Überhaupt nicht behandelt wird die Credit Spread Option (CSO) – ein weiterer Grundtyp eines Kreditderivates, obschon sie im

¹⁵⁶⁵ ERV; FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken; FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken; FINMA-RS 08/23 Risikoverteilung Banken.

¹⁵⁶⁶ Vgl. auch das Schreiben der Schweizerischen Bankiervereinigung an die EBK vom 13.04.2006, abrufbar unter <www.swissbanking.com/en/20060413_sn_risikoverteilung_def.pdf>.

¹⁵⁶⁷ Vgl. z.B. die (jeweils identischen) Definitionen von Kreditderivaten in § 2 II Nr. 4 WpHG sowie § 1 Abs. 11 Satz 4 Nr. 4 KWG: «als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und dem Transfer von Kreditrisiken dienen (Kreditderivate)». Zur Kritik am ausschliesslichen Merkmal Fest- oder Optionsgeschäft z.B. BERG, Kreditderivate, 349.

Vergleich zu CDS und TRS in der Praxis nur eine untergeordnete Bedeutung erlangt hat¹⁵⁶⁸.

Wie erwähnt ist hinsichtlich der Definition auf Praxis und Lehre abzustellen. Im Detail gilt m.E. damit folgendes: Soweit für Kreditderivate keine spezifischen Regeln vorhanden sind, sind entsprechend die Regeln für Derivate anwendbar, und soweit ein einzelnes Kreditderivat nicht besonders erwähnt wird, gelten entsprechend die für Kreditderivate getroffenen Regelungen. Bei der Frage nach der Behandlung der CSO sind solche Regelungen teilweise vorhanden: so bestimmt FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken Rz. 233, dass ausschliesslich die aufgezählten Kreditderivate eine Abstellung auf das Risikogewicht des Sicherungsgebers ermöglichen, womit die CSO klar ausgeschlossen wird¹⁵⁶⁹. Dass die CSO in den Rundschreiben nicht geregelt ist, bedeutet aber nicht, dass deren Risiken nicht mit Eigenmitteln zu unterlegen sind – denn die allgemeine Pflicht, über angemessene Eigenmittel zu verfügen, ergibt sich aus Art. 4 Abs. 1 BankG, jene zur Erfassung, Begrenzung und Überwachung von Risiken aus Art. 9 Abs. 2 BankV.

b) Eigenmittelvorschriften

Im Rahmen der Eigenmittelverordnung (ERV)¹⁵⁷⁰ und der diese präzisierenden FINMA-Rundschreiben Marktrisiken¹⁵⁷¹ und Kreditrisiken¹⁵⁷² sind Kreditderivate mit Eigenmitteln zu unterlegen¹⁵⁷³ und können als risikomindernde Massnahmen berücksichtigt werden¹⁵⁷⁴. Die Adressaten der ERV sind Banken sowie Effekthändler¹⁵⁷⁵. Da die angesprochenen Rundschreiben eine Konkretisierung der entsprechenden Bestimmungen der ERV darstellen, gelten auch sie sowohl für Banken wie auch für Effekthändler. Welche Instrumente als Kreditderivate im Sinne der einzelnen Bestimmungen verstanden werden, regeln die Rundschreiben selbst¹⁵⁷⁶, wobei sich die Vorschriften auf einzelne Instrumente wie auch deren Zuordnung zum Han-

¹⁵⁶⁸ Vgl. oben 1:I.2 (S. 14).

¹⁵⁶⁹ Ähnlich auch BCBS, Basel II, § 194.

¹⁵⁷⁰ Die Vorschrift der Verfügbarkeit angemessener Eigenmittel ergibt sich aus Art. 4 Abs. 1 BankG.

¹⁵⁷¹ FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken.

¹⁵⁷² FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken.

¹⁵⁷³ FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken, Rz. 247 ff.; FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken, Rz. 205 ff.

¹⁵⁷⁴ Art. 47 Abs. 1 lit. c.

¹⁵⁷⁵ Art. 1 ERV.

¹⁵⁷⁶ Siehe dazu auch soeben unter a) (S. 278).

dels- oder Bankenbuch beziehen. Im folgenden sind diese Regelungen darzustellen, wobei zu Beginn unter aa) die allgemeinen Anforderungen der beiden Rundschreiben dargestellt werden, anschliessend unter bb) die Unterlegung von Kreditrisiken und unter cc) die Unterlegung von Marktrisiken behandelt werden. Einleitend wird jeweils auch der Begriff dieser Risiken im Anwendungsbereich der entsprechenden Vorschriften bestimmt, welcher bisweilen einen vom vorliegenden Verständnis abweichenden Inhalt aufweist.

aa) Allgemeine Anforderungen

Die Rundschreiben der FINMA betreffend Kredit- und Marktrisiken regeln jeweils Mindestanforderungen an die Organisation eines Institutes, welches Kreditderivate einsetzt¹⁵⁷⁷. Inhaltlich sind die Anforderungen ähnlich, wobei das FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken etwas weitergeht als das FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken. Jedenfalls müssen die mit Kreditderivaten verbundenen Risiken erkannt und verstanden werden¹⁵⁷⁸ sowie durch die Systeme für die Messung, Bewirtschaftung und Überwachung von Risiken angemessen erfasst werden können¹⁵⁷⁹.

bb) Unterlegung von Kreditrisiken

Die Pflicht einer Bank, u.a. Kredit- sowie Ausfallrisiken zu erfassen, zu begrenzen sowie zu überwachen ergibt sich aus Art. 9 Abs. 2 BankV. Die ERV weist dem Begriff Kreditrisiko hinsichtlich der Berechnung der notwendigen Eigenmittel in Art. 36 eine eigenständige Definition zu. Demgemäss gilt Kreditrisiko als die Gefahr eines Verlustes, welcher dadurch begründet wird, dass eine Gegenpartei ihren vertraglichen Verpflichtungen nicht nachkommt (lit. a) oder sich der Wert von Dritten ausgegebenen Finanzinstrumenten vermindert (lit. b).

Entgegen der vorliegenden Verwendung des Begriffs Kreditrisiko umfasst damit das Kreditrisiko nach Art. 36 ERV auch die vorliegend als Gegenpartei Risiken benannten Kreditrisiken, welche nicht durch einen Finanzierungsvertrag begründet werden¹⁵⁸⁰.

¹⁵⁷⁷ Vgl. FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken, Rz. 202; FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken, Rz. 200.

¹⁵⁷⁸ Nach FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken, Rz. 200 wird «[...] vollständig erkannt und verstanden [...]» gefordert.

¹⁵⁷⁹ FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken, 202; FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken, 200.

¹⁵⁸⁰ Siehe zum Begriff des Kreditrisikos auch oben 1:III.1 (S. 50);1:III.3.a) (S. 57).

Die folgenden Ausführungen differenzieren beginnend unter 1) nach der Reduktionswirkung eines Kreditderivates auf die abgesicherte Referenzforderung als dessen Gegenstand, anschliessend unter 2) nach der Unterlegung des übernommenen Kreditrisikos der Referenzforderung beim Sicherungsgeber sowie abschliessend nach der Unterlegung des durch das Kreditderivat selbst geschaffenen Gegenparteirisikos unter 3).

1) Reduktionswirkung bei der (abgesicherten) Forderung

Nach Art. 37 ERV sind ein nach ERV definiertes Kreditrisiko aufweisende Positionen nach Risiko zu gewichten und entsprechend mit Eigenmitteln zu unterlegen. Nach Art. 47 ERV können risikomindernde Massnahmen bei der Berechnung berücksichtigt werden und nach Abs. 1 lit. c gelten Kreditderivate als risikomindernde Massnahmen. Zur Anerkennung der Risikominderung wird vorausgesetzt, dass auf Verlangen nachgewiesen werden kann, dass die Massnahmen in den betroffenen Rechtsordnungen rechtlich durchsetzbar sind (Abs. 2) sowie die an die FINMA delegierten Präzisierungen berücksichtigt wurden (Abs. 3).

Diese Präzisierungen befinden sich im FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken Rz. 103 ff. Sie beinhalten allgemeine Bestimmungen in Rz. 103 ff., für sämtliche risikomindernden Massnahmen geltende Regelungen bei Laufzeitinkongruenzen in Rz. 111 ff. sowie spezifische Bestimmungen für Kreditderivate in Rz. 202 ff. Diese gelten jedoch nur für den Schweizer oder den internationalen Standardansatz anwendenden Banken; für die IRB-Banken wird auf die Basler Mindeststandards verwiesen¹⁵⁸¹.

Die spezifischen Regelungen für Kreditderivate beinhalten in Rz. 204 als grundsätzliche Bestimmung insbesondere die Voraussetzung, dass die Kreditrisiken effektiv übertragen worden sind; Rz. 205 ff. enthalten die Mindestanforderungen an eine einzelne Transaktion. Diese Mindestanforderungen werden im 4. Teil mit Bezug auf einen Anwendungssachverhalt für CDS, TRS und CSO separat dargestellt¹⁵⁸².

Sind diese erfüllt, wird die Absicherungswirkung anerkannt und es kann zur Berechnung der erforderlichen Eigenmittel unter Berücksichtigung von Rz. 233 ff. grundsätzlich auf das Risikogewicht des Sicherungsgebers abgestellt werden.

Die zulässigen Kreditderivate werden in Rz. 233 ff. auf CDS, TRS, *n*th-to-Default-Strukturen sowie CLN eingeschränkt, womit die CSO schliesslich

¹⁵⁸¹ FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken, Rz. 203.

¹⁵⁸² Für den CDS: 4:I.8 (S. 369); für den TRS:4:II.3 (S. 383); für die CSO: 4:III.3 (S. 395).

nicht als risikomindernde Massnahme berücksichtigt werden darf. Dies ist zwar in Bezug auf die Delegationsnorm von Art. 47 Abs. 3 ERV sowie der Anerkennung von Kreditderivaten in Art. 47 Abs. 1 lit. c ERV als risikomindernde Massnahme in der die Delegation beinhaltenden Verordnung mehr als eine Präzisierung, sowie in Bezug auf die Delegation von Art. 4 Abs. 2 BankG mehr als eine Ausführungsvorschrift und damit m.E. grundsätzlich eine Ermessensüberschreitung. Zu beachten ist jedoch, dass auch nach den Vorschriften von Basel II¹⁵⁸³ aktuell keine Berücksichtigung der CSO möglich ist. Ferner ergibt sich wohl aus der Regelung von Rz. 221 ff., dass nur ein TRS mit Credit Event Klausel anerkannt werden kann, da die Vereinbarung von Credit Events zwingend vorgeschrieben wird¹⁵⁸⁴.

2) Unterlegung des als Sicherungsgeber übernommenen Kreditrisikos

Tritt eine Bank als Sicherungsgeber in einem Kreditderivat auf, übernimmt sie das entsprechend definierte Kreditrisiko der Referenzforderung und hält eine synthetische Position, welche dasselbe Kreditrisiko wie eine direkte Investition in die Referenzforderung beinhaltet¹⁵⁸⁵. Eine solche direkte Investition weist ein Kreditrisiko i.S.v. Art. 36 lit. a ERV auf und ist nach Art. 37 ERV nach Risiko zu gewichten und i.S.v. Art. 33 Abs. 2 lit. a ERV mit Eigenmitteln zu unterlegen. Begrifflich handelt es bei einer synthetischen Position um ein Kreditrisiko i.S.v. Art. 36 lit. b ERV.

Die Eigenmittelunterlegung dieses Kreditrisikos regelt das FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken in den Rz. 248 ff. Aus systematischer Sicht fällt diese Regelung unter Kapitel XIII: *Garantien und Kreditderivate* (Art. 47 Abs. 1 Bst. b und c ERV) unglücklich aus, da der referenzierte Art. 47 ERV nur risikomindernde Massnahmen betrifft. Für CDS sowie TRS bestimmt Rz. 248 für den Sicherungsgeber, diese wie eine direkte Forderung gegenüber dem Referenzschuldner zu behandeln. Rz. 249 ff. regelt die Eigenmittelanforderungen für *n*th-to-Default Strukturen.

Mangels Regelung der CSO ist diese m.E. wie ein anderes derivatives Instrument bzw. allenfalls wie eine Option zu behandeln; jedenfalls darf unter Berücksichtigung von Art. 4 Abs. 1 BankG sowie Art. 9 Abs. 2 BankV die CSO nicht einfach unberücksichtigt bleiben¹⁵⁸⁶.

¹⁵⁸³ BCBS, Basel II, § 193 f.

¹⁵⁸⁴ Siehe unten 4:II.3.a)jj) (S. 387)

¹⁵⁸⁵ Siehe oben 1:I.1.d) (S. 13).

¹⁵⁸⁶ Siehe dazu auch oben aa) (S. 280) *i.f.*

3) Unterlegung von Gegenparteirisiken

Die vorliegend jeweils als Gegenparteirisiken bezeichneten Kreditrisiken gelten ebenfalls als Kreditrisiken i.S.v. Art. 36 ERV. Mit Gegenparteirisiko ist das Kreditrisiko der Vertragspartei des Kreditderivates selbst, und nicht das durch dieses übertragene Kreditrisiko gemeint. Es beinhaltet folglich die Gefahr, dass die Gegenpartei die Ausgleichsleistung nicht erbringt oder die Prämien nicht bezahlt.

Diese Gegenparteirisiken sind bei allen Kreditderivaten im Handelsbuch¹⁵⁸⁷, bei Kreditderivaten im Bankenbuch als Sicherungsgeber¹⁵⁸⁸ sowie als Sicherungsnehmer, sofern die Absicherung nicht geltend gemacht bzw. anerkannt wurde¹⁵⁸⁹, mit Eigenmitteln nach Art. 42 ff. ERV zu unterlegen¹⁵⁹⁰. Ausführliche Bestimmungen dazu finden sich im FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken Rz. 16 ff. In Bezug auf das Gegenparteirisiko gelten Kreditderivate als Derivate im Sinne dieser Bestimmungen¹⁵⁹¹. Die Regelungen differenzieren anhand der verschiedenen Methoden der Berechnung, wobei für die EPE-Modellmethode direkt auf die Basler Mindeststandards verwiesen wird¹⁵⁹².

Bei der Marktwertmethode ist für Kreditderivate hinsichtlich des Add-on Satzes auf die Basiswerte abzustellen, womit sämtliche Kreditderivate erfasst werden können¹⁵⁹³. Ähnliches gilt auch für die Standardmethode, wo einzig für CDS in Bezug auf die Grösse der Risikoposition eine separate Vorschrift besteht¹⁵⁹⁴. Für die übrigen Kreditderivate sind die Bestimmungen für Derivate massgebend.

cc) Unterlegung von Marktrisiken

Neben der Unterlegung der soeben behandelten Kreditrisiken sind nach Art. 33 Abs. 2 lit. c ERV auch Marktrisiken mit Eigenmitteln zu unterlegen. Jene von Kreditderivaten jedoch nur, sofern diese dem Handelsbuch zugeordnet worden sind¹⁵⁹⁵. Nach Art. 5 ERV kann eine Position dem Handelsbuch zugeordnet werden, sofern sie in Handelsabsicht oder zur

¹⁵⁸⁷ FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken, Rz. 202.

¹⁵⁸⁸ STAUB, Kreditrisikotransfer, 114.

¹⁵⁸⁹ STAUB, Kreditrisikotransfer, 109; HAEBERLI in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 26 N 45.

¹⁵⁹⁰ Siehe STAUB, Kreditrisikotransfer, 109, 113 f., 119 f.

¹⁵⁹¹ Vgl. FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken, Rz. 202; STAUB, Kreditrisikotransfer, 119.

¹⁵⁹² FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken, Rz. 102.

¹⁵⁹³ FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken, Rz. 16 ff.

¹⁵⁹⁴ FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken, Rz. 78.

¹⁵⁹⁵ Vgl. FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken, Rz. 1; STAUB, Kreditrisikotransfer, 115.

Absicherung anderer Positionen gehalten wird. FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken Rz. 4 f. beinhaltet Präzisierungen zum Handelsbuch. Nach Rz. 201 muss zusätzlich auch eine der lieferbaren Forderungen die Bedingungen von Art. 5 ERV erfüllen. Ferner sind auch die allgemeinen Anforderungen gem. Rz. 200 zu beachten¹⁵⁹⁶.

Definiert wird Marktrisiko in Art. 69 ERV als *«die Gefahr eines Verlustes aus Wertschwankungen einer Position [...], die durch eine Veränderung der ihren Preis bestimmenden Faktoren wie Aktien- oder Rohstoffpreise, Wechselkurse und Zinssätze und deren jeweiligen Volatilitäten ausgelöst wird»*.

Zu den Marktrisiken zählt das FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken grundsätzlich das Zinsänderungs-, Aktienkurs-, Währungs- sowie Rohstoffrisiko¹⁵⁹⁷. Das Marktrisiko wird ferner (auch unter den jeweiligen Risikounterkategorien) aufgeteilt in allgemeine Markt- sowie spezifische Risiken. Zu ersterem zählen Risiken oder Volatilitäten, welche durch Marktfaktoren beeinflusst werden¹⁵⁹⁸, während diese bei letzterem auf im Zusammenhang mit dem Emittenten des einzelnen Instrumentes stehende Ereignisse zurückzuführen sind. Als Beispiel wird etwa eine Veränderung in der Bonitätseinstufung angeführt^{1599 1600}. Nach der Definition von Art. 69 ERV müssen diese Risiken eine Auswirkung auf den (Markt-)Wert einer einzelnen Position haben.

Nach Art. 70 Abs. 1 ERV stehen grundsätzlich drei Ansätze zur Berechnung der erforderlichen Eigenmittel zur Unterlegung von Marktrisiken zur Verfügung. Befinden sich jedoch Kreditderivate im Handelsbuch, ist nur noch die Verwendung des Marktrisiko-Standardansatzes oder des Marktrisiko-Modellansatzes möglich¹⁶⁰¹. Die diesbezüglichen Bestimmungen hinsichtlich Kreditderivaten sind im folgenden unter 2) sowie 3) gesondert zu betrachten. Zu Beginn unter 1) wird auszuführen sein, inwiefern Kreditderivate überhaupt Marktrisiken in diesem Sinn aufweisen.

¹⁵⁹⁶ Siehe dazu oben aa) (S. 280).

¹⁵⁹⁷ Vgl. FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken, Rz. 65, 116, 131, 145, 265 ff.

¹⁵⁹⁸ Siehe BSK BankG-BINGERT/HEINEMANN, N 83 zu Art. 4.

¹⁵⁹⁹ Siehe BSK BankG-BINGERT/HEINEMANN, N 82 zu Art. 4; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2878.

¹⁶⁰⁰ Siehe zum sog. Bonitätsänderungsrisiko, welches in der vorliegenden Arbeit grundsätzlich zum Kreditrisiko gezählt wird, oben 1:III.1 (S. 50).

¹⁶⁰¹ FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken, Rz. 49.

1) Kreditderivate und Marktrisiken

Während ein TRS neben dem Kredit- auch Marktrisiken überträgt¹⁶⁰², gilt als Gegenstand des CDS das Ausfallrisiko des Referenzschuldners bzw. der Referenzforderung¹⁶⁰³. Eine Wertveränderung des CDS ergibt sich einerseits bei Eintritt eines Credit Events, andererseits bei Veränderungen des Credit Spreads¹⁶⁰⁴, welcher einen massgeblichen Einfluss auf den vereinbarten CDS Spread ausübt bzw. zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses ausgeübt hat. Eine Risikoübertragung kann damit nach Veränderungen des Credit Spreads zu teuer oder zu günstig ausfallen. Veränderungen des Credit Spreads ergeben sich jedoch nicht aus Veränderungen der allgemeinen Zinsstruktur, sondern aus der Bonität und damit der Kreditrisikoeinschätzung des Marktes für den Schuldner¹⁶⁰⁵. Diese Bonitätsveränderung wird nun bisweilen und insbesondere im Anwendungsbereich der ERV zu den Markt- bzw. Zinsrisiken gezählt¹⁶⁰⁶; ferner ist auch festzustellen, dass nur vom spezifischen Risiko und nicht vom spezifischen *Marktrisiko* die Rede ist¹⁶⁰⁷.

Unter diesem Aspekt sind keine Einwände zur Berücksichtigung im Rahmen des Marktrisikos anzubringen, insbesondere wurde dieses Risiko im Rahmen der Unterlegung des Kreditrisikos noch nicht berücksichtigt.

2) Nach dem Marktrisiko-Standardansatz

Die ERV regelt den Marktrisiko-Standardansatz in den Art. 72 ff. für Zinsinstrumente (Art. 72), Aktieninstrumente (Art. 73), Devisenpositionen (Art. 74) sowie Gold- und Rohstoffpositionen (Art. 75). Ähnlich ist auch der Aufbau des entsprechenden Teils des FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken, welches bei der Unterlegung nach dem Zinsänderungsrisiko (Rz. 65 ff.), Aktienkursrisiko (Rz. 116 ff.), Währungsrisiko (Rz. 131 ff.) sowie Rohstoffrisiko (Rz. 145 ff.) differenziert. Zusätzlich werden spezifische Bestimmungen zur Behandlung von Optionen (Rz. 157 ff.) sowie Kreditderivaten (Rz. 200 ff.) getroffen.

Auch hinsichtlich der Unterlegung von Kreditderivaten wird nach dem allgemeinen Risiko (Rz. 205 ff.) sowie dem spezifischem Risiko (Rz. 209 ff.) unterschieden, wie auch nach den einzelnen Instrumenten differenziert und

¹⁶⁰² Siehe dazu oben 1:I.2.b)aa) (S. 19).

¹⁶⁰³ Siehe dazu oben 1:I.2.a)aa) (S. 16).

¹⁶⁰⁴ Vgl. oben 2:III.2.a)aa) (S. 177).

¹⁶⁰⁵ Siehe zum Credit Spread oben 1:III.2.b) (S. 53).

¹⁶⁰⁶ Siehe dazu Fn. 1599 f.

¹⁶⁰⁷ Vgl. FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken, *passim*.

CDS, TRS sowie *n*th-to-Default Strukturen geregelt. CSO werden folglich wiederum unter die Regelung zu den derivativen Finanzinstrumenten bzw. der Option zu subsumieren und entsprechend unterlegt zu werden sein.

Nach Rz. 208 sind in Bezug auf das allgemeine Marktrisiko beim CDS die periodischen Prämienzahlungen zu berücksichtigen; der TRS ist diesbezüglich nach Rz. 206 durch den Sicherungsgeber als Kombination einer Long-Position in der Referenzforderung und einer Short-Position in einer Staatsanleihe und entsprechend umgekehrt durch den Sicherungsnehmer zu behandeln.

Im Rahmen des spezifischen Marktrisikos differenziert das FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken die Behandlung von Kreditderivaten anhand der Verrechnungsmöglichkeiten. Akzeptiert wird die Verrechnung gegenläufiger Positionen in Kreditderivaten, welche nach Rz. 214 unter der Voraussetzung von Rz. 215 nicht zu berücksichtigen sind, sowie Verrechnungen mit Kassapositionen nach Rz. 216 ff. Bestehen keine Verrechnungsmöglichkeiten, so sind CDS nach Rz. 211 sowie TRS nach Rz. 209 als Sicherungsgeber als Long-Position in der Referenzforderung, als Sicherungsnehmer entsprechend als Short-Position zu behandeln. Ähnliches gilt auch für die *n*th-to-Default Strukturen¹⁶⁰⁸. Richtigerweise wird damit – entgegen der grundsätzliche Definition des spezifischen Risikos als abhängig vom Emittenten des Finanzinstrumentes – auf den Emittenten der Referenzforderung abgestellt.

Zusammenfassend sind damit die geregelten Kreditderivate wie eine direkte Investition in die Referenzforderung (allenfalls in Kombination mit einer Staatsanleihe) zu behandeln. Das bedeutet: Die geregelten Kreditderivate sind auf das Zinsänderungs- sowie Währungsänderungsrisiko mit Eigenmitteln zu unterlegen. Vorzugehen ist dabei für die Unterlegung des spezifischen Risikos entsprechend den besonderen Vorschriften nach FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken, Rz. 223 ff. sowie ergänzend wie auch im Rahmen des allgemeinen Marktrisikos nach den entsprechenden Vorschriften für Forderungen betreffend deren Zinsänderungs- und Währungsrisiken¹⁶⁰⁹.

3) Nach dem Marktrisiko-Modellansatz

Der Marktrisiko-Modellansatz wird in Art. 76 ERV angesprochen; festgelegt wird das Bewilligungserfordernis zur Anwendung dieses Ansatzes in Abs. 1, im übrigen wird die FINMA beauftragt, Präzisierungen zu erlassen sowie

¹⁶⁰⁸ Siehe dazu Rz. 212 f.

¹⁶⁰⁹ Vgl. auch STAUB, Kreditrisikotransfer, 118.

individuelle Festlegungen zu treffen. Beim Marktrisiko-Modellansatz handelt es sich um ein institutsspezifisches Risikoaggregationsmodell, unter welchem «*mathematisch-statistische Verfahren zur Ermittlung potentieller Wertveränderungen von Portfolios auf der Basis von Veränderungen der jeweils risikobestimmenden Faktoren verstanden*»¹⁶¹⁰ werden. Als Risikofaktoren gelten Zinsänderungsrisiken (Rz. 266 ff.), Währungsrisiken (Rz. 270), Aktienkursrisiken (Rz. 271), Rohstoffrisiken (Rz. 272), Risiken von Optionspositionen (Rz. 273 f.) sowie spezifische Risiken von Aktien- und Zinsinstrumenten (Rz. 275 ff.). Spezifische Vorschriften zur Behandlung von Kreditderivaten existieren im Gegensatz zum Marktrisiko-Standardansatz nicht, womit sie entsprechend unter die einzelnen Bestimmungen des FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken, Rz. 228 zu subsumieren sein werden.

c) Risikoverteilungsvorschriften

Die ERV enthält im 4. Titel in den Art. 83 ff. Vorschriften zur Risikoverteilung, welche im FINMA-RS 08/23 Risikoverteilung Banken konkretisiert werden¹⁶¹¹. Demgemäss sind auch Kreditderivate sowohl im Banken- wie auch im Handelsbuch bei der Risikoverteilung zu berücksichtigen¹⁶¹².

Bestimmungen finden sich für CDS, TRS, sowie *n*th-to-Default-Strukturen, wobei sowohl die Berücksichtigung der Position als Sicherungsgeber hinsichtlich der Hinzurechnung zur Gesamtposition¹⁶¹³ wie auch jener als Sicherungsnehmer betreffend den Abzug von der Gesamtposition¹⁶¹⁴ geregelt werden. Für die Anerkennung der Absicherung wird dabei auf das diese regelnde FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken verwiesen¹⁶¹⁵.

CDS und TRS dürfen nach Rz. 2 als Sicherungsnehmer von der Gesamtposition des Referenzschuldners abgezogen werden, ihr Kreditäquivalent ist jedoch als Bestandteil der Gesamtposition des Sicherungsgebers zu berücksichtigen. Bei den *n*th-to-Default-Strukturen dagegen sind Abzüge nicht erlaubt, ihr Kreditäquivalent ist bei der Gesamtposition des Sicherungsgebers aber ebenfalls zu berücksichtigen¹⁶¹⁶.

¹⁶¹⁰ FINMA-RS 08/20 Marktrisiken Banken, Rz. 229.

¹⁶¹¹ Vgl. FINMA-RS 08/23 Risikoverteilung Banken, Rz. 1.

¹⁶¹² FINMA-RS 08/23 Risikoverteilung Banken, Rz. 1.

¹⁶¹³ FINMA-RS 08/23 Risikoverteilung Banken, Rz. 6 ff.

¹⁶¹⁴ FINMA-RS 08/23 Risikoverteilung Banken, Rz. 2 ff.

¹⁶¹⁵ FINMA-RS 08/23 Risikoverteilung Banken, Rz. 2 Fn. 1; siehe dazu oben b)bb)1) (S. 281).

¹⁶¹⁶ FINMA-RS 08/23 Risikoverteilung Banken, Rz. 4 f.

CDS sowie TRS als Sicherungsgeber sind entsprechend Rz. 6 ebenfalls zur Gesamtposition des Referenzschuldners zu addieren, zusätzlich ist ein Kreditäquivalent zur Gesamtposition des Sicherungsnehmers zu berücksichtigen. Ähnliches gilt nach Rz. 8 ff. für die *n*th-to-Default-Strukturen.

Nicht geregelt wird wiederum die CSO, womit eine Absicherungswirkung und damit ein Abzug nicht möglich ist¹⁶¹⁷. Dennoch muss die CSO entsprechend ihren Risiken auch im Rahmen der Risikoverteilung angemessen berücksichtigt werden¹⁶¹⁸.

¹⁶¹⁷ Vgl. dazu oben b)bb)1) (S. 281).

¹⁶¹⁸ Siehe dazu auch oben a) (S. 278).

III. Versicherungsaufsichtsrechtliche Aspekte

Das vorliegende Kapitel dient der Erfassung von Kreditderivaten aus versicherungsaufsichtsrechtlicher Sicht. Auch in diesem Rahmen ist wiederum zuerst unter 1. darzulegen, aus welchem Grund Kreditderivate vom Versicherungsgeschäft abzugrenzen sind und damit keine entsprechende Bewilligungspflicht auslösen. Anschliessend wird unter 2. der Frage nachgegangen, inwiefern Kreditderivate durch bereits der Aufsicht unterstellte Versicherungsunternehmen eingesetzt werden dürfen und welche Vorschriften dabei zu beachten sind.

1. Abgrenzung zum Versicherungsgeschäft

Die Frage, ob Derivate im Allgemeinen als Versicherungsprodukte gelten, tauchte bereits in den ersten Tagen des Swap-Marktes auf, verschwand mit dem Wachstum des Marktes jedoch wieder, ohne eigentlich endgültig beantwortet worden zu sein¹⁶¹⁹.

Mit dem Aufkommen von Kreditderivaten und insbesondere Finanzinstrumenten wie dem CDS, bei welchem ein äusseres Ereignis die Zahlung auslöst, taucht die Frage nun erneut wieder auf. Zumindest vordergründig scheint sich diese Art von Finanzinstrument als Versicherung zu qualifizieren, da es wesentliche Merkmale und Funktionen einer solchen aufweist¹⁶²⁰.

¹⁶¹⁹ Siehe WHITELEY, *Issues*, 673 f. mit Verweis auf einen Gerichtsentscheid in England; HENDERSON, *JIBFL* 1999, 195; JAKEWAYS, *Legal Nature*, 49; vgl. ferner BANZ, *Allfinanz*, 95 ff., nach dessen These Optionen und Swaps die Merkmale des Versicherungsvertrages erfüllen können, a.a.O. 98.

¹⁶²⁰ HENDERSON, *JIBFL* 1999, 195; siehe auch JAMES, *Derivatives*, 30, 32; SCHWARTZ, *JCFL* 2007, 181; BRUCKNER, *GLFDLR* 2008/9, 9; DOYLE/HUDD, *IFLR* 2006, 23 bei *insurance*; BRANDT, *BKR* 2002, 251. Von einer engen Verwandtschaft von Kreditderivaten allgemein zu Versicherungsprodukten auch CONTRATTO, *Regulierung*, 213; eine äusserliche und wirtschaftliche Ähnlichkeit zur Kreditversicherung: JAHN, in SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, § 114 N 86; NORDHUES/BENZLER in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), *Kreditderivate*, 461, 463. Für den CDS siehe Deutsche Bank AG v. Ambac Credit Products LLC and Ambac Assurance Corporation, 2006 WL 1867497 (S.D.N.Y. 2006), 2; Merrill Lynch International v. XL Capital Assurance Inc., 564 F.Supp.2d 298 (S.D.N.Y. 2008.), 300; Anschutz Corp. v. Merrill Lynch and Co. Inc., 2011 WL 1134321 (N.D.Cal. 2011), 2; CHAPLIN, *Credit Derivatives*, 49; WALKER-BRIGHT/LAW, *AIG's Financial Distress*, 25 f.; bei BYSTRÖM, *CDS Index Market*, 71 als *insurance contract* bezeichnet; nach ASSMANN in ASSMANN/SCHNEIDER (Hrsg.), *WpHG*, N 55 zu § 2 ähnelt der CDS mehr einer Versicherung als einem Derivat; als faktische Versicherungspolice bezeichnet bei RIEGER,

Nicht vollkommen grundlos erfolgen Erklärungen eines CDS so gut wie immer unter Bezugnahme auf die Funktionsweise einer Versicherung¹⁶²¹.

Im folgenden Abschnitt ist nun der Frage nachzugehen, ob Kreditderivate als Versicherungsgeschäfte im Sinne des (schweizerischen) Aufsichtsrechts zu qualifizieren sind. Dazu wird unter a) der Begriff der Versicherung festgelegt, bevor unter b) darzulegen sein wird, aus welchen Gründen Kreditderivate und damit auch der CDS m.E. nicht unter den Versicherungsbegriff fallen. Diese Erörterung erfolgt auch unter Einbezug des Versicherungsbegriffs und der Behandlung von Kreditderivaten in Deutschland, England sowie den USA. Der Versicherungsbegriff dieser Rechtsordnungen ist unter a) dd) anzusprechen und dessen grundsätzliche Vergleichbarkeit mit dem Schweizerischen aufzuzeigen. Die Betrachtung von Kreditderivaten in diesen Rechtsordnungen wird dagegen unter b) im Rahmen der Herauslösung der einzelnen Punkte, welche zu der postulierten Abgrenzung führen, miteinbezogen. Eine zusammenfassende Würdigung erfolgt schliesslich unter c).

a) Begriff der Versicherung

Im rechtlichen Umfeld der Versicherung ist von Versicherung, Versicherungsvertrag und Versicherungsgeschäft die Rede. Vorliegend ist der aufsichtsrechtlich relevante Begriff der Versicherung wie auch dessen Bezug zum Versicherungsvertrag zu bestimmen. Wenn auch eine gewisse Wechselwirkung zwischen der als Versicherungsvertrag zu qualifizierenden vertraglichen Vereinbarung und dem Versicherungsgeschäft oder der Versicherungstätigkeit als aufsichtsrechtlich relevanter Begriff besteht, sind die Begriffe nicht *per se* gleichbedeutend und sollen daher für die vorliegende Arbeit auch nicht so verwendet werden. Auf den privatrechtlichen Begriff des Versicherungsvertrages wurde bereits Bezug genommen¹⁶²²; an dieser Stelle wird nach den Ausführungen zum aufsichtsrechtlichen Begriff der Versicherung unter aa) der Begriff des Versicherungsvertrages in Bezug zum aufsichtsrechtlichen Begriff unter bb) betrachtet. Unter cc) folgen Erläuterungen

Derivate, 39; eine ähnliche Risikostruktur wie Kreditversicherungen aufweisend nach REINER/SCHACHT, WM 2010, 339.

¹⁶²¹ Vgl. z.B. NZZ vom 30.09.2008, 4 (JOCHEN ANDRITZKY, Die Finanzmarktkrise stellt Kreditderivate auf den Prüfstand); NZZ vom 12.03.2010, 23 (CHRISTOPH EISENRING, Gefährliche Verteufelung der Kreditderivate); HUDSON, Derivatives, Rz. 2-118; SHIREN/DAMIANOVA, JIBFL 2010, 419.

¹⁶²² Siehe oben 1:IV.4.c) (S. 78)

zum anwendbaren Recht bei internationalen Sachverhalten und unter dd) eine rechtsvergleichende Betrachtung des Versicherungsbegriffs in Deutschland, England sowie den USA.

aa) Zum aufsichtsrechtlichen Begriff in der Schweiz

Versicherungsunternehmen und -vermittler unterstehen nach Schweizer Recht der Aufsicht des Bundes¹⁶²³. Eine Bestimmung des Begriffs wurde auf Gesetzesebene nicht vorgenommen, diese soll der Praxis überlassen werden¹⁶²⁴. Für den aufsichtsrechtlichen Begriff der Versicherung hat das Bundesgericht in ständiger Rechtsprechung die folgenden fünf Merkmale festgelegt, welche die Versicherung begriffsnotwendig umfasst¹⁶²⁵ und hinsichtlich der Unterstellung unter die Versicherungsaufsicht von der Lehre grundsätzlich übernommen wurde¹⁶²⁶:

- das Risiko oder die Gefahr
- die Leistung des Versicherten (= die Prämie)
- die Leistung des Versicherers
- die Selbständigkeit der Operation
- die Kompensation der Risiken nach den Gesetzen der Statistik (= der planmässige Geschäftsbetrieb)¹⁶²⁷

¹⁶²³ Art. 1 i.V.m. Art. 2 VAG.

¹⁶²⁴ Botschaft zu einem Gesetz betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen (Versicherungsaufsichtsgesetz, VAG) und zur Änderung des Bundesgesetzes über den Versicherungsvertrag vom 3. Mai 2003, BBl 2003 3808; vgl. auch BGE 114 Ib 244 E. 4 a); VVG-STOESSEL, N 1 zu Allg. Einl.

¹⁶²⁵ BGE 114 Ib 244 E. 4.a, 107 Ib 54 E. 1.b; vgl. auch 100 IV 120. Diese Urteile sind nicht zum aktuellen VAG ergangen, jedoch werden im aktuellen VAG ähnliche Begriffe verwendet wie im VAG vom 23. Juni 1978; gem. Botschaft entspricht der neu gewählte Begriff des Versicherungsunternehmens der heute gängigen Terminologie und hat keine Auswirkung auf den Anwendungsbereich der Aufsicht: BBl 2003 3807. Damit ist auch unter dem neuen VAG auf die alte Praxis abzustellen, welche sich bereits auf die Rechtsprechung zum Bundesgesetz betreffend Beaufsichtigung von Privatunternehmen im Gebiete des Versicherungswesens vom 25. Juni 1885 (BS 10, 289) abgestützt hatte und in BGE 107 Ib 54 E. 1.a für das VAG vom 23. Juni 1978 übernommen wurde. Siehe auch WEBER/UMBACH, *Versicherungsaufsicht*, N 2 f., N 5 zu § 4; BURKI/PFUND/WALDMEIER in WALDMEIER (Hrsg.), *Versicherungsaufsicht*, 46 f.; MAURER, *Privatversicherungsrecht*, 94.

¹⁶²⁶ KUHN, *Privatversicherungsrecht*, N 459; bis auf die Planmässigkeit auch MAURER, *Privatversicherungsrecht*, 94 f., 185.

¹⁶²⁷ Die Planmässigkeit muss nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung jedoch nicht versicherungsmathematischen Kriterien genügen: BGE 107 Ib 54 E. 5; 92 I 126 E. 3.

Das Vorliegen einer aufsichtsrechtlich relevanten Versicherungstätigkeit hat zur Konsequenz, dass das Versicherungsunternehmen einer Geschäftsbe-
willigung nach Art. 3 Abs. 1 VAG bedarf und damit einhergehend unter die
Aufsicht des Bundes nach Art. 1 VAG fällt.

Die Ausübung einer Versicherungstätigkeit ohne Bewilligung begründet
nach Art. 87 VAG eine strafrechtliche Verantwortlichkeit desjenigen,
welcher Versicherungsverträge abschliesst oder vermittelt, selbst bei fahrläs-
siger Begehung. Die verbotenerweise abgeschlossenen Verträge bleiben gül-
tig¹⁶²⁸, auf sie findet jedoch das VVG Anwendung¹⁶²⁹.

bb) Versicherungsvertrag als Bestandteil des aufsichtsrechtlichen Begriffs

Der privatrechtliche Begriff des Versicherungsvertrages als Vertragstypus¹⁶³⁰
– wie von der Lehre entwickelt und definiert – lässt sich bis auf die Planmäs-
sigkeit unter die angeführten aufsichtsrechtlich relevanten Merkmale sub-
sumieren¹⁶³¹. Auch die als vertragstypisierend angeführte Abhängigkeit der
Leistung vom Eintritt der Gefahr wird – obschon sie sich nicht direkt aus
den Merkmalen ergibt – vom BGer vorausgesetzt¹⁶³². Umgekehrt sind die
Merkmale jedoch weiter gefasst als der Versicherungsvertrag¹⁶³³.

Mit dem Merkmal des planmässigen Geschäftsbetriebs beinhalten die
Kriterien einen der privatrechtlichen Qualifikation fremden Punkt, der aus-
serhalb des (einzelnen) Vertrages selbst liegt. Die wohl als herrschend zu be-
zeichnende Lehre sieht in der Planmässigkeit kein hinsichtlich der Geltung
des VVG für einen Versicherungsvertrag notwendiges Merkmal¹⁶³⁴; nach
MAURER ist auf dieses Merkmal sogar für den aufsichtsrechtlichen Begriff zu
verzichten¹⁶³⁵.

Inwiefern der aufsichtsrechtliche Begriff der Versicherung tatsächlich mit
dem privatrechtlichen Begriff übereinstimmt, ist mithin aus diesen Gründen

¹⁶²⁸ KUHN, Privatversicherungsrecht, N 266; MAURER, Privatversicherungsrecht, 144;
KOENIG, Privatversicherungsrecht, 56.

¹⁶²⁹ MAURER, Privatversicherungsrecht, 144.

¹⁶³⁰ Siehe oben 1:IV.4.c)bb) (S. 78).

¹⁶³¹ Vgl. etwa MAURER, Privatversicherungsrecht, 185.

¹⁶³² Siehe etwa BGE 114 Ib 244, E. 4.b; BGE 107 Ib 54, E. 2.b *i.f.*

¹⁶³³ Vgl. oben beim CDS 2:III.2.b)cc) (S. 181).

¹⁶³⁴ VVG-STOESSEL, N 26 zu Allg. Einl.; KOENIG, SPR VII/2, 493; ähnlich MAURER,
Privatversicherungsrecht, 185; im Resultat auch VVG-NEBEL, N 11 zu Art. 101. A.A.
z.B. KUHN, Privatversicherungsrecht, N 538.

¹⁶³⁵ MAURER, Privatversicherungsrecht, 185.

nicht unumstritten¹⁶³⁶. M.E. wird von der Prämisse auszugehen sein, dass das VAG und das VVG betreffend Versicherungsbegriff bzw. Versicherungsvertrag möglichst miteinander harmonisieren wollen¹⁶³⁷; eine zwischen den beiden Begriffen einhergehende Wechselwirkung erscheint durchaus zu rechtfertigen zu sein, und die Planmässigkeit lässt sich durchaus als aufsichtsrechtlich motiviertes hinzutretendes Kriterium begreifen. Ist ein Vertrag dem Versicherungsvertrag als Typus zuzuordnen und wird er von der als Versicherer auftretenden Partei planmässig i.S. dieses Kriteriums abgeschlossen, liegt ohne weiteres ein Versicherungsgeschäft vor. Umgekehrt dagegen – sollte ein Vertrag nicht als Versicherungsvertrag als Vertragstypus zu qualifizieren sein, die Merkmale der Versicherung aber aufweisen – scheint eine gewisse Rechtsunsicherheit vorderhand nicht zu umgehen sein. M.E. ist es nicht *per se* auszuschliessen, diesen als Versicherung zu behandeln. Zu bedenken ist jedoch auch, dass die nicht erfolgte Festlegung des Versicherungsbegriffs bis anhin – soweit ersichtlich – nicht als problematisch eingestuft worden ist¹⁶³⁸. Eine vollständige Gesamtbetrachtung sämtlicher relevanter Punkte des Versicherungsgeschäfts als Ganzes sollte somit regelmässig eine zufriedenstellende Beantwortung ermöglichen.

cc) Anwendbares Recht im internationalen Verhältnis

Unabhängig von einer allfälligen Rechtswahlklausel ist die Frage zu klären, ob ein Kreditderivat eine Versicherung ist und der Sicherungsgeber einer entsprechenden Aufsicht untersteht¹⁶³⁹; die Antwort darauf wird durch das Recht des Ortes, wo die (eventuelle) Versicherungstätigkeit ausgeübt wird, bestimmt, denn dieses Recht regelt die Frage der Aufsicht sowohl in örtlicher wie auch in sachlicher Hinsicht¹⁶⁴⁰. In sachlicher Hinsicht wird dabei auch auf den konkreten Vertrag abgestellt, womit das Versicherungsaufsichtsrecht einen Einfluss auch auf die privatrechtliche Qualifikation des Versicherungsvertrages ausüben kann und schliesslich geeignet ist, eine Rechtswahlklausel ungültig machen¹⁶⁴¹.

¹⁶³⁶ Vgl. etwa MAURER, Privatversicherungsrecht, 185 f.

¹⁶³⁷ Nach BANZ, Allfinanz, 19 ist dies mit dem identischen, primären Schutzzweck der beiden Gesetze zu begründen.

¹⁶³⁸ Sie erwecke praktisch keine Bedenken, «da wohl in den seltensten Fällen darüber Streit entstehen kann, ob ein Rechtsgeschäft als Versicherungsvertrag oder als ein anderes Vertragsgebilde zu qualifizieren ist»: KUHN, Privatversicherungsrecht, N 459.

¹⁶³⁹ Vgl. HENDERSON, JIBFL 1999, 195.

¹⁶⁴⁰ Vgl. SCHNYDER, Versicherungsaufsicht, 34.

¹⁶⁴¹ Siehe SCHNYDER, Versicherungsaufsicht, 62 ff.

Aus örtlicher Sicht ist die Versicherungstätigkeit zu beurteilen, wenn ein schweizerischer Sicherungsgeber Vertragspartei ist¹⁶⁴², ein ausländischer Sicherungsgeber von der Schweiz aus Kreditderivate abschliesst¹⁶⁴³, der Sicherungsnehmer in der Schweiz domiziliert ist oder in der Schweiz gelegene Sachen versichert werden¹⁶⁴⁴. Damit ist wohl neben dem Ort des Sitzes des Sicherungsgebers bzw. Sicherungsnehmers auch der Basiswert von Bedeutung. Hat der Referenzschuldner seinen Sitz in der Schweiz oder wurde die Referenzverbindlichkeit in der Schweiz begeben, liegt folglich ebenfalls eine nach Schweizer Recht zu beurteilende «Versicherungstätigkeit» vor. Anders z.B. im englischen Recht, welches für nicht im EWR gelegene Versicherer kein Verbot kennt, im örtlichen Anwendungsbereich der eigenen Aufsichtsgesetzgebung gelegene Risiken zu versichern¹⁶⁴⁵.

dd) Rechtsvergleichende Betrachtung: Der Begriff in Deutschland, UK und USA

Im vorliegenden Abschnitt folgt eine rechtsvergleichende Betrachtung des (aufsichtsrechtlichen) Versicherungsbegriff in Deutschland, England sowie den USA, auf welche auch im Rahmen der detaillierten Betrachtung von Kreditderivaten und der Versicherung unter b) verwiesen wird.

In Deutschland ist für die Bestimmung des aufsichtsrechtlich relevanten Betriebs von Versicherungsgeschäften i.S.v. § 1 (1) Ziff. 1 VAG [D] die vertragliche Beziehung als Ausgangspunkt zu sehen¹⁶⁴⁶, womit davon auszugehen ist, dass das Versicherungsgeschäft und der Versicherungsvertrag anhand derselben Merkmale zu definieren sind bzw. definiert werden¹⁶⁴⁷, wobei wie in der Schweiz keine Legaldefinition der Versicherung vorgenommen wurde¹⁶⁴⁸.

Die sich aus § 1 VVG [D] ergebenden Merkmale wie das Versprechen einer Leistung bei Eintritt eines ungewissen Ereignisses, die Entgeltlichkeit sowie die Selbständigkeit¹⁶⁴⁹ und die als weiteres Kriterium hinzukommende

¹⁶⁴² Art. 2 Abs. 1 lit. a VAG.

¹⁶⁴³ Art. 2 Abs. 1 lit. b VAG.

¹⁶⁴⁴ Art. 2 Abs. 1 lit. b VAG i.V.m. Art. 1 AVO.

¹⁶⁴⁵ BLAIR QC/WALKER/PURVES (Hrsg.), *Financial Services*, Rz. 16.106 m.w.H.

¹⁶⁴⁶ Prölss-PRÖLSS/BEARBEITER, PRÄVE, N 29, 33 zu § 1.

¹⁶⁴⁷ Siehe BerlinerKomm-SCHWINTOWSKI, N 19 ff. zu § 1; NORDHUES/BENZLER in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), *Kreditderivate*, 194; BERG, *Kreditderivate*, 364 ff.; BGH, NJW 1995, 325.

¹⁶⁴⁸ Z.B. Prölss/Martin-PRÖLSS, N 1 zu § 1.

¹⁶⁴⁹ LORENZ in BECKMANN/MATUSCHKE-BECKMANN (Hrsg.), *Versicherungsrechts-Handbuch*, N113 ff. zu § 1; vgl. auch Prölss-PRÖLSS/BEARBEITER, PRÄVE, N 35 ff., 44 zu § 1.

Planmässigkeit¹⁶⁵⁰ sind mit Schweizerischen Versicherungsbegriff vergleichbar. Als weiteres Merkmal ist das übernommene Risiko auf eine Vielzahl durch die gleiche Gefahr bedrohter Personen zu verteilen¹⁶⁵¹. Hinsichtlich des Gegenstandes der Versicherung orientiert sich das deutsche Versicherungsvertragsrecht jedoch am versicherten Interesse¹⁶⁵².

Im englischen Versicherungsrecht finden sich die rechtlichen Grundlagen der Aufsicht im Financial Services and Markets Act 2000, welcher den Insurance Companies Act 1982 und den Financial Services Act 1986¹⁶⁵³ abgelöst hat¹⁶⁵⁴. Auch hier wird der aufsichtsrechtlich relevante Versicherungsbegriff mit Bezug zum Versicherungsvertrag (*Contract of Insurance*) hergestellt¹⁶⁵⁵, wobei die genaue Begriffsbestimmung schliesslich auch der Rechtsprechung überlassen wird¹⁶⁵⁶. Die Rechtsprechung stellt für den Begriff auf die entgeltliche Leistung im Falle eines ungewissen Ereignisses ab, welches den Interessen des Versicherten zuwiderläuft sowie zur Verursachung eines Verlustes geeignet ist¹⁶⁵⁷. Auf der Grundlage u.a. dieser Rechtsprechung hat die FSA den Versicherungsvertrag in PERG 6 (*Guidance on the Identification of*

¹⁶⁵⁰ LORENZ in BECKMANN/MATUSCHE-BECKMANN (Hrsg.), Versicherungsrechts-Handbuch, N 117 f. zu § 1; Prölss-PRÖLSS/BEARBEITER, PRÄVE, N 42 f. zu § 1; BERG, Kreditderivate, 365 m.w.N. auf die Rechtsprechung in Fn. 1318.

¹⁶⁵¹ LORENZ in BECKMANN/MATUSCHE-BECKMANN (Hrsg.), Versicherungsrechts-Handbuch, N 117 f. zu § 1; Prölss-PRÖLSS/BEARBEITER, PRÄVE, N 42 f. zu § 1; BERG, Kreditderivate, 365 m.w.N. auf die Rechtsprechung in Fn. 1318.

¹⁶⁵² LORENZ in BECKMANN/MATUSCHE-BECKMANN (Hrsg.), Versicherungsrechts-Handbuch, N 127 zu § 1.

¹⁶⁵³ Für Versicherer im Bereich der *investment insurance* (eine Versicherung mit einem Investmentelement, welche nur das Leben im weiteren Sinn umfasst und daher für die hier zu behandelnde Frage nicht relevant ist), siehe BLAIR QC/WALKER/PURVES (Hrsg.), Financial Services, Rz. 16.04, 16.08.

¹⁶⁵⁴ BLAIR QC/WALKER/PURVES (Hrsg.), Financial Services, Rz. 16.15 ff.

¹⁶⁵⁵ The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 (RAO) Art. 10: «(1) *Effecting a contract of insurance as principal is a specified kind of activity.* (2) *Carrying out a contract of insurance as principal is a specified kind of activity.*». PERG 2.7.3G (The Perimeter Guidance Manual): «*activities of effecting a contract of insurance or carrying out a contract of insurance [...] each requiring authorisation.*». Vgl. JAMES, Derivatives, 30 f.; HUDSON, Derivatives, Rz. 2–134.

¹⁶⁵⁶ BLAIR QC/WALKER/PURVES (Hrsg.), Financial Services, Rz. 16.80; HUDSON, Derivatives, Rz. 6-08 f. (wie bereits unter dem alten Recht: a.a.O. Rz. 6-09); JUURIKKALA, JIBLR 2011, 130.

¹⁶⁵⁷ Prudential Insurance Company v. Commissioners of Inland Revenue, 1904 WL 12952 (KBD), [1904] 2 K.B. 658, 663.

Contracts of Insurance) in drei Punkten zusammengefasst¹⁶⁵⁸, wobei das Kriterium des Verlustes, welches teilweise auch in der Lehre abgelehnt wurde¹⁶⁵⁹, nicht mehr erwähnt wird. Das PERG relativiert sich jedoch in PERG 6.4 (*Limitations of this Guidance*) gleich selbst: die FSA bringt klar zum Ausdruck, dass es sich nur um Leitlinien handelt, die Entscheidung, was Inhalt des Rechts sei, nicht der FSA, sondern den Gerichten obliege¹⁶⁶⁰, jeder Fall einzeln betrachtet werde¹⁶⁶¹ und Transaktionen mit demselben wirtschaftlichen Zweck dennoch unterschiedlich qualifiziert werden können¹⁶⁶². PERG 6 enthält noch einige weitere Leitlinien, nach welchen die FSA Versicherungsverträge qualifiziert¹⁶⁶³.

In den USA obliegt die Regulierung des Versicherungsgeschäftes den Gliedstaaten¹⁶⁶⁴, worunter auch die Definition des Versicherungsgeschäftes, welches sie beaufsichtigen wollen, fällt¹⁶⁶⁵. Als Merkmale der Versicherung gelten jedoch anerkanntermassen Risikotransfer und -verteilung¹⁶⁶⁶, ein (versicherbares) Interesse (*Insurable Interest*) und das Prinzip der Entschädigung (*Indemnification*¹⁶⁶⁷)¹⁶⁶⁸.

¹⁶⁵⁸ PERG 6.3.4G (PERG 6: Guidance on the Identification of Contracts of Insurance): «*treats as insurance any enforceable contract under which a <provider> undertakes: (1) in consideration of one or more payments; (2) to pay money or provide a corresponding benefit (including in some cases services to be paid for by the provider) to a <recipient>; (3) in response to a defined event the occurrence of which is uncertain (either as to when it will occur or as to whether it will occur at all) and adverse to the interests of the recipient.*» Vgl. auch BLAIR QC/WALKER/PURVES (Hrsg.), *Financial Services*, Rz. 16.83 ff. Zur Ablehnung des *Insurable Interest* als Voraussetzung einer Versicherung siehe JUURIKALA, JIBLR 2011, 132 m.w.N., wonach dies nur Voraussetzung eines *gültigen* Versicherungsvertrages sei.

¹⁶⁵⁹ JAKEWAYS, *Legal Nature*, Nr. 2.018, mit Verweis auf Lebensversicherungen u.ä., wo kein Verlust gezeigt werden müsse, aber ein *insurable interest* bestehe. Ähnlich JUURIKALA, JIBLR 2011, 131. A.A. jedoch z.B. HENDERSON, JIBFL 1999, 195.

¹⁶⁶⁰ PERG 6.4.1G.

¹⁶⁶¹ PERG 6.4.3G.

¹⁶⁶² PERG 6.4.4G.

¹⁶⁶³ Siehe dazu z.B. auch BLAIR QC/WALKER/PURVES (Hrsg.), *Financial Services*, Rz. 16.85.

¹⁶⁶⁴ 15 USC Sec. 1012.

¹⁶⁶⁵ Vgl. Definitionen des Versicherungsgeschäftes: z.B. § 1101 N.Y. Ins. Law; §33-1-1 W. Va. Code.

¹⁶⁶⁶ KEETON/WIDISS, *Insurance*, 6, 8 ff.; HOLMES/RHODES, *Appleman on Insurance*, 3 ff., 10; BAKER, *Insurance*, 2.

¹⁶⁶⁷ Der Versicherungsvertrag ist ein *Contract of Indemnification*, wobei dies *vice versa* nicht gilt: siehe RUSS/SEGALLA, *Insurance*, § 1:7 f., 1-13 f.; siehe auch SCHWARTZ, *JCFL* 2007, 189; WALKER-BRIGHT/LAW, *AIG's Financial Distress*, 26 f.; relativierend KEETON/WIDISS, *Insurance*, 142.

In New York z.B. wird die Bewilligungspflicht für die Versicherungstätigkeit in § 1102 N.Y. Ins. Law kodifiziert; § 1101 enthält die Definition der Ausübung einer Versicherungstätigkeit. Dabei kann die Aufsicht selbst dazu führen, dass ein Vertrag eines beaufsichtigten Unternehmens als Versicherung betrachtet wird: so gilt z.B. jeglicher *Indemnity Contract*, welcher von einem Versicherer abgeschlossen wird und eine Zahlung beim Nachweis eines Verlusts beinhaltet, als *Financial Guaranty Insurance*¹⁶⁶⁹.

Auch der Versicherungsbegriff in England oder den USA ist somit weitgehend mit dem Begriff in der Schweiz vergleichbar; er kann allenfalls umfassender ausfallen und auch durch Versicherungen abgeschlossene, versicherungsähnliche Verträge umfassen. Mit dem versicherbaren Interesse weisen sie zwar wie auch Deutschland ein dem schweizerischen Begriff unbekanntes Kriterium auf, dieses ist jedoch nicht unumstritten und dürfte keine massgeblichen Differenzen mit sich bringen¹⁶⁷⁰.

b) Einzelne Kriterien im Vergleich

Im folgenden sind einzelne Merkmale der Versicherung sowie Kreditderivaten zu vergleichen – bezweckt wird die Feststellung, inwiefern es sich bei Kreditderivaten trotz gewisser Ähnlichkeiten nicht um eine Versicherung handeln kann.

Da aus der rechtsvergleichenden Betrachtung eine weitestgehende Übereinstimmung dieser Versicherungsbegriffe mit dem aufsichtsrechtlichen Versicherungsbegriff in der Schweiz zu folgern ist, kann und soll die Beurteilungen des Versicherungscharakters von Kreditderivaten in jenen Rechtsordnungen auch in die entsprechende Behandlung nach Schweizer Recht einfließen, wobei jeweils bei den einzelnen Merkmalen darauf Bezug genommen wird.

¹⁶⁶⁸ WALKER-BRIGHT/LAW, *AIG's Financial Distress*, 26; RUSS/SEGALLA, *Insurance*, § 1:9, 1-16; ausführlich zu den Merkmalen *indemnity* und *insurability*: KEETON/WIDISS, *Insurance*, 135 ff.

¹⁶⁶⁹ § 6901 (a)(1) N.Y. Ins. Law: «*Financial guaranty insurance* means a surety bond, an insurance policy or, when issued by an insurer or any person doing an insurance business as defined in paragraph one of subsection (b) of section one thousand one hundred one of this chapter, an indemnity contract, and any guaranty similar to the foregoing types, under which loss is payable, upon proof of occurrence of financial loss, to an insured claimant, obligee or indemnitee as a result of any of the following events: [...]».

¹⁶⁷⁰ Vgl. auch LORENZ in BECKMANN/MATUSCHE-BECKMANN (Hrsg.), *Versicherungsrechts-Handbuch*, N 126 zu § 1.

aa) Risikotransfer: Kein Monopol der Versicherung

1) Versicherungsgeschäft und Kreditderivate

Das Versicherungsgeschäft umfasst und erschöpft sich zugleich im Begriff Risiko in einigen Ausgestaltungsformen¹⁶⁷¹. «*In a superficial way, insurance is generally understood as risk sharing through consensual arrangements which transfer and distribute risks among the consenting parties.*»¹⁶⁷² Während diese Beschreibung auch auf Kreditderivate zutreffen kann oder, insbesondere der Risikotransfer, tatsächlich zutrifft, fehlt ein wesentliches Element dieser Instrumente: Der Handel mit dem Risiko. Das Versicherungsgeschäft erschöpft sich im Transfer eines Risikos von grundsätzlich demjenigen, der diesem ausgesetzt ist, auf jemanden, der als Versicherungsunternehmen auftritt und versucht, nach dem Gesetz der grossen Zahl dieses sowie gleich gelagerte Risiken anderer Versicherungsnehmer zu übernehmen. Allenfalls werden diese so gesammelten Risiken gebündelt und im Rahmen einer Rückversicherung weitergegeben. Im Bereich des Kreditderivatmarktes wird jedoch mit Kreditrisiken gehandelt¹⁶⁷³: Sicherungsgeber kann sogleich auch Sicherungsnehmer desselben Risikos sein, es herrscht eine Vielfalt vor, welche im Versicherungsgeschäft nicht besteht. Dies führt sodann auch zum nächsten Punkt der Unterscheidung: während der einzelne Versicherungsnehmer einem grossen Versicherungsunternehmen gegenübersteht, welche das Diktat des Vertrages übernimmt (*bargaining power*) und das Bedürfnis nach Schutz der schwächeren Partei mit sich bringt, lassen sich diese im Kreditderivatmarkt nicht ausmachen: die Parteien können dieselbe Marktmacht aufweisen, oder es kann auch der Sicherungsgeber die schwächere Partei sein.

Schliesslich ist der der Versicherung innewohnende Risikotransfer nicht nur dieser vorbehalten. Vielmehr sind richtigerweise die Merkmale der Versicherung – das versicherte Interesse oder die Notwendigkeit einer Schädigung, die versicherte Gefahr und die versicherte Leistung – unter das ihnen übergeordnete Merkmal des Risikotransfers zu stellen¹⁶⁷⁴. Damit ist auch gesagt, dass nur der diese Merkmale aufweisende Risikotransfer gleichzeitig

¹⁶⁷¹ HOLMES/RHODES, *Appleman on Insurance*, 3 f. spricht von *Risk Sharing, Risk Management, Risk Control, Risk Transfer, Risk Distribution, Risk Pooling, Risk Allocation, Risk Retention* und *Reinsurance Risk Transference*.

¹⁶⁷² HOLMES/RHODES, *Appleman on Insurance*, 4.

¹⁶⁷³ Siehe zum Ganzen SCHWARTZ, *JCFL* 2007, 196 f.; WALKER-BRIGHT/LAW, *AIG's Financial Distress*, 33 f.

¹⁶⁷⁴ So FUHRER, *Privatversicherungsrecht*, Rz. 2.11.

eine Versicherung darstellt, daneben noch andere Varianten oder Verträge des Risikotransfers existieren – wie die Garantie sowie die Bürgschaft anerkanntermassen keine Versicherungen sind und ebenso unbestreitbar auch einen Risikotransfer beinhalten¹⁶⁷⁵. Und neben diesen beiden Sicherungsgeschäften gibt es weitere einen Kreditrisikotransfer bewirkende Instrumente¹⁶⁷⁶.

2) Entwicklung des Versicherungsbegriffs

Der Begriff der Versicherung hat sich über Jahrzehnte bzw. -hunderte hinweg entwickelt, wie sich auch das Bedürfnis nach der Versicherung als Produkt mit der Entwicklung der Zivilisation ergeben hat¹⁶⁷⁷. Eine Grundstruktur der Versicherung wurde in den Anfängen zur Umgehen des kanonischen Zinsverbotes entwickelt¹⁶⁷⁸, wie auch die heute noch ausserhalb der Versicherung stehende Leibrente¹⁶⁷⁹. Im Laufe der Zeit kamen auch die Merkmale der Entschädigung und – wie sie insbesondere den anglo-amerikanischen Begriff kennzeichnen – des Interesses hinzu, um spiel- und wettähnliche Geschäfte auszuschliessen¹⁶⁸⁰. Während in den letzten Jahren Spiel und Wette in der westlichen Welt zwar vermehrt akzeptiert werden, solle dennoch an diesen beiden Merkmalen der Versicherung festgehalten werden, da ein Versicherungsnehmer durch die Möglichkeit einer Versicherung ohne Interesse zur absichtlichen Zerstörung von versicherten Gegenständen angespornt werden könne, was einer Gesellschaft als Ganzem schädlich wäre¹⁶⁸¹. Zwar wird die Interessentheorie in der Schweiz mehrheitlich abgelehnt¹⁶⁸², durch den Begriff des Versicherungsvertrages sind jedoch spiel-

¹⁶⁷⁵ Siehe zu den Sicherungsgeschäften oben 1:IV.4 (S. 74).

¹⁶⁷⁶ Zu den CRT-Instrumenten siehe oben 1:IV.3.b) (S. 66).

¹⁶⁷⁷ Siehe dazu z.B. SCHAER, Versicherungsrecht, § 1 N 1 ff., N 6 ff.

¹⁶⁷⁸ SCHAER, Versicherungsrecht, § 1 N 13.

¹⁶⁷⁹ SCHAER, Versicherungsrecht, § 1 N 28. Zur Abgrenzung von Versicherung gegenüber der Leibrente siehe z.B. KOENIG, Privatversicherungsrecht, 32.

¹⁶⁸⁰ FUHRER, Privatversicherungsrecht, Rz. 4.12; HOLMES/RHODES, Appleman on Insurance 11 f.; KEETON/WIDISS, Insurance, 136; WALKER-BRIGHT/LAW, AIG's Financial Distress, 32; vgl. KUHN, Privatversicherungsrecht, N 10; siehe auch Prudential Insurance Company v. Commissioners of Inland Revenue, 1904 WL 12952 (KBD), [1904] 2 K.B. 658, 663: «A contract which would otherwise be a mere wager may become an insurance by reason of the assured having an interest in the subject-matter [...]».

¹⁶⁸¹ KEETON/WIDISS, Insurance, 138; siehe auch JUURIKALA, JIBLR 2011, 132 f.

¹⁶⁸² VVG-STOESSEL, N 28 zu Allg. Einl. m.w.N.; a.A. z.B. FUHRER, Privatversicherungsrecht, Rz. 2.9, 4.8 ff.

und wettähnliche Verträge auch ohne den Interessensbegriff nicht als Versicherungsverträge zu qualifizieren¹⁶⁸³.

3) Zulässigkeit des derivativen Risikotransfers

Die Gesetzgebung zur Versicherungsaufsicht beinhaltet besondere Regelungen für den Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten durch Versicherungsunternehmen, insbesondere im Rahmen der Kapitalanlage¹⁶⁸⁴. Damit akzeptiert die Gesetzgebung derivative Finanzinstrumente als ausserhalb des Versicherungsbegriffs bzw. -vertrages stehende Vereinbarungen. Auch bei derivativen Finanzinstrumenten handelt es sich schliesslich um Risikotransferverträge¹⁶⁸⁵.

bb) Der planmässige Geschäftsbetrieb

Der Geschäftsbetrieb soll nach dem Grundsatz der Risikoverteilung gemäss dem Gesetz der grossen Zahl erfolgen und auf Statistiken aufgebaut sein¹⁶⁸⁶. Der Versicherer hat demnach (zwingend) mit einer Vielzahl von Versicherungsnehmern zu kontrahieren, welche dieselben Risiken aufweisen¹⁶⁸⁷. Nicht erforderlich ist jedoch, dass das Geschäft versicherungsmathematischen Kriterien genügt¹⁶⁸⁸.

In BGE 107 Ib 54 hat die Versicherungsgeberin pro Versicherung eine Rückstellung in einer bestimmter Höhe vorgenommen und nach Ansicht des BGER die Schadenfälle damit bewusst auf alle Versicherten verteilt, was eine Kompensation auf der Grundlage der grossen Zahl darstelle¹⁶⁸⁹. In BGE 114 Ib 544 stellte das Bundesgericht fest, dass die Versicherungsgeberin «[...] zum Zwecke der Übernahme von Risiken der Schweizerischen Kreditanstalt und ihrer Tochtergesellschaften gegründet [sc. wurde]. Diese Gesellschaften haben eine Prämie zu entrichten und erhalten im Schadenfalle die vereinbarte Leistung. Zweck

¹⁶⁸³ Vgl. auch LORENZ in BECKMANN/MATUSCHE-BECKMANN (Hrsg.), Versicherungsrechts-Handbuch, N 126 zu § 1.

¹⁶⁸⁴ Vgl. Art. 100 AVO; dazu auch unten 2.b) (S. 312).

¹⁶⁸⁵ Vgl. z.B. HULL, Derivatives, 180.

¹⁶⁸⁶ Das BGER spricht dabei von der Kompensation der Risiken nach den Gesetzen der Statistik (BGE 114 Ib 244 E. 4. a); KUHN, Privatversicherungsrecht, N 538; MAURER, Privatversicherungsrecht, 95, 185.

¹⁶⁸⁷ Das BVerwG drückt dies folgendermassen aus: «das übernommene Risiko auf eine Vielzahl durch die gleiche Gefahr bedrohter Personen verteilt wird», NJW-RR 1987, 474. Siehe ferner z.B. SCHWARTZ, JCFL 2007, 197; KEETON/WIDISS, Insurance, 12; BAKER, Insurance, 2 f.

¹⁶⁸⁸ BGE 07 Ib 54 E. 5.

¹⁶⁸⁹ BGE 07 Ib 54 E. 5.

der Gründung der Inreska Ltd. ist es sodann gerade, mögliche Risiken im Bankensektor planmässig zu erfassen.»¹⁶⁹⁰ Inwiefern vom Zweck der Übernahme von Risiken den Zweck der planmässigen Erfassung von Risiken geschlossen wurde, geht aus dem Urteil nicht hervor. Als jedenfalls genügend gilt demnach der Wille zur planmässigen Erfassung von Risiken, um das Merkmal des planmässigen Geschäftsbetriebs zu erfüllen.

Für Kreditderivate wird eine solche Kollektivierung des Risikos (bzw. eine für Versicherungen typische Risikoverteilung) von einigen Autoren abgelehnt, wobei die Begründungen unterschiedlich ausfallen: 1) Auch wenn ein Sicherungsgeber mehrere Sicherungsnehmer habe, von denen er Prämien erhalte, bestehen diese Geschäftsbeziehungen ohne finale Verbindung¹⁶⁹¹; 2) Weil immer alle Vertragspartner im Falle eines Credit Events eine Zahlung erhalten und das Risiko der Inanspruchnahme des Sicherungsgebers nicht in der Masse abnehme, in welchem die Versichertenanzahl steige¹⁶⁹²; 3) das Risiko nicht auf eine Vielzahl von der gleichen Gefahr bedrohten Personen verteilt werde¹⁶⁹³; 4) der beim Credit Event zu zahlende Ausgleichsbetrag ausschliesslich den Sicherungsgeber treffe, mit der Folge, «dass sich die Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines Kreditereignisses und damit das gesicherte Kreditrisiko, ohne die Möglichkeit einer Verteilung auf ein wie auch immer geartetes Kollektiv, vollständig in dem vom Sicherungsnehmer zu entrichtenden Festsatz abbildet.»¹⁶⁹⁴.

Die Argumente vermögen m.E. nicht zu überzeugen: Das Argument von POHL nach 1) kann zwar so sein, mehr aber auch nicht. Es kann ebenso von einem Versicherer vorgetragen werden, dass zwischen den Policeninhabern seiner Autohaftpflichtversicherung keine finale Verbindung bestehe, was wohl auch nicht dazu führt, dass eine planmässige Erfassung auszuschliessen ist und es sich nicht um ein Versicherungsgeschäft handelt.

GUERTS basiert mit dem unter 2) vorgebrachten Argument wohl auf einer falschen Annahme; er liegt richtig, insofern ein Sicherungsgeber mit mehreren Sicherungsnehmern vereinbart, bei einem Credit Event beim Referenzschuldner R eine Leistung zu erbringen. Dasselbe würde z.B. für eine Lebensversicherung gelten, wenn mit mehreren Versicherten vereinbart würde, dass beim Tod von T eine Leistung erbracht wird. Bei der Risikover-

¹⁶⁹⁰ BGE 114 Ib 544 E. 4 a.

¹⁶⁹¹ POHL, DZWIr 1998, 312.

¹⁶⁹² GEURTS, DB 2001, 1166.

¹⁶⁹³ JAHN in SCHIMANSKY/BUNTE/LWOWSKI (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, § 114 N 86.

¹⁶⁹⁴ BRANDT, BKR 2002, 251.

teilung in einer Versicherung geht es jedoch gerade darum, mit mehreren Versicherten eine Leistung beim Tod des jeweilig Versicherten XY zu erbringen, was im Vergleich zu Kreditderivaten die Vereinbarung mit mehreren Sicherungsnehmern A und B und C beinhaltet, dem A eine Leistung beim Credit Event des Referenzschuldners RA, dem B beim Credit Event des RB usw. zu erbringen. In dieser Konstellation kann nun aber GUERTS nicht mehr gefolgt werden.

Ähnlich ist auch das Argument unter 3) von JAHN zu sehen. Mit der gleichen Gefahr im versicherungstypischen Sinn ist ja nicht die Zerstörung des Wagens von W gemeint, über welche mit mehreren Versicherungsnehmern Policen abgeschlossen werden. Das Argument von BRANDT unter 4) ist zwar wie jenes von POHL möglich, mehr aber auch nicht.

Auch ein Blick auf den Finanzmarkt zeigt, dass der Grundsatz der Risikoverteilung – wie vom planmässigen Geschäftsbetrieb der Versicherungsaufsicht gefordert – auch diesem bekannt ist und als Diversifikation bezeichnet wird. Eine gute Diversifikation führt dazu, dass ein Verlust in einer Position nicht so schwer wiegt¹⁶⁹⁵. Bei den dem Kreditrisiko zugrundeliegenden bzw. dieses schaffenden Geschäften kann also durchaus ein planmässiger Geschäftsbetrieb vorliegen, zumindest sofern diese gewerbsmässig abgeschlossen werden und mithin Banken daran beteiligt sind. Mit der Risikoverteilung von Banken befasst sich der 4. Titel der Eigenmittelverordnung (Art. 83 ff. ERV)¹⁶⁹⁶. Diese Bestimmungen führen zwar nicht zu einer Pflicht, Kredite gemäss dem Gesetz der grossen Zahl zu vergeben, sondern umfassen wesentlich die Beschränkung von Klumpenrisiken, was jedoch im Ansatz einer Pflicht zur Diversifikation entspricht. Eine vollständige Diversifikation des Kreditportfolios werden Banken regelmässig im eigenen Interesse tatsächlich vornehmen.

Bei Kreditrisiken originär schaffenden Geschäften ist eine Risikoverteilung also grundsätzlich möglich oder vorhanden; nichts anderes kann dabei bei Kreditderivaten gelten, lässt sich doch mittels Kreditderivaten ein gleiches Risikoprofil abbilden.

cc) Das (versicherbare) Risiko

Das traditionelle Versicherungsgeschäft übernimmt Risiken, welche einfach bestehen, ein Nebenprodukt bestimmter Aktivitäten darstellen oder irgend-

¹⁶⁹⁵ Vgl. dazu AMATO/REMOLONA, Credit Spread, 51, 55; EMCH/RENZ/ARPAGAU, Bankgeschäft, N 2854.

¹⁶⁹⁶ Siehe dazu oben II.2.c) (S. 287).

wo dazwischen anzusiedeln sind. So bestehen die im Bereich der Lebensversicherung abgedeckten Risiken wie Tod oder Krankheit ohne weitere Handlungen einer Partei, sie sind natur- oder gottgegeben, wenn man so will. Ähnlich sind z.B. auch Haftpflichtrisiken¹⁶⁹⁷, die von einer Gebäudeversicherung abgedeckten Risiken oder das Risiko, eine Reise zu annullieren, zu beurteilen. Andere Risiken wie z.B. Produkthaftpflichtrisiken sind (unerwünschte) Nebenprodukte einer Handlung oder einer wirtschaftlichen Betätigung des Versicherten.

Kreditrisiken aus Finanzierungsverträgen sind anders gelagert: Zwar wird mit der bekannten Kreditversicherung auch das Kreditrisiko versichert, Gegenstand sind jedoch bei dieser Versicherung im allgemeinen nur Forderungen aus Warenlieferungen¹⁶⁹⁸ – also ebenfalls ein Risiko, welches aus der wirtschaftlichen Betätigung des Versicherten und seiner mit der Lieferung einhergehenden Vorleistungspflicht als Nebenprodukt entstanden ist. Das von Kreditderivaten abgedeckte Kreditrisiko dagegen ist eher als geschaffenes Risiko zu sehen, und zwar geschaffen, um als solches zu bestehen. Der Entstehungsgrund liegt in Finanzierungsverträgen: ein Investor will Kapital gewinnbringend anlegen. Für die Übernahme von Kreditrisiken wird er mittels dem Zins (bzw. richtigerweise nur dem Credit Spread) entschädigt und kann mehr Erträge generieren als mit einer risikofreien Anlage. Ähnlich wie der Versicherer erhofft er sich mit der Übernahme des Risikos einen Gewinn, wobei es sich bei dieser Schaffung des Kreditrisikos unbestritten nicht um eine Versicherung handelt.

Aus Sicht des Kreditnehmers ist das geschaffene Kreditrisiko zwar ebenfalls ein unerwünschtes Nebenprodukt seines Finanzierungsbedarfs, welches dazu führt, dass er einen Credit Spread entsprechend seinem geschätzten Kreditrisiko zu bezahlen hat. Dieser Credit Spread lässt sich im versicherungstechnischen Sprachgebrauch auch als eine Art Versicherungsprämie bei der Schaffung des Kreditrisikos durch einen Finanzierungsvertrag auffassen. Kreditderivate ermöglichen nun, dieses Risiko oder gewisse Bestandteile davon losgelöst vom «schaffenden» Grundverhältnis zu übertragen – bzw. haben sie als synthetische Instrumente die Eigenschaft, diese

¹⁶⁹⁷ Wobei hier in der Regel noch eine Handlung in irgendeiner Form hinzuzutreten hat, damit das Risiko sich aktualisiert. Am grundsätzlichen Bestehen ändert dies aber nichts. Auch das von einer Todesfallversicherung abgedeckte Risiko muss sich aktualisieren, wenn auch regelmässig ohne Handlung des Versicherten.

¹⁶⁹⁸ KOENIG, Privatversicherungsrecht, 384; KUHN, Privatversicherungsrecht, N 443; PLETSCHER, TREX 2009, 299 f.

ohne Grundverhältnis neu zu schaffen um als solches zu bestehen. In dieser Konstellation aus Sicht beider am Kreditderivat beteiligten Parteien. Damit weisen die von Kreditderivaten anvisierten Kreditrisiken klar fassbare Differenzen zu den üblicherweise versicherbaren Risiken auf. Dass es nicht versicherbare Risiken gibt, ist überdies unbestritten¹⁶⁹⁹.

dd) Absicherungswirkung von Kreditderivaten

1) Zweck und Motive beim Risikotransfer

Während der Zweck von Kreditderivaten im Risikotransfer selbst liegt und die Absicherung nur ein mögliches Motiv einer Vertragspartei darstellt¹⁷⁰⁰, bezweckt die Versicherung Risikotransfer zur Absicherung oder eben zur Versicherung. Da die Absicherung als Motiv grundsätzlich ausserhalb der Vertragsqualifikation und -auslegung liegt, kann die als synthetische Struktur umschriebene Vertragsgestaltung von Kreditderivaten bzw. insbesondere des CDS nicht als Versicherungsvertrag qualifiziert werden¹⁷⁰¹. Mangels Voraussetzung eines Verlustes auf Seiten des Sicherungsnehmers wird die Betrachtung von Kreditderivaten insbesondere im anglo-amerikanischen Recht als Versicherung abgelehnt^{1702 1703}. Gleichzeitig werden aber auch Bedenken geäussert, dass Kreditderivate, welche aus einem Absicherungsmotiv einer gehaltenen Position heraus abgeschlossen werden, eigentlich unter die Merkmale des Versicherungsbegriffs fallen¹⁷⁰⁴.

¹⁶⁹⁹ Vgl. KUHN, Privatversicherungsrecht, N 39. Zum ART siehe oben 1:IV.2 (S. 64).

¹⁷⁰⁰ Zum Begriff Risikotransfer siehe oben 1:IV.1 (S. 62); zum Zweck des Risikotransfers oben 2:II.2.c) (S. 122).

¹⁷⁰¹ Siehe dazu oben 2:III.2.b)cc)1) (S. 182).

¹⁷⁰² Gem. eines im Auftrag der ISDA ausgeführtes Gutachten von Robert Potts QC von 1997. JAKEWAYS, Legal Nature, Nr. 2.016, bezeichnet die Schlussfolgerung als «*a pragmatic, practical and sensible approach. It has the great advantage that it feels as if it is the right answer*». Siehe zum Gutachten auch das Schreiben vom 18.04.2006 von Richard Metcalfe, Senior Policy Director, ISDA, an Peter Tyldesley, The Law Commission, S. 2, abrufbar unter <www.isda.org/whatsnew/pdf/Law-Commission04-18-06.pdf>. Auf das Gutachten verweisen u.a. auch HENDERSON, JIBFL 1999, 195; DOYLE/HUDD, IFLR 2006, 23 unter *insurance*; WHITELEY, Issues, 673, 675; JUURIKKALA, JIBLR 2011, 129 f.; vgl. ferner GAUVIN, dérivés de crédit, 28; FREIERMUTH, Credit Derivatives, 48.

¹⁷⁰³ JAMES, Derivatives, 33; ähnlich WHITELEY, Issues, 675; siehe auch VENOKUR/MAGIDSON/SINGER, GLFDLR 2008/11, 9 f. A.A. jedoch

¹⁷⁰⁴ JAMES, Derivatives, 34 f.; siehe auch HUDSON, Derivatives, Rz. 6-10 ff.; JUURIKKALA, JIBLR 2011, 130. Vgl. bereits Prudential Insurance Company v. Commissioners of Inland Revenue, 1904 WL 12952 (KBD), [1904] 2 K.B. 658, 663, «[sc.: a] contract which

Während die Möglichkeit eines Verlustes aus vertragsrechtlicher Sicht nach der vorliegend vertretenen Auffassung hinsichtlich der vertraglichen Qualifikation zwar keine Rolle spielen sollte, muss dies nicht zwingend auch für den aufsichtsrechtlichen Begriff gelten, sollte im Einzelfall tatsächlich ein Absicherungsmotiv gegeben sein. Auf dieser Grundlage haben sich Meinungen herausgebildet, insbesondere den CDS abhängig vom Motiv zweigeteilt zu betrachten¹⁷⁰⁵ – sog. *covered* und *naked* bzw. *uncovered* CDS¹⁷⁰⁶, wobei das Inkrafttreten der Regulierung von *covered* CDS durch das NYS Insurance Department auf unbestimmte Zeit hinausgeschoben wurde¹⁷⁰⁷. Eine ähnliche Betrachtung liegt auch der FSMA 2000 betreffend die Regulierung von Futures zugrunde, wobei auf das Motiv abgestellt der Future als Investment von dem zu Handelszwecken abgeschlossenen differenziert wird¹⁷⁰⁸.

Generell wird bisweilen vorgeschlagen, der Gefahr der Betrachtung von Kreditderivaten als Versicherungen durch entsprechende vertragliche Gestaltung entgegenzuwirken¹⁷⁰⁹: so durch die Wahl des Typs des Kreditderi-

would otherwise be a mere wager may become an insurance by reason of the assured having an interest in the subject-matter».

¹⁷⁰⁵ So BANZ, Allfinanz, 271 f., mit der Konsequenz, dass es sich um eine eigentliche Kreditversicherung handle und das VVG anzuwenden sei; ähnlich BERG, Kreditderivate, 406 ff.: Er betrachtet nach deutschem Recht alle Merkmale der Versicherung in Einzelfällen bei CDS als gegeben (a.a.O. 406 ff.), mit der Konsequenz, dass es bei CDS darauf ankommt, ob sie tatsächlich der Absicherung dienen, dies jedoch praktisch als ausgeschlossen betrachtet (a.a.O. 413). Angesprochen nun auch vom NYS Insurance Department, siehe Circular Letter No. 19 (2008), 6 f., abrufbar unter <www.ins.state.ny.us/circltr/2008/cl08_19.pdf>, sowie First Supplement to Circular Letter No. 19 (2008) vom 20.11.2008, abrufbar unter <www.ins.state.ny.us/circltr/2008/cl08_19s1.pdf>. Siehe dazu auch VENOKUR/MAGIDSON/SINGER, GLFDLR 2008/11, 1 ff.; BRUCKNER, GLFDLR 2008/9, 1 ff. Entsprechendes hat auch die DIFP (The Missouri Department of Insurance, Financial Institutions and Professional Regulation) vor: siehe DIFP Insurance Bulletin 08-12: Covered Credit Default Swaps, vom 19. November 2008, 1, abrufbar unter <insurance.mo.gov/Contribute%20Documents/InsuranceBulletin08-12.pdf>. Siehe dazu auch KAUFMAN/TRAPANI, GLFDLR 2009/6, 10.

¹⁷⁰⁶ VENOKUR/MAGIDSON/SINGER, GLFDLR 2008/11, 7.

¹⁷⁰⁷ Siehe First Supplement to Circular Letter No. 19 (2008) vom 20.11.2008, abrufbar unter <www.ins.state.ny.us/circltr/2008/cl08_19s1.pdf>; sowie NYS Insurance Department News Release vom 20.11.2008, abrufbar unter <www.ins.state.ny.us/press/2008/p0811201.htm>.

¹⁷⁰⁸ Art. 84 RAO Part III. Siehe dazu z.B. GLEESON in GLEESON (Hrsg.), FSA Regulation, 12 ff.

¹⁷⁰⁹ Nach PERG 6.6.8G (2) ebenfalls ein relevanter Faktor.

vates¹⁷¹⁰ oder deren dahingehenden Strukturierung, dass sie keinen direkten Bezug zu einem Verlust des Sicherungsnehmers bzw. einer Vertragspartei haben¹⁷¹¹. Dagegen wird eine Angabe im Vertrag, dass es sich nicht um eine Versicherung oder Garantie handle, hinsichtlich der Qualifikation kaum einen Einfluss haben¹⁷¹². Zumindest im Anwendungsbereich des englischen Aufsichtsrechts sollte der Vertrag nicht als Versicherung bezeichnet oder versicherungstechnische Ausdrücke verwendet werden, da dies nach der FSA ein weiterer Faktor in der Entscheidungsfindung, ob ein Versicherungsvertrag vorliege, sei¹⁷¹³. Dagegen entscheidet sich im amerikanischen Recht allein anhand der Natur der Vereinbarung, und nicht anhand der von den Parteien verwendeten Terminologie, ob ein konkreter Vertrag eine Versicherung sei¹⁷¹⁴. Dasselbe gilt auch für das Schweizer Recht.

2) Das Problem der covered CDS im Speziellen

Als *covered* CDS gelten Credit Default Swaps, deren Sicherungsnehmer zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses ein materielles Interesse in der Referenzforderung besitzt oder dies plant^{1715 1716}. Während die Unterscheidung von *covered* und *naked* CDS hinsichtlich der vertragsrechtlichen Qualifikation keine Rolle spielen darf¹⁷¹⁷, wird es dagegen zu akzeptieren sein, wenn sich das Aufsichtsrecht für eine Behandlung dieser *covered* CDS als Versicherung entscheiden sollte. Nichtsdestotrotz führt diese Unterscheidung zu einigen noch ungelösten Problemen¹⁷¹⁸, welche im folgenden kurz anzusprechen

¹⁷¹⁰ So bergen CDSs die grössere Gefahr als TRSs oder CSOs, vgl. auch HENDERSON, JIBFL 1998, 195.

¹⁷¹¹ HUDSON, Derivatives, Rz. 6-11; DOYLE/HUDD, IFLR 2006, 23 unter *insurance*.

¹⁷¹² Siehe HUDSON, Derivatives, Rz. 6-09 mit Verweis auf Rechtsprechung; a.A. JAMES, Derivatives, 34 f., welcher vorschlägt, explizit im Vertrag anzugeben, dass es sich nicht um eine Versicherung oder Garantie handle.

¹⁷¹³ PERG 6.6.8G: «(3) A contract is more likely to be regarded as a contract of insurance if the contract is described as insurance and contains terms that are consistent with its classification as a contract of insurance, for example, obligations of the utmost good faith».

¹⁷¹⁴ RUSS/SEGALLA, Insurance, § 1:8, 1-14, m.w.N. auf Rechtsprechung.

¹⁷¹⁵ NYS Insurance Department Circular Letter No. 19 (2008) (Fn. 1705), 7: «when it is purchased by a party who, at the time at which the agreement is entered into, holds, or reasonably expects to hold, a <material interest> in the referenced obligation»; ferner VENOKUR/MAGIDSON/SINGER, GLFDLR 2008/11, 7.

¹⁷¹⁶ Covered ist von *funded* abzugrenzen, siehe dazu oben 1:I.1.b) (S. 10).

¹⁷¹⁷ Siehe oben 2:III.2.b)cc)1) (S. 182) *i.f.*

¹⁷¹⁸ Kritisch dazu z.B. auch VENOKUR/MAGIDSON/SINGER, GLFDLR 2008/11, 10; BRUCKNER, GLFDLR 2008/9, 10.

sind – dies vor dem Hintergrund, dass auch zumindest die Lehre in der Schweiz und Deutschland bisweilen von einer solchen Zweiteilung ausgeht. Tatsächlich dürfte es allerdings kaum soweit kommen, sind doch aktuell Bestrebungen zur Regulierung von OTC Derivaten im Allgemeinen im Gange¹⁷¹⁹, welche die Regulierung von *covered* CDS obsolet machen würden¹⁷²⁰.

Aus aufsichtsrechtlicher Sicht wäre die Konsequenz der Betrachtung als Versicherung die Unterstellung des Sicherungsgebers unter die Versicherungsaufsicht. Die damit verbundenen Schwierigkeiten im international stark verflochtenen Finanzmarkt wie der Bestimmung des anwendbaren Rechts sowie allenfalls der Akzeptanz ausländischer Aufsichtsbehörden sind im Spannungsfeld zwischen globalisierter Welt und nationalen Rechtsordnungen immer vorhanden. Dass sie sich allenfalls akzentuieren können, wäre auch bei einer Regulierung von sämtlichen Kreditderivaten eine Konsequenz. Unter Schweizer Recht würde allenfalls die Geltung des VVG für diese *covered* CDS miteinhergehen¹⁷²¹. Dies wäre m.E. abzulehnen, wozu *de lege ferenda* ohne weiteres Spielraum bestünde, wie z.B. die Gleichstellung mit dem nicht dem VVG unterstellten Rückversicherungsvertrag.

Als unnötig wäre aber sicherlich die Konsequenz zu beurteilen, falls Sicherungsgeber, welche z.B. bereits der Bankaufsicht unterstellt sind, noch zusätzlich der Versicherungsaufsicht unterstellt würden – selbst im Rahmen einer integrierten Finanzmarktaufsicht bestehen für Banken und Versicherungen noch immer unterschiedliche Regelungen.

Bedeutender sind jedenfalls die sich auf der Ebene des Privatrechts ergebenden Konsequenzen. Ein zwingend zu lösendes Problem liegt dabei in der Anknüpfung der Aufsicht: diese betrifft den Sicherungsgeber, angeknüpft wird jedoch bei Verhältnissen des Sicherungsnehmers, und zwar nicht äusseren Merkmalen wie Rechtsform, Ort des Sitzes o.ä., sondern in gewissem Masse «inneren» Merkmale, welche für den Vertragspartner nicht erkennbar sind und deren Kenntnis oder das Bedürfnis danach sich nicht aus dem Vertrag ergeben. Nur sofern der Sicherungsnehmer nämlich tatsächlich ein versicherbares Interesse aufweist und die Leistung des Sicherungsgebers eine Art der (tatsächlichen) Entschädigung darstellt, liegt ein so verstande-

¹⁷¹⁹ Siehe dazu z.B. KAUFMAN/TRAPANI, GLFDLR 2009/6, *passim*.

¹⁷²⁰ Für Missouri siehe KAUFMAN/TRAPANI, GLFDLR 2009/6, 10.

¹⁷²¹ So auch BANZ, Allfinanz, 272, der jedoch gewisse Sicherungsgeber von der Unterstellung befreien will, a.a.O. 273 f.

ner *covered* CDS vor¹⁷²². Mithin wird dieses Wissen auf den Sicherungsgeber zu übertragen sein – wohl anhand einer Pflicht auf Seiten des Sicherungsnehmers, Auskunft über die Passivseite seiner Bilanz weiterzugeben¹⁷²³. Dies wäre insbesondere bei einem bilateralen Bankkredit als Referenzforderung bedenklich und könnte u.U. auch eine strafrechtliche Verantwortlichkeit des Sicherungsnehmers begründen. Des weiteren müssten auch Erwerb oder Veräusserung der Referenzforderung während der Laufzeit – Vorgänge die keinen Einfluss auf das CDS ausüben – konsequenterweise miterfasst werden; ansonsten würden Umgehungsgeschäften Tür und Tor geöffnet.

Schliesslich ist auch die Zweck-Nutzen-Relation als mehr als nur fragwürdig zu beurteilen, gelten doch Schätzungen zufolge nur 10% der CDS als *covered* CDS¹⁷²⁴. Selbst wenn es also gelingen sollte, die *covered* CDS von den *naked* CDS irgendwie abzugrenzen und deren Sicherungsgeber einer Versicherungsaufsicht zu unterstellen, wäre nur ein äusserst kleiner Teil des Marktes reguliert.

Aus diesen Gründen ist m.E. eine solche Zweiteilung klar abzulehnen, wirkt unnötig künstlich, rein begriffsjuristisch und wäre wohl wesentlich ein regulatorischer Hüftschuss. Der aufsichtsrechtliche Versicherungsbegriff liesse sich einerseits entsprechend «anpassen», sodass auch *naked* CDS als Versicherungen betrachtet werden, andererseits ist ohne weiteres auch eine andere Form der Regulierung von CDS oder Kreditderivaten möglich, deren Durchführbarkeit nicht an den oben erwähnten Problemen leidet und deren Zweck-Nutzen Relation um ein vielfaches besser ausfallen würde.

ee) Bedürfnis nach einer Regulierung

Wurde die Qualifikation von Kreditderivaten als Versicherung mit dem Argument ausgeschlossen, dass ein grosser Prozentsatz der Sicherungsgeber und -nehmer Banken und Versicherungsunternehmen seien, welche kaum eine Gruppe darstellen, welche Schutz (und damit Regulierung) nötig hätten¹⁷²⁵, überzeugt dieses Argument aus heutiger Sicht nicht mehr. Dass sich Staat und Bürger nicht darum kümmern, ob ein Credit Event eintrete¹⁷²⁶, stimmt ebensowenig. Spätestens wenn Staat und damit Bürger Milliarden an

¹⁷²² Etwas umfassender dagegen BANZ, Allfinanz, 64, 271, Fn. 1232.

¹⁷²³ Ähnlich VENOKUR/MAGIDSON/SINGER, GLFDLR 2008/11, 9.

¹⁷²⁴ A.M. BestWire News vom 29.10.2008 (RAYMOND J. LEHMANN, NAIC Proposes Insurers Disclose Swaps, Other Derivatives).

¹⁷²⁵ SCHWARTZ, JCFL 2007, 181 m.w.N.; ESSEBIER/KÜHN, AJP 2011, 652.

¹⁷²⁶ SCHWARTZ, JCFL 2007, 181.

Unterstützungsgelder aufwenden müssen, werden, sollen und dürfen sie sich sehr wohl darum kümmern.

Die Frage nach dem Bedürfnis einer Regulierung darf jedoch nicht mit der Frage nach der Qualifikation als Versicherung verwechselt werden; auch wenn ein Bedürfnis nach Regulierung erkannt worden ist, ist aus einer die gesamten Aspekte umfassenden Perspektive nach einer angemessenen Regulierung zu suchen, und nicht nach der allenfalls vordergründig naheliegendsten Möglichkeit, ohne auch nach deren Zweckmässigkeit zu fragen. Und inwiefern die Versicherungsaufsicht imstande ist, CDS oder generell Kreditderivate zu regulieren, ist ebenfalls fraglich¹⁷²⁷ – sind doch noch weitere Unterschiede zwischen Versicherung und Kreditderivaten zu erkennen, z.B. bezüglich des Kreditrisikos als Art des Risikos selbst.

c) Zusammenfassende Würdigung

Die im vorliegenden Abschnitt vorgenommene Untersuchung ergibt zusammenfassend die folgenden Punkte, in welchen sich Kreditderivate von der Versicherung unterscheiden:

- Risikotransfer ist nicht ausschliesslich ein Merkmal der Versicherung. Der Markt des Risikotransfers durch Kreditderivate unterscheidet sich vom Versicherungsgeschäft, überdies akzeptiert das Versicherungsaufsichtsrecht explizit auch derivative Finanzinstrumente als ausserhalb der Versicherung stehende Vereinbarungen.
- Versicherung ist nicht definierbar¹⁷²⁸, weshalb die Gesetzgeber in allen untersuchten Rechtsordnungen auch bewusst einen Spielraum belassen haben.
- Die (bundesgerichtlichen) Merkmale der Versicherung sind nicht unumstösslich; so hat das BGer selbst seine grundsätzliche Bereitschaft zu erkennen gegeben, die Merkmale des Versicherungsbegriffs zu überdenken¹⁷²⁹.
- Das Kreditrisiko als Gegenstand von Kreditderivaten hat seinen Ursprung auf dem Finanzmarkt – die risikotragende Partei wird regel-

¹⁷²⁷ WALKER-BRIGHT/LAW, *AIG's Financial Distress*, 33; vgl. auch JUURIKALA, *JIBLR* 2011, 135.

¹⁷²⁸ BerlinerKomm-SCHWINTOWSKI, N 1 zu § 1; vgl. auch MAURER, *Privatversicherungsrecht*, 35.

¹⁷²⁹ BGE 107 Ib 54 E. 1.b.

mässig bereits bei der Schaffung des Risikos entschädigt, womit es sich von den üblichen versicherbaren Risiken unterscheidet.

- Die bei der Versicherung vorausgesetzte Wirkung der Absicherung – Befürchtung einer Schädigung oder das versicherbare Interesse – ist bei Kreditderivaten nicht als Zweck, sondern nur als vertragsrechtlich nicht relevantes, allenfalls mögliches Motiv einer Vertragspartei zu sehen.
- Kreditderivate sind keine Versicherungsverträge, unabhängig davon ob beim Sicherungsnehmer allenfalls ein Absicherungsmotiv vorhanden ist.
- In Zeiten der Allfinanz sowie integrierten Finanzmarktaufsichten und entsprechenden allumfassenden Finanzmarktgesetzen wie z.B. die FSMA 2000 verbleibt noch immer eine, wenn vielleicht auch weniger ausgeprägte Differenzierung zwischen Versicherungs- auf der einen und Bankgeschäften auf der anderen Seite – mit dazwischenliegenden Betätigungsfeldern, auf welchen sich die beiden treffen.

Obschon gewisse Ähnlichkeiten und Gemeinsamkeiten zwischen Kreditderivaten bestehen – insbesondere betreffend die grundsätzlichen Merkmale, der Möglichkeit eines planmässigen Geschäftsbetriebs und bisweilen dem Motiv des Sicherungsnehmers – sprechen die soeben angeführten Unterscheide klar gegen eine Qualifikation von Kreditderivaten als Versicherung.

2. Einsatz durch Versicherungsunternehmen

Die Zulässigkeit des Einsatzes von Kreditderivaten durch Versicherungen ist unter zwei Gesichtspunkten zu prüfen. Einerseits im Rahmen des Versicherungsgeschäfts selbst, andererseits im Rahmen der Kapitalanlage. Wie unter a) ausgeführt wird, ist die Zulässigkeit im Rahmen des Versicherungsgeschäfts zu verneinen. Dagegen ist ihr Einsatz durch Versicherungen in der Kapitalanlage grundsätzlich zulässig. Inwiefern und die dabei zu beachtenden Vorschriften und Einschränkungen werden unter b) behandelt.

a) Im Rahmen des Versicherungsgeschäfts

Die Zulässigkeit des Einsatzes von Kreditderivaten im Versicherungsgeschäft ist nach Art. 11 Abs. 1 VAG und damit anhand der Frage, inwiefern Kreditderivate als versicherungsfremdes Geschäft gelten zu entscheiden.

Denn Versicherungen sollen nur Geschäfte tätigen, welche in unmittelbarem Zusammenhang mit dem Versicherungsgeschäft stehen¹⁷³⁰.

Eine Regelung zum Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten durch Versicherungen beinhaltet Art. 100 AVO. Demgemäss ist der Einsatz von Derivaten nur erlaubt «[...] um die Risiken auf den Kapitalanlagen oder auf ihren Verpflichtungen gegenüber den Versicherten zu vermindern oder um die Kapitalanlagen effizient zu bewirtschaften». *E contrario* könnte daraus geschlossen werden, dass es Versicherungen untersagt wird, derivative Finanzinstrumente als traditionelle Versicherungsprodukte anzubieten. Dieser Schluss wird bisweilen abgelehnt¹⁷³¹. Während auf der Grundlage von Art. 1 VEdF dem Grundsatz nach der Ansicht von BANZ gefolgt werden kann, dass «[d]er Verordnungsgeber [...] schlicht nicht an die Instrumente des Alternativen Risiko Transfers gedacht» hat¹⁷³², ist dies m.E. nicht ohne weiteres auf die entsprechende Bestimmung der AVO zu übernehmen. Die Frage kann an dieser Stelle offen gelassen werden¹⁷³³, da m.E. richtigerweise in erster Linie nach Art. 11 Abs. 1 VAG zu entscheiden ist, ob Kreditderivate als versicherungsfremde Geschäfte im Sinne dieser Bestimmung zu gelten haben.

Der versicherungsfremde Charakter von Kreditderivaten wird von BANZ mit der Begründung abgelehnt, dass Kreditderivate ausgesprochene Risikotransferinstrumente seien und im direkten Zusammenhang mit dem Betrieb einer Versicherungsgesellschaft stehen¹⁷³⁴. Wie in der vorliegenden Arbeit gezeigt, sind die Begriffe Risikotransfer und Versicherung nicht deckungsgleich¹⁷³⁵. Auch andere derivative Finanzinstrumente und andere Verträge als nur gerade Kreditderivate und Versicherungsverträge vermögen einen Risikotransfer zu vollziehen. Soweit ersichtlich nimmt die Lehre nicht den Standpunkt ein, dass derivative Finanzinstrumente generell keine versicherungsfremden Geschäfte seien. Gleiches hat auch für Kreditderivate zu gelten: obgleich sie eine Ähnlichkeit zur Versicherung und der CDS zusätzlich zum Versicherungsvertrag aufweisen, handelt es sich bei Kreditderivaten nicht um Versicherungen¹⁷³⁶ und nicht um einen Versicherungs-

¹⁷³⁰ KUHN, Privatversicherungsrecht, N 210.

¹⁷³¹ STAUB, Kreditrisikotransfer, 198; ähnlich BANZ, Allfinanz, 274, 260 f., jedoch noch auf der VEdF basierend.

¹⁷³² BANZ, Allfinanz, 261.

¹⁷³³ Sie wird jedoch im Rahmen der Frage nach der Zulässigkeit des Einsatzes von Kreditderivaten bei der Kapitalanlage relevant, siehe dazu unten b)aa) (S. 312).

¹⁷³⁴ BANZ, Allfinanz, 274.

¹⁷³⁵ Siehe dazu oben 1:IV (S. 62); 1.b)aa) (S. 298).

¹⁷³⁶ Siehe oben 1.c) (S. 309).

vertrag¹⁷³⁷, womit sie schliesslich ein versicherungsfremdes Geschäft darstellen¹⁷³⁸.

Mit dem Verbot des Betriebs eines versicherungsfremden Geschäfts wird die Vermeidung von Risiken bezweckt, welche nicht von der Aufsicht erfasst sind und welche Rückwirkungen auf das Versicherungsunternehmen haben (können)^{1739 1740}. Des weiteren darf auch nicht verkannt werden, dass es keine allgemeine Versicherungsbewilligung gibt, sondern jeder Versicherungszweig eine separate Bewilligung benötigt¹⁷⁴¹.

Versicherungsunternehmen benötigen folglich *de lege lata* für den Einsatz von Kreditderivaten im Rahmen des Versicherungsgeschäftes bzw. ausserhalb der Kapitalanlage i.S.v. Art. 100 AVO eine separate Bewilligung durch die FINMA, welche nach Art. 11 Abs. 2 VAG den Betrieb versicherungsfremder Geschäfte (wie auch denjenigen der einzelnen Versicherungszweige) bewilligen kann¹⁷⁴².

b) Im Rahmen der Kapitalanlage

aa) Grundsätzliche Zulässigkeit

Während im Rahmen der Frage des Einsatzes von Kreditderivaten im Versicherungsgeschäft aufgrund deren Charakter als versicherungsfremde Geschäfte die Frage, ob sie als derivative Finanzinstrumente i.S.v. Art. 100 AVO zu sehen sind, offen gelassen werden konnte, stellt sich diese Frage wiederum im Rahmen des Einsatzes von Kreditderivaten in der Kapitalanlage.

Art. 100 Abs. 1 AVO erlaubt den Einsatz derivativer Finanzinstrumente, schränkt diesen aber gleichzeitig darauf ein «[...] *um die Risiken auf den Kapitalanlagen oder auf ihren Verpflichtungen gegenüber den Versicherten zu vermindern oder um die Kapitalanlagen effizient zu bewirtschaften*».

¹⁷³⁷ Siehe oben zum CDS: 2:III.2.b)cc) (S. 181); TRS: 2:IV.2.b)cc) (S. 234); zur CSO: 2:V.2 (S. 256).

¹⁷³⁸ A.A. BANZ, *Allfinanz*, 274; STAUB, *Kreditrisikotransfer*, 198. Kreditderivate werden auch im Deutschen Versicherungsaufsichtsrecht als versicherungsfremde Geschäfte betrachtet: siehe KURZ/STECK in ZEREY (*Hrsg.*), *Finanzderivate*, § 22 N 39.

¹⁷³⁹ WEBER/UMBACH, *Versicherungsaufsicht*, § 5 N 13, m.w.N.

¹⁷⁴⁰ Zu dieser Gefahr siehe auch die Bemerkungen zum Fall AIG: WALKER-BRIGHT/LAW, *AIG's Financial Distress*, *passim*; vgl. auch KAUFMAN/TRAPANI, *GLFDLR* 2009/6, 1.

¹⁷⁴¹ Vgl. Art. 6 Abs. 3 VAG.

¹⁷⁴² Dazu WEBER/UMBACH, *Versicherungsaufsicht*, § 5 N 17.

Eine Legaldefinition der derivativen Finanzinstrumente ist weder in der AVO noch im FINMA-RS 08/18¹⁷⁴³ vorhanden, womit grundsätzlich auf den Begriff des derivativen Finanzinstrumentes, wie er üblicherweise verstanden wird, abzustellen ist. Die AVO setzt zwar Kreditderivate neben die derivativen Finanzinstrumente¹⁷⁴⁴, dies ist jedoch nicht als Ausdruck des Verständnisses des Gesetzgebers zu sehen, dass Kreditderivate keine derivativen Finanzinstrumente seien, da im FINMA-RS 08/18 «Anlagerichtlinien Versicherer» z.B. Credit Default Swaps unter den derivativen Finanzinstrumenten angeführt werden¹⁷⁴⁵. Kreditderivate als derivative Finanzinstrumente sind damit auch derivative Finanzinstrumente i.S.v. Art. 100 AVO, für deren Einsatz im Rahmen der Kapitalanlage die Art. 100 ff. AVO anwendbar sind¹⁷⁴⁶.

bb) Einzelne Vorschriften

Nach Art. 17 Abs. 1 VAG haben die Versicherungen die Ansprüche aus Versicherungsverträgen durch ein sog. gebundenes Vermögen sicherzustellen¹⁷⁴⁷. Daneben weisen Versicherungen auch ein freies Vermögen auf. In Bezug auf den Einsatz von Kreditderivaten sind diese Vermögen zu unterscheiden, da Art. 79 AVO für das gebundene Vermögen Beschränkungen enthält. Unabhängig des betroffenen Vermögens sind die Art. 100 ff. AVO beachtlich, welche für alle Versicherungsunternehmen wie auch Rückversicherer gelten¹⁷⁴⁸. Diese Bestimmungen werden im folgenden unter 1) angesprochen, die zusätzlichen Vorschriften im Rahmen des gebundenen Vermögens im Anschluss unter 2).

1) Im Rahmen aller Kapitalanlagen

Massgebend sind die Art. 100 ff. AVO sowie die FINMA-RS 08/18 «Anlagerichtlinien Versicherer» Rz. 365 ff., welche die Vorschriften der Verordnung präzisieren. Ferner enthält die AVO in den Art. 96 ff. Vorschriften

¹⁷⁴³ FINMA-RS 08/18 «Anlagerichtlinien Versicherer».

¹⁷⁴⁴ Vgl. Art. 79 Abs. 1 lit. c erwähnt Kreditderivate gesondert von den derivativen Finanzinstrumenten, welche in lit. i behandelt werden.

¹⁷⁴⁵ Vgl. FINMA-RS 08/18 «Anlagerichtlinien Versicherer», Rz. 156 ff., 396 ff., 402; ferner STAUB, Kreditrisikotransfer, 201.

¹⁷⁴⁶ STAUB, Kreditrisikotransfer, 198; wohl a.A. BANZ, Allfinanz, 274, 260 f., jedoch noch zu der vorgehenden Verordnung der AVO, der VEdF, welche durch Art. 217 Ziff. 2 AVO aufgehoben wurde.

¹⁷⁴⁷ Siehe dazu WEBER/UMBACH, Versicherungsaufsicht, § 6 N 53 ff., 64 ff.

¹⁷⁴⁸ FINMA-RS 08/18 «Anlagerichtlinien Versicherer», Rz. 15.

zum Risikomanagement, welche wie die Art. 100 ff. ebenfalls Teil der Regelungen des 5. Titels darstellen.

Art. 100 ff. AVO enthalten Bestimmungen zur Anlagestrategie, zur Risikoanalyse sowie Anforderungen an die Organisation und das Personal. So dürfen Derivate nach Art. 100 Abs. 1 AVO nur eingesetzt werden, sofern sie der Risikoverminderung oder der effizienten Bewirtschaftung der Kapitalanlage dienen. Von Bedeutung für den Abschluss einzelner Derivate ist Art. 101 Abs. 2 AVO, wonach sämtliche Verpflichtungen, welche sich aus derivativen Transaktionen ergeben können, gedeckt sein müssen. Diese Bestimmung wird im FINMA-RS 08/18 «Anlagerichtlinien Versicherer» unter Rz. 368 ff. präzisiert. Der Umfang der Deckung betrifft das gesamte Kontraktvolumen, die Deckung erfolgt mittels Haltens des Basiswertes, sofern eine Verkaufsverpflichtung begründet wurde, oder anhand genügender liquider Mittel, soweit es sich um eine Kaufverpflichtung handelt.

2) Beim gebundenen Vermögen

Dem Grundsatz von Art. 79 Abs. 1 lit. c AVO nach können Kreditderivate dem gebundenen Vermögen zugewiesen werden. Für derivative Finanzinstrumente dagegen ist die Zuweisung in lit. i geregelt und beschränkt auf Derivate, *«die der Absicherung dienen und keine Hebelwirkung auf das gebundene Vermögen haben, falls die Basiswerte im gebundenen Vermögen vorhanden sind und deren Anrechnung die Schwankungen des Marktes nachvollzieht»*.

Nach dem Wortlaut der Verordnung würden demgemäss für Kreditderivate weniger Einschränkungen gelten als für andere derivative Finanzinstrumente, da zweifellos lit. c für Kreditderivate die speziellere Norm darstellt und lit. i vorgehen würde. Aus dem FINMA-RS 08/18 «Anlagerichtlinien Versicherer» lässt sich jedoch herauslesen, dass unter verbrieften Forderungen i.S.v. Art. 79 Abs. 1 lit. c AVO *«Instrumente des Risikotransfers (in der Regel in der Form einer Obligation), die aus den in einen Forderungspool eingebrachten Werten das Kreditrisiko an die Käufer der verbrieften Forderung übertragen»*¹⁷⁴⁹ verstanden werden. Darunter werden u.a. ABS' und CDO's subsumiert¹⁷⁵⁰. Die in lit. c ferner erwähnten strukturierten Produkte werden im Rundschreiben unter den Rz. 156 ff. geregelt. Kreditderivate in der Form der vorliegend verstandenen Grundtypen CDS, TRS und CSO scheinen infolgedessen nicht als Kreditderivate in Sinne von lit. c zu gelten, was sich auch aus deren Behandlung in den Rz. 365 ff. unter den derivativen

¹⁷⁴⁹ FINMA-RS 08/18 «Anlagerichtlinien Versicherer», Rz. 181.

¹⁷⁵⁰ FINMA-RS 08/18 «Anlagerichtlinien Versicherer», Rz. 181 *i.f.*

Finanzinstrumenten ergibt. In dieser Lesart sind nach Rz. 402 nur CDS für bestimmte Strategien (Absicherung [Rz. 431 ff.], Replikation [Rz. 455 ff.], Ertragsvermehrung [Rz. 459 ff.]) sowie nur bestimmte CDS (insbesondere *Single Name* und Index CDS) zulässig, andere Kreditderivate werden explizit ausgeschlossen. Zusätzlich werden erhöhte Anforderungen an die Kenntnisse und Qualifikation des Personals sowie an die Risikoanalyse gestellt¹⁷⁵¹.

Das Rundschreiben lässt einige Fragen offen. Inwiefern das Verbot der Zuordnung anderer Kreditderivate als den CDS überhaupt gegenüber der AVO, welche nach Art. 79 Abs. 1 lit c wie erwähnt die Zuordnung von Kreditderivaten an das gebundene Vermögen erlaubt, standhält, ist zumindest diskutabel, insbesondere als TRS und CSO gegenüber dem CDS m.E. keine diese Unterscheidung rechtfertigende Struktur aufweisen¹⁷⁵². Zumindest als unglücklich ist auch die Erwähnung von Kreditderivaten im erwähnten lit. c zu bezeichnen, sollten diese doch richtigerweise und wie auch im FINMA-RS 08/18 «Anlagerichtlinien Versicherer» erfolgt, im Rahmen und entsprechend den übrigen derivativen Finanzinstrumente behandelt werden.

¹⁷⁵¹ FINMA-RS 08/18 «Anlagerichtlinien Versicherer», Rz. 402.

¹⁷⁵² Siehe bereits STAUB, Kreditrisikotransfer, 201 zur Anlagerichtlinie der BPV und dem generellen Verbot von Kreditderivaten; keine diesbezügliche Kritik trifft er am aktuellen Rundschreiben, sondern begrüsst die Zulassung von zumindest einigen CDS und erachtet diese Einschränkung als dem Zweck des gebundenen Vermögens angemessen, a.a.O. 202 f.

IV. Kapitalmarktrechtliche Aspekte

Im folgenden Kapitel wird die Erfassung von Kreditderivaten durch das BEHG und das KAG als kapitalmarktrechtliche Erlasse dargestellt. Im Anwendungsbereich des BEHG ist unter 1. danach zu fragen, ob Kreditderivate als Effekten in diesem Sinne gelten bzw. ob sie überhaupt die Eignung dazu aufweisen. Unter 2. werden die Vorschriften für einzelne Anlagevehikel i.S. des KAG in Bezug auf deren Einsatz von Kreditderivaten dargestellt.

1. Kreditderivate als Effekten im Sinne des BEHG

Das BEHG regelt die Voraussetzungen für die Errichtung und den Betrieb von Börsen sowie den gewerbsmässigen Handel mit Effekten¹⁷⁵³. Massgebend für die Anwendbarkeit des BEHG ist der Begriff der Effekte – sowohl hinsichtlich des Börsenbegriffes nach Art. 2 lit. b wie auch des Begriffs des Effektenhändlers nach Art. 2 lit. d BEHG¹⁷⁵⁴. Sowohl die Tätigkeit als Börse wie auch als Effektenhändler sind nach Art. 3 bzw. Art. 10 BEGH bewilligungspflichtig.

Art. 2 lit. a BEHG definiert Effekten als *«vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, nicht verkündete Rechte mit gleicher Funktion (Wertrechte) und Derivate»*. Nach Art. 5 BEHV gelten als Derivate jene Finanzinstrumente, deren Preis von Vermögenswerten oder Referenzsätzen abgeleitet werden. Diese Legaldefinition deckt sich weitgehend mit dem finanzökonomischen Derivatbegriff¹⁷⁵⁵.

Aus finanzökonomischer Sicht gelten die vorliegenden Kreditderivate als derivative Finanzinstrumente, da sie von den Wertentwicklungen der Referenzverbindlichkeit beeinflusst werden. Gleiches ergibt sich auch aus einer phänomenologischen Erfassung des Derivatbegriffs sowie der entsprechenden Subsumption der einzelnen Grundtypen von Kreditderivaten¹⁷⁵⁶.

Art. 5 BEHV zählt beispielhaft unter den Derivatbegriff fallende Basiswerte auf. Erwähnt werden Aktien, Obligationen, Rohstoffe und Edelmetalle als Vermögenswerte sowie Währungen, Zinsen und Indizes als Referenzsätze. Die möglichen Basiswerte von Kreditderivaten, insbesondere Anleihen, Kreditforderungen sowie Indizes, sind entweder in der Aufzählung ex-

¹⁷⁵³ Art. 1 BEHG.

¹⁷⁵⁴ Vgl. z.B. BSK BEHG-DAENIKER/WALLER, N 2 zu Art. 2 lit. a–c.

¹⁷⁵⁵ Siehe dazu oben 1:II.1 (S. 32).

¹⁷⁵⁶ Siehe zum Ganzen oben zum CDS: 2:III.2.a)aa) (S. 177); zum TRS: 2:IV.2.a)aa) (S. 226); zur CSO: 2:V.2.a)aa) (S. 256).

plizit angeführt oder haben m.E. wie z.B. Kreditforderungen als Vermögenswerte zu gelten.

Der Effektenbegriff des BEHG fordert neben einem Derivat auch dessen Eignung zum massenweisen Handel. Dies schränkt einerseits die möglichen Basiswerte ein; denn es ist davon auszugehen, dass nur Basiswerte, für welche eine transparente Bewertung vorliegt, die Eignung eines Derivates zum massenweisen Handel ermöglichen¹⁷⁵⁷. Andererseits werden dadurch auch Derivate auf standardisierte Derivatkontrakte zu reduzieren sein¹⁷⁵⁸. Diese letztere Einschränkung ergibt sich auch aus Art. 4 *i.f.* BEHV, wonach für einzelne Gegenparteien besonders geschaffene Wertpapiere, -rechte und Derivate ausgenommen sind.

Was des weiteren unter vereinheitlicht und zum massenweisen Handel geeignet zu verstehen ist, wird ebenfalls in Art. 4 BEHV konkretisiert. Demnach fallen darunter Derivate, welche in gleicher Struktur und Stückelung öffentlich angeboten oder bei mehr als 20 Kunden plziert werden¹⁷⁵⁹. Als nicht vereinheitlichte Effekten im Bereich der Derivate gelten nach der herrschenden Lehre insbesondere Swaps und Forwards¹⁷⁶⁰.

Die vorliegenden Kreditderivate können eine gewisse Standardisierung aufweisen. Aber selbst unter Verwendung der CDD haben die Parteien zahlreiche Auswahlmöglichkeiten zu treffen, was eher gegen eine Standardisierung zum jetzigen Zeitpunkt spricht. Des weiteren sprechen die beim CDS und TRS während der Laufzeit bestehenden gegenseitigen Verpflichtungen gegen deren Handelbarkeit¹⁷⁶¹, welche als Wesenskern der angeführten Merkmale zu betrachten ist¹⁷⁶². Und schliesslich weist der TRS von der Struktur her einen Bezug zum Swap auf, welcher ebenfalls nicht als Effekte i.S. des BEHG gilt¹⁷⁶³. Die CSO dagegen weist aufgrund ihrer Struktur sowie Qualifikation als derivative Option durchaus die Eignung zur Handelbarkeit auf. Jedoch sind CSO's zum aktuellen Zeitpunkt noch nicht standardisiert und werden soweit ersichtlich auch nicht vereinheitlicht ausgegeben.

¹⁷⁵⁷ CONTRATTO, Regulierung, 136 f.

¹⁷⁵⁸ Siehe CONTRATTO, Regulierung, 148 f.

¹⁷⁵⁹ Siehe zum Ganzen auch ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 582; CONTRATTO, Regulierung, 149 f.

¹⁷⁶⁰ Siehe ZOBL/KRAMER, Kapitalmarktrecht, N 584 f.; BSK BEHG-DAENIKER/WALLER, N 17 zu Art. 2 lit. a–c.

¹⁷⁶¹ Siehe dazu CONTRATTO, Regulierung, 149 ff.; zur eingeschränkten Handelbarkeit von OTC Derivaten im allgemeinen siehe LEDRUT/UPPER, post-trading, 84.

¹⁷⁶² CONTRATTO, Regulierung, 149.

¹⁷⁶³ Vgl. Nachweise oben Fn. 1760.

Credit Default Swaps (CDS) sowie Total Return Swaps (TRS) eignen sich unabhängig ihres Basiswertes nicht zum Handel, womit sie weder Effekten i.S. des BEHG sind, noch sich dazu eignen. Credit Spread Options (CSO) als derivative Option dagegen können sich zum Handel eignen, womit sie zumindest die Eignung aufweisen, vom Effektenbegriff des BEHG erfasst zu werden.

2. Kreditderivate im Recht der kollektiven Kapitalanlage

a) Der Begriff des Kreditderivates

Kreditderivate werden für das kollektive Anlagerecht nicht umfassend legaldefiniert. Die in Art. 25 Abs. 4 lit. k KKV-FINMA enthaltene Definition von Kreditderivaten als eine «*Vereinbarung, mit welcher eine Partei (Sicherungsnehmer) ein Kreditrisiko auf eine Gegenpartei (Sicherungsgeber) überträgt*» gilt grundsätzlich nur für den 3. Abschnitt der Verordnung¹⁷⁶⁴. Derselbe Artikel beinhaltet in Abs. 1 auch eine Definition für derivative Finanzinstrumente, als «*[...] Instrumente, deren Wert von Anlagen im Sinn von Artikel 70 Absatz 1 Buchstaben a–d KKV oder von Finanzindizes, Zinssätzen, Krediten, Wechselkursen oder Währungen abgeleitet wird*»¹⁷⁶⁵. Diese Definition gilt gem. dem Wortlaut der Verordnung jedoch nur für Derivate i.S.v. Art. 56 KAG. Einerseits wird diese Einschränkung aber durch zahlreiche Querverweise innerhalb der Gesetzgebung zur kollektiven Kapitalanlage wieder relativiert¹⁷⁶⁶, andererseits gibt sie im wesentlichen auch nur die finanzökonomischen Begriffe wieder.

Es ist davon auszugehen, dass für derivative Finanzinstrumente und mithin Kreditderivate im Recht der kollektiven Kapitalanlage keine eigene, von den geläufigen Definitionen und Umschreibungen dieser Instrumente in Praxis und Lehre abweichende Begriffsbestimmung vorgenommen worden ist¹⁷⁶⁷. Damit sind die Grundtypen von ungedeckten Kreditderivaten – CDS, TRS, CSO – als derivative Instrumente und Kreditderivate im Sinne des kollektiven Kapitalanlagerechts zu betrachten¹⁷⁶⁸.

¹⁷⁶⁴ Vgl. Art. 25 Abs. 4 KKV-FINMA.

¹⁷⁶⁵ Art. 25 Abs. 1 KKV-FINMA (Fussnoten durch Verfasser weggelassen).

¹⁷⁶⁶ So verweist z.B. Art. 61 KAG auf Art. 56 KAG; Art. 51 Abs. 1 KKV-FINMA u.a. auf Art. 25 KKV-FINMA. Siehe auch BSK KAG-HÜNERWADEL/TRANCHET, N 4 zu Art. 56.

¹⁷⁶⁷ Siehe auch BSK KAG-HÜNERWADEL/TRANCHET, N 5 zu Art. 56.

¹⁷⁶⁸ Im Ergebnis auch STAUB, Kreditrisikotransfer, 257.

b) Anlagevorschriften einzelner Anlagevehikel

Das KAG enthält einen *numerus clausus* von möglichen Formen der Kapitalanlage. Zu diesen zählen der vertragliche Anlagefonds und die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV) als unter aa) zu behandelnde sog. offene Kapitalanlagen¹⁷⁶⁹, sowie die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen und die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF) als unter bb) zu behandelnde sog. geschlossene kollektive Kapitalanlagen^{1770 1771}. Betreffend Anlagevorschriften werden die offenen kollektiven Kapitalanlagen in vier Kategorien unterteilt¹⁷⁷²: Effektenfonds, Immobilienfonds, übrige Fonds für traditionelle Anlagen und übrige Fonds für alternative Anlagen¹⁷⁷³. Im folgenden werden unter aa) die übrigen Fonds gesamthaft unter 3) betrachtet, die Effektenfonds unter 1) sowie die Immobilienfonds unter 2) sowie unter bb) die SICAF unter 1) und die Kommanditgesellschaft unter 2).

aa) Bei den offenen kollektiven Kapitalanlagen

1) Effektenfonds

Art. 56 KAG setzt die grundsätzliche Erlaubnis für Effektenfonds fest, Geschäfte mit Derivaten zu tätigen. Nach Abs. 1 sind jedoch gewisse Einschränkungen zu beachten: demnach darf der Anlagecharakter nicht verändert werden, der Fonds muss über eine geeignete Organisation sowie ein Risikomanagement verfügen und die eingesetzten Derivate müssen von den mit der Abwicklung und Überwachung betrauten Personen jederzeit verstanden und nachvollzogen werden können¹⁷⁷⁴.

Detaillierte Regelungen finden sich auf Verordnungsebene: So sind für Effektenfonds nach Art. 72 Abs. 1 lit. a KKV u.a. Kredite als Basiswerte von Derivaten grundsätzlich zugelassen¹⁷⁷⁵, nach lit. b müssen die Basiswerte aber auch gemäss dem Fondsreglement zulässige Anlagen darstellen. Für

¹⁷⁶⁹ Vgl. Art. 8 Abs. 1 KAG.

¹⁷⁷⁰ Vgl. Art. 9 Abs. 1 KAG.

¹⁷⁷¹ BSK KAG-PFENNINGER, N 2 zu Art. 2.

¹⁷⁷² STAUB, Kreditrisikotransfer, 252. Nach der engeren Systematik des KAG eigentlich 3 Kategorien, so auch BSK KAG-FRITZ/GOTSCHEV, N 1 Vorbem. zu Art. 53–57.

¹⁷⁷³ Vgl. Art. 53 ff. KAG.

¹⁷⁷⁴ Bis auf die übrigen Fonds für alternative Anlagen gelten diese Vorschriften für sämtliche offenen kollektiven Kapitalanlagen.

¹⁷⁷⁵ Als klare Grundlage für Kreditderivate bezeichnet: BSK KAG-HÜNERWADEL/TRANCHET, N 9 zu Art. 56.

OTC-gehandelte Derivate werden in Abs. 2 weitere Voraussetzungen gefordert¹⁷⁷⁶. So muss die Gegenpartei eines OTC-Geschäftes beaufsichtigt und ein auf dieses Geschäft spezialisierter Finanzintermediär sein (lit. a); das OTC-Derivat selbst muss einerseits täglich handelbar sein bzw. es muss die Möglichkeit bestehen, es jederzeit an den Emittenten zurückzugeben, andererseits muss es zuverlässig und nachvollziehbar bewertbar sein (lit. b). Schliesslich sind auch die Vorschriften zur Risikoverteilung nach Art. 80 KKV bzw. Art. 57 KAG zu beachten. Kreditderivate haben i.S. dieser Bestimmung wohl als OTC-Geschäfte und nicht als Derivate zu gelten¹⁷⁷⁷.

Weitere Vorschriften finden sich auch in den Art. 25 ff. KKV-FINMA. Referenzschuldner eines Kreditderivates müssen nach Art. 29 Abs. 2 «Beteiligungs- oder Forderungswertpapiere oder -wertrechte ausstehend haben, die an einer Börse oder an einem anderen geregelten, dem Publikum offen stehenden Markt gehandelt werden». Art. 32 KKV-FINMA enthält Regeln für OTC-Geschäfte und damit auch Kreditderivate, wonach u.a. nach Abs. 1 solche Derivate nur auf der Grundlage eines standardisierten Rahmenvertrages abgeschlossen werden dürfen, der einschlägigen internationalen Standards entspricht. Diese Voraussetzung erfüllen sowohl die 1992 bzw. 2002 MA wie auch die CDD, wenn auch eher davon auszugehen ist, dass diese standardisierten Rahmenverträge die einschlägigen internationalen Standards selbst geschaffen haben¹⁷⁷⁸.

Schliesslich setzen die Art. 45 f. KKV-FINMA eine Deckungspflicht für Derivate fest. Bei einer physischen Lieferverpflichtung kann der Deckung mit dem entsprechenden Basiswert¹⁷⁷⁹ oder unter Beachtung der entsprechenden Voraussetzungen auch mit anderen Anlagen nachgekommen wer-

¹⁷⁷⁶ Es ist wohl ein offensichtliches Versehen des Gesetzgebers, dass Art. 72 Abs. 1 Abs. 1 lit. c KKV fordert, die Derivate müssen an einer Börse oder einem offenen Markt gehandelt werden, und nach Abs. 2 für OTC-Derivate noch zusätzliche Voraussetzungen fordert: denn ein OTC-Derivat kann die Voraussetzung von Abs. 1 lit. c *per definitionem* schlichtweg nicht erfüllen.

¹⁷⁷⁷ Vgl. Art. 72 Abs. 2 KKV betreffend Gleichsetzung des Begriffs OTC-Derivat und OTC-Geschäft; ferner BSK KAG-HÜNERWADEL/TRANCHET, N 11 zu Art. 56.

¹⁷⁷⁸ Vgl. z.B. die Mitglieder der ISDA, welche diese Verträge herausgibt, unter <www.isda.org/membership/isdamemberslist.pdf>.

¹⁷⁷⁹ Art. 45 Abs. 1 KKV-FINMA.

den¹⁷⁸⁰. Bei einer Zahlungsverpflichtung hat die Deckung grundsätzlich¹⁷⁸¹ mittels geldnahen Mitteln zu erfolgen¹⁷⁸².

2) Immobilienfonds

Nach Art. 61 KAG wird Immobilienfonds der Einsatz von Derivaten grundsätzlich erlaubt, sofern dieser mit der Anlagepolitik vereinbar ist. Des Weiteren wird sinngemäss auf den Einsatz von Derivaten bei Effektenfonds und damit auch auf Art. 56 verwiesen¹⁷⁸³. Jedoch beschränkt Art. 91 KKV den Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten auf die Absicherung von Zins-, Währungs- und Marktrisiken, was ein Engagement in Kreditderivaten *de facto* ausschliessen dürfte¹⁷⁸⁴. Wenn wie im Rahmen der Eigenmittelunterlegung Bonitätsänderungsrisiken als Marktrisiken aufgefasst werden¹⁷⁸⁵, wäre zwar der Einsatz eines CDS, TRS sowie einer CSO ohne knock-out noch immer ausgeschlossen, da bei diesen Kreditderivaten das Ausfallrisiko als Kreditrisiko überwiegt, dagegen würde durch eine knock-out CSO in diesem Sprachgebrauch nur das Zinsänderungs- und damit kein Kreditrisiko übertragen¹⁷⁸⁶. M.E. wird jedoch im Anwendungsbereich von Art. 91 KKV mangels gesetzlicher Grundlage das Bonitätsänderungsrisiko als Kreditrisiko zu betrachten und damit auch ein Engagement in eine knock-out CSO ausgeschlossen sein.

3) Übrige Fonds für traditionelle und alternative Anlagen

Die grundsätzliche Zulässigkeit für die übrigen Fonds von Anlagen in Derivaten findet sich in Art. 69 Abs. 1 KAG. Kredite sind nach Art. 99 Abs. 1 lit. f KKV zulässige Basiswerte. Nach Art. 69 Abs. 2 KAG dürfen dabei insbesondere auch Anlagen getätigt werden, welche nur beschränkt marktgängig sind (lit. a), hohen Kursschwankungen unterliegen (lit. b), eine begrenzte Risikoverteilung aufweisen (lit. c) oder deren Bewertung erschwert ist (lit. d).

¹⁷⁸⁰ Siehe Art. 45 Abs. 2 KKV-FIMA; ferner BSK KAG-HÜNERWADEL/TRANCHET, N 12 zu Art. 56.

¹⁷⁸¹ Vgl. Art. 46 Abs. 2 KKV-FINMA.

¹⁷⁸² Art. 46 Abs. 1 KKV-FINMA.

¹⁷⁸³ Siehe zum Effektenfonds sowie Art. 56 KAG oben 1) (S. 319).

¹⁷⁸⁴ Vgl. STAUB, Kreditrisikotransfer, 268.

¹⁷⁸⁵ Siehe dazu oben

¹⁷⁸⁶ Die knock-out CSO überträgt nur das Bonitätsänderungs-, und nicht auch das Ausfallrisiko. Siehe dazu oben 2:V.1.d)bb) (S. 255).

Für die übrigen Fonds für traditionellen Anlagen verweisen Art. 70 Abs. 2 KAG wie auch Art. 51 Abs. 1 KKV-FINMA sinngemäss auf die Vorschriften für Effektenfonds. Die nach Art. 69 Abs. 2 KAG ermöglichten Anlagen sind jedoch umfassender als die für Effektenfonds zulässigen Engagements z.B. in OTC-Derivaten. So werden z.B. die Beschränkungen nach Art. 72 Abs. 2 lit. b auf OTC-Derivate, welche täglich handelbar sowie zuverlässig und nachvollziehbar bewertbar sind, m.E. durch Art. 69 Abs. 2 lit. a sowie lit. d derogiert. Ferner ermöglicht Art. 100 f. KKV gegenüber den Effektenfonds einen grösseren Spielraum, wobei auch diese Vorschriften dem Verweis in Art. 70 Abs. 2 KAG vorgehen¹⁷⁸⁷. In Bezug auf den Einsatz von Kreditderivaten bieten allerdings nur die von der FINMA im Einzelfall zu genehmigenden Abweichungen nach Art. 101 KKV einen gegenüber Effektenfonds grösseren Spielraum, sofern sich dieser nicht bereits aus dem erwähnten Art. 69 Abs. 2 KAG ergibt.

Bei den übrigen Fonds für alternative Anlagen ist ein entsprechender Verweis auf die Effektenfonds nicht vorhanden, womit in Bezug auf die Anlage in Kreditderivaten keine spezifischen Beschränkungen zu beachten sind¹⁷⁸⁸. Auf die besonderen Risiken von solchen alternativen Anlagen ist in der Bezeichnung, im Prospekt und in der Werbung hinzuweisen¹⁷⁸⁹.

bb) Bei den geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen

1) SICAF

Für die SICAF verweist Art. 115 Abs. 2 KAG hinsichtlich der Anlagen auf Art. 69 sowie sinngemäss auf die Art. 64 und 70 f. KAG. Art. 69 betrifft die Zulässigkeit der Anlage in Derivaten für die übrigen Fonds, Art. 70 f. die besonderen Vorschriften für traditionelle bzw. alternative Anlagen. Ferner verweist auch Art. 123 KKV sinngemäss auf die zulässigen Anlagen für übrige Fonds.

Für die SICAF gilt damit betreffend Anlagen in derivativen Finanzinstrumenten insbesondere Art. 99 Abs. 1 lit. f KKV, wonach Kredite als Basiswerte und damit Kreditderivate (grundsätzlich) zulässig sind. Unklar bleibt, ob die spezifischen Vorschriften für die übrigen Fonds für traditionelle Anlagen oder diejenigen für alternative Anlagen für die SICAF gelten¹⁷⁹⁰, da wesent-

¹⁷⁸⁷ BSK KAG-DE ZORDI/HAEBERLI, N 3 zu Art. 70.

¹⁷⁸⁸ Ähnlich STAUB, Kreditrisikotransfer, 270; siehe auch BSK KAG-DE ZORDI/HAEBERLI, N 22, 24 zu Art. 71.

¹⁷⁸⁹ Art. 71 Abs. 3 KAG; siehe auch BSK KAG-DE ZORDI/HAEBERLI, N 22 zu Art. 71.

¹⁷⁹⁰ Siehe zur Differenzierung oben aa)3) (S. 321).

lich auf die übrigen Fonds verwiesen wird. Richtigerweise muss wohl entschieden werden, dass kaum Anlagebeschränkungen bestehen und insbesondere die einschränkenden Vorschriften für Effektenfonds, wie sie für die übrigen Fonds für traditionelle Anlagen gelten, nicht anwendbar sind¹⁷⁹¹.

2) Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen

Die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen tätigt nach Art. 103 Abs. 1 KAG Anlagen in Risikokapital. Art. 120 KKV definiert Risikokapital als direkte oder indirekte Finanzierung mit der Erwartung eines überdurchschnittlichen Mehrwertes verbunden mit einer überdurchschnittlichen Verlustwahrscheinlichkeit, wobei die Finanzierung nach Abs. 2 über Eigenkapital, Fremdkapital oder einer Mezzanine-Finanzierung erfolgen kann. Nach Art. 103 Abs. 2 KAG können durch den Bundesrat auch andere Anlagen zugelassen werden. Diese sind gem. Art. 121 KKV Bau- und Immobilienprojekte und alternative Anlagen. Damit gelten hinsichtlich des Engagements von Kommanditgesellschaft in Kreditderivaten dieselben Vorschriften wie für übrige Fonds für alternative Anlagen¹⁷⁹².

¹⁷⁹¹ So wohl auch BSK KAG-APPENZELLER, N 15, 18 zu Art. 115; a.A. STAUB, Kreditrisikotransfer, 271.

¹⁷⁹² BSK KAG-DU PASQUIER/POSKRIAKOV, N 11 zu Art. 103; STAUB, Kreditrisikotransfer, 270.

AUSGEWÄHLTE RECHTSFRAGEN

Der vierte Teil basiert auf einzelnen Transaktionen mit Kreditderivaten. Es werden einige sich aus solchen Transaktionen ergebende Rechtsfragen erörtert sowie einige Rechtstreitigkeiten vor Gerichten von New York mit Credit Default Swaps zum Gegenstand zusammengefasst. Die einzelnen Grundtypen werden jeweils in separaten Kapiteln behandelt, jeweils beginnend mit einem detaillierten Transaktionsbeispiel sowie einer entsprechenden Transaktionsbestätigung. Diese Beispiele basieren auf den bereits im ersten Teil dargestellten Sachverhalten. Auf dem Transaktionsbeispiel aufbauend werden verschiedene, sich aus einzelnen Sachverhalten ergebende Rechtsfragen behandelt. Der Fokus liegt dabei auf dem Credit Default Swap (I.). Beim Total Return Swap (II.) sowie bei der Credit Spread Option (III.) wird jeweils nur die Frage nach der Möglichkeit einer *ex tunc* Auflösung im Falle eines Mangels im Begründungsakt behandelt sowie erörtert, ob die Transaktion beim Sicherungsnehmer zur Reduktion von Eigenmittel anerkannt werden kann. Neben diesen beiden Fragen werden beim Credit Default Swap insbesondere auch verschiedene, sich aus der Anknüpfung an den Credit Event ergebende Konstellationen sowie den damit zusammenhängenden Mitteilungen behandelt, deren Erkenntnisse für die Varianten des TRS sowie der CSO mit einer Credit Event Klausel grösstenteils ebenfalls gelten.

Einige beim CDS gewonnene Erkenntnisse sind in den zweiten Teil eingeflossen. Daneben werden insbesondere verschiedene Konstellationen behandelt, welche sich aus der Moral Hazard Problematik ergeben sowie bei einzelnen Sachverhalten nach Schweizer Recht danach gefragt, ob und welchen Credit Event sie auszulösen vermögen.

Abschliessend werden verschiedene von ausländischen Gerichten beurteilte Rechtstreitigkeiten mit einem Bezug zu Kreditderivaten zusammengefasst, welche in der vorliegenden Arbeit bisweilen bereits angesprochen wurden und den Umgang insbesondere der Zivilgerichte in New York mit Kreditderivaten in einem kleinen Umfang aufzuzeigen vermögen (IV.).

I. Credit Default Swaps

Der folgende Abschnitt ist zugleich zentraler Abschnitt des vorliegenden vierten Teils, in welchem verschiedene mit einer Transaktion eines Credit Default Swaps zusammenhängende Rechtsfragen angesprochen werden. Einleitend wird ein detailliertes Beispiel einer solchen Transaktion dargestellt (1.), auf welchem auch die einzelnen Sachverhalte basieren werden. Anschliessend erfolgt die Erörterung von zwei Konstellationen mit Bezug zu der Prämienzahlung des Sicherungsnehmers (2.), bevor verschiedene Problemstellungen mit Bezug zu den Mitteilungen, insbesondere der NPAI (3.) sowie zwei Fälle der Nichtlieferung der Referenzverbindlichkeit im Rahmen des Physical Settlements (4.) behandelt werden.

Die folgenden Fragestellungen betreffen verschiedene Tatbestände mit Bezug zu den Credit Events. Es werden verschiedene Sachverhalte angeführt und danach gefragt, ob diese einen Credit Event darstellen (5.). Anschliessend werden unter die Moral Hazard bzw. die Empty Creditor-Problematik zu subsumierende Konstellationen und ihre rechtlichen Auswirkungen auf eine Transaktion mit einem CDS erörtert (6.).

Schliesslich wird Rahmen eines Sachverhaltes mit einem Mangel im Begründungsakt dargelegt, inwiefern eine *ex nunc* Auflösung eines CDS in Betracht fällt (7.). Abschliessend wird danach gefragt, ob bankaufsichtsrechtlich eine Reduktionswirkung des CDS anerkannt werden kann (8.).

1. Beispiel einer Transaktion und deren Bestätigung

a) Transaktionsbeispiel

Die Proteby Bank hat mit der Rho Bank per 1. Juli 2009 ein Credit Default Swap über eine Laufzeit von 5 Jahren auf die Ref Industries AG abgeschlossen. Die Proteby Bank ist die Sicherungsnehmerin, die Rho Bank Sicherungsgeberin. Im Sprachgebrauch der CDD hat damit die Rho Bank der Proteby Bank einen CDS verkauft. Die Prämie beträgt 3.25% pa, jährlich zahlbar, als Enddatum (*Scheduled Termination Date*¹⁷⁹³) wurde der 30. Juni 2014 festgelegt.

Als Referenzverbindlichkeit dient eine von der Ref Industries AG emittierte Anleihe, der Nominalwert des CDS beträgt CHF 70 Mio. Als Referenz-

¹⁷⁹³ Sec. 1.6 CDD; siehe auch oben 2:III.1.f) (S. 176).

wert wurden 100% vereinbart, welcher dem Börsenkurs der Referenzverbindlichkeit zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses entspreche.

Die vereinbarten Credit Events haben sich auf die vereinbarten *Obligations* zu beziehen¹⁷⁹⁴, d.h. *in casu* kotierte Anleihen. Als Abwicklungsvoraussetzungen werden die zwingend vorgesehene *Credit Event Notice* und *Notice of Physical Settlement* sowie zusätzlich die *Notice of Publicly Available Information* vereinbart.

Als Ausgleichsleistung ist ein Physical Settlement vorgesehen. Dabei hat die Proteby Bank eine unter die *Deliverable Obligations* fallende Verbindlichkeit an die Rho Bank zu liefern und erhält im Gegenzug den Kaufpreis (*Physical Settlement Amount*¹⁷⁹⁵). Die weiteren Punkte sind in der untenstehenden Bestätigung ersichtlich, auf welcher auch der im 1. Teil geschilderte Anwendungsfall eines CDS beruht¹⁷⁹⁶.

b) Transaktionsbestätigung

Die folgende Bestätigung basiert auf der Vorlage der Transaktionsbestätigung der 2003 Ex. A sowie derjenigen von DAS¹⁷⁹⁷. Es werden die englischen Ausdrücke verwendet, sofern entsprechende Definitionen in den CDD vorhanden sind.

1. Allgemeines		
Trade Date:	28.06.2009	
Effective Date:	01.07.2009	
Scheduled Termination Date:	30.06.2014	
Floating Rate Payer:	Rho Bank ¹⁷⁹⁸ (Sicherungsgeber, Seller)	
Fixed Rate Payer:	Proteby Bank ¹⁷⁹⁹ (Sicherungsnehmer, Buyer)	
Reference Entity:	Ref Industries AG	
Reference Obligation:	Schuldner:	Ref Industries AG
	Fälligkeit:	07.10.2018

¹⁷⁹⁴ Siehe dazu oben 2:III.1.e)aa)1) (S. 172)

¹⁷⁹⁵ Nach sec. 8.1 CDD; ergibt sich nach sec. 8.5 CDD aus dem *Floating Rate Payer Calculation Amount* x *Reference Price*.

¹⁷⁹⁶ Siehe dazu oben 1:I.2.a)cc) (S. 17).

¹⁷⁹⁷ DAS, Credit Derivatives, 33 f. Ex. 1.14.

¹⁷⁹⁸ *Rho* ist der griechische Buchstabe für R (wie Risiko) und wird für den Sicherungsgeber als risikotragende Partei verwendet.

¹⁷⁹⁹ *Proteby* wurde als Fantasienname aus *Protection Buyer* gebildet und soll für den Sicherungsnehmer stehen.

	Coupon:	4.125%
	ISIN:	CH001xxxx
Reference Price	100% ¹⁸⁰⁰	
Calculation Amount:	CHF 70 Mio.	
	= Fixed Rate Payer Calculation Amount	
	= Floating Rate Payer Calculation Amount	
2. Fixed Payments [Prämienzahlung]		
Fixed Rate Payer		
Period End Date:	entspricht den Payment Dates	
Fixed Rate Payer		
Payment Dates:	30. Juni jedes Jahres, erstmals 30.06.2010, letztmals 30.06.2014	
Fixed Rate:	3.25% pa	
Fixed Rate Day Count Fraction:	Actual/360	
3. Floating Payment [Ausgleichsleistung]		
Calculation Amount:	CHF 70 Mio.	
Conditions to Settlement:	Credit Event Notice Notice of Physical Settlement Notice of Publicly Available Information (Public Sources: gem. CDD, Specified Number: 2)	
Notifying Party	Buyer or Seller	
Credit Events:	Bankruptcy Failure to Pay Obligation Default Restructuring	
Obligations:	Category:	Bond
	Characteristics:	Listed
4. Settlement Terms		
Settlement Method:	Physical Settlement	
Deliverable Obligations:	Category:	Bond
	Characteristics:	CHF; Listed

¹⁸⁰⁰ Der *Reference Price* entspricht nach sec. 2.4 CDD 100%, sofern er nicht in der Bestätigung anders festgelegt wurde.

2. Prämienzahlungen

Auf der Ebene der Prämienzahlungen ist im folgenden unter a) zu prüfen, inwiefern ein Verzugszins bei einer verspäteten Zahlung gefordert werden kann sowie unter b) wie sich die Rechtslage präsentiert, sollte die Prämie fehlerhaft berechnet worden sein.

a) Verzugszins bei verspäteter Prämienzahlung

Im folgenden soll untersucht werden, ob eine verspätete Prämienzahlung zur Forderung von Verzugszinsen berechtigt. Als Ausgangslage ist soll basierend auf dem Transaktionsbeispiel¹⁸⁰¹ von folgendem Sachverhalt auszugehen.

Am ersten vereinbarten Zahlungstermin erhalte die Rho Bank SFr. 1'061'666.65¹⁸⁰², der nächste Zahlungstermin werde nicht eingehalten und die Rho Bank erhalte die geschuldete Prämie erst mit Gutschrift vom 30. August 2011.

Die Transaktionsbestätigung wie auch die CDD enthalten keine Regelung des Verzuges bei den Prämienzahlungen. Diese finden sich in den Rahmenverträgen, wie dem 2002 ISDA Master Agreement. Gem. sec. 6(a) 2002 MA können alle unter dem MA abgeschlossenen Verträge beendet werden, wenn nach sec. 5(a)(i) 2002 MA die Gegenpartei eine Zahlung bei Fälligkeit sowie am ersten, auf eine entsprechende Mitteilung folgenden Werktag, nicht geleistet hat. Verzugszinsen sind gem. sec. 9 (h)(i)(1) und (3) 2002 MA geschuldet, sofern und soweit das anwendbare Recht diese ermöglicht. Dies sei nun im folgenden zu erörtern.

Gesetzlich ist der Schuldnerverzug in den Art. 102 ff. OR geregelt. Zwar sind diese Bestimmungen grundsätzlich nicht für Dauerschuldverhältnisse konzipiert¹⁸⁰³ und daher auch nicht auf das diesen Verhältnissen innewohnende Dauerelement ausgerichtet¹⁸⁰⁴, zumindest den Einzelanspruch im Rahmen

¹⁸⁰¹ Siehe zu diesem oben 1 (S. 326).

¹⁸⁰² Berechnet gem. sec. 5.1, 2.8 und 2.9 CDD, wobei der Zinstagequotient bei *Actual/360* 364/360 ergibt. Siehe dazu oben 2:III.1.b)aa) (S. 152).

¹⁸⁰³ BK-WEBER, N 31 Vorb. zu Art. 97-109.

¹⁸⁰⁴ BK-WEBER, N 39 Vorb. zu Art. 97-109; GAUCH, Dauerverträge, 37 ff.

eines Dauerschuldverhältnisses vermögen sie aber zu erfassen^{1805 1806}. Verzugszinsen setzen nach Art. 104 Abs. 1 sowie nach Art. 105 Abs. 1 OR den Verzug des Schuldners voraus. Voraussetzung des Verzugs ist nach Art. 102 Abs. 1 OR grundsätzlich die Fälligkeit der Schuld und die Mahnung des Schuldners. Eine Mahnung ist in den Fällen nach Abs. 2 jedoch nicht nötig, wo ein bestimmter Verfalltag vorliegt.

Die Proteby Bank schuldet der Rho Bank die gemäss den vertraglichen Bestimmungen berechnete Prämie, welche am vereinbarten Zahlungstermin zu bezahlen ist¹⁸⁰⁷. Zahlungstermin ist Fälligkeitstermin. Zu prüfen ist, ob dieser Termin auch ein Verfalltag i.S.v. Art. 102 Abs. 2 OR darstellt. Für den Verfalltag ist es erforderlich, dass dieser genau bestimmt ist, wie durch Festlegung eines Datums selbst oder anhand anderer objektiver Kriterien, nach denen er mit Sicherheit bestimmt werden kann¹⁸⁰⁸. Ob auch ein Verfalltag vorliegt, wenn der Termin von einem zukünftigen, wenn auch nur *zeitlich* ungewissen Ereignis abhängt, ist umstritten¹⁸⁰⁹. Beim CDS werden zwar bestimmte Zahlungstermine festgelegt, es ist jedoch ungewiss, ob sie alle eintreten werden, da beim Vorliegen eines *Event Determination Dates* die nach diesem liegenden Termine dahinfallen. Das *Event Determination Date* betrifft das Ende der Leistungspflicht, und bestimmt den (vorliegenden) Zahlungstermin selbst nicht. So ist auch der Tag, an welchem der Arbeitslohn vereinbarungsgemäss fällig wird, ein Verfalltag¹⁸¹⁰, obschon die vereinbarten Verfalltage davon abhängig sind, dass keine Kündigung erfolgt. Demgemäss sind die genau bestimmten Zahlungstermine der Prämie mögliche Verfalltage. Zusätzlich müssen diese noch als Verfalltag vereinbart werden. Dabei sprechen vereinbarte Zahlungstage für deren Verfalltags-

¹⁸⁰⁵ BK-WEBER, N 39 Vorb. zu Art. 97-109; BUCHER, OR AT, 384 spricht sich dagegen bei Verzug oder sonstigen Vertragsverletzungen in einem Dauerschuldverhältnis unter Vorbehalt anderer Bestimmungen für eine analoge Anwendung aus.

¹⁸⁰⁶ Für Darlehenszinse wird die Möglichkeit bejaht, für diese Leistungen selbständig in Verzug geraten zu können, da es sich um eigenständige Leistungen handle: ZK-HIGI, N 15 zu Art. 314.

¹⁸⁰⁷ Vgl. dazu sec. 2.10 CDD sowie sec. 2 (a)(ii) 2002 MA.

¹⁸⁰⁸ GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2712; BK-WEBER, N 110, 112 zu Art. 102 m.w.N.

¹⁸⁰⁹ Für die Möglichkeit, den Verfalltag auch anhand von anderen objektiven Kriterien zu bestimmen GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2712; BGer 4C.241/2004 E. 4.1 m.w.N. Gegen einen Verfalltag dagegen: BK-WEBER, N 114 zu Art. 102.

¹⁸¹⁰ GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2715, mit Verweis auf ein Urteil des Kantonsgerichts Graubünden.

charakter¹⁸¹¹; vorliegend ist von der Verabredung eines Verfalltages auszugehen, es sind weder abweichende Abreden ersichtlich und entspricht auch z.B. dem 2002 MA mit der Möglichkeit der Beendigung.

Des Weiteren ist zu entscheiden, ob es sich bei den Prämienzahlungen um Geld- oder Zinsschulden i.S. des Verzugsrechts handelt. Diese Unterscheidung ist insofern von Bedeutung, als Verzugszinsen beim Verzug von Zinszahlungen erst vom Tage der Betreibung oder der gerichtlichen Klage an gefordert werden dürfen¹⁸¹², im Verzug von Geldschulden dagegen ab dem ersten Tag des Verzuges¹⁸¹³.

Die Unterscheidung wird darin begründet, dass Zinsen i.S.v. Art. 105 OR nicht für eine kapitalistische Verwendung bestimmt sind. Nicht darunter fallen aber z.B. Miet-, Pachtzinsen und Lizenzgebühren¹⁸¹⁴. Damit sowie aufgrund der Unterschiede zwischen Zinsbegriff und den Prämienzahlungen im allgemeinen¹⁸¹⁵ sind die Prämien keine Zinsen in diesem Sinn und damit Geldschulden i.S.v. Art. 104 Abs. 1 OR.

Die gesetzlichen Verzugszinsen von 5% nach Art. 104 Abs. 1 OR können vertraglich abgeändert werden¹⁸¹⁶. Nach Abs. 3 kann im kaufmännischen Verkehr¹⁸¹⁷ der übliche Bankdiskont¹⁸¹⁸ als Verzugszins berechnet werden, soweit er 5% übersteigt.

Da vorliegend die Anwendbarkeit von Art. 104 OR gegeben ist, gerade weil die Prämien keine Zinszahlungen darstellen, kann somit auch der CDS Spread als der für die Prämie massgebende Berechnungsfaktor nicht als Zinssatz i.S.v. Art. 104 OR verwendet werden. Jedoch sieht z.B. das 2002 MA verschiedene Verzugszinssätze vor; z.B. unter *Applicable Deferral Rate* den nach sec. 13(a) 2002 MA zu bestimmenden Interbanken-Tagesgeldsatz.

¹⁸¹¹ BK-WEBER, N 118 zu Art. 102.

¹⁸¹² Art. 105 Abs. 1 OR.

¹⁸¹³ Der Beginn des Verzugszinsenlaufes ist in Art. 104 nicht geregelt. Der Verzug tritt bei einem sog. Verfalltagsgeschäft gem. Art. 102 Abs. 2 und BGE 80 II 327 E. 6 am darauffolgenden Tag ein. Mit Verzugseintritt beginnt auch der Verzugszinsenlauf, BK-WEBER, N 44 zu Art. 104.

¹⁸¹⁴ Siehe zum Ganzen BK-WEBER, N 10 ff. m.w.N.

¹⁸¹⁵ Siehe dazu oben 2:II.4.b)bb) (S. 140).

¹⁸¹⁶ Siehe BK-WEBER, N 33 zu Art. 104; GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2690, beide m.w.N.

¹⁸¹⁷ Es ist davon auszugehen, dass sämtliche Beziehungen, die dem Handelsverkehr zugerechnet werden können, umfasst werden und «unter Kaufleuten» gem. Abs. 3 dem Begriff des kaufmännischen Verkehrs von Art. 190 Abs. 1 OR entspricht. Siehe BK-WEBER, N 74 ff. zu Art. 104; a.A. BSK-KOLLER, N 7 zu Art. 190.

¹⁸¹⁸ Siehe dazu BK-WEBER, N 80 ff. zu Art. 104.

Verzugszinsen sind dabei vom Eintritt des Verzuges bis zum Ende des Verzuges, vorliegend der verspäteten Gutschrift, zu bezahlen¹⁸¹⁹. Der Verzug tritt am 1. Tag nach dem Verfalltag ein¹⁸²⁰, also am 01. Juli 2011. Das Ende wird bei Geldschulden auf den Zeitpunkt bezogen, sobald der Gläubiger über das Geld verfügen kann¹⁸²¹, vorliegend der 30. August 2011. Für die Berechnung ist dieser Tag m.E. miteinzubeziehen, damit kein verzugszinsfreier Verzugstag entsteht.

Das Schweizer Recht ermöglicht der Rho Bank, von der Proteby Bank Verzugszinsen vom 1. Juli bis zum 30. August zu fordern. Der Satz wird dabei im Rahmen des 2002 MA bestimmt.

b) Rechtsfolgen einer fehlerhafte Berechnung der Prämie

Im folgenden soll geprüft werden, ob der Sicherungsgeber auch dann Verzugszinsen fordern kann, wenn der Sicherungsnehmer zwar die Bezahlung der Prämie rechtzeitig vorgenommen hat, aufgrund einer fehlerhaften Berechnung jedoch nicht im vereinbarten Umfang. Dazu soll basierend auf dem Transaktionsbeispiel¹⁸²² von folgendem Sachverhalt ausgegangen werden.

Am ersten vereinbarten Zahlungstermin am 30. Juni 2010 erhalte die Rho Bank eine falsch berechnete Zahlung, welche zu gering ausfällt. Am 25. September 2010 stelle sie dies fest.

Da es sich bei der Fälligkeitsvereinbarung der Prämienzahlung um die Verabredung eines Verfalltages handelt, tritt der Verzug am 1. Tag nach Ablauf des Zahlungstermins ein¹⁸²³. Die Berechnung der Prämie obliegt im Anwendungsbereich der CDD nicht dem *Calculation Agent*¹⁸²⁴, und mangels der Notwendigkeit einer Mahnung, deren Bestandteil die Forderungssumme

¹⁸¹⁹ GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2686, 2701; BK-WEBER, N 44 zu Art. 104; bei a.a.O. N 45 wird die Kasuistik der Ausnahmen dargestellt, welche aber auf den vorliegenden Vertrag nicht zutreffen.

¹⁸²⁰ Art. 102 Abs. 2 OR.

¹⁸²¹ BK-WEBER, N 46 f. zu Art. 104; siehe hinsichtlich der zeitlichen Erfüllung von Geldleistungspflichten auch oben 2:II.4.d) (S. 148).

¹⁸²² Siehe zu diesem oben 1 (S. 326).

¹⁸²³ Siehe zu den Voraussetzungen des Verzugs und der Subsumption der Prämienzahlung den vorherigen Fall unter a).

¹⁸²⁴ Vgl. sec. 1.14 CDD.

ist¹⁸²⁵ und damit zu diesem Zeitpunkt vom Gläubiger hätte berechnet werden müssen, obliegt die korrekte Berechnung grundsätzlich dem Schuldner und eine Teilzahlung begründet einen Verzug¹⁸²⁶. Denn grundsätzlich setzen Verzugszinsen kein Verschulden des Schuldners voraus¹⁸²⁷.

Im Rahmen von Treu und Glauben kann der Schuldner m.E. jedoch dem Gläubiger eine Berechnung vorlegen. Dieser kann die Berechnung alsdann genehmigen, was den Verzug bzw. zumindest das Recht zur Forderung von Verzugszinsen bei rechtzeitiger Leistung der genehmigten Summe ausschliessen würde. Ferner ist der Gläubiger gehalten, den erhaltenen Betrag zu prüfen und den Schuldner raschmöglichst über den Fehlbetrag aufzuklären. Dadurch wird der Verzug nicht ausgeschlossen und der Gläubiger behält sein Recht, ab Beginn des Verzugs auch Verzugszinsen fordern zu können, jedoch nur bis zu dem Tag, an welchem er die Mitteilung an den Schuldner spätestens hätte vornehmen müssen.

3. Mitteilungspflichten

Die CDD sehen als Abwicklungsvoraussetzung die Erbringung von verschiedenen Mitteilungen vor¹⁸²⁸. Eine dieser optionalen Mitteilungen ist die *Notice of Publicly Available Information* (NPAI). Verschiedene mit dieser zusammenhängende Konstellationen sind im folgenden unter a) zu erörtern. Im Anschluss ist unter b) der Frage nachzugehen, ob nach Erbringung der *Credit Event Notice* durch den Sicherungsgeber auch der Sicherungsnehmer noch zu deren Erbringung befugt ist.

a) Die Notice of Publicly Available Information

Vereinbaren die Parteien die *Notice of Publicly Available Information* (NPAI) als Leistungsvoraussetzung, können in verschiedenen Konstellationen Unklarheiten auftreten. Diese sollen unter diesem Punkt kurz dargestellt sowie mögliche Lösungen aufgezeigt werden. Dabei wird zu zeigen sein, dass es sich bei der *Notice of Publicly Available Information* um eine Beweislastverteilungsregel handeln muss; nur in dieser Form lassen sich m.E. sämtliche anzusprechende Probleme sachgerecht lösen sowie dem Zweck

¹⁸²⁵ GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 2708; BK-WEBER, N 71 zu Art. 102.

¹⁸²⁶ Vgl. für die Darlehenszinsen: Maurenbrecher, 221 KONTR; ZK-HIGI, N 16 zu Art. 314.

¹⁸²⁷ Art. 106 Abs. 1 OR *e contrario*; siehe ferner BK-WEBER, N 34 ff. zu Art. 104.

¹⁸²⁸ Siehe dazu oben 2:III.1.d) (S. 167).

der eigentlichen Risikoübertragung des CDS nachkommen, wie unter dd) im Detail ausgeführt wird.

Zuvor wird unter aa) der Frage nachgegangen, welche Partei die Beweislast bei der Forderung der Ausgleichsleistung zu tragen hat, und unter bb), wie vorzugehen ist, falls eine NPAI erbracht wird, tatsächlich jedoch kein Credit Event eingetreten ist. Unter cc) schliesslich ist der umgekehrte Fall zu behandeln, falls keine NPAI erbracht werden kann, ein Credit Event aber tatsächlich eingetreten ist.

aa) Beweislast bei Forderung der Ausgleichsleistung

Wie die Beweislast zu beurteilen ist, ob ein Credit Event eingetreten ist, soll basierend auf dem Transaktionsbeispiel¹⁸²⁹ mit Bezug auf den folgenden Sachverhalt ausgeführt werden.

Während der Laufzeit des CDS trete bei der Ref Industries nach Ansicht der Proteby Bank ein anwendbarer Credit Event ein. Diese erbringe daraufhin sämtliche vereinbarten Mitteilungen, insbesondere *Credit Event Notice* sowie die NPAI. Die Rho Bank verweigere nun die Abwicklung mit der Begründung, dass kein anwendbarer Credit Event eingetreten sei.

Nach der allgemeinen Beweislastverteilungsregel von Art. 8 ZGB hat derjenige das Vorhandensein einer Tatsache zu beweisen, welcher daraus Rechte ableitet. Dies gilt auch hinsichtlich der Frage nach dem Eintritt einer Bedingung¹⁸³⁰. Vorliegend leitet die Proteby Bank als Sicherungsnehmerin aus dem Credit Event (und der Erfüllung der Abwicklungsvoraussetzungen) ihr Recht auf den Verkauf der bezeichneten Verbindlichkeiten ab. Demgemäss hat sie zu beweisen, dass ein Credit Event eingetreten ist und die weiteren Abwicklungsvoraussetzungen erfüllt worden sind. Der Beweis über den Eintritt des Credit Events kann nun für die Proteby Bank unter Umständen einerseits schwierig zu erfüllen sein, oder andererseits nur unter Verletzung des Bankkundengeheimnisses oder anderen Verstössen.

Der NPAI schreiben nun einige Autoren eine Entlastung hinsichtlich dieser erwähnten Gefahren zu. Die grösste Entlastung erfährt die Proteby Bank jedoch dadurch, wenn der Beweis bei vertragskonformer Erbringung der NPAI als erbracht gilt. Dies erscheint m.E. eine angemessene Lösung darzustellen.

¹⁸²⁹ Siehe zu diesem oben 1 (S. 326).

¹⁸³⁰ Siehe dazu oben 2:III.4.a)aa)1)iii) (S. 194).

bb) Notice of Publicly Available Information ohne einen Credit Event

Gegenüber der vorherigen Fragestellung soll nun der Anspruch der Proteby Bank auf die Ausgleichsleistung für den Fall betrachtet werden, wenn tatsächlich kein Credit Event eingetreten ist, die öffentlichen Informationen zur vertragskonformen Erbringung der NPAI jedoch fälschlicherweise vorliegen. Dafür sei von folgendem Sachverhalt auszugehen:

Während der Laufzeit des CDS erscheine in verschiedenen Medien die Meldung, dass über die Ref Industries AG der Konkurs eröffnet worden sei. Ein Konkurs ist vorliegend geeignet, einen Credit Event i.S. des CDS darzustellen. In der Folge erbringt die Proteby Bank die vereinbarten Mitteilungen, insbesondere *Credit Event Notice* und die NPAI, und will der Rho Bank die bezeichnete Anleihe liefern. Die Proteby Bank weiss nicht und kann nicht wissen, dass die Zeitungsmitteilungen nur auf Gerüchten basieren und es sich schliesslich um Falschmeldungen handelt. Aufgrund von eigenen Informationen geht die Rho Bank dagegen berechtigterweise davon aus, dass kein Credit Event eingetreten sei. Wie sich die Rechtslage darstellt, sei im folgenden darzustellen:

In Anlehnung an das oben angeführte Beispiel (aa) sei vorliegend davon auszugehen, dass mit Erbringung der NPAI der Beweis, dass tatsächlich ein Credit Event eingetreten sei, als erbracht gilt. Dass nun die Rho Bank leisten muss, obschon der Nicht-Eintritt eines Credit Events eine Tatsache ist, widerspricht dem klaren Wortlaut des Vertrages¹⁸³¹ wie auch dessen Zweck. Ferner würde die öffentlich verfügbare Information auch als gleichwertig wie die tatsächlichen Geschehnisse betrachtet, womit in letzter Konsequenz auf den eigentlichen Eintritt eines Credit Events nicht mehr abgestellt würde. Dies ist klar abzulehnen – die Rho Bank darf somit in dieser Konstellation nicht zur Leistung verpflichtet werden.

Eine angemessene Lösung bietet sich an, indem der Rho Bank nun im Gegenzug der Beweis ermöglicht wird, dass kein Credit Event eingetreten ist. Auch in dieser Variante hat die NPAI noch immer eine Entlastung der Proteby Bank zur Folge, und aber doch nicht dazu, dass die Rho Bank eine Leistung zu erbringen hat, welche gegen den klaren Wortlaut des Vertrages verstösst. Mit der vertragskonformen Erbringung der NPAI, vorliegend

¹⁸³¹ Sec. 3.1 CDD: «Upon the occurrence of a Credit Event [...]». Siehe im Detail oben 2:III.1.b)bb)1) (S. 154).

durch die Proteby Bank, trägt die Rho Bank folglich die (negative) Beweislast.

cc) Credit Event ohne Notice of Publicly Available Information

An dieser Stelle ist nun noch zu prüfen, inwiefern die NPAI – sofern vereinbart – eine unabdingbare Voraussetzung für die Abwicklung des CDS darstellt, und wie allenfalls vorzugehen ist, sollte ein Credit Event tatsächlich eingetreten sein, die Erbringung der NPAI mangels verfügbarer öffentlicher Information aber nicht möglich ist. Dazu soll von dem folgenden Sachverhalt ausgegangen werden:

Während der Laufzeit des CDS trete bei der Ref Industries AG ein Credit Event ein. Die Proteby Bank teile der Rho Bank daraufhin den eingetretenen Credit Event in Form der *Credit Event Notice* mit, erbringe die *Notice of Physical Settlement* und fordere sie auf, Ihren Verbindlichkeiten aus dem Vertrag nachzukommen. Die ebenfalls vertraglich vereinbarte *Notice of Publicly Available Information* dagegen kann sie mangels Verfügbarkeit solcher Informationen nicht erbringen. Es stellt sich die Frage, ob trotz Nichterfüllung sämtlicher Anspruchsvoraussetzungen die Proteby Bank einen Anspruch auf die Ausgleichsleistung besitzt.

Zu klären ist in erster Linie, inwiefern die NPAI eine Bedingung im Sinn von Art. 151 Abs. 1 OR darstellt. Sie wird in den CDD bei den *Conditions to Settlement*¹⁸³² geregelt. Wortlaut und systematische Stellung sprechen zunächst für deren Betrachtung als Bedingung im Rechtssinn, wobei hinsichtlich des Ausdruckes Bedingung zu beachten ist, dass unter diesem – auch im juristischen Sprachgebrauch – nicht zwangsläufig eine Bedingung i.S.v. Art. 151 ff. zu verstehen ist¹⁸³³.

Neben Wortlaut und systematischer Stellung sind für die Auslegung auch der Vertragszweck und der Zweck der Mitteilung von Bedeutung¹⁸³⁴.

Der Vertragszweck impliziert die Idee, das Risiko des Basiswertes möglichst unverändert zu (über-)tragen und zusätzliche Risiken zu

¹⁸³² Art. III CDD.

¹⁸³³ Vgl. dazu BSK-EHRAT, N 11 ff. vor Art. 151-157; GAUCH/SCHLUEP/EMMENEGGER, OR AT, Nr. 4024 ff.

¹⁸³⁴ BGer 4C.144/2003, E. 2.3, «[d]er klare Wortlaut [...] dabei [sc: im Rahmen der Auslegung der Vertragsbestimmungen nach dem Vertrauensprinzip] nicht ausschlaggebend, sofern sich aus anderen Vertragsbestimmungen, dem damit verfolgten Zweck oder aus anderen Umständen klar ergibt, dass der Wortlaut das Vereinbarte nicht genau wiedergibt».

vermeiden bzw. möglichst gering zu halten; in letzter Konsequenz müsste dies dazu führen, ausschliesslich auf den Eintritt eines Credit Events abzustellen, wobei gewichtige Argumente – wie Rechtssicherheit der Parteien und praktische Überlegungen – dagegen sprechen¹⁸³⁵. Ferner sehen die CDD vor, die Mitteilungen bis maximal 14 Tage nach dem Ende der Laufzeit des CDS gültig zu erbringen¹⁸³⁶; dies ermöglicht, bei einem vor Ablauf eingetretenen, aber erst nach Ablauf der Laufzeit des CDS bekanntgewordenen Credit Event die Mitteilungen noch zu erbringen und die Ausgleichsleistung auszulösen, wodurch der Sicherungsnehmer einen zusätzlichen Schutz genießt¹⁸³⁷. Diese Regelung deutet auch darauf hin, dass die CDD auf den Credit Event und nicht die Mitteilungen abstellen wollen.

Aus der Definition der NPAI als Mitteilung «[...] *that cites Publicly Available Information confirming the occurrence of the Credit Event ... described in the Credit Event Notice [...]*»¹⁸³⁸, lässt sich darauf schliessen, dass sie zugunsten des Sicherungsgebers dem Nachweis über den Eintritt eines Credit Events dient¹⁸³⁹. Nach den obigen Beispielen unter aa) und bb) kann sie ferner auch der Regelung der Beweislast zugänglich gemacht werden. Schliesslich spricht auch der Aufbau des Vertragswerkes für die Bedeutung des Credit Events, dessen Regelung und Definitionen einen zentralen Platz einnehmen, wohingegen die NPAI auf diesen verweist.

Aus diesen und den in den beiden vorherigen Beispielen angeführten Überlegungen ist die Betrachtung der NPAI als Bedingung abzulehnen. In jenen Fällen, in denen sie erbracht wird, kann sie ihrem Zweck konform als Beweislastverteilungsregel betrachtet werden. Kann sie (im Ausnahmefall) nicht erbracht werden, vermag sie die Funktion als Beweislastverteilungsregel noch immer zu erfüllen: In diesem Fall hat nun die Proteby Bank den tatsächlichen Beweis zu erbringen, dass ein Credit Event eingetreten ist; sie trägt aber auch das Risiko der Beweislosigkeit.

dd) Fazit: NPAI als Beweislastverteilungsregel

In den soeben angeführten Beispielen führt die Betrachtung der NPAI als vertragliche Regelung der Beweislast zu dem angemessensten und dem ver-

¹⁸³⁵ Ohne Wissen der Parteien würde in diesem Fall eine unbedingte Forderung entstehen. Siehe auch oben 2:III.4.a)aa)1)i) (S. 192).

¹⁸³⁶ Siehe dazu oben 2:III.1.d)aa) (S. 167).

¹⁸³⁷ Vgl. auch HENDERSON, JIBFL 1999, 402.

¹⁸³⁸ Sec. 3.6 CDD.

¹⁸³⁹ Siehe ferner oben 2:III.1.d)cc) (S. 168).

traglichen Wortlaut sowie Zweck am besten entsprechenden Resultat¹⁸⁴⁰. Daraus ergibt sich folgendes:

Wird die NPAI erbracht, so hat der Verkäufer/Sicherungsgeber den Gegenbeweis zu erbringen, dass die Bedingung Credit Event nicht eingetreten ist; wird sie dagegen nicht erbracht, obliegt der Beweis des Eintritts der Bedingung dem Sicherungsnehmer.

Ohne vertragliche Regelung der Beweislastverteilung hätte der Sicherungsgeber jeweils nur, aber immerhin, den Beweis über den Abschluss eines bedingten Vertrages und der Sicherungsnehmer jeweils den Beweis über den Eintritt der Bedingung zu erbringen. Bei öffentlich verfügbarer Information genießt der Sicherungsnehmer mit dieser Regelung eine Beweisentlastung.

b) Erbringung der Credit Event Notice ohne NPAI durch den Sicherungsgeber

Die CDD sehen vor, auch den Sicherungsgeber zur Erbringung der *Credit Event Notice* zu berechtigen. Die NPAI dagegen kann nur durch diejenige Partei erbracht werden, welche bereits die *Credit Event Notice* erbracht hat. Vorliegend ist nun zu fragen, ob der Sicherungsnehmer eine *Credit Event Notice* erbringen darf, auch wenn bereits durch den Sicherungsgeber eine solche erfolgt ist. Als Ausgangslage diene basierend auf dem Transaktionsbeispiel¹⁸⁴¹ der folgende Sachverhalt:

Während der Laufzeit des CDS zwischen der Proteby Bank und der Rho Bank trete ein vereinbarter Credit Event ein. Die Rho Bank teile dies kurz darauf in einer gültigen *Credit Event Notice* der Proteby Bank mit. Diese möchte nun den CDS möglichst rasch abwickeln, die dazu des weiteren notwendige NPAI wurde jedoch noch nicht erbracht. Die Rho Bank ihrerseits habe ein Interesse, mit der Abwicklung zuzuwarten.

Nach sec. 3.6 CDD ist die NPAI von derjenigen Partei zu erbringen, welche bereits die *Credit Event Notice* erbracht hat. Nach dem Wortlaut des Vertrages ist damit nur derjenige zur Erbringung berechtigt, welcher bereits die *Credit Event Notice* erbracht hat. Es ergibt sich aus dem Vertrag, dass die

¹⁸⁴⁰ ZEREY sieht in der NPAI u.a. auch eine Möglichkeit für den Sicherungsnehmer, davon zu profitieren, da «so ein Rechtsstreit über den Eintritt eines Kreditereignisses möglicherweise vermieden wird.»: ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 65.

¹⁸⁴¹ Siehe zu diesem oben 1 (S. 326).

Credit Event Notice gültig erbracht werden musste bzw. gleichzeitig gültig erbracht wird. Die NPAI nimmt dabei Bezug zum Inhalt der *Credit Event Notice*, als sie den dort umschriebenen Credit Event bestätigen muss¹⁸⁴². Damit ist es auch sinnvoll, dass diejenige Partei die NPAI erbringt, welche bereits die *Credit Event Notice* erbracht hat.

Zu fragen ist, ob eine Partei gültig eine *Credit Event Notice* erbringen kann, nachdem bereits die andere Partei eine solche gültig erbracht hat, sofern wie vorliegend das *Event Determination Date* noch nicht eingetreten ist. Dies ist zu bejahen: es ist einerseits keine Vereinbarung ersichtlich, welche dagegen spricht, und andererseits würde ohne diese Möglichkeit der Sicherungsgeber alleine bestimmen können, ob er die Ausgleichsleistung erbringen will, indem er durch Weigerung der Erbringung der NPAI den Risikotransfer ins Leere laufen lassen könnte. Diese Lösung ist auch der Konstruktion einer Pflicht, nach Erbringung der *Credit Event Notice* auch die NPAI zu erbringen, vorzuziehen, welche in dieser Konstellation nicht zweckmässig ist. Gegen die Möglichkeit der Proteby Bank, die *Credit Event Notice* selbst auch zu erbringen, spricht auch die Unwiderruflichkeit der Mitteilungen nicht, welche die CDD festsetzen¹⁸⁴³; diese betrifft nur den Widerruf einer Mitteilung durch die Partei selbst.

Damit darf die Proteby Bank die *Credit Event Notice* und die NPAI vorliegend erbringen, obschon bereits eine *Credit Event Notice* durch die Rho Bank erbracht wurde.

4. Nichtlieferung beim Physical Settlement

Der Sicherungsnehmer hat bei einem Physical Settlement im Rahmen der Ausgleichsleistung dem -geber die bezeichneten Anleihen anzudienen. Unter a) wird im Rahmen der Voraussetzungen des Buy-In Prozesses dargelegt, warum die Pflicht des Sicherungsnehmers zur Lieferung nur eine Obliegenheit darstellt, und unter b) ist die Rechtslage aufzuzeigen, falls die Referenzverbindlichkeit vor der Beendigung der Abwicklung zurückgezahlt worden ist.

¹⁸⁴² Sec. 3.5(a) CDD.

¹⁸⁴³ Nach sec. 3.3 CDD bedeutet *Credit Event Notice* «an irrevocable notice from a Notifying Party», und nach sec. 3.4 bedeutet NPAI «an irrevocable notice from the party delivering the relevant Credit Event Notice».

a) Voraussetzungen des Buy-In Prozesses

Die folgenden Ausführungen sollen die Frage beantworten, ob die Proteby Bank als Sicherungsnehmerin bei Nichtlieferung trotz erbrachter *Notice of Physical Settlement* in Verzug geraten kann und welche Möglichkeiten der Rho Bank allenfalls zur Verfügung stehen. Den Erörterungen soll basierend auf dem Transaktionsbeispiel¹⁸⁴⁴ folgender Sachverhalt zugrunde liegen:

Am 12. Februar 2011 sei bei der Ref Industries AG ein Credit Event eingetreten. Die Proteby Bank habe die vereinbarten Mitteilungen gültig erbracht, die *Notice of Physical Settlement* am 9. März 2011. In dieser bezeichnete sie die als Referenzverbindlichkeit des CDS bezeichnete Anleihe als die zu liefernde Verbindlichkeit. In der Folge lieferte die Proteby Bank die Anleihen jedoch nicht.

Nach sec. 8.1 CDD hat die Lieferung am oder vor dem *Physical Settlement Date* zu erfolgen: «*Buyer shall [...] on or prior to the Physical Settlement Date, Deliver to Seller [...]*». Dieser Termin wird gem. sec. 8.4 CDD durch die *Physical Settlement Period* bestimmt, welche nach sec. 8.6 CDD entweder von den Parteien in der Bestätigung gewählt werden kann oder nach aktuellen Marktpraktiken zu bestimmen ist. Letztere Variante führe dazu, dass die Frist wahrscheinlich 30 Tage betrage¹⁸⁴⁵. Beginn der Frist ist der Zeitpunkt, an welchem sämtliche Abwicklungsvoraussetzungen (die vereinbarten Mitteilungen) erfüllt worden sind: vorliegend der 9. März 2011 als der Tag der Erbringung der *Notice of Physical Settlement*.

Gem. sec. 9.2(c)(ii) CDD dürfen auch nach dem *Physical Settlement Date* die Anleihen grundsätzlich geliefert werden. Diese Periode wird für Anleihen zeitlich nicht begrenzt¹⁸⁴⁶. Ab fünf Tagen nach dem *Physical Settlement Date* kann gem. sec. 9.9 CDD die Rho Bank einen *Buy-in* Prozess starten. Vorausgesetzt wird, dass die Proteby Bank die Anleihen nicht geliefert hat und die Lieferung nicht unmöglich i.S.v sec. 9.3 CDD ist. Während der *Buy-in* Periode darf die Proteby Bank keine Lieferung mehr vornehmen. Die Periode beginnt an dem von der Rho Bank zu bestimmenden *Buy-in Date* und endet, sobald ein *Buy-in* Preis festgestellt werden konnte, spätestens aber am 4. auf den Beginn folgenden Werktag. Konnte kein Preis gefunden werden, kann die Rho Bank frühestens 6 Werktage nach dem Ende der letzten *Buy-in* Periode einen erneuten *Buy-in* Prozess starten.

¹⁸⁴⁴ Siehe zu diesem oben 1 (S. 326).

¹⁸⁴⁵ PARKER, Credit Derivatives, 330.

¹⁸⁴⁶ Ebenso PARKER, Credit Derivatives, 343.

Die CDD enthält einerseits Regelungen zur objektiven Liefermöglichkeit, mit dem *Buy-in* andererseits Regeln für die übrigen Fälle der Nichtlieferung. Zwar wird die Erlaubnis der Lieferung nach dem *Physical Settlement Date* mit dem Passus «*Buyer may continue to attempt to Deliver [...]*»¹⁸⁴⁷ vereinbart, was einen zeitlich davorliegenden, erfolglosen Versuch voraussetzt. Für das *Buy-in* selbst dagegen wird nur vorausgesetzt, dass nicht geliefert wurde und es sich nicht um eine Unmöglichkeit i.S.v. sec. 9.3 CDD handle. Des weiteren schliesst sec. 9.9 CDD *i.f.* explizit alle anderen anwendbaren *Buy-in* Regeln sowie sec. 9.3(c)(ii) CDD für den Tatbestand der Nichtlieferung die Anwendung der diesbezüglichen Bestimmungen eines Master Agreements aus.

Zu fragen ist, inwiefern der Vertrag noch Platz für gesetzliche Verzugsregeln lässt. Massgebend sind dabei die allgemeinen Verzugsregeln nach Art. 102 ff. OR¹⁸⁴⁸. Voraussetzung des Verzugs ist die Fälligkeit der Lieferverpflichtung. Wie festgestellt treffen die CDD für sämtliche Nichtlieferungstatbestände abschliessende Regelungen. Wird Fälligkeit als derjenige Zeitpunkt definiert, an welchem der Gläubiger fordern darf¹⁸⁴⁹, wird die Lieferung nicht fällig, und mangels Fälligkeit wird auch ein eigentlicher Verzug in der Lieferung ausgeschlossen. Mit Nichtlieferung am *Physical Settlement Date* befindet sich der Sicherungsnehmer in einer verzugsähnlichen Situation, für welche eigene Regeln gelten. Da nun ein klagbarer Anspruch des Sicherungsgebers auf Lieferung ausgeschlossen ist, entspricht die Lieferpflicht des Sicherungsnehmers schliesslich vielmehr einer blossen Obliegenheit denn einer Pflicht. Auch die eigenen Regeln dieser verzugsähnlichen Situation lassen sich ungezwungen als Rechtsnachteile auffassen, sollte einer Obliegenheit nicht nachgekommen worden sein¹⁸⁵⁰.

Bei der «Lieferpflicht» des Sicherungsnehmers handelt es sich um eine Obliegenheit, welche einen Verzug und damit die Möglichkeit des Vertrags-

¹⁸⁴⁷ Sec. 9.2 (c)(ii) CDD.

¹⁸⁴⁸ Anwendbar ist auf den vorliegenden Sachverhalt zwar grundsätzlich Kaufvertragsrecht, da es sich beim *Physical Settlement* um einen Kaufvertrag handelt, siehe dazu oben 2:III.4.b)bb)2) (S. 211). Nicht anwendbar sind die kaufvertraglichen Verzugsregeln für den kaufmännischen Verkehr, da es sich nicht um einen gewinnbringenden Weiterverkauf handelt: siehe dazu BSK-KOLLER, N 7, 9 zu Art. 190. Im nicht-kaufmännischen Verkehr gelangen bei Verzug des Verkäufers mit der Lieferung ohne gegenteilige Vereinbarung die allgemeinen Verzugsregeln nach Art. 102 ff. OR zur Anwendung: statt vieler: GUHL/KOLLER, OR, § 41 N 138.

¹⁸⁴⁹ Statt vieler: GUHL/KOLLER, OR, § 30 N 2 f.

¹⁸⁵⁰ Zur Obliegenheit siehe oben 2:III.4.a)aa)5) (S. 196).

rücktritts ausschliesst. Der Sicherungsgeber hat einzig die Möglichkeit des *Buy-in*, sollte die Lieferung bis am 5. Werktag nach dem *Physical Settlement Date* nicht erfolgt sein.

b) Kein Cash Settlement Fallback bei Rückzahlung der Anleihen

Die folgenden Ausführungen dienen der Feststellung, was in dem Fall geschehen soll, wenn die Lieferung der Verbindlichkeit aufgrund der Rückzahlung durch deren Schuldner unmöglich wird. Dazu soll basierend auf dem Transaktionsbeispiel¹⁸⁵¹ von folgendem Sachverhalt ausgegangen werden:

Am 12. Februar 2011 sei bei der Ref Industries AG ein Credit Event eingetreten. Die Proteby Bank habe die vereinbarten Mitteilungen gültig erbracht, die *Notice of Physical Settlement* am 9. März 2011. In dieser bezeichnete sie die Referenzverbindlichkeit des CDS als zu liefernde Verbindlichkeit. In der Folge lieferte die Proteby Bank die Anleihen jedoch nicht, die *Buy-in* Prozesse¹⁸⁵² der Rho Bank blieben ebenfalls erfolglos. Am 15. November 2011 werde die Anleihe den Gläubigern zur Konkursdividende von 60% des Nominalwertes zurückbezahlt.

Die Möglichkeit des *Buy-in* nach sec. 9.9 CDD setzt voraus, dass keine Unmöglichkeit i.S.v. sec. 9.3 CDD vorliegt. Liegt eine solche vor, beginnt die Abwicklung als Cash Settlement (sog. *Cash Settlement Fallback*)¹⁸⁵³. Die Regeln dazu finden sich in sec. 9.3 und 9.8 CDD. Voraussetzung der Unmöglichkeit in diesem Sinn ist. u.a. die Unmöglichkeit für den Sicherungsnehmer, die Anleihen aufgrund eines ausserhalb seiner Kontrolle liegenden Ereignisses zu liefern. Diese Voraussetzung wäre zwar durch die Rückzahlung der Anleihe grundsätzlich gegeben, der für die Feststellung der Unmöglichkeit massgebliche Zeitpunkt ist nach sec. 9.3 CDD jedoch das *Physical Settlement Date*. Dieses ist gem. sec. 8.4 CDD durch die *Physical Settlement Period* zu bestimmen. Mangels Vereinbarung dieser Frist in der Bestätigung ist vorliegend von einer Frist von 30 Tagen nach Erfüllung aller Abwicklungsvoraussetzungen auszugehen¹⁸⁵⁴, folglich der 8. April. Zu diesem Zeitpunkt war der Referenzschuldner jedoch noch nicht liquidiert und die Anleihe noch nicht

¹⁸⁵¹ Siehe zu diesem oben 1 (S. 326).

¹⁸⁵² Siehe dazu soeben oben a) (S. 340).

¹⁸⁵³ Siehe dazu z.B. auch EDWARDS, JBL 2004, 628; PARKER, Credit Derivatives, 345.

¹⁸⁵⁴ Siehe PARKER, Credit Derivatives, 330.

zurückbezahlt, womit das *Cash Settlement Fallback* vorliegend keine Anwendung findet.

Falls die Anleihen vor der Fertigstellung des *Buy-ins* nicht mehr existieren, bildet nach sec. 9.2(c)(ii)(B) CDD der Zeitpunkt des Wegfalls der Anleihen das *Termination Date*¹⁸⁵⁵. Vorliegend sind sie mit Rückzahlung am 15. November 2011 weggefallen, womit dieser Tag das *Termination Date* bildet. Die Proteby Bank verliert damit ihren Anspruch auf Abwicklung und damit der Ausgleichsleistung.

Wird die Lieferung nach dem *Physical Settlement Date* unmöglich, so bildet der Zeitpunkt, an welchem die zu liefernden Anleihen aufhören zu existieren, das *Termination Date* und der Sicherungsnehmer verliert seinen Anspruch.

5. Einzelne Tatbestände von Credit Events

Im folgenden geht es um die Zuordnung von verschiedenen Beispielen zu den einzelnen Unterkategorien des Credit Events. Als Beispiele dienen die Benachrichtigung des Richters nach Art. 725a OR (a) und anschliessend die Auflösung einer AG nach einem Beschluss der Generalversammlung (b). Die beiden folgenden Sachverhalte betreffen Massnahmen des Anleiherechts: die Einberufung der Gläubigerversammlung (c) und anschliessend der Beschluss der Gläubigergemeinschaft (d).

a) Benachrichtigung des Richters nach Art. 725a OR

Für die Frage, ob (bereits) die Benachrichtigung des Richters nach Art. 725 OR einen Credit Event i.S. der CDD darstellt, soll basierend auf dem Transaktionsbeispiel¹⁸⁵⁶ von folgendem Sachverhalt ausgegangen werden:

Der Verwaltungsrat der Ref Industries AG habe am 28. Juni 2014¹⁸⁵⁷ nach Art. 725 Abs. 2 OR aufgrund der festgestellten Überschuldung den Richter benachrichtigt. Der Verwaltungsratsbeschluss sei am 29. Juni 2014 beim Richter eingegangen und dieser habe am 2. Juli 2014 nach Art. 725a Abs. 1

¹⁸⁵⁵ Zwar sprechen die CDD nur von *Subject to Sections 9.3, 9.4, 9.5 and 9.6*, unter (B) wird jedoch auch auf sec. 9.9 Bezug genommen, und ferner erscheint es dem Parteiwillen am naheliegendsten und auch als sachgerecht, das *Termination Date* auf den Termin festzulegen, an welchem die Anleihen aufhören zu existieren.

¹⁸⁵⁶ Siehe zu diesem oben 1 (S. 326).

¹⁸⁵⁷ Laufzeitende des CDS ist der 30. Juni 2014.

OR den Konkurs über die Ref Industries AG eröffnet. Die Proteby Bank habe am 13. Juli 2014 der Rho Bank die vereinbarten Mitteilungen über den eingetretenen Credit Event gültig¹⁸⁵⁸ erbracht und die Referenzverbindlichkeit als zu liefernde Verbindlichkeit benannt.

Ob die Benachrichtigung des Richters einen Credit Event darstellt, ist insbesondere nach sec. 4.2(b) oder (d) CDD zu prüfen. Unter (d) fällt u.a. die Einleitung eines insolvenzrechtlichen Verfahrens durch den Referenzschuldner gegen sich selbst. Nach dem Wortlaut «[...] *institutes or has instituted against it a proceeding* [...]» ist der Zeitpunkt der Einleitung des Verfahrens massgebend. Als dieser gilt in diesem Zusammenhang m.E. bereits die Abgabe der Erklärung durch den Verwaltungsrat selbst, wobei vorliegend auch der Empfang der Erklärung durch den Richter noch während der Laufzeit erfolgt ist.

Die Einleitungshandlung oder Erklärung muss sich nach den erwähnten Bestimmungen auf ein Verfahren richten. Nach Art. 725a OR eröffnet der Richter auf die Benachrichtigung hin den Konkurs; das Konkursverfahren ist als ein *proceeding* i.S.v. Sec. 4.2(d) CDD zu betrachten.

Das Verfahren selbst muss ein «[...] *seeking a judgment of insolvency or bankruptcy or any other relief under any bankruptcy or insolvency law or other similar law affecting creditor's rights* [...]» zum Gegenstand haben. Mit der Benachrichtigung wird ein Verfahren nach SchKG eingeleitet: Nach Art. 191 Abs. 2 SchKG eröffnet der Richter den Konkurs, Art. 171 SchKG bezeichnet die Konkurseröffnung als einen vom Gericht gefällten Entscheid. Damit wird mit der Benachrichtigung zweifellos die erwähnte Voraussetzung erfüllt und fällt unter den Passus «*seeking a judgement of insolvency or bankruptcy*». Schliesslich muss der Antrag nach sec. 4.2(d)(i) CDD u.a. zu einer Konkurseröffnung (*judgment of insolvency or bankruptcy*) führen. Dies ist vorliegend am 2. Juli geschehen, und wie erwähnt handelt es sich bei der Konkurseröffnung nach Art. 171 SchKG um den Entscheid eines Gerichts, was als *judgment* gilt.

Der Zeitpunkt der Benachrichtigung des Richters durch den Verwaltungsrat nach Art. 725 Abs. 2 OR entspricht dem Credit Event Bankruptcy gem. sec. 4.2(d) CDD, sofern der Richter tatsächlich den Konkurs eröffnet.

¹⁸⁵⁸ Der Zeitraum in welchem die Mitteilungen erbracht werden dauert mindestens 14 Tage über die Laufzeit des CDS hinaus, siehe dazu oben 2:III.1.d)aa) (S. 167).

b) Auflösung nach Beschluss der Generalversammlung

Für die Frage, ob die Auflösung einer Aktiengesellschaft durch Beschluss der Generalversammlung nach Art. 736 Ziff. 2 OR ein Credit Event darstellt, soll basierend auf dem Transaktionsbeispiel¹⁸⁵⁹ von folgendem Sachverhalt ausgegangen werden – wobei folgende Änderungen am Beispiel vorgenommen werden:

1. Allgemeines	
Reference Price	104%
4. Settlement Terms	
Settlement Method:	Cash Settlement
Cash Settlement Amount	Floating Rate Payer Calculation Amount multipliziert mit (Reference Price minus Final Price) CHF 70 Mio x (104% – Final Price ¹⁸⁶⁰)

Die Ref Industries AG habe während der Laufzeit des CDS am 14. März 2012 an ihrer Generalversammlung den Beschluss gefasst, sich aufzulösen, wobei diese Auflösung nicht zwecks Fusion, Aufspaltung oder der Übertragung ihres Vermögens erfolgen soll. In der Folge hat der Verwaltungsrat die Anmeldung beim Handelsregister nach Art. 737 OR vorgenommen und die Gesellschaft sei nach Art. 738 OR in Liquidation getreten. Daraufhin habe die Proteby Bank eine *Credit Event Notice* und die *Notice of Publicly Available Information* gültig an die Rho Bank erbracht.

Es soll ferner davon ausgegangen werden, dass der zu berechnende *Final Price* im Bereich von 100% liegen wird, die zu erwartende Ausgleichszahlung folglich ungefähr CHF 2,8 Mio.¹⁸⁶¹ betragen wird.

Die Rechtsfolge des Beschlusses der Generalversammlung nach Art. 736 Ziff. 2 OR zur Auflösung der Gesellschaft liegt nach Art. 738 OR darin, dass die Gesellschaft aufgelöst wurde und diese aufgelöste Gesellschaft in Liquidation tritt. Die Liquidation selbst wird in Art. 739 ff. OR geregelt. Nach Art. 743 OR haben die Liquidatoren u.a. die laufenden Geschäfte zu been-

¹⁸⁵⁹ Siehe zum Ausgangssachverhalt oben 1 (S. 326).

¹⁸⁶⁰ Nach Sec. 7.4 CDD ist der Final Price der in Prozent ausgedrückte Preis der Referenzverbindlichkeit, welcher nach der vereinbarten Bewertungsmethode berechnet wurde. Siehe dazu im Detail oben 2:III.1.b)bb)2) (S. 155).

¹⁸⁶¹ *Reference Price* von 104% abzüglich *Final Price* von 100%, multipliziert mit dem Nominalwert des CDS (*Floating Rate Payer Calculation Amount*) von CHF 70 Mio.

digen. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Auflösung ein Grund zur vorzeitigen Beendigung der laufenden Geschäfte ist¹⁸⁶². Auf die Referenzverbindlichkeit hat die Auflösung damit keine direkten Auswirkungen.

Würde der Eintritt eines Credit Events bejaht, führt dies zur Beendigung des CDS und zur Abwicklung, beim Cash Settlement folglich zu einer Ausgleichszahlung der Rho Bank an die Proteby Bank, deren Umfang in der Differenz des Marktwertes der Referenzverbindlichkeit und deren Nominalwert bzw. im vorliegenden Beispiel deren Anfangswert von 104% bestehen würde. Vorliegend sei eine Rückzahlung der Anleihe zum Nominalwert vorgesehen, womit – unter der Annahme, dass keine Überschuldung der Ref Industries AG vorliegt – der Rückzahlungsbetrag auch 100% betragen wird.

In dieser Konstellation sollte auch der Marktwert der Anleihe durch den Auflösungsbeschluss nicht beeinflusst worden sein – es könnte eine Annäherung an den erwarteten Rückzahlungsbetrag von 100% geben, sollte der Markt nach der Auflösung allenfalls von einem Rückkauf ausgehen. Sollten noch Couponzahlungen ausstehend sein, wird er sogar mehr als 100% betragen. Ob aufgelaufene Zinszahlungen in die Bewertung miteinzubeziehen sind, haben im übrigen die Parteien zu vereinbaren¹⁸⁶³.

Der Marktwert der Referenzverbindlichkeit kann nun bereits vor dem Auflösungsbeschluss niedriger gewesen sein, aufgrund einer niedrigeren Bonitätseinstufung des Referenzschuldners oder aus ausserhalb des Kreditrisikos liegenden Gründen wie einem Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus seit der Emission der Anleihe. Es könnte diesfalls jedoch eine Annäherung des Marktwertes an den Rückzahlungswert stattfinden.

Schliesslich kann der Marktwert der Referenzverbindlichkeit wie im vorliegenden Beispiel bei Transaktionsbeginn auch über 100% gelegen und seither an Wert verloren haben. Auch diese Bewegung kann von Veränderungen der Bonitätseinschätzung des Referenzschuldners oder der Veränderung des allgemeinen Zinsniveaus beeinflusst worden sein. Selbst wenn oder gerade weil die Auflösung keine unmittelbare Auswirkung auf den Wert der Referenzverbindlichkeit hat, wird sie in dieser Konstellation kaum auf den Anfangswert von 104% steigen. Wie erwähnt hätte der Sicherungsgeber vorliegend eine Ausgleichszahlung von CHF 2,8 Mio. an die Proteby Bank zu leisten, sollte ein Credit Event bejaht werden.

¹⁸⁶² BSK-STÄUBLI, N 1 zu Art. 743; ZK-BÜRGI/NORDMANN-ZIMMERMANN, N 32 zu Art. 744.

¹⁸⁶³ Vgl. 7.7(c) CDD.

Die Liquidation nach Art. 736 Ziff. 1, 2, 4 und partiell Ziff. 5 OR ist nach ZOBL/WERLEN nach sec. 5(a)(vii)(1) und (5) 1992 MA zu beurteilen¹⁸⁶⁴, welche den sec. 4.2(a) und (e) CDD entsprechen. Nach sec. 4.2(a) CDD gilt als Credit Event *Bankruptcy*, wenn «[sc. a Reference Entity] [...] is dissolved [...]», nach sec. 4.2(e) CDD wenn «[sc. a Reference Entity] [...] has a resolution passed for its winding-up, official management or liquidation [...]»¹⁸⁶⁵.

Da der Zeitpunkt im Falle von sec. 4.2(e) vor jenem von sec. 4.2(a) CDD eintritt¹⁸⁶⁶, soll zuerst geprüft werden, inwiefern die vorliegende Auflösung bzw. der Auflösungsbeschluss als Anwendungsfall von sec. 4.2(e) zu betrachten ist.

aa) Sec. 4.2(e) CDD

- 1) Auslegung des Wortlautes
- i) Im allgemeinen Sprachgebrauch

Die Generalversammlung ist nach Art. 698 Abs. 1 OR oberstes Organ der Aktiengesellschaft, nach Art. 55 ZGB verpflichten die Organe die juristische Person und sind berufen, dem Willen der juristischen Person Ausdruck zu geben. Demnach ist die Generalversammlung mit der Ref Industries AG bzw. der *Reference Entity* i.S.v. sec. 4.2(e) CDD gleichzusetzen.

Art. 736 Ziff. 2 OR spricht explizit von einem Beschluss; i.V.m. Art. 704 Abs. 1 Ziff. 8 i.V.m. Art. 703 OR fasst die GV diesen Beschluss, was ohne weiteres als *pass a resolution*¹⁸⁶⁷ gilt. Der Beschluss betrifft die Auflösung und hat abgesehen in den Fällen der Fusion, der Übernahme oder Umwandlung die Liquidation der aufgelösten Gesellschaft zur Folge. Damit kann zumindest die Rechtsfolge dieses Beschlusses sowohl unter den Begriff des *winding-up* wie auch unter jenen der *liquidation* fallen¹⁸⁶⁸.

¹⁸⁶⁴ Siehe ZOBL/WERLEN, ISDA, 76, 78, wonach die beiden Tatbestände sich nur im Zeitpunkt des Eintritts unterscheiden.

¹⁸⁶⁵ Beide Bestimmungen enthalten noch den Ausnahmetatbestand der Fusion, welcher im vorliegenden Sachverhalt nicht gegeben ist.

¹⁸⁶⁶ Vgl. ZOBL/WERLEN, ISDA, 78.

¹⁸⁶⁷ Vgl. Langenscheidt Grosswörterbuch Englisch (2001), unter *pass* Nr. 18, *resolution* Nr. 1.

¹⁸⁶⁸ Vgl. Langenscheidt Grosswörterbuch Englisch (2001), unter *winding-up* Nr. 1b), *liquidation* Nr. 1.

ii) Besonderer Sprachgebrauch

Die in sec. 4.2(e) CDD verwendeten Begriffe beinhalten auch spezifische Bedeutungen des anglo-amerikanischen Rechts. Unter dem Begriff *resolution* wird u.a. ein formaler Akt eines Organs einer juristischen Person verstanden, durch welchen eine bestimmte Handlung genehmigt wird¹⁸⁶⁹. Diesem Begriff entspricht auch der Beschluss einer Generalversammlung, welche ein solches Organ wie oben erwähnt darstellt.

Als *winding-up* wird der Prozess verstanden, die Geschäfte abzuwickeln und das Vermögen zu versilbern, bevor eine juristische Person aufgelöst wird (*winding-up* hängt mit der *dissolution* zusammen¹⁸⁷⁰)¹⁸⁷¹. Als *liquidation* wird u.a. die Handlung oder der Vorgang bezeichnet, Vermögen in Geld zu verwandeln¹⁸⁷² oder auch die Handlung, durch Vereinbarung oder Gerichtsbeschluss den exakten Betrag von z.B. Schulden oder einem Schaden zu bestimmen, welcher zuvor unbestimmt war¹⁸⁷³. *Dissolution* umfasst u.a. die Beendigung der rechtlichen Existenz einer juristischen Person, mithin das Ereignis, welches unmittelbar dem *winding-up* oder der *liquidation* vorangehe¹⁸⁷⁴. Der Begriff *dissolution* gilt zwar im Common Law ursprünglich als mit dem Tod einer natürlichen Person vergleichbar, ist jedoch im US-amerikanischen Recht anhand des auf die Gesellschaft anwendbaren Rechts der Gliedstaaten genauer zu definieren, welche ihr meistens eine verlängerte Rechtspersönlichkeit gewähren¹⁸⁷⁵.

Der vorliegende Auflösungsbeschluss führt zur Liquidation der Gesellschaft. Die Liquidation i.S.v. Art. 738 ff. umfasst u.a. die Abwicklung der laufenden Geschäfte und Versilberung der Aktiven (Art. 743 OR). Dieser Prozess entspricht dem *winding-up* oder der *liquidation* wie soeben umschrieben. Die Liquidation hängt mit der Beendigung der rechtlichen Existenz des Unternehmens zusammen: Ist die Liquidation beendet, haben

¹⁸⁶⁹ GARNER (Hrsg.), Black's Law Dictionary, unter *resolution*, Nr. 2.

¹⁸⁷⁰ Verwirrlich ist, dass *winding-up* als «[...] in anticipation of [...] a corporation's dissolution» und *dissolution* als «the event immediately preceding the liquidation or winding-up process» beschrieben werden: GARNER (Hrsg.), Black's Law Dictionary, unter *winding-up* bzw. *resolution*. Siehe dazu sogleich sowie Fn. 1875.

¹⁸⁷¹ GARNER (Hrsg.), Black's Law Dictionary, unter *winding-up*.

¹⁸⁷² GARNER (Hrsg.), Black's Law Dictionary, unter *liquidation*, Nr. 3.

¹⁸⁷³ GARNER (Hrsg.), Black's Law Dictionary, unter *liquidation*, Nr. 1.

¹⁸⁷⁴ GARNER (Hrsg.), Black's Law Dictionary, unter *dissolution*, Nr. 3.

¹⁸⁷⁵ Siehe die Zusammenfassung der Rechtsprechung bei FLETCHER (Hrsg.), Fletcher Cyclopedia (suppl 2009), § 8113, m.w.N.

die Liquidatoren nach Art. 746 OR das Erlöschen der Gesellschaft¹⁸⁷⁶ beim Handelsregister anzumelden. Unklar ist die Rechtswirkung dieser Löschung¹⁸⁷⁷: In Anbetracht der konstitutiven Wirkung der Eintragung ins Handelsregister bei der Gründung einer AG, mithin dass sie erst mit dieser Eintragung das Recht der Persönlichkeit erlangt (Art. 643 Abs. 1 OR)¹⁸⁷⁸, dass sie ferner nach Art. 739 Abs. 1 OR während der Liquidation ihre Rechtspersönlichkeit – gem. Abs. 2 jedoch beschränkt auf Handlungen im Zusammenhang mit der Liquidation – behält, spricht für das Ende ihrer rechtlichen Existenz mit der Löschung im Handelsregister¹⁸⁷⁹. Dagegen bezeichnet sie das Gesetz nach Art. 738 OR für die Zeit der Liquidation bereits als aufgelöste Gesellschaft. Hinsichtlich der Festlegung des Begriffs der Auflösung in Bezug zum Ende der rechtlichen Existenz der Gesellschaft treten damit ähnliche Schwierigkeiten auf, welche auch dem Begriff *dissolution* innezuwohnen scheinen. In jedem Fall hängen die Liquidation in irgendeiner Form mit der Auflösung und dem Ende der Rechtspersönlichkeit zusammen, wie auch *winding-up/liquidation* mit der *dissolution* und dem Tod einer juristischen Person.

Damit entspricht die Rechtsfolge des Beschlusses der Ref Industries AG zur (freiwilligen) Auflösung nach Art. 736 Ziff. 2 OR dem *winding-up* oder der *liquidation* nach sec. 4.2(e) CDD, auch in deren rechtlichen Bedeutung im Common Law.

In Anbetracht des Urteils AON Financial Products, Inc. v. Société Générale¹⁸⁸⁰ ist die Divergenz unter Umständen bereits beachtlich, dass die Generalversammlung die der *dissolution* entsprechende Auflösung beschliesst. Gegenstand des nach sec. 4.2 (e) CDD geforderten Beschlusses dagegen ein *winding-up* oder eine *liquidation* ist, welche genau genommen nur die Rechtsfolge des Beschlusses zur Auflösung darstellen.

Die Beachtlichkeit dieser Diskrepanz ist jedoch nicht näher zu prüfen, da sec. 4.2(h) CDD eine Bestimmung enthält, wonach ebenfalls als Credit Event gilt, wenn «[sc. a Reference Entity] [...] causes or is subject to any event with

¹⁸⁷⁶ Nach dem Wortlaut des Gesetzes die Firma, siehe aber BSK-STÄUBLI, N 1 zu Art. 746.

¹⁸⁷⁷ Vgl. z.B. BSK-STÄUBLI, N 1, 6 zu Art. 746: er spricht sich für den deklaratorischen Charakter aus, wobei damit zugleich auch der Untergang bewirkt werde.

¹⁸⁷⁸ Siehe dazu z.B. BSK-SCHENKER, N 1 zu Art. 640, N 1 zu Art. 643.

¹⁸⁷⁹ Vgl. BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, § 17 N 23.

¹⁸⁸⁰ Sowohl in der Frage, ob ein Credit Event *Sovereign* eingetreten sei wie auch, ob für den Referenzschuldner die Definition von *Sovereign* gelte, stützte sich das Gericht auf den exakten Wortlaut, welcher seiner Ansicht nach gegen den Eintritt sprach; siehe dazu unten IV.2 (S. 398).

respect to it which, under the applicable laws of any jurisdiction, has an analogous effect to any of the events specified in clauses (a) to (g) (inclusive).» Da der Beschluss zur Auflösung eine analoge Wirkung wie der Beschluss eines *winding-up* oder einer *liquidation* hat, bewirkt der Beschluss zur freiwilligen Auflösung einen Credit Event nach sec 4.2 (h) i.V.m. sec 4.2 (e) CDD. Hinsichtlich des Zeitpunktes ist dabei auf denjenigen der Beschlussfassung abzustellen¹⁸⁸¹.

2) Ergänzende Auslegungsmittel

Zwar spricht der Wortlaut wie gesehen für die Betrachtung der freiwilligen Auflösung als ein Credit Event, die Auslegung erschöpft sich jedoch nicht nur in diesem. Vielmehr ist der anhand des Wortlautes ausgelegte Parteiwillen durch ergänzende Auslegungsmittel zu überprüfen¹⁸⁸².

Sec. 4.2(e) CDD betrifft nur diejenigen Beschlüsse «[...] (*other than pursuant to a consolidation, amalgamation or merger*)». Die in Art. 738 OR behandelten Fälle einer Auflösung ohne nachfolgende Liquidation sind weitergehend als der Ausnahmetatbestand von sec. 4.2 (e) CDD; dieser umfasst von jener Aufzählung nur denjenigen der Fusion (und allenfalls noch die Vermögensübertragung). Zweck der Ausnahmeregelung von sec. 4.2(e) CDD liegt im Ausschluss derjenigen Fälle der Auflösung, welche *de facto* nicht zu einem Existenzuntergang des Referenzschuldners führen, da dieser in jenen Fällen wesentlich in einer anderen oder neuen Form fortexistiert. D.h. diese Fälle betreffen weder einen Konkurs (*Bankruptcy*) noch können sie als Aktualisierung des Ausfallrisikos betrachtet werden.

Der Tatbestand von sec. 4.2(e) CDD befindet sich im Abschnitt *Bankruptcy* als einer der zu vereinbarenden Credit Events. Es ist aus dem systematischen Aufbau davon auszugehen, dass unter diesem Abschnitt sämtliche Anwendungsfälle von *Bankruptcy* vereinbart werden sollen. *Bankruptcy*¹⁸⁸³ ist mit Konkurs oder Bankrott zu übersetzen und umfasst im US-amerikanischen Recht ein rechtliches Verfahren, unter welchem einem in der Regel insolventen Schuldner finanzielle Entspannung gewährt wird und dessen Reorganisation oder Liquidation gerichtlich überwacht wird¹⁸⁸⁴. Nach Schweizer Recht fallen damit insbesondere Verfahren nach SchKG in Betracht.

¹⁸⁸¹ Vgl. ZOBL/WERLEN, ISDA, 78.

¹⁸⁸² Siehe dazu oben 2:I.4.b)bb) (S. 99).

¹⁸⁸³ Langenscheidt Grosswörterbuch Englisch (2001), unter *bankruptcy* Nr. 1.

¹⁸⁸⁴ GARNER (Hrsg.), Black's Law Dictionary, Nr. 1.

Bei sec. 4.2(e) wie auch (a) CDD handelt es sich nicht um spezifisch insolvenzrechtliche Tatbestände¹⁸⁸⁵, womit sie sich nicht unter den Begriff *Bankruptcy* in dessen vorgenannter Bedeutung subsumieren lassen. Eine Betrachtung der übrigen unter dem Titel *Bankruptcy* geregelten Tatbeständen zeigt, dass bis auf diese beiden alle übrigen Tatbestände eine Insolvenz, drohende Insolvenz, ein Konkursverfahren oder vergleichbare Tatbestände betreffen oder potentiell betreffen können.

Die Regel der vertragsbezogenen Auslegung spricht vorliegend dafür, dass der Begriff *Bankruptcy* durch die angeführten Tatbestände abweichend von seiner eigentlichen Bedeutung definiert wurde und durch die einzelnen angeführten Tatbestände auszufüllen ist. So wird der Begriff *Bankruptcy* in der Einleitung in Anführungs- und Schlusszeichen wiedergegeben: «*Section 4.2. Bankruptcy. <Bankruptcy> means a [...]*» (Hervorhebungen ausgelassen).

Als ergänzende Auslegungsmittel bieten sich vorliegend insbesondere der Vertragszweck sowie die Interessenlage der Beteiligten an. Diese sprechen eher gegen einen Einbezug von nicht eine Insolvenz betreffenden Tatbeständen. Obschon vom Vertragszweck her gesehen das vertraglich vereinbarte Ausfallrisiko transferiert werden soll, ist auch davon auszugehen, dass der Vertrag bzw. dessen Risikotransfer soweit möglich dem Ausfallrisiko annähern will. Da die (freiwillige) Auflösung des Referenzschuldners keinerlei Bezug zum Ausfallrisiko aufweist, wird es von diesem Vertragszweck nicht umfasst.

Ähnlich ist hinsichtlich der (relevanten) Interessenlage der Parteien zu entscheiden, welche sich mit dem Vertragszweck weitgehend deckt. Dagegen ist die bei einer einzelnen Partei vorhandene wirtschaftliche Motivation, den vorliegenden Vertrag abzuschliessen, nicht beachtlich, zumindest sofern die andere Partei davon keine Kenntnis hatte.

Im Rahmen des vorliegenden Sachverhaltes ist nicht davon auszugehen, dass eine der beiden Vertragsparteien die CDD global übernommen hat bzw. die entsprechenden besonderen Auslegungsregeln für AVB Geltung beanspruchen können, da auch auf die Erfahrung der Vertragsparteien als bewilligte Banken in Transaktionen mit Kreditderivaten abzustellen ist¹⁸⁸⁶. Damit ist insbesondere die Unklarheitsregel¹⁸⁸⁷, welche vorliegend m.E. zu

¹⁸⁸⁵ Siehe auch ZOBL/WERLEN, ISDA, 76 ff. (Ausführungen zum identischen Tatbestand des 1992 ISDA Master Agreements).

¹⁸⁸⁶ Siehe dazu oben 2:I.4.a) (S. 97).

¹⁸⁸⁷ Siehe dazu oben 2:I.4.b)dd) (S. 101).

einem anderen Resultat, d.h. zur Ablehnung der Betrachtung der freiwilligen Auflösung als Credit Event führen würde, nicht beizuziehen.

3) Resultat

Die verschiedenen Auslegungsmittel führen zu unterschiedlichen Ergebnissen Entscheidendes Gewicht kommt vorliegend dem klaren Wortlaut der Bestimmung zu. Damit handelt es sich beim Beschluss der Ref Industries AG zur freiwilligen Auflösung i.S.v. Art. 736 Ziff. 2 OR um einen Credit Event *Bankruptcy* i.S.v. sec. 4.2(h) i.V.m. (e) CDD. Dieses Resultat könnten einzig die besonderen Auslegungsregeln für AVB umstossen, welche vorliegend wie erwähnt keine Anwendung beanspruchen können.

bb) Sec. 4.2(a) CDD

Der Auflösungsbeschluss der Generalversammlung nach Art. 736 Ziff. 2 OR führt zur Liquidation der Gesellschaft sowie zum Ende deren rechtlichen Existenz. Dies entspricht sowohl nach dem allgemeinen wie auch dem besonderen Sprachgebrauch der *dissolution* nach sec. 4.2(a) CDD¹⁸⁸⁸.

Die ergänzenden Auslegungsmittel ergeben auch in diesem Fall dasselbe Resultat wie nach sec. 4.2(e) CDD, womit auch beim Resultat auf die entsprechenden Ausführungen dazu zu verweisen ist.

Als Zeitpunkt des Eintritts des Credit Events hat m.E. der Zeitpunkt zu gelten, an welchem die Gesellschaft nach Art. 738 OR in Liquidation getreten ist. Sie besitzt zu diesem Zeitpunkt zwar noch eine (beschränkte) Rechtspersönlichkeit, das Gesetz bezeichnet sie aber als aufgelöste Gesellschaft. Ferner braucht auch *dissolution* nicht zwingend das endgültige Ende der Rechtspersönlichkeit einer Gesellschaft zu bedeuten¹⁸⁸⁹.

c) Einberufung der Gläubigerversammlung

Im folgenden soll die Frage erörtert werden, ob bzw. an welchem Zeitpunkt ein Credit Event eingetreten ist, wenn der Referenzschuldner eine Gläubigerversammlung einberuft, deren Wirkung die Stundung der fälligen Ansprüche ist (Art. 1166 OR). Es sei von folgendem auf dem Transaktionsbeispiel¹⁸⁹⁰ basierendem Sachverhalt auszugehen:

¹⁸⁸⁸ Siehe bei den Ausführungen zu sec. 4.2(e) CDD oben aa)1) (S. 347).

¹⁸⁸⁹ Siehe dazu bei den Ausführungen zu sec. 4.2(e) CDD oben aa)2) (S. 350).

¹⁸⁹⁰ Siehe zu diesem oben 1 (S. 326).

Die Ref Industries AG berufe am 1. Oktober 2010 ordnungsgemäss eine Gläubigerversammlung auf den 28. Oktober ein. Am 30. September 2010 wurde eine Couponzahlung fällig. Diese soll an der Gläubigerversammlung gem. der ebenfalls am 1. Oktober veröffentlichten Traktandenliste zur Diskussion stehen. In der Folge werden die Couponzahlungen nicht erbracht.

Sämtliche Gläubiger einer Obligationenanleihe bilden nach Art. 1157 Abs. 1 OR bei Vorliegen der entsprechenden Voraussetzung von Gesetzes wegen eine Gläubigergemeinschaft, welche in der Gläubigerversammlung verschiedene Beschlüsse fallen kann. Einberufen wird die Gläubigerversammlung grundsätzlich vom Schuldner¹⁸⁹¹; die Einberufung hat von der ordnungsgemässen Veröffentlichung an die Stundung der fälligen Ansprüche der Anleihegläubiger zur Folge¹⁸⁹².

Grundsätzlich bewirkt eine Stundung den Aufschub der Fälligkeit und damit einen (zeitlich befristeten) Ausschluss des Verzuges¹⁸⁹³. Die Stundung nach Art. 1166 Abs. 1 OR bezieht sich gem. Wortlaut auf die fälligen Forderungen¹⁸⁹⁴ und führt entgegen ihrer üblichen Wirkung nur dazu, dass eine Betreibung nach Art. 297 SchKG weder angehoben noch fortgesetzt werden kann; sie betrifft jedoch nicht die Fälligkeit selbst oder einen Ausschluss des Verzugs¹⁸⁹⁵. Ferner sind auch nur jene fälligen Forderungen betroffen, welche Gegenstand der Gläubigerversammlung sind sowie in der Traktandenliste benannt wurden¹⁸⁹⁶. Die Stundung gilt bis zum rechtskräftigen Entscheid über die von ihr betroffenen Forderungen¹⁸⁹⁷. Dies bedeutet vorliegend, dass die Couponforderung am 30. September zwar fällig wird, eine Betreibung jedoch nicht eingeleitet werden kann.

Unter den Credit Event *Failure to Pay* fällt das Unvermögen des Schuldners, bei Fälligkeit eine Zahlung zu erbringen. Da die vorliegende Zinszahlung am 30. September fällig wird, sind diese Voraussetzung m.E. gegeben, sofern die Ref Industries die Coupons auch nach Ablauf der

¹⁸⁹¹ Art. 1165 Abs. 1 OR; Ausnahmen nach Abs. 2, Art. 1183 sowie Art. 1185 OR, vgl. dazu z.B. BSK-STEINMANN/REUTTER, N 1 zu Art. 1165.

¹⁸⁹² Art. 1166 Abs. 1 OR.

¹⁸⁹³ Statt vieler: BSK-LEU, N 5 zu Art. 75.

¹⁸⁹⁴ Siehe auch BSK-STEINMANN/REUTTER, N 4 zu Art. 1166.

¹⁸⁹⁵ BK-ZIEGLER, N 1 zu Art. 1166.

¹⁸⁹⁶ Vgl. BK-ZIEGLER, N 1 zu Art. 1166; BSK-STEINMANN/REUTTER, N 2, 4 zu Art. 1166.

¹⁸⁹⁷ BSK-STEINMANN/REUTTER, N 2 zu Art. 1166.

Toleranzfrist von vorliegend drei Werktagen¹⁸⁹⁸ als weiterer Voraussetzung dieses Credit Events nicht bezahlt hat.

Betrifft die Stundung dagegen auch die Fälligkeit, ist ein *Failure to Pay* ausgeschlossen, und es liegt ein Credit Event *Restructuring* vor. Darunter fällt nach sec. 4.7(a)(ii) CDD u.a. «a postponement or other deferral of a date or dates for either (A) the payment or accrual of interest [...]», welches nach (a) «[...] occurs in a form that binds all holders of such Obligation, is agreed between the Reference Entity or a Governmental Authority and a sufficient number of holders of such Obligation to bind all holders of the Obligation [...], and such event is not expressly provided for under the terms of such Obligation [...]».

Die Einberufung der Gläubigerversammlung und damit einhergehend die Stundung nach Art. 1166 OR stellt keinen Credit Event dar, da durch diese Stundung nicht auch die Fälligkeit ausgeschlossen wird. Werden dagegen fällig gewordene Zahlungen nicht erbracht, bewirkt dies einen Credit Event *Failure to Pay*, wobei der Einberufung der Gläubigerversammlung diesfalls keine Wirkung zukommt.

d) **Beschluss der Gläubigergemeinschaft**

Wie soeben erläutert, stellt die Einberufung einer Gläubigerversammlung an und für sich keinen Credit Event dar. Im folgenden soll daher die Frage erörtert werden, ob ein in die Gläubigerrechte eingreifender Beschluss der Gläubigergemeinschaft einen Credit Event darstellt. Den Erörterungen liege basierend auf dem Transaktionsbeispiel¹⁸⁹⁹ folgender Sachverhalt zugrunde:

Die S Holding AG habe eine Gläubigerversammlung der Gläubiger der Referenzverbindlichkeit einberufen und eine Umwandlung der Anleihe in Aktien nach Art. 1170 Abs. 1 Ziff. 9 OR vorgeschlagen. Die Gläubigerversammlung stimmte dieser Massnahme zu. Zum aktuellen Zeitpunkt wurden keine fälligen Zahlungen nicht geleistet.

Die Umwandlung einer Anleihe in Aktien entspricht nicht dem Credit Event *Bankruptcy* nach sec. 4.2(c) CDD, da *general assignment* ein insolvenzrechtliches Institut darstellt¹⁹⁰⁰. Ebensowenig sind die übrigen Fälle von *Bankruptcy* für den vorliegenden Sachverhalt einschlägig. Da auch kein Verzug oder ähnliches vorliegt, lassen sich auch die meisten weiteren Credit Events aus-

¹⁸⁹⁸ Siehe dazu oben 2:III.1.c)aa)4) (S. 162).

¹⁸⁹⁹ Siehe zu diesem oben 1 (S. 326).

¹⁹⁰⁰ Siehe dazu oben Fn. 958.

schliessen, womit vorerst der Credit Event *Restructuring* zu prüfen ist. Dieser setzt einerseits voraus, dass ein genanntes Ereignis für sämtliche Gläubiger der betroffenen Verbindlichkeit verbindlich ist. Durch den Beschluss wird in die Rechte sämtlicher Gläubiger eingegriffen, auch jenen, welche allenfalls dagegen gestimmt haben, womit diese Voraussetzung mit dem vorliegenden Beschluss gegeben ist. Andererseits werden verschiedene mögliche Ereignisse aufgezählt, wobei keines dieser Ereignisse eine Umwandlung explizit miteinbezieht¹⁹⁰¹. Ein Umtausch war als *Obligation Exchange* in den 1999 CDD als *Restructuring* vorgesehen¹⁹⁰². Dies bedeutet jedoch nicht, ein Umtausch oder eine Umwandlung *per se* auszuschliessen; vielmehr ist zu fragen, inwiefern in der Wirkung der Umwandlung auf die Anleihe ein vom Credit Event *Restructuring* umfasstes Ereignis liegt¹⁹⁰³. Dabei ist die Wirkung anhand der konkreten Vereinbarung und den entsprechenden Massnahmen zu prüfen. Die Umwandlung wird als eine besondere Art der Sacheinlage aufgefasst¹⁹⁰⁴. Es ist davon auszugehen, dass die Anleihe nach der Umwandlung nicht mehr existiert. Aus der vorliegenden Optik stellt die Umwandlung zugleich eine Art der Rückzahlung dar, wobei diese nicht in Geld, sondern in Aktien zu einem vereinbarten Preis erfolgt. Die vorzeitige Rückzahlung des Kapitals ist nach Ziff. 5 neben der Umwandlung nach Ziff. 9 ein weiterer vorgesehener Eingriff. Eine vorzeitige Rückzahlung allein ist nun aber gerade kein beim *Restructuring* vorgesehenes Ereignis.

Jedoch stellt u.a. die Reduktion des rückzahlbaren Nominalwertes einer Anleihe einen Credit Event *Restructuring* i.S.v. sec. 4.7(a)(ii) CDD dar. Eine solche Reduktion liegt m.E. auch bei einem Umtausch vor, sofern sowohl Nennwert wie auch ein allenfalls vorhandener Marktwert der Aktien nicht dem Nominalwert des Anleihens entsprechen sollten. Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung darf der Nennwert der Aktien *höchstens* demjenigen der umgewandelten Anleihe entsprechen¹⁹⁰⁵, in der Praxis werden die Aktien überdies normalerweise mit einem Agio ausgegeben¹⁹⁰⁶, d.h. der

¹⁹⁰¹ Vgl. dazu *Eternity Global Master Fund Ltd. v. Morgan Guar. Trust Co. of N.Y.*, 375 F.3d 168 (C.A.2 (N.Y.), 2004), 182 f.; *Eternity Global Master Fund Ltd. v. Morgan Guar. Trust Co. of N.Y.*, 2003 WL 21305355 (S.D.N.Y.), 5 f.

¹⁹⁰² Vgl. MERRILL LYNCH, *Credit Derivatives Vol. 1*, 58; *Eternity Global Master Fund Ltd. v. Morgan Guar. Trust Co. of N.Y.*, 375 F.3d 168 (C.A.2 (N.Y.), 2004), 178.

¹⁹⁰³ Vgl. auch *Eternity Global Master Fund Ltd. v. Morgan Guar. Trust Co. of N.Y.*, 375 F.3d 168 (C.A.2 (N.Y.), 2004), 184 ff.

¹⁹⁰⁴ BGE 89 II 344 E. 2.

¹⁹⁰⁵ BGE 89 II 344 E. 2.

¹⁹⁰⁶ SCHENKER, SJZ 2009, 493.

Nennwert wird regelmässig unter dem Nominalwert der Forderung liegen und damit die Umwandlung auch einen Kapitalverzicht des Gläubigers beinhalten.

Ein weiterer Anwendungsfall des Credit Events *Restructuring* ist die Veränderung der Rangpriorität einer Anleihe, welche zu deren Nachrangigkeit führt¹⁹⁰⁷. Eigenkapital ist zweifellos nachrangig gegenüber Fremdkapital; da die Anleihe umgewandelt wird, führt dies zur «[...] *Subordination of such Obligation to any other Obligation*;», womit *Restructuring* i.S.v. sec. 4.7(a)(iv) CDD m.E. bei der Umwandlung in jedem Fall gegeben ist¹⁹⁰⁸, unabhängig vom Nennwert der Aktien.

Der Beschluss der Gläubigerversammlung, nach Art. 1170 Abs. 1 Ziff. 9 OR die Anleiheobligation in Aktien umzuwandeln, stellt einen Credit Event *Restructuring* i.S.v. sec. 4.7 (a)(iv) CDD dar, da die Aktien nachrangig gegenüber jeglicher Verbindlichkeit als Fremdkapital sind. Liegt aufgrund von Inkongruenzen zwischen dem Nominalwert des Anleihens und dem Nenn- oder Marktwert der als Umtausch dienenden Aktien ein impliziter Kapitalverzicht und damit eine Reduktion vor, liegt auch ein Credit Event *Restructuring* i.S.v. Sec. 4.7(a)(ii) CDD vor.

6. Aus der Moral Hazard Problematik entstehende Konstellationen

Verschiedentlich wird auf die Gefahr von Kreditderivaten im allgemeinen oder Credit Default Swaps im speziellen hingewiesen, dass der Sicherungsnehmer aufgrund des Risikotransfers ein geringeres Interesse habe, den Referenzschuldner zu überwachen und «am Leben zu erhalten». Seine Interessenlage in einer allfälligen Gläubigerstellung aus der Referenzverbindlichkeit wird durch das Hinzutreten eines Sicherungsgebers verändert. Diese Gefahr fällt unter den Begriff des Moral Hazard^{1909 1910}. Im Rahmen von

¹⁹⁰⁷ Sec. 4.7 (a)(iv) CDD.

¹⁹⁰⁸ Fragen der Umwandlung scheinen bis anhin nur im Zusammenhang mit der Freiwilligkeit einer solchen diskutiert worden zu sein; dass die verbindliche Umwandlung einen Credit Event *Restructuring* darstellt scheint jedoch als gegeben betrachtet zu werden: Vgl. HEMEL, YJR 2010, *passim*; Eternity Global Master Fund Ltd. v. Morgan Guar. Trust Co. of N.Y., 375 F.3d 168 (C.A.2 (N.Y.), 2004), *passim*. Dagegen betrachten LEE/ENGEL, *New Variables*, 2, eine (aussergerichtliche) Restrukturierung nicht als zahlungsauslösenden Credit Event.

¹⁹⁰⁹ Vgl. BURGHOF/HENKE in BURGHOF *et al.* (Hrsg.), *Kreditderivate*, 43 f. Moral Hazard bezeichnet die Problematik, dass sich das Verhalten einer Vertragspartei nach Vertragsschluss ändern kann, um den eigenen Nutzen auf Kosten des Vertragspartners

Kreditderivaten wird der Sicherungsnehmer auch zu einem sog. *Empty Creditor*, und die daraus entstehende Problematik entsprechend auch als *Empty Creditor*-Problematik bezeichnet¹⁹¹¹. Diese wird vorliegend als Sonderfall des Moral Hazard auf Seite des Sicherungsnehmers eines Kreditderivats aufgefasst. Nur vom Moral Hazard erfasst wird dagegen, dass umgekehrt der Sicherungsgeber mit der Risikoübernahme ein damit zusammenhängendes Interesse hat, dass sich das übernommene Risiko nicht aktualisiert.

Auf Seiten des Sicherungsnehmers lassen sich verschiedene Konstellationen zu unterscheiden. Einerseits können davon Banken betroffen sein, deren Bereitschaft aufgrund der Absicherung einer Kreditposition naturgemäss sinkt, bedürftigen Unternehmen Überbrückungskredite zu gewähren – in der Zwischenzeit ein bekanntes Gefahrenfeld von Kreditderivaten¹⁹¹². Die daraus entstehenden vertragsrechtlichen Fragen werden im folgenden unter a) erörtert, wobei sowohl nach einer Pflicht zur Kreditnachgewährung wie auch nach den Auswirkungen einer allfälligen Haftung aus faktischer Organschaft gefragt werden soll.

Andererseits können von der Problematik auch Anleiensgläubiger generell betroffen sein, welche ihr Kreditrisiko ebenfalls abgesichert haben und deswegen in einer Notlage des Emittenten gegen Rettungsvorschläge stimmen, welche dessen Konkurs verhindern könnten¹⁹¹³. Als Beispiel lässt sich der Fall von Six Flags nennen, in welchem ein Anleiensgläubiger das Angebot des Emittenten, Fremdkapital gegen Eigenkapital zu tauschen, nicht angenommen und damit dessen Rettung verhindert hat^{1914 1915}. Als

zu maximieren: AMMANN in BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 764, unter *Moral Hazard*.

¹⁹¹⁰ Auf wirtschaftlicher Ebene lässt sich das Entstehen von derartigen Konflikten durch Schaffung anreizkompatibler Strukturen auf der Angebotseite bereits im Vorfeld vermeiden; diese werden jedoch vorwiegend Auswirkungen auf die Liquidität dieses Marktes haben, und kaum einzelnen Transaktionen entgegenwirken: siehe dazu HARTMANN-WENDELS in BURGHOF et al. (Hrsg.), *Kreditderivate*, 485 ff..

¹⁹¹¹ HEMEL, YJR 2010, 161 m.w.N. Siehe auch Nachweise oben in Fn. 38.

¹⁹¹² Vgl. SHIREN/DAMIANOVA, JIBFL 2010, 419; NZZ vom 1.11.2004, 17 (Langsameres Wachstum der Kreditderivate).

¹⁹¹³ LEE/ENGEL, *New Variables*, 1, 4; FLEMING, ABILR 2009, 189; HEMEL, YJR 2010, 160; TETT in LIPTON/RENNIE (Hrsg.), *Credit Derivatives*, 15.

¹⁹¹⁴ Siehe New York Times vom 13.03.2009 (ARANGO, *Six Flags in Negotiations to Stave Off Chapter 11*), abrufbar unter <www.nytimes.com/2009/03/14/business/14flags.html>; The Economist vom 18.06.2009, 79 (CDSs and bankruptcy).

Erklärung der Nichtannahme des Angebots durch diesen einen Anleiensgläubiger wird als eine Möglichkeit¹⁹¹⁶ dessen Absicherung durch CDS angeführt¹⁹¹⁷. Davon betroffen sind möglicherweise zahlreiche weitere Emittenten. Als solche möglichen (weiteren) «Opfer» seit Beginn von 2009 werden etwa Chrysler und GM angeführt¹⁹¹⁸. Inwiefern die Verhinderung von solchen Massnahmen im Schweizer Recht überhaupt möglich ist und wie sich die vertragsrechtlichen Konsequenzen auf den Risikotransfer darstellen, wird unter b) erörtert.

Auf Seiten des Sicherungsgebers schliesslich kann der Risikotransfer dazu führen, dass er den Eintritt eines Credit Events zu verhindern oder zu verzögern zu versuchen geneigt ist. Wie ein entsprechender Sachverhalt zu beurteilen ist, sollte z.B. der Sicherungsgeber durch ein privilegiertes Sanierungsdarlehen den Eintritt eines Credit Events bis nach Laufzeitende eines CDS herauszögern, wird unter c) anzusprechen sein.

a) Vermeidung einer weiteren Kreditgewährung

Im folgenden ist danach zu fragen, ob ein Sicherungsnehmer durch Vermeidung einer Kreditgewährung einen Credit Event unter Verletzung von vertraglichen Pflichten aus dem CDS herbeiführen kann und der Sicherungsgeber das Recht hat, seine Ausgleichsleistung zu verweigern. Die Pflicht zur Kreditnachgewährung kann sich dabei einerseits aus der Kreditbeziehung selbst, andererseits aus dem CDS ergeben. Ferner ist auch danach zu fragen, wie die Situation zu beurteilen ist, wenn der Sicherungsnehmer zugleich Kreditgeber des Referenzschuldners ist und ihn aus diesem Verhältnis eine Haftung trifft. Für die folgenden Erörterungen wird auf folgen-

¹⁹¹⁵ Six Flags musste schliesslich Konkurs anmelden: Reuters vom 09.07.2009 (Six Flags CDS recover 14 pct in auction), abrufbar unter <uk.reuters.com/article/idUKN0948091720090709>

¹⁹¹⁶ HEMEL, YJR 2010, 159: «[...] nor will we ever know for sure why Fidelity rejected Six Flags' offer».

¹⁹¹⁷ The Washington Post vom 13.04.2009 (Plagued by Debt, Six Flags Faces Its Own Wild Ride), abrufbar unter <www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/04/12/AR2009041202152.html>; Newsweek vom 21.04.2009 (GROSS, The Rise of the Empty Creditor), abrufbar unter <www.newsweek.com/id/194820>; siehe auch Reuters vom 09.07.2009 (Six Flags CDS recover 14 pct in auction), abrufbar unter <uk.reuters.com/article/idUKN0948091720090709>.

¹⁹¹⁸ Siehe HEMEL, YJR 2010, 161, m.w.N. in Fn. 8 ff.

dem basierend auf dem Transaktionsbeispiel¹⁹¹⁹ aufbauenden Sachverhalt basiert:

Die Proteby Bank habe mit dem CDS eine Absicherung eines der Ref Industries AG gewährten Bankkredites bezweckt. Die Ref Industries gerate im Januar 2012 in erste Liquiditätsschwierigkeiten, woraufhin mit der Proteby Bank Verhandlungen über einen einjährigen Überbrückungskredit über CHF 30 Mio. aufgenommen wurden. Dieser Überbrückungskredit wurde schliesslich nicht gewährt. Daraufhin werde am 5. August 2012 gegen die Ref Industries AG nach Art. 192 SchKG i.V.m. Art. 725a OR der Konkurs eröffnet.

Es soll davon ausgegangen werden, dass eine hohe Wahrscheinlichkeit bestand, einen Credit Event durch Gewährung des Überbrückungskredites zu vermeiden, da die Ref Industries mittelfristig gute Marktaussichten besass. Die nicht abgesicherten Gläubiger der Ref Industries hatten damit sehr wohl eine Motivation, Leistungen zur Sanierung zu erbringen¹⁹²⁰.

Während sich aus der Kreditbeziehung wie unter aa) ausgeführt keine Kreditnachgewährungspflicht ableiten lässt sowie die fehlende Kreditnachgewährung nach bb) auch nicht als treuwidrige Herbeiführung eines Credit Events betrachtet werden kann, liegt jedoch in jenen Fällen, in welchen eine Haftung aus faktischer Organschaft des Sicherungsnehmers zu bejahen ist, gem. cc) grundsätzlich auch eine Herbeiführung des Credit Events als eine Bedingung wider Treu und Glauben vor, womit der Sicherungsgeber die Ausgleichsleistung nicht zu erbringen haben wird.

aa) Kreditnachgewährungspflicht aufgrund Kreditbeziehung

Zu klären ist, ob ein Kreditgeber aufgrund einer bestehenden Kreditbeziehung verpflichtet sein kann, einen erneuten Kredit zu gewähren. Dabei ist die Kreditbeziehung so zu betrachten, wie sie sich darstellen würde, wenn keine Absicherung des Kreditrisikos erfolgt ist.

Eine Kreditnachgewährungspflicht kann ausschliesslich im bereits abgeschlossenen Kreditvertrag gründen. Sie richtet sich darauf, einen neuen (zusätzlichen) Vertrag abzuschliessen, welcher eigenständig neben dem bereits bestehenden stehen soll. Der Inhalt dieses neuen Kreditvertrages

¹⁹¹⁹ Siehe zu diesem oben 1 (S. 326).

¹⁹²⁰ Vgl. SCHENKER, SJZ 2009, 491; ferner auch die Ausführung zur Verneinung einer Kreditnachgewährungspflicht aus dem Kreditvertrag: BERTHEAU, Haftung, 36 f. m.w.N.

wäre durch die Parteien neu zu vereinbaren. Da eine Bank, solange sie dem Kreditnehmer vertraut, dass er seinen vertraglichen Pflichten auch nachkommen wird, einer Kreditgewährung grundsätzlich zustimmt, würde die Bejahung einer solchen Pflicht darauf gerichtet sein, der Bank aufzubürden, einen ihr schädlichen Vertrag abzuschliessen. Eine solche Pflicht läuft dem Grundsatz der Vertragsfreiheit entgegen und ist im Ergebnis abzulehnen¹⁹²¹.

Ferner ist auch zu beachten dass in Fällen, in welchen die Kreditgewährung als ökonomisch sinnvoll zu betrachten ist, von einem abgesicherten Kreditgeber jedoch abgelehnt wird, dem Kreditnehmer die Möglichkeit offensteht, sich an andere Kreditgeber zu wenden.

bb) Herbeiführung eines Credit Events wider Treu und Glauben

Ein Kreditderivat soll die zugrundeliegende Beziehung grundsätzlich nicht berühren und sie so belassen wie, sie ohne Absicherung besteht. Eine solche Vereinbarung beinhaltet explizit sec. 9.1(b)(iii) CDD: demnach stimmen die Parteien darin überein, dass jede Partei mit den vom CDS betroffenen Verbindlichkeiten handeln und jegliche Handels- oder Investitionstätigkeit mit dem Referenzschuldner betreiben darf, «[...] *and may act with respect to such business in the same manner as each of them would if such Credit Derivative Transaction did not exist, regardless of whether such action might have an adverse effect on a Reference Entity [...] or the position of the other party to such Credit Derivative Transaction or otherwise (including, without limitation, any action which might constitute or give rise to a Credit Event)*». Vertraglich setzen die Parteien die Erlaubnis fest, sich so zu verhalten, wie wenn kein CDS zwischen ihnen bestehen würde. Eine entsprechende Pflicht wird jedoch nicht explizit stipuliert. Diese Vereinbarung deckt sich weitgehend mit der aus dem Zweck des CDS zu folgernden Erwartungshaltung des Sicherungsgebers, dass sich die Gegenpartei als Sicherungsnehmerin so verhält, wie wenn das Kreditrisiko weiterhin bei ihr verbleiben würde.

Das Gesetz bietet mit Art. 156 OR im Bedingungsrecht einen Lösungsansatz, wonach eine Bedingung, deren Eintritt wider Treu und Glauben herbeigeführt worden ist, als nicht erfüllt gilt¹⁹²². Auch diese Bestimmung setzt keine eigentliche Pflicht fest, sondern betrachtet nur eine wider Treu und Glauben herbeigeführte Bedingung als nicht eingetreten.

Aus der Vereinbarung eine Nebenpflicht der Parteien zu konstruieren, sich so zu verhalten, wie wenn keine Absicherung bestehen würde, erübrigt

¹⁹²¹ BERTHEAU, Haftung, 37, vgl. auch 35 ff.

¹⁹²² Siehe dazu oben 2:III.4.d)bb)1) (S. 214).

sich im Anwendungsbereich von Art. 156 OR: Den Eintritt eines Credit Events um jeden Preis zu verhindern – auch sofern im Einzelfall möglich – ist unbestritten nicht als Inhalt des CDS zu sehen. Eine erwähnte Pflichtverletzung müsste folglich ebenfalls auf der Grundlage von Treu und Glauben entschieden werden, welche aber der bereits erwähnte Art. 156 OR bietet.

Konkret stellt sich folglich die Frage, inwiefern die Verweigerung eines weiteren Kredits an die Ref Industries AG als Herbeiführung des Eintritts eines Credit Events wider Treu und Glauben zu betrachten ist. Zwischen dem treuwidrigen Verhalten und dem Bedingungseintritt hat ein Kausalzusammenhang zu bestehen; da neben der Proteby Bank noch andere Kreditgeber in Frage kämen, ist die Verweigerung einer Kreditgewährung durch die Proteby Bank allein nicht kausal für die Insolvenz der Ref Industries AG. Da eine Pflicht zur Kreditgewährung aus der Referenzbeziehung selbst zu verneinen ist, erscheint ferner auch die Treuwidrigkeit dieses Verhaltens als zweifelhaft, insbesondere da damit auch Gefahren für die Proteby Bank verbunden gewesen wären.

cc) Auswirkung einer Haftung aus faktischer Organschaft

Erfüllt ein Vertreter einer (kreditgebenden) Bank die Voraussetzung als faktisches Organ, so ist heute in Lehre und Rechtsprechung unbestritten, dass die Bank als durch diesen vertretene juristische Person selbst als faktisches Organ haftbar werden kann¹⁹²³. Die Teilnahme einer Bank an der Willensbildung eines (notleidenden) Kreditnehmers gilt als die grösste Gefahr für einen Kreditgeber, aus aktienrechtlicher Verantwortlichkeit eintreten zu müssen^{1924 1925}. Für den Grad der Einflussnahme als die Voraussetzung der faktischen Organschaft haben sich Lehre und Rechtsprechung eingehend auseinandergesetzt¹⁹²⁶. Neben der Organstellung wird für eine Haftung nach Art. 754 OR eine Pflichtverletzung vorausgesetzt¹⁹²⁷.

¹⁹²³ Statt vieler: ROBERTO, Kreditgeberin, 106 f., m.w.N.

¹⁹²⁴ BERTHEAU, Haftung, 115.

¹⁹²⁵ Die Banken sind sich dieses Problems selbstverständlich bewusst; bei Unternehmen in Krisensituationen werden sie sich in der Praxis daher dementsprechend verhalten und sich kaum so intensiv involvieren lassen, als dass sie als faktisches Organ gelten können, ROBERTO, Kreditgeberin, 110.

¹⁹²⁶ ROBERTO, Kreditgeberin, 109 f.; BERTHEAU, Haftung, 123–139, insb. 138 f.

¹⁹²⁷ Vgl. zu den Haftungsvoraussetzungen von Art. 754: BSK-WIDMER/GERICKE/WALLER, N 2 f. vor Art. 754–761; zur Pflichtverletzung: BSK-WIDMER/GERICKE/WALLER, N 23 ff. zu Art. 754.

Grundsätzlich kann jede Pflichtwidrigkeit zu einer Haftung führen¹⁹²⁸; *in casu* kommt insbesondere eine Verletzung der aktienrechtlichen Interessenwahrungspflicht als Teil der aktienrechtlichen Treuepflicht nach Art. 717 OR in Frage¹⁹²⁹. Diese wird durch einen Bankenvertreter dann verletzt, wenn er die eigenen Interessen bzw. diejenigen der Bank den Interessen der Gesellschaft voranstellt¹⁹³⁰.

Für die Beantwortung der Frage, inwiefern eine solche Haftung aus faktischer Organschaft einen Einfluss auf die Absicherungswirkung des CDS hat, soll im Rahmen des oben unter a) angeführten Sachverhalts ferner davon ausgegangen werden, dass im Rahmen der auf Ersuchen der Ref Industries AG geführten Verhandlungen über einen Überbrückungskredit Vertreter der Proteby Bank insoweit auf die Organe der Ref Industries eingewirkt haben, dass auf die Zuführung neuer Fremdmittel verzichtet und stattdessen verschiedene Massnahmen getroffen wurden, die Liquidität mittels Devestitionen zu erhöhen. Ferner soll davon ausgegangen werden, dass eine Verantwortlichkeitsklage nach Art. 754 OR gegen die Proteby Bank erfolgreich geltend gemacht werden könne, da die Bank ihr eigenes Interesse – welches in der Vermeidung einer weiteren Kreditgewährung und der Herbeiführung eines vereinbarten Credit Events bestand – vor jene der Gesellschaft gestellt hat.

Für die Rho Bank als Sicherungsgeberin stellt sich die Frage, inwiefern sie in dieser Konstellation zur Ausgleichsleistung verpflichtet ist bzw. auf welcher Grundlage sie ihre Leistung verweigern kann. Inwiefern ein Anspruch auf Abwicklung besteht, ist in erster Linie nach Art. 156 OR zu entscheiden, wonach der treuwidrig herbeigeführte Eintritt eines Credit Events als nicht eingetreten gilt¹⁹³¹. Damit würde die Forderung des Sicherungsnehmers auf die Ausgleichsleistung überhaupt nicht verbindlich werden.

Das Verhalten des Sicherungsnehmers bestand *in casu* in einer (qualifizierten) Einwirkung auf die Entscheidträger des Referenzschuldners, wobei die Intensität der Einwirkung dergestalt war, dass sie vom aktienrechtlichen Organbegriff erfasst wurde. Im Rahmen der vorliegenden Ausgangslage seien wie erwähnt die Tatbestandselemente nach Art. 754 OR – Schaden, Pflichtverletzung, Kausalität sowie Verschulden – als gegeben zu

¹⁹²⁸ BERTHEAU, Haftung, 139.

¹⁹²⁹ Siehe BSK-WIDMER/GERICKE/WALLER, N 26, 29 zu Art. 754, m.w.N.

¹⁹³⁰ BERTHEAU, Haftung, 146.

¹⁹³¹ Siehe dazu oben 2:III.4.d)bb)1) (S. 214).

betrachten. Eine Pflichtverletzung nach Art. 754 OR stellt jedoch nicht *per se* ein Verhalten wider Treu und Glauben i.S.v. Art. 156 OR dar¹⁹³². Die Pflichtverletzung als widerrechtliches Verhalten hat sich dabei am Credit Event als Bedingung selbst zu orientieren¹⁹³³: vorliegend soll die Pflichtverletzung nach Art. 754 OR darin bestanden haben, dass die Proteby Bank eigene Interessen vor jene der Gesellschaft gestellt habe, und dass die eigenen Interessen massgeblich von der erfolgten Absicherung beeinflusst worden seien.

Als Anwendungsfall des treuwidrigen Verhaltens ist nach einer allfälligen zweckwidrigen Rechtsausübung zu fragen¹⁹³⁴. Dabei hat die Herbeiführung eines Credit Events unter einer Haftung aus faktischer Organschaft sicherlich als Zweckentfremdung des CDS zu gelten. Die Geltendmachung von Ansprüchen gestützt auf widerrechtliches Verhalten wird ferner auch in jedem Fall als rechtsmissbräuchlich zu betrachten sein¹⁹³⁵. Der Credit Event gilt damit vorliegend als nicht eingetreten und die Rho Bank ist nicht verpflichtet, die Ausgleichsleistung zu erbringen.

b) Verhinderung von Massnahmen des Anleiherechts

Im beschriebenen Fall von Six Flags ging es darum, dass diese den Anleihensgläubigern einen freiwilligen Umtausch des Anteils der Investoren der Anleihen am Fremdkapital in Eigenkapital anboten¹⁹³⁶. Ein abgesicherter Investor wird naturgemäss den Eintritt eines Credit Events einem solchen Umtausch, welcher für ihn mit Verlusten verbunden ist, vorziehen. Die Problematik liegt in den erwähnten Fällen darin, dass der Umtausch auf freiwilliger Basis keinen Credit Event darstellt¹⁹³⁷.

¹⁹³² Schaden ist als solcher keine Voraussetzung von Art. 156 OR, an die Stelle des Schadens tritt der Erfolg i.S.v. Art. 156 OR als die Herbeiführung der Bedingung. Die Pflichtverletzung stellt zugleich ein Verhalten i.S.V. Art. 156 OR dar; dieses ist im Rahmen der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit kausal für den Schaden der Gesellschaft, womit die Kausalität des Verhaltens ebenfalls hinsichtlich des Eintritts der Bedingung als gegeben zu betrachten ist. Zu klären bleibt damit noch das Merkmal *wider Treu und Glauben*.

¹⁹³³ Vgl. ZK-BAUMANN, N 267 zu Art. 2.

¹⁹³⁴ Siehe dazu oben 2:III.4.d)bb)2) (S. 216).

¹⁹³⁵ Vgl. BK-MERZ, N 550 zu Art. 2; MERZ, SPR VI/1, 164.

¹⁹³⁶ Siehe dazu auch oben 6 (S. 356).

¹⁹³⁷ Vgl. sec. 4.7(a) CDD; ebenso HEMEL, YJR 2010, 162. Behandelt wurde ein freiwilliger Austausch in Eternity Global Master Fund Ltd. v. Morgan Guar. Trust Co. of N.Y., 375 F.3d 168 (C.A.2 (N.Y.), 2004), wobei die 1999 CDD Grundlage dieses CDS waren. Zu dessen Definition des Credit Events *restructuring* siehe a.a.O. 178 f.; zur

Gescheitert ist der Umtausch von Schulden gegen Eigenkapital daran, dass nicht 95% der Gläubiger zustimmten. Diese Schwelle wurde durch Six Flags selbst gesetzt¹⁹³⁸. Im folgenden soll untersucht werden, wie sich die rechtliche Situationen nach Schweizer Recht darstellt.

Die Umwandlung von Anleiheobligationen in Aktien ist in Art. 1170 Abs. 1 Ziff. 9 OR als Eingriff in die Gläubigerrechte vorgesehen. Dieser Massnahme haben eine Mehrheit von zwei Dritteln des im Umlauf befindlichen Kapitals zuzustimmen¹⁹³⁹. Der Schuldner kann dabei die Gültigkeit der Massnahme bei mehreren Gläubigergemeinschaften mit dem Vorbehalt der Zustimmung aller Gemeinschaften abhängig machen¹⁹⁴⁰. Diesfalls muss jedoch nicht jede Gemeinschaft mit jeweils dem erforderlichen Quorum von zwei Dritteln zustimmen, sondern es wird grundsätzlich auf das gesamte Kapital aller Gemeinschaften abgestellt, wobei davon eine Mehrheit von zwei Dritteln zustimmen muss¹⁹⁴¹.

Auch unter diesen Gegebenheiten besteht die Möglichkeit eines einzelnen abgesicherten Schuldners, eine solche Massnahme zu verhindern, er benötigt dafür aber mehr als einen Drittel des im Umlauf befindlichen Kapitals, sofern die Anleihebedingungen das Quorum nicht erhöht haben¹⁹⁴² – was die allfällige Verhinderung einer Massnahmen vereinfachen würde.

Der Beschluss zur Umwandlung einer Anleihe in Aktien nach Art. 1170 Abs. 1 Ziff. 9 OR ist für sämtliche Gläubiger verbindlich, weshalb dieser einen Credit Event *Restructuring* darstellt¹⁹⁴³. Damit ist zwar die Problematik entschärft, jedoch noch nicht gänzlich eliminiert. Denn einerseits wird *Restructuring* nicht zwingend als Credit Event vereinbart¹⁹⁴⁴, andererseits ist davon auszugehen, dass der Marktwert von Verbindlichkeiten im Falle eines Konkurses des Referenzschuldners niedriger sein wird als bei einem Credit Event *Restructuring*¹⁹⁴⁵, womit der Sicherungsnehmer unabhängig der Art

Zusammenfassung des Sachverhalts siehe ferner z.B. ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 145.

¹⁹³⁸ HEMEL, YJR 2010, 159 f.

¹⁹³⁹ Art. 1170 Abs. 1 OR.

¹⁹⁴⁰ Art. 1171 Abs. 1 OR.

¹⁹⁴¹ Vgl. Art. 1171 Abs. 2 OR mit noch weiteren Voraussetzungen.

¹⁹⁴² Art. 1186 Abs. 2 OR; umstritten ist, ob auch ein Einheitsbeschluss verlangt werden darf, siehe BSK-STEINMANN/REUTTER, N 2 zu Art. 1170, m.w.N.

¹⁹⁴³ Siehe dazu oben 5.d) (S. 354).

¹⁹⁴⁴ Vgl. dazu oben 2:III.1.c)aa)6) (S. 165).

¹⁹⁴⁵ Vgl. ZEREY in ZEREY (Hrsg.), Finanzderivate, § 7 N 20.

der Abwicklung – bei gegebenen Voraussetzungen¹⁹⁴⁶ – einen höheren Ausgleich erhalten kann, wenn der Referenzschuldner in Konkurs gerät und die Ausgleichsleistung erst zu diesem Zeitpunkt ausgelöst wird.

Auch im Schweizer Anleiherecht ist die Gefahr vorhanden, dass abgesicherte Anleihegläubiger – sog. *Empty Creditors* – aufgrund der Absicherung ein verändertes Stimmverhalten an den Tag legen. Die Gefahr ist jedoch geringer als im Fall von Six Flags, als dass einerseits die Umwandlung verbindlich und damit ein Credit Event darstellen kann, und andererseits grundsätzlich nur mehr als ein Drittel der Gläubiger eine Massnahme überhaupt verhindern können.

c) Gewährung eines privilegierten Sanierungsdarlehens

Neben dem Sicherungsnehmer kann auch der Sicherungsgeber, welcher durch den Eintritt eines Credit Events selbstredend ebenfalls beeinflusst wird, ein Interesse haben, auf den Eintritt bzw. den Nichteintritt eines Credit Events hinzuwirken. Die Erörterungen beruhen auf dem Transaktionsbeispiel¹⁹⁴⁷, welches mit dem folgenden Sachverhalt ergänzt wird:

Die Ref Industries AG gerate kurz vor dem Ende der Laufzeit des CDS in finanzielle Schwierigkeiten und der Marktpreis der (lieferbaren) Anleihe sinke. Um das schwindende Vertrauen in die Ref Industries AG wiederherzustellen, entschliesst sich die Rho Bank, der Ref Industries AG einen Kredit zu gewähren, womit (auch) einem allfälligen Credit Event während der restlichen Laufzeit des CDS vorgebeugt werden kann.

In der darauffolgenden Zeit verschlechtert sich die Situation bei der Ref Industries AG zunehmend; einige Monate nach dem Laufzeitende des CDS verlangt die Rho Bank schliesslich die Rückzahlung des Kredits und die Ref Industries muss Konkurs anmelden.

Im vorliegenden Sachverhalt sind die Fragen zu beantworten, ob ein Credit Event während der Laufzeit bereits eingetreten ist, und/oder ob die Rho Bank einen solchen Kredit gewähren durfte.

Die Kreditvergabe durch die Rho Bank an die Ref Industries AG als ein rein bilaterales Verhältnis ohne Mitwirkung bisheriger Gläubiger oder

¹⁹⁴⁶ Beim Cash Settlement wie es in den CDD vorgesehen ist ohne weiteres, beim Physical Settlement nur, wenn keine vollständige Absicherung vorhanden ist und zumindest teilweise die zu liefernden Verbindlichkeiten erst beschafft werden müssen.

¹⁹⁴⁷ Siehe zu diesem oben 1 (S. 326).

staatlicher Stellen stellt gemäss den getroffenen Vereinbarungen im CDS keinen Credit Event dar¹⁹⁴⁸.

Die Kreditvergabe des Sicherungsgebers an den Referenzschuldner ist aufgrund der im Vertragsrecht herrschenden Privatautonomie grundsätzlich zulässig; jeder darf in gewissen Schranken mit anderen Parteien beliebige Vereinbarungen treffen. Die allgemeinen Inhaltsschranken des OR AT sind vorliegend nicht verletzt; eine Einschränkung der erwähnten Privatautonomie des Sicherungsgebers vermag damit nur aus Sicht des CDS mit dem Sicherungsnehmer vorliegen. Auch der CDS verbietet dem Sicherungsnehmer grundsätzlich nicht, sich weiterhin am Wirtschaftsleben zu beteiligen¹⁹⁴⁹, auch wenn diese Beteiligung einen Einfluss auf Eintritt oder Nichteintritt eines Credit Events hat oder haben kann.

Aufgrund der im CDS enthaltenen bedingten Verpflichtung gelangt Art. 156 OR zur Anwendung¹⁹⁵⁰. Im vorliegenden Sachverhalt wurde ein Credit Event nicht gänzlich verhindert, die Kreditvergabe führte aber wohl zu einem geringeren Risiko des Eintritts eines Credit Events. Ob das Risiko während der Laufzeit dadurch gänzlich ausgeschlossen wurde, ist zumindest fraglich, braucht jedoch auch nicht beantwortet zu werden, da entgegen dem Wortlaut des Gesetzes eine Verzögerung der Verhinderung gleichzusetzen ist¹⁹⁵¹.

Des weiteren setzt Art. 156 OR voraus, dass eine solche Verhinderung bzw. vorliegend die Verzögerung wider Treu und Glauben erfolgt ist. Für den Kreditgeber entsteht bei einer Kreditgewährung insbesondere in der Notlage eines Kreditnehmers ein Ausfallrisiko, was grundsätzlich gegen ein Handeln wider Treu und Glauben spricht. Handelt es sich jedoch um ein nicht der Pauliana unterliegendes sog. *privilegiertes Sanierungsdarlehen*¹⁹⁵², dessen einziger Zweck in der Verzögerung des Eintritts eines Credit Events besteht, können die Dinge anders liegen. Die Unnötigkeit dieser Rechtsausübung entscheidet sich dabei nicht am Interesse des Sicherungsgebers am Nichteintritt der Bedingung: Dieses Interesse eines bedingt Verpflichteten ist selbstverständlich und grundsätzlich auch legitim. Massgebend ist vielmehr der Nutzen der Kreditgewährung als solche: Ist davon auszugehen, dass sie

¹⁹⁴⁸ Siehe zu den Credit Events oben 2:III.1.c)aa) (S. 158).

¹⁹⁴⁹ So auch sec. 9.1(b)(iii), zumindest «[...] as each of them would if such Credit Derivative Transaction did not exist [...]».

¹⁹⁵⁰ Vgl. dazu oben 2:III.4.d) (S. 213).

¹⁹⁵¹ Siehe dazu oben 2:III.4.d)bb)1) (S. 214).

¹⁹⁵² Siehe z.B. EMMENEGGER, Sanierungsdarlehen, 158, 165 ff.

objektiv nicht zum eigentlichen Zweck – der Rettung des Referenzschuldners – führen konnte¹⁹⁵³, so liegt m.E. ein Handeln wider Treu und Glauben i.S.v. Art. 156 OR vor und der Credit Event gilt als eingetreten.

Falls ein Sicherungsgeber dem Referenzschuldner ein sog. Sanierungsdarlehen gewährt, welches objektiv nicht zur Rettung des Schuldners geeignet ist und einzig der Verzögerung des Eintritts eines Credit Events dient, liegt eine unter Art. 156 OR zu subsumierende Verzögerung des Eintritts einer Bedingung vor, womit die Bedingung als eingetreten gilt.

7. Ex nunc Auflösung bei Mangel im Begründungsakt

Für die Erörterung der Frage, ob bei einem Mangel im Begründungsakt die CSO-Prämie *pro rata* bis zur beidseitigen Kenntnis des Mangels geschuldet ist – der Vertrag folglich wie bei Dauerschuldverhältnissen üblich *ex nunc* aufgelöst wird – soll von folgendem auf dem Transaktionsbeispiel¹⁹⁵⁴ basierendem Sachverhalt ausgegangen werden:

Der CDS wurde auf Seiten der Proteby Bank durch einen Mitarbeiter abgeschlossen, welcher nicht berechtigt war, diese zu verpflichten. Die Proteby Bank selbst erhält von dieser Transaktion erst Kenntnis, als die Rho Bank am ersten Zahlungstermin der Prämie am 30. Juni 2010 diese mit einer eigenen Schuld verrechnete und der Proteby Bank die erfolgte Verrechnung mitteilte. Die Proteby Bank will den Vertrag nicht genehmigen und die Prämie nicht bezahlen.

Der Vertretene wird bei einer wie vorliegend vollmachtlosen Stellvertretung durch den Vertrag nicht gebunden (Art. 38 OR). Der Vertrag befindet sich in einem Schwebezustand, bis er durch den Vertretenen genehmigt wird oder dieser die Genehmigung verweigert¹⁹⁵⁵. Die Nichtgenehmigung führt zur Ungültigkeit des Vertrages und allenfalls zur Rückabwicklung bereits erbrachter Leistungen; diese sind grundsätzlich nach dem Bereicherungsrecht zurückzufordern, da sie ohne jeden gültigen Grund geleistet wurden^{1956 1957}. Andere Regeln gelten dabei nach h.L. für Dauerschuld-

¹⁹⁵³ Vgl. zum Ganzen oben 2:III.4.d)bb2) (S. 215).

¹⁹⁵⁴ Siehe zu diesem oben 1 (S. 326).

¹⁹⁵⁵ Statt vieler BK-ZÄCH, N 33, 36 zu Art. 38.

¹⁹⁵⁶ Art. 39 Abs. 3, 62 Abs. 2 OR.

¹⁹⁵⁷ BK-ZÄCH, N 14 zu Art. 39.

verhältnisse, da eine Rückabwicklung sich als unpraktisch und vom Ergebnis her als unbefriedigend erweist¹⁹⁵⁸.

Eine Rückabwicklung des vorliegenden CDS würde die Parteien so stellen, wie wenn nie ein Vertrag abgeschlossen worden wäre. Soweit kein Credit Event eingetreten ist, ist dies grundsätzlich gesehen zwar ohne weiteres möglich. Jedoch hat die Rho Bank in der Zeit zwischen Vertragsbeginn und der Mitteilung durch die Proteby Bank das Risiko getragen, die Ausgleichsleistung erbringen zu müssen: Wird nämlich hypothetisch davon ausgegangen, dass in dieser Zeit ein Credit Event eingetreten sei, wäre mangels Vollmacht der Vertrag zwar unwirksam, kann vom Vertretenen aber mit Wirkung *ex tunc* genehmigt werden¹⁹⁵⁹. Dagegen ist der Dritte, vorliegend die Rho Bank, gem. Art. 38 Abs. 2 OR gebunden und muss sich die Genehmigung gefallenlassen¹⁹⁶⁰. In dieser Konstellation wäre vernünftigerweise davon auszugehen, dass die Proteby Bank den Vertrag genehmigt, womit die Rho Bank die Ausgleichsleistung erbringen müsste. Insofern wäre es unbefriedigend, der Proteby Bank vorliegend zu gestatten, die Prämien nicht zu bezahlen. Denn die Risikotragung durch die Rho Bank lässt sich wie gesehen nicht einseitig rückgängig machen. Daran ändert auch nicht, dass Risikotragung keine rechtliche Leistung¹⁹⁶¹ und die typische Hauptleistungspflicht des CDS nicht als Dauerschuld¹⁹⁶² zu betrachten sind.

Der in der Struktur des Vertrages liegende Zweck des CDS der Risikoübertragung und der damit einhergehende wirtschaftliche Effekt der Risikotragung durch den Sicherungsgeber rechtfertigt es bzw. erzwingt es geradezu, diesen im vorliegenden Fall den Dauerschuldverhältnissen zumindest gleichzustellen; nach der vorliegend vertretenen Ansicht ist mithin aus diesen Gründen der Zweck des Risikotransfers als Dauerschuldverhältnisse konstituierendes Dauerelement und der CDS somit als Dauerschuldverhältnis aufzufassen¹⁹⁶³. Damit gilt, dass für die Dauer bis zur Mitteilung durch die Proteby Bank ein gültiger Vertrag vorgelegen hat, welcher durch ausserordentliche Kündigung *ex nunc* zu beenden ist¹⁹⁶⁴. Die für diesen Zeitraum vereinbarten Prämien sind folglich zu bezahlen.

¹⁹⁵⁸ Siehe Nachweise oben in Fn. 666.

¹⁹⁵⁹ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1382; GUHL/KOLLER, OR, § 21 N 2.

¹⁹⁶⁰ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1383.

¹⁹⁶¹ Siehe dazu oben 2:II.4.a)bb)1) (S. 134).

¹⁹⁶² Siehe dazu oben 2:III.3.b) (S. 187).

¹⁹⁶³ Siehe dazu auch oben 2:III.3.b) (S. 187).

¹⁹⁶⁴ Siehe dazu oben 2:II.1.b)bb)2) (S. 110).

8. Reduktion von Eigenmittelanforderungen

Im folgenden ist zu prüfen, ob und inwiefern im Rahmen des Transaktionsbeispiels¹⁹⁶⁵ bei der von der Proteby Bank gehaltenen Referenzverbindlichkeit eine Reduktion der Eigenmittel anerkannt werden kann. Gem. Art. 47 ERV Abs. 1 lit. c können Kreditderivate als risikomindernde Massnahmen berücksichtigt werden. Nach Abs. 2 hat die Bank auf Verlangen den Nachweis zu erbringen, dass die Absicherung in den betroffenen Rechtsordnungen durchsetzbar ist und nach Abs. 3 die Präzisierungen der FINMA zu beachten. Die spezifisch für Kreditderivate geltenden Präzisierungen finden sich im FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken, Rz. 204 ff. und sind im folgenden im Detail zu betrachten. Für grundlegende Ausführungen zur Anerkennung von Reduktionen ist auf den 3. Teil zu verweisen¹⁹⁶⁶.

a) Die einzelnen Voraussetzungen der Anerkennung

aa) Rz. 204: Effektive Übertragung

«Damit jedoch die Absicherungswirkung [...] eines Kreditderivats bei der Bestimmung der erforderlichen Eigenmittel mit dem Substitutionsansatz (Rz 232) anerkannt werden kann, müssen die Kreditrisiken effektiv auf den Sicherungsgeber übertragen [...] sein.»

Diese Anforderung wird auch als die wichtigste Anforderung und Leitlinie der übrigen Voraussetzungen bezeichnet¹⁹⁶⁷. Die Proteby Bank als Sicherungsnehmerin hat demzufolge sicherzustellen, dass ein Ausfall der hinsichtlich der Eigenmittelunterlegung abgesicherten Forderung zugleich ein zahlungsauslösendes Ereignis im CDS mit der Rho Bank darstellt.

Eine effektive Übertragung kann z.B. insbesondere bei selbstreferenzierten Kreditderivaten nicht stattfinden¹⁹⁶⁸. Vorliegend liegt ein solches nicht vor und der Referenzschuldner und der Sicherungsgeber seien rechtlich und faktisch voneinander unabhängige juristische Personen. Damit kann von einer effektiven Übertragung ausgegangen werden.

Ferner betrifft auch die Rz. 231 die effektive Übertragung, welche demnach nur als gegeben erachtet wird, wenn dies durch eine *Cross-Default Clause* oder *Cross-Acceleration Clause* sichergestellt wird.

¹⁹⁶⁵ Siehe zu diesem oben 1 (S. 326).

¹⁹⁶⁶ 3:II.2.b)bb)1) (S. 281).

¹⁹⁶⁷ STAUB, Kreditrisikotransfer, 104 f.

¹⁹⁶⁸ Zum Risikotransfer als Zweck siehe oben 2:II.2.c) (S. 122).

bb) Rz. 206: unmittelbare Forderung

Ein Vertrag über ein Kreditderivat: «*muss eine unmittelbare Forderung an den Sicherungsgeber darstellen*».

Die durch das CDS begründete Forderung gegen die Rho Bank ist beim Physical Settlement abhängig von der Ausübung eines durch Obliegenheiten belastetes bedingten Gestaltungs- bzw. Verkaufsrechts; ferner ist die Proteby Bank mit der Lieferung vorleistungspflichtig.

Was mit unmittelbarer Forderung genau gemeint ist, ist m.E. unklar. Dem Begriff ist wohl keine Bedeutung zuzumessen, insbesondere keine juristische. U.U. könnte mit dem Begriff unmittelbar gemeint sein, dass die Proteby Bank i.S.v. Art. 82 OR nicht gehindert ist, die Erfüllung zu verlangen, was beim vorliegenden CDS dem Grundsatz nach gegeben ist: dass jedoch die physische Lieferung als Ausgleichsleistung in Form eines Kaufvertrages bedingt, dass die zu liefernden Obligationen angeboten werden, liegt in der Natur dieser Art Ausgleichsleistung. Deren Abhängigkeit von einer Bedingung wie dem Credit Event liegt in der Natur des CDS selbst. Eine unmittelbare Forderung auf die Ausgleichsleistung widerspricht schliesslich der Natur des CDS.

cc) Rz. 207: Umfang Absicherung

Ein Vertrag über ein Kreditderivat: «*muss ausdrücklich an bestimmte Forderungen gebunden sein, so dass der Umfang der Absicherung klar definiert und unstrittig ist*».

Diese Voraussetzung richtet sich wohl auf die Bestimmung der Referenzverbindlichkeit im CDS und den Nominalwert der Absicherung. Nach den CDD ist wesentlich die Bestimmung eines Referenzschuldners, nicht jedoch einer Referenzforderung in jedem Fall zwingend vorzunehmen¹⁹⁶⁹. Um die Absicherungswirkung anzuerkennen, ist in Abweichung der CDD folglich in jedem Fall eine Referenzverbindlichkeit zu bezeichnen. Die Vereinbarung eines Nominalwertes dagegen ist bereits Voraussetzung der CDD, sowie auch als *Essentialia* des CDS zu betrachten.

Das vorliegende CDS bestimmt als Referenzverbindlichkeit eine Anleihe der Ref Industries AG, der Nominalwert des CDS wurde auf CHF 70 Mio. festgelegt. Die Voraussetzungen sind damit gegeben.

¹⁹⁶⁹ Siehe dazu oben 2:III.1.e) (S. 171).

dd) Rz. 208: Unwiderrufbarkeit

Ein Vertrag über ein Kreditderivat: *«muss unwiderruflich sein: Der Vertrag darf dem Sicherungsgeber nicht gestatten, die Kreditabsicherung einseitig zu kündigen, die Kosten der Absicherung zu erhöhen oder die vereinbarte Laufzeit der Absicherung zu verkürzen, es sei denn, der Sicherungsnehmer kommt seinen Zahlungsverpflichtungen aus dem Vertrag oder anderen grundlegenden vertraglichen Verpflichtungen nicht nach».*

Die CDD sehen keinen dieser drei Tatbeständen (einseitige Kündbarkeit, Erhöhung der Absicherungskosten, Verkürzung der Laufzeit) vor; fraglich ist, ob allenfalls im Rahmen des zwingenden Rechts oder der richterlichen Vertragsergänzung solche Möglichkeiten eröffnet werden. Die richterliche Vertragsanpassung ist insofern nicht relevant, da diesfalls der Richter und nicht der Sicherungsgeber diese Gestaltungen vornimmt.

Nicht auszuschliessen ist die Möglichkeit der Kündigung aus wichtigem Grund. Diese ergibt sich aber nicht aus der vertraglichen Vereinbarung, sondern aus zwingendem Recht. Der Begriff gestatten ist wohl dahingehend auszulegen, als dass darunter eine vertraglich festgelegte Vereinbarung der beiden Parteien zu verstehen ist, was bei den CDD nicht der Fall ist. Demgemäss liegen auch diese Voraussetzungen vor.

ee) Rz. 209: Unbedingtheit

Ein Vertrag über ein Kreditderivat: *«muss unbedingt sein: Der Vertrag darf keine Bestimmung enthalten, die dem Sicherungsgeber erlauben könnte, seinen Verpflichtungen nicht umgehend nachzukommen».*

Das CDS ist grundsätzlich ein bedingter Vertrag, womit diese Voraussetzung nicht erfüllt werden kann. Aus Rz. 233 f. ergibt sich dagegen, dass die FINMA die Ansicht vertritt, dass ein CDS die Voraussetzungen erfüllen kann.

Aus den CDD ergibt sich für das vorliegende CDS, dass die Rho Bank im Falle eines Credit Events und nach Erbringung der vereinbarten Mitteilungen grundsätzlich gehalten ist, ihrerseits den Kaufvertrag über die lieferbaren Verbindlichkeiten zu erfüllen, sofern selbstverständlich der Sicherungsnehmer den Kaufgegenstand rechtzeitig anbietet. Sofern der Sicherungsnehmer alle Vorkehrungen trifft, hat der Sicherungsgeber keine Möglichkeit, seiner Verpflichtung nicht nachzukommen. Dies muss zur Erfüllung dieser Voraussetzung als ausreichend betrachtet werden.

ff) Rz. 210: Rechtliche Durchsetzbarkeit

Ein Vertrag über ein Kreditderivat: «*muss in allen relevanten Rechtsordnungen für alle Beteiligten bindend und rechtlich durchsetzbar sein*».

Vorliegend befinden sich beide Vertragsparteien in der Schweiz. Der Vertrag ist gültig zustandekommen und damit für beide Parteien rechtlich bindend und durchsetzbar.

Es wird wohl ausreichen, dass der Sicherungsnehmer nach bestem Wissen und Gewissen davon ausgehen darf, diese Voraussetzung zu erfüllen. Ob dies tatsächlich so ist, wird sich erst durch ein Gerichtsurteil tatsächlich entscheiden lassen.

gg) Rz. 211: Schriftlichkeit

Ein Vertrag über ein Kreditderivat: «*muss schriftlich sein*».

Die CDD sehen die schriftliche Bestätigung der Transaktion vor; die Vorlage verweist im übrigen auf die CDD selbst und auf allenfalls vorhandene Rahmen-verträge, welche die Schriftlichkeit zweifellos erfüllen. Mit Benutzung der Transaktionsbestätigung ist die Schriftlichkeit grundsätzlich erfüllt, wobei anzumerken ist, dass allenfalls die Regelung von sec. 1.2 CDD anzupassen wäre¹⁹⁷⁰.

hh) Rz. 212-216: Sicherungsgeber

Diese Bestimmungen betreffen die möglichen Sicherungsgeber. Dieser muss einer in der Aufzählung erwähnten Kategorie von Emittenten zugehören. Emittent ist eine juristische Person, welche Wertpapiere ausgibt¹⁹⁷¹. Diese Formulierung ist problematisch, da ein CDS nicht notwendigerweise ein Wertpapier ist, mithin gefordert wird, dass der Sicherungsgeber daneben noch Wertpapiere ausgeben muss. Dieser Konnex ist nicht nachvollziehbar¹⁹⁷² und der Begriff beruht wohl auf einer unsauberer Redaktion.

Vorliegend ist die Rho Bank als Sicherungsgeberin eine Bank; Banken werden in Rz. 215 aufgeführt. Zusätzlich ist ihr ein kleineres Risikogewicht als der Ref Industries AG als Referenzschuldnerin zuzuordnen.

¹⁹⁷⁰ Siehe zur Transaktionsbestätigung oben 2:II.3.c) (S. 126).

¹⁹⁷¹ BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 389 unter Emittent.

¹⁹⁷² Das Dokument der BIZ beschreibt die Sicherungsgeber mit dem Begriff *entities*, BCBS, Basel II, Ziff. 195.

ii) Rz. 220: Abzusichernde Forderung

«Die abzusichernde Forderung muss sowohl den zum Zwecke der Bestimmung von Kreditereignissen als auch den zum Zwecke der Abwicklung vertraglich spezifizierten Forderungen angehören. [...]»

Ein CDS nimmt in verschiedenen Formen auf einen (erweiterten) Basiswertbegriff Bezug: einerseits betreffend Bestimmung des Eintritts eines Credit Events, andererseits hinsichtlich der Ausgleichsleistung. Gefordert wird durch Rz. 220, dass die abzusichernde Forderung zu diesen vertraglich festgelegten Forderungen gehört.

In den CDD erfolgt die Bestimmung des Credit Events in Bezug auf den Referenzschuldner sowie verschiedene zu vereinbarende Verbindlichkeiten, wobei die Referenzverbindlichkeit standardmässig dazugehört¹⁹⁷³. Gleiches gilt in Bezug auf die Ausgleichsleistung bzw. der vorliegend interessierenden Lieferung im Rahmen des Physical Settlement¹⁹⁷⁴.

jj) Rz. 221–224: Credit Events

«Zu den vertraglich spezifizierten Kreditereignissen, die die Fälligkeit des Kreditderivats auslösen, müssen mindestens die folgenden gehören:»¹⁹⁷⁵

Diese Bestimmungen betreffen die zwingend zu vereinbarenden Credit Events, welche die Ausgleichsleistung des CDS auslösen. Zwar wird von Fälligkeit gesprochen, in diesem Kontext ist der Begriff Fälligkeit m.E. nicht formaljuristisch zu verstehen; mit Fälligkeit ist eher die Erfüllung der der Bedingung Credit Event zu verstehen. Denn gem. den CDD wird die Fälligkeit der Ausgleichsleistung nicht mit einem Credit Event *per se* ausgelöst.

Rz. 222–224 zählen drei Credit Events auf. Dabei entspricht Rz. 222¹⁹⁷⁶ dem Credit Event Failure to Pay gem. sec. 4.5 CDD¹⁹⁷⁷. Nach dem FINMA-RS wird der Verzugstatbestand auf vertraglich festgelegte fällige Zahlungen eingegrenzt; der Begriff vertraglich bezieht sich auf die Finanzierungsverträge selbst, und nicht auf das CDS. Ebenso verfahren die CDD, welche

¹⁹⁷³ Siehe zur Bestimmung oben 2:III.1.e)aa)1) (S. 172).

¹⁹⁷⁴ Sec. 2.15(b) CDD; siehe auch oben 2:III.1.e)aa)2) (S. 173).

¹⁹⁷⁵ FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken, Rz. 221.

¹⁹⁷⁶ «Verzug bei den vertraglich festgelegten fälligen Zahlungen, die sich aus den zum Zwecke der Bestimmung von Kreditereignissen spezifizierten Forderungen ergeben (höchstens mit einer Toleranzfrist, die mit der Toleranzfrist der im Vertrag spezifizierten Forderungen vergleichbar ist);».

¹⁹⁷⁷ «[...] the failure to make, when and where due, any payments [...] under one or more Obligations, [...]».

den Verzugstatbestand mit den betroffenen Finanzierungsverträgen verknüpfen: «[...] *in accordance with the terms of such Obligations at the time of such failure.*»

Im Rundschreiben wird eine Toleranzfrist zwar akzeptiert, aber höchstens in einem mit der spezifizierten Forderung vergleichbaren Ausmass. Der Credit Event *Failure to Pay* setzt einerseits den Ablauf der im Finanzierungsvertrag selbst vereinbarten Toleranzfrist voraus¹⁹⁷⁸, schreibt jedoch mindestens drei Tage vor¹⁹⁷⁹. Diese drei Tage dürften der Voraussetzung genügen, selbst wenn der Finanzierungsvertrag selbst keine Toleranzfrist vorsehen sollte.

Zusätzlich wird in den CDD noch der Gesamtbetrag der im Verzug befindlichen Zahlungen festgelegt, vorgesehen sind USD 1 Mio¹⁹⁸⁰. Eine Beschränkung auf einen Mindestumfang der Credit Event auslösenden Zahlungen sieht das Rundschreiben nicht vor; die USD 1 Mio. ist wohl als zu hoch zu betrachten, um den Anforderungen gerecht zu werden. Demzufolge sollte auf einen solchen Mindestbetrag verzichtet werden.

Der Credit Event nach Rz. 223¹⁹⁸¹ fällt unter den Credit Event *Bankruptcy* gem. sec. 4.2 CDD. Die Insolvenz wird unter b) geregelt. Der Begriff *insolvency* deckt sich mit dem deutschen Begriff und umfasst ebenfalls die beispielhaft aufgezählten Begriffe Konkurs, Überschuldung und Zahlungsunfähigkeit¹⁹⁸². Ebenfalls unter b) wird die schriftliche Anerkennung der Zahlungsunfähigkeit als Credit Event auslösend erwähnt. Die CDD beschränken die Anerkennung jedoch auf gerichtliche, regulatorische oder verwaltungsrechtliche Verfahren oder Eingaben. Unter c) werden Abmachungen mit Gläubigern erwähnt, welche m.E. ebenfalls unter das schriftlich dokumentierte Eingeständnis fallen können. Unter h) schliesslich erfolgt noch eine Ausweitung auf Ereignisse mit analogen Auswirkungen wie die in der Aufzählung von a) bis g) enthaltenen. Da auch nach Rz. 223 ähnliche Ereignisse wie die beschriebenen akzeptiert werden, erfüllt der Credit Event *Bankruptcy* der CDD die aufsichtsrechtlichen Anforderungen nach Rz. 223.

¹⁹⁷⁸ Sec. 4.5.

¹⁹⁷⁹ Vgl. sec. 1.12(a)(ii) CDD

¹⁹⁸⁰ Sec. 4.8(d) CDD.

¹⁹⁸¹ «*Insolvenz (z.B. Konkurs, Überschuldung, Zahlungsunfähigkeit) des Referenzschuldners, sein schriftlich dokumentiertes Eingeständnis, im Allgemeinen nicht mehr zur Begleichung fällig werdender Zahlungen in der Lage zu sein, oder ähnliche Ereignisse;*».

¹⁹⁸² GARNER (Hrsg.), Black's Law Dictionary, unter *insolvency*.

Rz. 224¹⁹⁸³ setzt auch die Vereinbarung einer Restrukturierung als Credit Event voraus. Sie entspricht weitgehend dem Credit Event *Restructuring* nach sec. 4.7 CDD. Dieser setzt aber ebenfalls einen Mindestbetrag voraus, welcher im FINMA-RS nicht vorgesehen ist. Ohne spezifische Festlegung entspricht er nach sec. 4.8(a) USD 10 Mio (*Default Requirement*). Nach Rz. 224 dagegen ist die Wirkung einer Forderungsminderung oder –verlust ausreichend, womit ein *Default Requirement* in dieser Höhe den aufsichtsrechtlichen Vorgaben nicht entspricht und entsprechend niedriger oder als Null zu vereinbaren wäre.

Restrukturierung ist nicht zwingend zu vereinbaren. Falls dies kein vereinbarter Credit Event sein sollte so ist nach Rz. 224 *i.f.* nach Rz. 240 oder 246 vorzugehen. Möglich ist nach Rz. 240 die Anerkennung einer eingeschränkten Absicherungswirkung von 60% eines CDS mit Restrukturierung als Credit Event möglich, sofern selbstredend die übrigen Voraussetzungen erfüllt sind. Der Verweis auf Rz. 246 hat m.E. keinen eigenen Gehalt; dieser schreibt nur vor, dass Kreditderivate deren Absicherungswirkung nicht geltend gemacht werden kann, in Bezug auf die Referenzverbindlichkeit unberücksichtigt zu lassen sind.

kk) Rz. 225: Bestimmung des Credit Events

«Die Zuständigkeit, zu bestimmen, ob ein Kreditereignis vorliegt, muss eindeutig einem oder mehreren Beteiligten zugewiesen sein. Diese Zuständigkeit darf nicht allein dem Sicherungsgeber obliegen. Der Sicherungsnehmer muss das Recht haben, dem Sicherungsgeber das Vorliegen eines Kreditereignisses anzuzeigen.»

Das Vorliegen eines Credit Events wird bei den CDD mit Erbringung der *Credit Event Notice* formell bestätigt. Im zu beurteilenden CDS wurden als zur Mitteilung berechtigte Partei (*Notifying Party*) sowohl Sicherungsnehmer– wie auch geber festgelegt.

Das Rundschreiben spricht von der Zuständigkeit zur Bestimmung des Vorliegens eines Credit Events. Der Credit Event ist aber gerade ein äusseres Ereignis, welches unabhängig von einer Handlung einer Vertragspartei eintritt. Ferner ist mit der Vereinbarung der NPAI auch eine weitere **«Partei»** zur Auslösung der Ausgleichsleistung mit an Bord. Der exakte Wortlaut des Rundschreibens kann m.E. in diesem Punkt nicht massgebend sein, könnte

¹⁹⁸³ *«Restrukturierung der im Vertrag zum Zwecke der Bestimmung von Kreditereignissen spezifizierten Forderungen durch Erlass oder Zahlungsaufschub von Kapital, Zinsen oder Gebühren, die eine Forderungsminderung oder einen Forderungsverlust zur Folge hat.»*

ein Beteiligter ansonsten nach Gutdünken bestimmen, dass nun ein Credit Event vorliege, was ja keinesfalls weder der Idee des CDS noch jener der FINMA entsprechen kann. M.E. wird damit auch nicht die Vereinbarung der NPAI untersagt, insbesondere wenn diese wie in der vorliegenden Arbeit vertreten als Beweislastregel aufzufassen ist¹⁹⁸⁴. Das FINMA-RS wird folglich mit der Zuständigkeit die Mitteilung ansprechen wollen, und in Bezug auf diese liegen die Voraussetzungen vor.

II) Rz. 226: Bewertung beim Cash Settlement

«Kreditderivate, die einen Barausgleich (Cash Settlement) vorsehen, können für Eigenmittelzwecke nur dann anerkannt werden, wenn ein robustes Bewertungsverfahren für die Referenzforderung besteht. Das Bewertungsverfahren muss eine zuverlässige Schätzung des Verlusts erlauben. Es muss einen klar definierten Zeitraum nach dem Eintreten eines Kreditereignisses geben, innerhalb dessen die Bewertung stattfinden muss.»

Diese Anforderung betrifft ausschliesslich CDS mit Cash Settlement, womit sie auf das vorliegende Beispiel nicht anwendbar ist. Die CDD enthalten in sec. 7.5 ff. detaillierte Bewertungsverfahren für das Cash Settlement. Dieses erfüllt m.E. die Voraussetzung des Rundschreibens zweifellos¹⁹⁸⁵.

mm) Rz. 227: Abwicklung beim Physical Delivery

«Wenn kein Barausgleich vorgesehen ist, muss der Sicherungsnehmer das Recht haben, bei Vorliegen eines Kreditereignisses alle zum Zwecke der Abwicklung spezifizierten Forderungen an den Sicherungsgeber zu übertragen. Die Bedingungen der Forderungen müssen vorsehen, dass eine gegebenenfalls nötige Zustimmung zu einer derartigen Zession nicht ohne stichhaltige Gründe versagt werden darf.»

Als lieferbare Verbindlichkeit (*Deliverable Obligations*) wurden vorliegend Verbindlichkeiten aus der Kategorie *Bond* mit den Charakteristika CHF sowie *Listed* festgelegt, worunter eine börsenkotierte Anleihe in Schweizer Franken zu verstehen ist¹⁹⁸⁶. Diese steht einer Übertragung grundsätzlich nicht entgegen. Anzumerken ist, dass ein Wertpapier nicht durch eine Abtretung übertragen wird¹⁹⁸⁷.

¹⁹⁸⁴ Siehe dazu oben 2:III.4.a)cc)3) (S. 206).

¹⁹⁸⁵ Siehe auch oben 2:III.1.b)bb)2) (S. 155).

¹⁹⁸⁶ Vgl. die Definitionen von *Bond* in Sec. 219(a)(iv); von *Listed* in sec. 2.19(b)(vi) CDD.

¹⁹⁸⁷ Siehe dazu oben 2:II.4.c)cc) (S. 145).

nn) Rz. 228: Asset Mismatch

«Ist die abzusichernde Forderung vertraglich nicht zum Zwecke der Bestimmung von Kreditereignissen respektive zum Zwecke der Abwicklung spezifiziert (Asset Mismatch), müssen zumindest folgende Bedingungen erfüllt sein.»

Ein sog. Asset Mismatch ist im vorliegenden Beispiel nicht vorhanden, womit diese Bestimmung sowie die folgenden Rz. 229 ff. keine Anwendung finden.

b) Rechtsfolgen der Anerkennung

Werden sämtliche Anforderungen erfüllt, kann bei der abzusichernden Forderungen gem. den Voraussetzungen von Rz. 234–239 auf das Risikogewicht des Sicherungsgebers abgestellt werden, wobei gem. Rz. 235 für Credit Default Swaps keine weiteren Voraussetzungen zu beachten sind. Eine Definition des CDS ist nicht vorhanden, womit auf Praxis und Lehre abzustellen ist¹⁹⁸⁸. Beim Anwendungssachverhalt handelt es sich um ein CDS, welches damit auch ein CDS im vorliegenden Sinn ist.

Werden (bis auf die Restrukturierung) nicht alle Anforderungen erfüllt, sind die Kreditderivate in Bezug auf die Absicherung der Referenzforderung gem. Rz. 246 unberücksichtigt zu lassen.

¹⁹⁸⁸ Siehe dazu oben 3:II.2.a) (S. 278).

II. Total Return Swaps

Im folgenden ist zu Beginn unter 1 detailliertes Beispiel einer Transaktion mit einem Total Return Swap sowie dessen Bestätigung darzustellen. Nachfolgend ist unter 2 in Bezug auf die Frage, ob der TRS als Dauerschuldverhältnis zu qualifizieren ist, im Rahmen eines auf diesem Transaktionsbeispiel beruhenden Sachverhaltes mit einem Mangel im Begründungsakt darzulegen, inwiefern eine *ex nunc* Auflösung des TRS in Betracht fällt, und abschliessend unter 3 danach zu fragen, ob bankaufsichtsrechtlich eine Reduktionswirkung des TRS anerkannt wird.

1. Beispiel einer Transaktion und deren Bestätigung

a) Transaktionsbeispiel

Die Proteby Bank habe mit der Rho Bank per 01.07.2010 (*Effective Date*) einen Total Return Swap mit einem Physical Settlement für eine Laufzeit von 2 Jahren abgeschlossen. Die Proteby Bank ist Sicherungsnehmerin und Total Return Zahlerin, die Rho Bank Sicherungsgeberin und Total Return Empfängerin. Die Referenzverbindlichkeit ist eine von der Ref Industries AG emittierte Anleihe, der Nominalwert (*Notional Amount*) der Transaktion betrage CHF 19.8 Mio., welcher sich aus dem *Transaction Face Amount* von CHF 20 Mio. multipliziert mit dem *Initial Price* von 99% ergibt. Letzterer entspreche vorliegend dem Börsenkurs der Referenzverbindlichkeit am *Effective Date*.

Während der Laufzeit des TRS hat die Proteby Bank als TRS Zahlerin die gesamten Erträge der Referenzverbindlichkeit (*Distribution Amounts*) an die Rho Bank weiterzuleiten. Berechnet werden diese auf den für den par-Wert der Referenzverbindlichkeit (*Transaction Face Amount*) hochgerechneten Zahlungen, insbesondere Coupons. Diese Zahlungen sind jeweils einen Werktag nach deren Zahlung durch den Schuldner der Referenzverbindlichkeit zu leisten.

Die Rho Bank hat im Gegenzug die TRS Prämie an die Proteby Bank zu bezahlen. Diese wird in der Bestätigung als *Floating Amounts* bezeichnet und betrage vorliegend den 3 Monats CHF-LIBOR +17bps pa, wobei sie vierteljährlich zahlbar ist und auf den *Notional Amount*, den Nominalwert des TRS, zu berechnen ist. Dies im Gegensatz zu der Ertragsweiterleitung, welche wie erwähnt auf dem *Transaction Face Amount* berechnet wird. Diese Differenz ergibt sich daraus, dass eine allfällige Investition, welche dem

Sicherungsnehmer entschädigt werden soll, nur den Nominalwert des TRS umfasst, da die Referenzverbindlichkeit zu diesem Zeitpunkt zu den erwähnten 99 % gekauft werden konnte, die Erträge jedoch auf dem par-Wert bzw. 100% berechnet ausgezahlt werden.

Der Ausgleich der Wertveränderung erfolgt im vorliegenden Beispiel anhand eines Physical Settlement am Ende der Laufzeit, wobei der Sicherungsnehmer die Referenzverbindlichkeit mit einem par-Wert im Umfang des *Transaction Face Amounts* von CHF 20 Mio. zu liefern verpflichtet ist und im Gegenzug den vereinbarten Kaufpreis entsprechend dem Nominalwert des TRS von CHF 19.8 Mio. erhält.

Liege der Börsenkurs der Referenzverbindlichkeit beim Transaktionsende über 99 %, so haben sie einen Marktwert von mehr als den CHF 19.8 Mio. des Nominalwertes des TRS: diese Wertsteigerung erhält der Sicherungsgeber, da er weniger als deren aktuellen Wert zu bezahlen haben wird.

Liege der Börsenkurs dagegen unter den 99 %, so liegt eine Wertminderung vor, welche der Sicherungsgeber dadurch zu bezahlen hat, dass er mit dem Nominalwert des TRS von CHF 19.8 Mio. mehr als den Wert der Referenzverbindlichkeit zu bezahlen haben wird.

Die weiteren Punkte sind in der untenstehenden Bestätigung ersichtlich, auf welcher auch der im 1. Teil geschilderte Anwendungsfall eines TRS beruht¹⁹⁸⁹.

b) Transaktionsbestätigung

Die folgende Bestätigung basiert auf der Vorlage der Transaktionsbestätigung der der ISDA für Total Return Swaps¹⁹⁹⁰ sowie derjenigen von DAS¹⁹⁹¹. Es werden die englischen Ausdrücke verwendet, sofern entsprechende Definitionen für diese Begriffe in der Bestätigung selbst enthalten sind.

1. Allgemeines	
Trade Date:	28.06.2010
Effective Date:	01.07.2010
Termination Date:	30.06.2012
Total Return Zahler:	Proteby Bank ¹⁹⁹² (Sicherungsnehmer)

¹⁹⁸⁹ Siehe dazu oben 1:I.2.b)bb) (S. 21).

¹⁹⁹⁰ 2007 Master Corporate Bond Total Return Swap Confirmation Agreement.

¹⁹⁹¹ DAS, Credit Derivatives, 13 f. Ex. 1.5.

¹⁹⁹² *Proteby* wurde als Fantasienname aus *Protection Buyer* gebildet und soll für den Sicherungsnehmer stehen.

Total Return Empfänger:	Rho Bank ¹⁹⁹³ (Sicherungsgeber)
Issuer [<i>Reference Entity</i>]:	Ref Industries AG
Reference Obligation:	Schuldner: Ref Industries AG
	Fälligkeit: 07.10.2018
	Coupon: 1.75%
	ISIN: CH001xxxx
Notional Amount:	<i>Transaction Face Amount</i> × <i>Initial Price</i> : = CHF 19.8 Mio. am <i>Effective Date</i> .
Transaction Face Amount:	CHF 20 Mio. unterliegt Reduktion bei Teilrückzahlungen der Anleihe (<i>Partial Redemptions</i>)
Initial Price:	99 %
2. Distribution Amounts [Weiterleitung Erträge]	
Zahler:	Total Return Zahler (Proteby Bank)
Distribution Amount:	Alle tatsächlich durch den Schuldner an die Anleihegläubiger geleisteten Zahlungen / während der Laufzeit des TRS erfolgt / bezogen auf den Nennwert der Anleihen im Umfang des <i>Transaction Face Amount</i> / ausgenommen Zahlungen, welche ein Partial Redemption oder Full Redemption darstellen.
Issuer Distribution Date: Zahlungstermin:	Zahlungstag der Distribution Amounts 1 Werktag nach dem Issuer Distribution Date
3. Floating Amounts [TRS-Prämie]	
Zahler:	Total Return Empfänger (Rho Bank)
Calculation Amount:	Notional Amount
Berechnungsrate:	3 Monats CHF-LIBOR + 17bps pa
Zahlungstermine:	Vierteljährlich <i>postnumerando</i> , erster Termin am 30.09.2010.
4. Settlement Bestimmungen	
Settlement Method:	Physical Settlement Total Return Zahler liefert dem Total

¹⁹⁹³ *Rho* ist der griechische Buchstabe für R wie Risiko und wird für den Sicherungsgeber als risikotragende Partei verwendet.

Deliverable Obligations:	Return Empfänger gegen Zahlung des Kaufpreises die <i>Deliverable Obligations Reference Obligation</i> / im Umfang des <i>Transaction Face Amounts</i>
Kaufpreis:	<i>Notional Amount</i>
Lieferdatum:	<i>Termination Date</i>

2. Ex nunc Auflösung bei Mangel im Begründungsakt

Die Erörterung der Frage, ob die bereits erbrachten Leistungen trotz einem Mangel im Begründungsakt bis zur beidseitigen Kenntnis des Mangels geschuldet sind – der Vertrag folglich wie bei Dauerschuldverhältnissen üblich *ex nunc* aufgelöst wird – soll auf folgendem Sachverhalt basieren:

Die Proteby Bank teile der Rho Bank schriftlich am 09.10.2010 mit, dass der TRS durch einen Mitarbeiter abgeschlossen worden war, welcher nicht berechtigt sei, die Proteby Bank zu verpflichten. Sie wolle diesen Vertrag nicht genehmigen und fordere daher die bereits geleisteten Zahlungen zurück. Die Rückforderung betreffe eine am 07.10.2010 mit einer Schuld der Rho Bank verrechnete Leistung im Umfang der am 06.10.2010 bezahlten Coupons der Referenzverbindlichkeit.

Der Vertretene wird bei einer wie vorliegend vollmachtlosen Stellvertretung durch den Vertrag nicht gebunden (Art. 38 OR). Der Vertrag befindet sich in einem Schwebezustand, bis er durch den Vertretenen genehmigt wird oder dieser die Genehmigung verweigert¹⁹⁹⁴. Die Nichtgenehmigung führt zur Ungültigkeit des Vertrages und allenfalls zur Rückabwicklung bereits erbrachter Leistungen; diese sind grundsätzlich nach dem Bereicherungsrecht zurückzufordern, da sie ohne jeden gültigen Grund geleistet wurden^{1995 1996}. Andere Regeln gelten dabei nach h.L. für

¹⁹⁹⁴ Statt vieler BK-ZÄCH, N 33, 36 zu Art. 38.

¹⁹⁹⁵ Art. 39 Abs. 3, 62 Abs. 2 OR.

¹⁹⁹⁶ BK-ZÄCH, N 14 zu Art. 39. In der Literatur werden jedoch nur jene Fälle angeführt, in welchen der Dritte bereits Leistungen erbracht hat. Die Fälle, in welchen der Vertretene Leistungen erbringt sind sicherlich weniger zahlreich, bei grossen Unternehmen ist dies jedoch nicht auszuschliessen. U.U. kann jedoch in der Leistung eine Genehmigung gesehen werden. *In casu* soll angenommen werden, dass die Leistung keine Genehmigung darstelle.

Dauerschuldverhältnisse, da eine Rückabwicklung sich als unpraktisch und vom Ergebnis her als unbefriedigend erweist¹⁹⁹⁷.

Eine Rückabwicklung des vorliegenden TRS würde die Parteien so stellen, wie wenn nie ein Vertrag abgeschlossen worden wäre. Diese Wiederherstellung ist bei wie vorliegend erfolgten Geldleistungen grundsätzlich ohne weiteres möglich. Bleibt zu prüfen, inwiefern sie auch sachgerecht ist.

Die Rho Bank hat seit Vertragsschluss eine Prämienzahlung geleistet sowie eine Zahlung erhalten bzw. verrechnet. Der Umfang beider Zahlungen war grundsätzlich bereits bei Vertragsschluss bekannt, wobei die Leistung der Prämie einzig von der Rho Bank als Schuldner und deren Zahlungsfähigkeit abhing, während die Weiterleitung der Erträge bis zur tatsächlichen Bezahlung der Coupons durch den Referenzschuldner einer ausserhalb des TRS sowie dessen Vertragsparteien liegenden Unsicherheit unterlag. Gleiches gilt für diese beiden Leistungen auch für die Zukunft.

Die aus dem Total Return entspringende Wertveränderungsausgleichspflicht erfolgt im vorliegenden Beispiel als Physical Settlement zum Vertragsende hin. Der Umfang der einzelnen Leistungen dieses Kaufvertrages ist bereits bestimmt: der Sicherungsnehmer hat eine bestimmte Anzahl an Anleihen zu liefern, der Sicherungsgeber den Nominalwert des TRS zu bezahlen. Ungewiss ist jedoch die Wertdifferenz dieser Leistungen, welche die eingetretene Wertveränderung ausgleichen. Mit Sicherheit bestimmt werden kann diese erst mit der Lieferung am *Termination Date* des TRS. Sie wird insofern von der fortschreitenden Zeit beeinflusst, als dass die Wahrscheinlichkeit von erheblichen Wertveränderungen mit der Verkürzung des Zeitraums sich ebenfalls verringert.

Mit anderen Worten hat der Sicherungsgeber mit Vertragsbeginn begonnen, das Risiko zu tragen, und seither sind bereits Veränderungen eingetreten oder ausgeblieben, womit sich die Lage jedenfalls in einem gewissen Umfang verändert hat. Wird hypothetisch davon ausgegangen, dass sich die Lage zu Gunsten der Proteby Bank verändert hat – z.B. der Marktwert der Referenzverbindlichkeit sowohl aufgrund eines Anstiegs des allgemeinen Zinsniveaus als auch gleichzeitiger Verschlechterung der Bonität des Referenzschuldners stark gesunken ist, mithin die Wahrscheinlichkeit sich vergrössert hat, dass zum Zeitpunkt der Abwicklung am *Termination Date* die Referenzverbindlichkeit einen geringeren Marktwert als der vereinbarte Kaufpreis aufweisen wird, hätte die Proteby Bank als Vertretene auch die Möglichkeit, den Vertrag mit Wirkung *ex tunc* zu geneh-

¹⁹⁹⁷ Siehe Nachweise oben in Fn. 666.

migen¹⁹⁹⁸, wohingegen die Rho Bank sich diese Genehmigung gefallenlassen muss¹⁹⁹⁹. Hier zeigt sich, dass die in der Struktur des TRS liegende Risikoübertragung als dessen Zweck und der damit einhergehende wirtschaftliche Effekt der Risikotragung durch den Sicherungsgeber nicht rückgängig gemacht werden kann. Diese Tatsache rechtfertigt bzw. erzwingt es geradezu, diesen im vorliegenden Fall den Dauerschuldverhältnissen zumindest gleichzustellen; nach der vorliegend vertretenen Ansicht ist mithin aus diesen Gründen der Zweck des Risikotransfers als Dauerschuldverhältnisse konstituierendes Dauerelement und der TRS somit als Dauerschuldverhältnis aufzufassen²⁰⁰⁰.

Damit hat für die Dauer bis zur Mitteilung durch die Proteby Bank ein gültiger Vertrag vorgelegen, welcher durch ausserordentliche Kündigung *ex nunc* zu beenden ist²⁰⁰¹. Damit sind die auf diesen Zeitraum fallenden Erträge der Referenzverbindlichkeit wie auch die Prämie geschuldet, womit eine *pro rata* Rückerstattung stattzufinden hat. Die Kündigung bewirkt nun aber nicht nur das Ende des Vertrages, sondern führt des weiteren dazu, dass das Physical Settlement auf den Kündigungstermin vorgezogen wird. Ohne dies würden eingetretene Wertveränderungen der Referenzverbindlichkeit nicht ausgeglichen werden und der Risikotransfer wäre für diesen Zeitraum nicht vollständig, was sich auch darin zeigt, dass das Synallagma sämtliche Leistungen umfasst und kein Subsynallagma zwischen Weiterleitung der Erträge und der Prämie vorliegt²⁰⁰².

3. Reduktion von Eigenmittelanforderungen

Im folgenden ist zu prüfen, ob und inwiefern anhand der im Anwendungssachverhalt dargestellten Transaktion bei der von der Proteby Bank gehaltenen Referenzverbindlichkeit eine Reduktion der Eigenmittel anerkannt werden kann.

Gem. Art. 47 Abs. 1 lit. c ERV können Kreditderivate als risikomindernde Massnahmen berücksichtigt werden. Nach Abs. 2 hat die Bank auf Verlangen den Nachweis zu erbringen, dass die Absicherung in den betroffenen Rechtsordnungen durchsetzbar ist und nach Abs. 3 die Präzi-

¹⁹⁹⁸ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1382; GUHL/KOLLER, OR, § 21 N 2.

¹⁹⁹⁹ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1383.

²⁰⁰⁰ Siehe dazu auch oben 2:IV.3.b) (S. 237).

²⁰⁰¹ Oben 2:II.1.b)bb)2) (S. 110).

²⁰⁰² Zum Synallagma siehe oben 2:IV.3.a) (S. 236).

sierungen der FINMA zu beachten. Die spezifisch für Kreditderivate geltenden Präzisierungen finden sich im FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken, Rz. 204 ff. und sind im folgenden im Detail zu betrachten. Für grundlegende Ausführungen zur Anerkennung von Reduktionen ist auf den 3. Teil zu verweisen²⁰⁰³.

a) Voraussetzung für die Anerkennung

aa) Rz. 204: Effektive Übertragung

«Damit jedoch die Absicherungswirkung [...] eines Kreditderivats bei der Bestimmung der erforderlichen Eigenmittel mit dem Substitutionsansatz (Rz 232) anerkannt werden kann, müssen die Kreditrisiken effektiv auf den Sicherungsgeber übertragen [...] sein.»

Diese Anforderung wird auch als die wichtigste Anforderung und Leitlinie der übrigen Voraussetzungen bezeichnet²⁰⁰⁴. Die Proteby Bank als Sicherungsnehmerin hat demzufolge sicherzustellen, dass sie dem Kreditrisiko der Ref Industries AG nicht mehr ausgesetzt ist und infolgedessen insbesondere keinen Verlust durch einen Ausfall der hinsichtlich der Eigenmittelunterlegung abgesicherten Forderung erleidet. Die Übertragung erfolgt unabhängig davon, ob beim TRS eine Credit Event-Klausel vereinbart wurde oder nicht; da bei einem Credit Event sich der Marktwert vermindert, wird der Sicherungsnehmer durch die Wertveränderungsausgleichspflicht des Sicherungsgebers für den erlittenen Verlust entschädigt.

Ferner betrifft auch die Rz. 231 die effektive Übertragung, welche demnach nur als gegeben erachtet wird, wenn dies durch eine Cross-Default Clause oder Cross-Acceleration Clause sichergestellt wird.

bb) Rz. 206: unmittelbare Forderung

Ein Vertrag über ein Kreditderivat: *«muss eine unmittelbare Forderung an den Sicherungsgeber darstellen».*

Der Sicherungsnehmer hat beim TRS mehrere Forderungen gegen den Sicherungsgeber, jene auf Ausgleich der negativen Wertveränderungen und jene auf Bezahlung der Prämie. Gemeint ist wohl (insbesondere) die Forderung auf Ausgleich der negativen Wertveränderung, welche umfangmässig

²⁰⁰³ 3:II.2.b)bb1) (S. 281).

²⁰⁰⁴ STAUB, Kreditrisikotransfer, 104 f.

den Nominalbetrag und damit den maximal möglichen Verlust der Proteby Bank aus der Position der abgesicherten Anleihe erreichen kann.

Was mit unmittelbarer Forderung genau gemeint ist, bleibt m.E. unklar; dem Begriff unmittelbar ist wohl keine Bedeutung zuzumessen, insbesondere hat er keine juristische. U.U. könnte mit dem Begriff unmittelbar gemeint sein, dass die Proteby Bank i.S.v. Art. 82 OR nicht gehindert ist, die Erfüllung zu verlangen, was beim vorliegenden TRS in Bezug auf beide Forderungen gegeben ist.

cc) Rz. 207: Umfang Absicherung

Ein Vertrag über ein Kreditderivat: *«muss ausdrücklich an bestimmte Forderungen gebunden sein, so dass der Umfang der Absicherung klar definiert und unstrittig ist».*

Diese Voraussetzung richtet sich auf die Bestimmung der Referenzverbindlichkeit des TRS sowie den Nominalwert der Transaktion. Beide sind beim TRS bereits aus vertragsrechtlicher Sicht zwingend zu vereinbaren – allenfalls kann die Forderung durch einen Index ersetzt werden, was eine Anerkennung wohl ausschliessen würde.

Der vorliegende TRS bestimmt als Referenzforderung eine Anleihe der Ref Industries AG, der Nominalwert wurde auf CHF 20 Mio. festgelegt. Die Voraussetzungen sind damit gegeben.

dd) Rz. 208: Unwiderrufbarkeit

Ein Vertrag über ein Kreditderivat: *«muss unwiderruflich sein: Der Vertrag darf dem Sicherungsgeber nicht gestatten, die Kreditabsicherung einseitig zu kündigen, die Kosten der Absicherung zu erhöhen oder die vereinbarte Laufzeit der Absicherung zu verkürzen, es sei denn, der Sicherungsnehmer kommt seinen Zahlungsverpflichtungen aus dem Vertrag oder anderen grundlegenden vertraglichen Verpflichtungen nicht nach».*

Ein TRS sieht grundsätzlich keinen dieser drei Tatbeständen (einseitige Kündbarkeit, Erhöhung der Absicherungskosten, Verkürzung der Laufzeit) vor; fraglich ist, ob allenfalls im Rahmen des zwingenden Rechts oder der richterlichen Vertragsergänzung solche Möglichkeiten eröffnet werden. Die richterliche Vertragsanpassung ist insofern nicht relevant, da diesfalls der Richter und nicht der Sicherungsgeber diese Gestaltungen vornimmt.

Nicht auszuschliessen ist die Möglichkeit der Kündigung aus wichtigem Grund. Diese ergibt sich aber nicht aus der vertraglichen Vereinbarung,

sondern aus zwingendem Recht. Der Begriff gestatten ist wohl dahingehend auszulegen, als dass darunter eine vertraglich festgelegte Vereinbarung der beiden Parteien zu verstehen ist, was wie erwähnt nicht der Fall ist. Demgemäss liegen auch diese Voraussetzungen vor.

ee) Rz. 209: Unbedingtheit

Ein Vertrag über ein Kreditderivat: *«muss unbedingt sein: Der Vertrag darf keine Bestimmung enthalten, die dem Sicherungsgeber erlauben könnte, seinen Verpflichtungen nicht umgehend nachzukommen».*

Der TRS ohne Credit Event-Klausel weist keine Bedingung auf. Der Sicherungsgeber hat zu den vereinbarten Zahlungsterminen seinen (allfälligen) Zahlungspflichten nachzukommen.

Sofern der Sicherungsnehmer seinen Verpflichtungen nachkommt, hat der Sicherungsgeber keine Möglichkeit, seiner Verpflichtung nicht nachzukommen; dies gilt auch bei einer allfällig bestehenden Vorleistungspflicht des Sicherungsnehmers. Dies muss zur Erfüllung dieser Voraussetzung als ausreichend betrachtet werden.

ff) Rz. 210: Rechtliche Durchsetzbarkeit

Ein Vertrag über ein Kreditderivat: *«muss in allen relevanten Rechtsordnungen für alle Beteiligten bindend und rechtlich durchsetzbar sein».*

Vorliegend befinden sich beide Vertragsparteien in der Schweiz. Der Vertrag ist gültig zustandekommen und damit für beide Parteien rechtlich bindend und durchsetzbar.

Es wird wohl ausreichen, dass der Sicherungsnehmer nach bestem Wissen und Gewissen davon ausgehen darf, diese Voraussetzung zu erfüllen. Ob dies tatsächlich so ist, wird sich erst durch ein Gerichtsurteil wirklich entscheiden lassen.

gg) Rz. 211: Schriftlichkeit

Ein Vertrag über ein Kreditderivat: *« muss schriftlich sein».*

Mit Verwendung einer Transaktionsbestätigung liegt grundsätzlich ein schriftlicher Vertrag vor. Allenfalls ist jedoch bei Verwendung der CDD die Regelung von sec. 1.2 CDD anzupassen²⁰⁰⁵.

²⁰⁰⁵ Siehe zur Transaktionsbestätigung oben 2:II.3.c) (S. 126).

hh) Rz. 212-216: Sicherungsgeber

Diese Bestimmungen betreffen die möglichen Sicherungsgeber. Dieser muss einer in der Aufzählung erwähnten Kategorie von Emittenten zugehören. Emittent ist eine juristische Person, welche Wertpapiere ausgibt²⁰⁰⁶. Diese Formulierung ist problematisch, da ein TRS nicht notwendigerweise ein Wertpapier ist, mithin gefordert wird, dass der Sicherungsgeber daneben noch Wertpapiere ausgeben muss. Dieser Konnex ist nicht nachvollziehbar²⁰⁰⁷, und der Begriff beruht wohl auf einer unsauberer Redaktion.

Vorliegend ist die Rho Bank als Sicherungsgeberin eine Bank; Banken werden in Rz. 215 aufgeführt. Zusätzlich ist ihr ein kleineres Risikogewicht als der Ref Industries AG als Referenzschuldnerin zuzuordnen.

ii) Rz. 220: Abzusichernde Forderung

«Die abzusichernde Forderung muss sowohl den zum Zwecke der Bestimmung von Kreditereignissen als auch den zum Zwecke der Abwicklung vertraglich spezifizierten Forderungen angehören. [...]»

Ein TRS nimmt regelmässig Bezug auf den Basiswert bzw. vorliegend der Referenzverbindlichkeit hinsichtlich der Berechnung der Weiterleitung der Erträge sowie der Ausgleichsleistung. Auf einen Credit Event nimmt er jedoch keinen Bezug, womit diese Voraussetzung grundsätzlich nicht erfüllt ist. Im letzten Satz findet sich noch eine spezifische Regelung für TRS, wonach *«die Referenzforderung und die abzusichernde Forderung identisch sein [müssen].»* Dieser ersetzt wohl den ersten Teil der Bestimmung, da beide Voraussetzungen nicht nebeneinander bestehen können, womit auch hier die Voraussetzungen vorliegen.

jj) Rz. 221–224: Credit Events

«Zu den vertraglich spezifizierten Kreditereignissen, die die Fälligkeit des Kreditderivats auslösen, müssen mindestens die folgenden gehören:»²⁰⁰⁸

Diese Bestimmungen betreffen die zwingend zu vereinbarenden Credit Events; jedoch hat ein TRS nicht zwingend die Vereinbarung von Credit Events zu umfassen. Die Credit Event-Klausel beim TRS führt das vorzeitige Ende der Laufzeit herbei. In Bezug auf einzelne Pflichten ist der Credit

²⁰⁰⁶ BOEMLE et al., Finanzmarktlexikon, 389 unter Emittent.

²⁰⁰⁷ Das Dokument der BIS beschreibt die Sicherungsgeber mit dem Begriff *entities*, BCBS, Basel II, Ziff. 195.

²⁰⁰⁸ FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken, Rz. 221.

Event eine Fälligkeitsregelung²⁰⁰⁹, womit in diesem Fall die Voraussetzung gegeben wäre. Damit würden nur TRS mit Credit Event Klausel anerkannt, die vorliegende Transaktion dagegen erfüllt diese Voraussetzung nicht.

kk) Rz. 225: Bestimmung des Credit Events

«Die Zuständigkeit, zu bestimmen, ob ein Kreditereignis vorliegt, muss eindeutig einem oder mehreren Beteiligten zugewiesen sein. Diese Zuständigkeit darf nicht allein dem Sicherungsgeber obliegen. Der Sicherungsnehmer muss das Recht haben, dem Sicherungsgeber das Vorliegen eines Kreditereignisses anzuzeigen.»

Der vorliegende TRS umfasst keine Credit Event Klausel, womit ein Credit Event auch nicht bestimmt werden kann.

ll) Rz. 226: Bewertung beim Cash Settlement

«Kreditderivate, die einen Barausgleich (Cash Settlement) vorsehen, können für Eigenmittelzwecke nur dann anerkannt werden, wenn ein robustes Bewertungsverfahren für die Referenzforderung besteht. Das Bewertungsverfahren muss eine zuverlässige Schätzung des Verlusts erlauben. Es muss einen klar definierten Zeitraum nach dem Eintreten eines Kreditereignisses geben, innerhalb dessen die Bewertung stattfinden muss.»

Diese Anforderung betrifft ausschliesslich CDS mit Cash Settlement, womit sie auf das vorliegende Beispiel nicht anwendbar ist²⁰¹⁰.

mm) Rz. 227: Abwicklung beim Physical Delivery

«Wenn kein Barausgleich vorgesehen ist, muss der Sicherungsnehmer das Recht haben, bei Vorliegen eines Kreditereignisses alle zum Zwecke der Abwicklung spezifizierten Forderungen an den Sicherungsgeber zu übertragen. Die Bedingungen der Forderungen müssen vorsehen, dass eine gegebenenfalls nötige Zustimmung zu einer derartigen Zession nicht ohne stichhaltige Gründe versagt werden darf.»

Auch diese Bestimmung ist auf die Struktur eines CDS zugeschnitten und lässt sich nicht auf ein TRS mit Credit Event Klausel anwenden, welches auch ohne Eintritt eines Credit Events am Laufzeitende abgewickelt wird.

²⁰⁰⁹ Siehe dazu oben 2:IV.4.c)bb) (S. 246).

²⁰¹⁰ Siehe des weiteren oben beim CDS I.8.a)ll) (S. 376).

nn) Rz. 228: Asset Mismatch

«Ist die abzusichernde Forderung vertraglich nicht zum Zwecke der Bestimmung von Kreditereignissen respektive zum Zwecke der Abwicklung spezifiziert (Asset Mismatch), müssen zumindest folgende Bedingungen erfüllt sein:»

Ein sog. Asset Mismatch ist im vorliegenden Beispiel nicht vorhanden, womit diese Bestimmung sowie die folgenden Rz. 229 ff. keine Anwendung finden.

b) Rechtsfolgen der Anerkennung

Werden sämtliche Anforderungen erfüllt, kann bei der abzusichernden Forderungen gem. den Voraussetzungen von Rz. 234–239 auf das Risikogewicht des Sicherungsgebers abgestellt werden, wobei gem. Rz. 236 für Total Return Swaps der Sicherungsnehmer die Zahlungen des Sicherungsgebers nicht als Erträge verbuchen darf, ohne die entsprechenden Bewertungsanpassungen der abzusichernden Forderung vorzunehmen.

Werden nicht alle Anforderungen erfüllt, sind die Kreditderivate in Bezug auf die Absicherung der Referenzforderung gem. Rz 246 unberücksichtigt zu lassen. Mangels einer Credit Event Klausel und damit Nichterfüllung sämtlicher Anforderungen kann der vorliegende TRS hinsichtlich einer Reduktion der Eigenmittel nicht anerkannt werden.

III. Credit Spread Options

Im folgenden ist zu Beginn unter 1 detailliertes Beispiel einer Transaktion mit einer Credit Spread Option sowie deren Bestätigung darzustellen. Nachfolgend ist unter 2 in Bezug auf die Frage, ob die CSO als Dauerschuldverhältnis zu qualifizieren ist, im Rahmen eines auf diesem Transaktionsbeispiel beruhenden Sachverhaltes mit einem Mangel im Begründungsakt darzulegen, inwiefern eine *ex nunc* Auflösung der CSO in Betracht fällt, und abschliessend unter 3 danach zu fragen, ob bankaufsichtsrechtlich eine Reduktionswirkung der CSO anerkannt wird.

1. Beispiel einer Transaktion und deren Bestätigung

a) Transaktionsbeispiel

Die Rho Bank habe der Proteby Bank per 01.07.2011 eine amerikanische Put CSO auf die Referenzverbindlichkeit mit einem knock-out und einer Laufzeit von zwei Jahren verkauft. Basiswert ist eine Anleihe der Ref Industries AG und der Nominalwert betrage CHF 10 Mio. Der Credit Spread der Referenzverbindlichkeit wird anhand der Renditedifferenz zwischen dieser und einer geeigneten Staatsanleihe der Eidgenossenschaft berechnet. Der Strike Spread beträgt 185 bps.

Der Credit Spread am *Effective Date* beträgt 164,4 bps. Steigt der Credit Spread, sinkt entsprechend der Marktwert der Referenzverbindlichkeit. Bis zu einem Credit Spread von 185 bps als dem vereinbarten Strike Spread trägt die Proteby Bank dieses Risiko selbst, sobald der Marktwert weiter sinken sollte kann sie ihre CSO ausüben und beim vorliegenden Physical Settlement die Referenzverbindlichkeit zu einem höheren Wert als dem aktuell bei einem Credit Spread von mehr als 185 bps liegenden Marktwert verkaufen.

Im Gegenzug hat die Proteby Bank für ihr Recht die Optionsprämie zu bezahlen, welche 20bps multipliziert mit dem Nominalwert der CSO beträgt.

Tritt nun ein Credit Event bei Referenzverbindlichkeit oder dem -schuldner ein, verfällt die CSO aufgrund der knock-out Klausel wertlos, d.h. sie kann von der Proteby Bank nicht mehr ausgeübt werden. Damit wird die Übertragung des Ausfallrisikos ausgeschlossen, und die CSO-Prämie fällt entsprechend niedriger aus.

b) Transaktionsbestätigung

Die ISDA bietet keine Vorlage für eine Transaktionsbestätigung einer CSO²⁰¹¹. Die folgende Bestätigung kann daher als Vorschlag einer Vorlage gesehen werden, welche auf jener der ISDA für eine Bond Option²⁰¹² sowie dem Beispiel von DAS²⁰¹³ basiert. Da keine Definitionen für die Bestätigung selbst vorhanden sind, werden vorliegend entsprechend auch deutsche Begriffe verwendet, mit Ausnahme einiger allgemein in Bestätigungen vorhanden Begriffen wie *Trade Date* oder *Effective Date* oder für welche auf die CDD abgestellt werden kann, wie z.B. *Settlement Method*. Bei einer CSO sind im Unterschied zu anderen Optionen sowie dem CDS und dem TRS spezifisch die Berechnungsweise des Credit Spreads zu vereinbaren, sowie allenfalls Mechanismen vorzusehen, sofern der Credit Spread anhand des gewählten Benchmarks in Ausnahmefällen nicht berechnet werden kann²⁰¹⁴.

1. Allgemeines		
Trade Date:	30.06.2011	
Effective Date:	01.07.2011	
Option Style:	Amerikanisch	
Option Type:	Put	
Verkäufer:	Rho Bank ²⁰¹⁵	
Käufer:	Proteby Bank ²⁰¹⁶	
Laufzeit:	2 Jahre bis und mit 30.06.2013	
Nominalwert	CHF 10 Mio.	
Strike Spread	185 bps	
Credit Spread Berechnung:	Renditedifferenz zwischen Referenzstaatsanleihe und Referenzverbindlichkeit	
Referenzverbindlichkeit:	Emittent:	Ref Industries AG
	Fälligkeit:	07.10.2021
	Coupon:	2.75%
	ISIN:	CH001xxxx

²⁰¹¹ DAS, Credit Derivatives, 28.

²⁰¹² Confirmation of OTC Bond Option Transaction.

²⁰¹³ DAS, Credit Derivatives, 26 Ex. 1.11.

²⁰¹⁴ DAS, Credit Derivatives, 28.

²⁰¹⁵ *Rho* ist der griechische Buchstabe für R (wie Risiko) und wird für den Sicherungsgeber als risikotragende Partei verwendet.

²⁰¹⁶ *Proteby* wurde als Fantasienname aus *Protection Buyer* gebildet und soll für den Sicherungsnehmer stehen.

Referenzstaatsanleihe:	Kurs: 99.40% (<i>Effective Date</i>) Emittent: Schweizerische Eidgenossenschaft Fälligkeit: 28.04.2021 Coupon: 2% ISIN: CH0111999816 Kurs: 107.68% (<i>Effective Date</i>)
2. Knock-out	
Vorzeitiges Ende:	Nach dem Eintritt eines Credit Events kann der Käufer die Option nicht mehr ausüben.
Credit Events:	Bankruptcy Failure to Pay Obligation Default Restructuring
Reference Entity Obligations:	Ref Industries AG Referenzverbindlichkeit; sowie Obligations: Category: Bond Characteristics: Listed
3. Optionsprämie	
Prämienschuldner	<i>Käufer</i> (Proteby Bank)
Prämie	20 bps x <i>Nominalwert</i>
Zahlungstermin	<i>Effective Date</i>
4. Settlement Terms	
Settlement Method:	Physical Settlement Der <i>Käufer</i> liefert dem <i>Verkäufer</i> die <i>lieferbaren Verbindlichkeiten</i> mit einem Nennwert entsprechend dem <i>Nominalwert</i> , gegen Bezahlung des <i>Kaufpreises</i> durch den <i>Verkäufer</i>
Voraussetzung:	Ausübungserklärung durch den <i>Käufer</i> während der <i>Laufzeit</i>
Lieferbare Verbindlichkeit:	<i>Referenzverbindlichkeit</i> im <i>Nominalwert</i> der CSO
Kaufpreis:	Anhand des <i>Strike Spread</i> zum Zeitpunkt der Ausübung zu berechnen.

2. Ex nunc Auflösung bei Mangel im Begründungsakt

Die Erörterung der Frage, ob bei einem Mangel im Begründungsakt die CSO-Prämie *pro rata* bis zur beidseitigen Kenntnis des Mangels geschuldet ist – der Vertrag folglich wie bei Dauerschuldverhältnissen üblich *ex nunc* aufgelöst wird – soll auf folgendem Sachverhalt basieren:

Die CSO sei auf Seiten der Proteby Bank als CSO-Käuferin von einem Mitarbeiter abgeschlossen worden, welcher die entsprechende Vollmacht nicht besass. Die bei Vertragsschluss geschuldete Prämie wurde durch die Rho Bank mit einer eigenen Schuld verrechnet. Drei Monate nach Vertragsschluss wurde die Proteby Bank auf diese Transaktion aufmerksam und teile der Rho Bank mit, dass sie den Vertrag nicht genehmige und die Prämie zurückfordere. Die Rho Bank dagegen fordere eine *pro rata* Prämie für die vergangenen drei Monate.

Der Vertretene wird bei einer wie vorliegend vollmachtlosen Stellvertretung durch den Vertrag nicht gebunden (Art. 38 OR). Der Vertrag befindet sich in einem Schwebezustand, bis er durch den Vertretenen genehmigt wird oder dieser die Genehmigung verweigert²⁰¹⁷. Die Nichtgenehmigung führt zur Ungültigkeit des Vertrages und allenfalls zur Rückabwicklung bereits erbrachter Leistungen; diese sind grundsätzlich nach dem Bereicherungsrecht zurückzufordern, da sie ohne jeden gültigen Grund geleistet wurden^{2018 2019}. Andere Regeln gelten dabei jedoch nach h.L. für Dauerschuldverhältnisse, da eine Rückabwicklung sich als unpraktisch und vom Ergebnis her als unbefriedigend erweist²⁰²⁰.

Eine Rückabwicklung der vorliegenden CSO würde die Parteien so stellen, wie wenn nie ein Vertrag abgeschlossen worden wäre bzw. erfüllt worden wäre. Diese Wiederherstellung ist grundsätzlich möglich, da mit der vorliegend vertretenen Ablehnung der Gefahrtragung sowie der

²⁰¹⁷ Statt vieler BK-ZÄCH, N 33, 36 zu Art. 38.

²⁰¹⁸ Art. 39 Abs. 3, 62 Abs. 2 OR.

²⁰¹⁹ BK-ZÄCH, N 14 zu Art. 39. In der Literatur werden jedoch nur jene Fälle angeführt, in welchen der Dritte bereits Leistungen erbracht hat. Die Fälle, in welchen der Vertretene Leistungen erbringt sind sicherlich weniger zahlreich, bei grossen Unternehmen ist dies jedoch nicht auszuschliessen. U.U. kann jedoch in der Leistung eine Genehmigung gesehen werden. *In casu* soll angenommen werden, dass die Leistung keine Genehmigung darstelle.

²⁰²⁰ Siehe Nachweise oben in Fn. 666.

Einräumung eines Rechts als Leistungen²⁰²¹ noch keine Leistungen erbracht wurden. Bleibt zu prüfen, inwiefern sie auch sachgerecht ist.

Ab dem Beginn der Laufzeit der CSO muss der Verkäufer, *in casu* die Rho Bank, damit rechnen, dass der Käufer die Option ausübt. Bei einem wie vorliegend vereinbarten Physical Settlement wäre dies theoretisch immer möglich, selbst wenn der aktuelle Credit Spread kleiner als der Strike Spread wäre. Grundsätzlich ist eine Ausübung für den Käufer jedoch nur sinnvoll, wenn der Strike Spread unter dem Credit Spread liegt. Diese Veränderung des Credit Spreads wäre seit Vertragsschluss bis zur Mitteilung der Nichtgenehmigung grundsätzlich möglich gewesen.

Wird nun hypothetisch davon ausgegangen, dass sich der Credit Spread in dieser Zeit tatsächlich dementsprechend entwickelt hätte und über den Strike Spread gestiegen wäre, würde sich die Rechtslage folgendermassen präsentieren: Mangels Vollmacht ist zwar der Vertrag unwirksam, jedoch kann der Vertretene diesen mit Wirkung *ex tunc* genehmigen²⁰²². Dagegen ist der Dritte, vorliegend die Rho Bank, gem. Art. 38 Abs. 2 OR gebunden und muss sich die Genehmigung gefallenlassen²⁰²³. In dieser Konstellation wäre vernünftigerweise davon auszugehen, dass die Proteby Bank den Vertrag genehmigt, da sie die Referenzverbindlichkeit zu einem deren Marktwert übersteigenden Verkaufspreis an die Rho Bank verkaufen könnte.

Somit ist festzustellen, dass die Rho Bank in der bereits verstrichenen Zeit das Risiko getragen hat, ihre Ausgleichsleistung zu erbringen – *in casu* die Referenzverbindlichkeit zu einem ungünstigen Preis zu kaufen. Insofern wäre es unbefriedigend, den Vertrag im Falle der Nichtgenehmigung *ex tunc* dahinfallen zu lassen, sollte eine andere Entwicklung stattgefunden haben. Denn die Risikotragung durch die Rho Bank lässt sich wie gezeigt nicht rückgängig machen. Daran ändert auch nicht, dass Risikotragung keine rechtliche Leistung²⁰²⁴ und die typische Hauptleistungspflicht der CSO nicht als Dauerschuld²⁰²⁵ zu betrachten ist. Denn immerhin führt die Risikotragung dazu, dass während dieser Zeit die Rho Bank ihre Hauptleistung u.U. zu erbringen hatte, ohne selbst einen Einfluss darauf auszuüben. Folglich kann auch nicht davon ausgegangen werden, dass die

²⁰²¹ Siehe dazu oben 2:II.4.a)bb)1) (S. 134); 2:II.4.a)bb)3) (S. 137).

²⁰²² GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1382.

²⁰²³ GAUCH/SCHLUEP/SCHMID, OR AT, Nr. 1383.

²⁰²⁴ Siehe dazu oben 2:II.4.a)bb)1) (S. 134).

²⁰²⁵ Siehe dazu oben 2:V.3.b) (S. 261).

Risikotragung für die Proteby Bank ohne Interesse war, was einer Kündigung *ex nunc* entgegenstehen kann²⁰²⁶.

Die Gegenleistung der Risikotragung ist die Prämienzahlung des Sicherungsnehmers, wobei vorliegend nur eine einmalige Prämie vereinbart wurde. Deren Umfang berechnet sich jedoch u.a. auch anhand der maximalen Laufzeit der Option. Eine Anpassung an eine andere Laufzeit ist daher ohne weiteres möglich.

Der in der Struktur des Vertrages liegende Zweck der CSO der Risikoübertragung und der damit einhergehende wirtschaftliche Effekt der Risikotragung durch den Verkäufer rechtfertigt es bzw. erzwingt es geradezu, diesen im vorliegenden Fall den Dauerschuldverhältnissen zumindest gleichzustellen; nach der vorliegend vertretenen Ansicht ist mithin aus diesen Gründen der Zweck des Risikotransfers als Dauerschuldverhältnisse konstituierendes Dauerelement und der CDS somit als Dauerschuldverhältnis aufzufassen²⁰²⁷. Damit gilt, dass für die Dauer bis zur Mitteilung durch die Proteby Bank ein gültiger Vertrag vorgelegen hat, welcher durch ausserordentliche Kündigung *ex nunc* zu beenden ist²⁰²⁸. Die CSO Prämie ist folglich *pro rata* zu berechnen und zu bezahlen, der übrige Teil kann entsprechend zurückgefordert werden.

3. Reduktion von Eigenmittelanforderungen

Gem. Art. 47 Abs. 1 lit. c ERV können Kreditderivate als risikomindernde Massnahmen berücksichtigt werden. Nach Abs. 2 hat die Bank auf Verlangen den Nachweis zu erbringen, dass die Absicherung in den betroffenen Rechtsordnungen durchsetzbar ist und nach Abs. 3 die Präzisierungen der FINMA zu beachten. Für grundlegende Ausführungen zur Anerkennung von Reduktionen ist auf die Ausführungen im 3. Teil zu verweisen²⁰²⁹.

Die Präzisierungen der FINMA²⁰³⁰ sind grundsätzlich auf CDS zugeschnitten und vermögen z.B. auch ein TRS ohne Credit Event Klausel

²⁰²⁶ Vgl. BUCHER, OR AT, 385.

²⁰²⁷ Siehe dazu auch oben 2:V.3.b) (S. 261).

²⁰²⁸ Siehe dazu oben 2:II.1.b)bb)2) (S. 110).

²⁰²⁹ 3:II.2.b)bb)1) (S. 281).

²⁰³⁰ FINMA-RS 08/19 Kreditrisiken Banken, Rz. 204 ff.; siehe dazu z.B. beim CDS oben I.8.a) (S. 369).

nicht zu erfassen²⁰³¹. Dasselbe gilt für die CSO, für welche das Rundschreiben in Rz. 233 explizit festlegt, dass sie nicht anerkannt werden kann²⁰³². Eine Definition der CSO ist nicht vorhanden, womit auf Praxis und Lehre abzustellen ist²⁰³³. Beim Anwendungssachverhalt handelt es sich um eine CSO, welche damit auch eine CSO im vorliegenden Sinn ist.

²⁰³¹ Siehe oben II.3.b) (S. 389).

²⁰³² Siehe dazu sowie entsprechender Kritik oben 3:II.2.b)bb)1) (S. 281) *i.f.*

²⁰³³ Siehe dazu oben 3:II.2.a) (S. 278).

IV. Rechtsstreitigkeiten

1. Deutsche Bank AG v. Ambac Credit Products LLC²⁰³⁴

a) Sachverhalt

Die Deutsche Bank (DB) hatte als Sicherungsnehmerin mit der Ambac Credit Products (ACP) als Sicherungsgeberin einen als Triplets Transaction bezeichneten Credit Default Swap abgeschlossen, welcher auf den 1999 ISDA Credit Derivatives Definitions basierte²⁰³⁵. Basiswert war ein Portfolio von 60 Referenzschuldern und –verbindlichkeiten. Die vereinbarte Laufzeit betrug 5 Jahre und konnte auch durch Eintritt eines Credit Events bei einem der Referenzschuldner nicht frühzeitig beendet werden.

Die Solutia Inc. war eine Referenzschuldnerin und hatte während der Laufzeit Konkurs angemeldet. DB hatte ACP daraufhin die nötigen Mitteilungen zukommen lassen und das Lieferdatum für das Physical Settlement wurde auf den 4.02. 2004 festgesetzt. DB diente ACP die Anleihen erst am 4.03.2004 an, woraufhin diese die Zahlung des Kaufpreises verweigerte.

b) Urteil

Die Transaktion wurde vom Gericht als Art eines Kreditderivates genannt Credit Default Swap (CDS) qualifiziert. Das Gericht führte aus, dass Kreditderivate ähnlich wie Versicherungspolice seien und dem Inhaber von Unternehmensanleihen oder anderen Wertpapieren einen Schutz gegen Abstufungen der Kreditwürdigkeit (*downgrade in the credit*) der emittierenden Unternehmen bieten würden. Zu beurteilen hatte es die Frage, wann DB der Beklagten ACP die fraglichen Anleihen zu liefern hatte²⁰³⁶.

Im Anwendungsbereich der für diese Transaktion geltenden 1999 ISDA Credit Derivatives Definitions, welche « [...] *set out a highly detailed, carefully choreographed set of procedures to be followed if the reference entity experiences a credit event.*»²⁰³⁷ vertrat das Gericht die Ansicht, dass die Lieferung bis spätestens fünf Arbeitstage nach dem festgelegten Lieferdatum zu erfolgen hatte. Dieser für die Lieferung vorgesehene Zeitplan sowie die entsprechen-

²⁰³⁴ Deutsche Bank AG v. Ambac Credit Products LLC and Ambac Assurance Corporation, 2006 WL 1867497 (S.D.N.Y. 2006).

²⁰³⁵ Siehe zum Sachverhalt a.a.O. 4–7.

²⁰³⁶ A.a.O. Ziff. 1.

²⁰³⁷ A.a.O. 3.

den Parteiwillen wurden als genügend erwiesen erachtet, um die Annahmeverweigerung bei einer verspäteten Lieferung nicht als Vertragsbruch zu qualifizieren²⁰³⁸ und damit sämtliche von DB vorgebrachten Klagegründe abzuweisen²⁰³⁹.

2. Aon Financial Products v. Société Générale²⁰⁴⁰

a) Sachverhalt

Aon Financial Products und Aon Corporation (Aon) hatten als Sicherungsnehmer mit der Société Général (SG) als Sicherungsgeberin am 08.03.1999 einen CDS abgeschlossen. Als Referenzschuldner wurde die «*Republic of Philippines and any successors*» und als Referenzverbindlichkeit eine Staatsanleihe der Philippinen bezeichnet, der Nominalwert betrug \$ 10 Mio. und als Credit Events wurden u.a. *Failure to Pay* und *Sovereign Event* vereinbart.

Aon hatte am 04.02.1999 bereits einen CDS als Sicherungsgeber mit Bear Stearns International Limited (BSIL) als Sicherungsnehmer abgeschlossen, dessen Nominalwert betrug ebenfalls \$ 10 Mio. Referenzschuldner war eine philippinische, staatliche Versicherungsagentur (*Government Service Insurance System [GSIS]*)²⁰⁴¹. Als Credit Event vereinbarten die Parteien ein *Failure to Pay*. Unter diesem CDS war ein zahlungsauslösender Credit Event eingetreten²⁰⁴².

b) Urteil

Das Gericht hatte insbesondere die Frage zu entscheiden, ob die Weigerung von GSIS, ihre Zahlungsverpflichtungen anzuerkennen, einen Credit Event im CDS zwischen Aon und SG begründete.

Im Rahmen der Prüfung, ob der fragliche Sachverhalt einen *Sovereign Event* darstellte, stellte das Gericht auf den exakten Wortlaut der Definition von *Sovereign Event* ab. Dabei sei ein *Sovereign Event* «[...] after redacting

²⁰³⁸ A.a.O. 9 ff.

²⁰³⁹ A.a.O. 17.

²⁰⁴⁰ AON Financial Products, Inc. v. Société Générale, 476 F.3d 90 (C.A.2 (N.Y.) 2007); siehe auch die Urteilsbesprechung von MILLS, GLFDLR 2007/4, 1 ff.

²⁰⁴¹ Gem. AON Financial Products, Inc. v. Société Générale, 2005 WL 427535 (S.D.N.Y.), 1: «[...] a Philippine government entity, [...]». Dieses CDS war Gegenstand von *Ursa Minor Ltd. v. Aon Financial Products, Inc.*, 2000 WL 1010278 (S.D.N.Y.); siehe für eine weitere Zusammenfassung z.B. ZEREY in ZEREY (Hrsg.), *Finanzderivate*, § 7 N 147 f.

²⁰⁴² AON Financial Products, Inc. v. Société Générale, 476 F.3d 90 (C.A.2 (N.Y.) 2007), 92.

inapplicable language, the Aon/SG CDS Contract provides that an event is a <Sovereign Event> if it is <a condition ... created by or result[ing] from any act or failure to act by the government of [the Republic of Philippines and any Successors] or any agency or regulatory authority [thereof] ... that has the effect of ... causing a failure to honour any obligation relating to ... any obligation issued by the government of [the Republic of Philippines]>»²⁰⁴³.

Während die Vorinstanz – der United States District Court, S.D. New York²⁰⁴⁴ – aufgrund dieser Definition in der Weigerung von GSIS einen *Sovereign Event* sah, betrachtete der United States Court of Appeals das Versagen von GSIS, zu bezahlen, zwar als Versagen zu Handeln oder ein Ereignis, jedoch nicht als Bedingung, wie es die Definition verlange²⁰⁴⁵.

Des weiteren prüfte das Gericht das Vorliegen eines *Failure to Pay Credit Events*. Im Rahmen dieser Prüfung ging es insbesondere darum, ob GSIS als Referenzschuldner des in Frage stehenden CDS gelte. Da als Referenzschuldner die Parteien nur die «*Republic of Philippines and any successors*» bezeichneten, entschied das Gericht, dass sich die Parteien damit nicht auf die von der ISDA verwendete Definition von *Sovereign* abstützten; wollten die Parteien die Definition von *Sovereign* in die Definition des Referenzschuldners miteinbeziehen, so erwarte das Gericht, dass dieser Terminus von den Parteien am massgeblichen Ort des Vertrages auch gebraucht werde²⁰⁴⁶. Das Gericht entschied unter Bezugnahme auf philippinisches Recht, dass GSIS nicht die *Republic of Philippines* sei.

Die Vorinstanz stellte ferner fest, «*[t]he clear intent of the parties was that Societe Generale would guarantee payment to Aon and AFP on the condition that they become liable to BSIL upon the occurrence of a Credit Event.*»²⁰⁴⁷ Auch dieser Feststellung schloss sich das Appellationsgericht nicht an: es gebe keinen Grund anzunehmen, dass das zu Aon übertragene Risiko präzise dem Risiko entspreche, welches diese an SG übertragen habe. Das übertragene Risiko werde durch die Bestimmungen jedes CDS unabhängig voneinander defi-

²⁰⁴³ AON Financial Products, Inc. v. Société Générale, 476 F.3d 90 (C.A.2 (N.Y.) 2007), 97.

²⁰⁴⁴ Siehe AON Financial Products, Inc. v. Société Générale, 2005 WL 427535 (S.D.N.Y.), 5.

²⁰⁴⁵ AON Financial Products, Inc. v. Société Générale, 476 F.3d 90 (C.A.2 (N.Y.) 2007), 97: «*GSIS's failure to pay on the Surety Bond may well have been a failure to act, or an event, but surely it was not a <condition>».*

²⁰⁴⁶ A.a.O. 100.

²⁰⁴⁷ AON Financial Products, Inc. v. Société Générale, 2005 WL 427535 (S.D.N.Y.), 1.

niert²⁰⁴⁸. Es anerkannte jedoch grundsätzlich die Absicht von Aon, mittels des CDS mit SG sein eigenes Risiko zu reduzieren²⁰⁴⁹.

Im Zusammenhang mit der Tatsache, dass die Verbindlichkeit von GSIS durch die Philippinen garantiert wurde, verweist das Gericht darauf, dass ein Credit Event vor dem Ende der Laufzeit eintreten müsse und das vereinbarte Laufzeitende der 31.03.2000 gewesen sei. Da Aon aber erst am 03.04.2000 der Regierung der Philippinen eine Nachricht habe zukommen lassen und jene nicht vor dem 14.04.2000 den Abruf von Aon abgelehnt habe, kann diese Ablehnung der Verantwortlichkeit durch die Regierung der Philippinen keinen Credit Event mehr begründen²⁰⁵⁰.

Ferner äusserte sich das Gericht auch zur *Credit Event Notice*, mit welcher Aon die Zahlung von SG auszulösen hatte. Diese müsse gemäss Vertrag unwiderrufbar sein, als was sie *in casu* jedoch nicht gelten konnte, und damit ebenfalls nicht geeignet war, die Zahlung auszulösen²⁰⁵¹. Die Prüfung der Gültigkeit der Mitteilung wurde erst nach derjenigen nach der Frage, ob ein Credit Event eingetreten sei, vorgenommen. Dies lässt den Schluss zu, dass das Gericht der Mitteilung nicht zwingend eine derart absolute Bedeutung zumisst²⁰⁵².

3. Merrill Lynch International v. XL Capital Assurance Inc.²⁰⁵³

a) Sachverhalt

Merrill Lynch International (MLI) schloss als Sicherungsnehmer zwischen dem 25.01. und 10.08.2007 insgesamt sieben Credit Default Swaps mit XL Capital Assurance Inc. (XLCA) als Sicherungsgeber²⁰⁵⁴ ab. Inhalt jedes der sieben CDS war die Absicherung gegen den Ausfall der A-2 Tranche einer CDO, wobei sieben verschiedene CDOs mit jeweils ihrer A-2 Tranche betroffen waren. Insgesamt betrug der Nominalwert der CDS \$ 3,1 Mia. Ferner wurde vereinbart, dass MLI die Stimmrechte der abgesicherten

²⁰⁴⁸ AON Financial Products, Inc. v. Société Générale, 476 F.3d 90 (C.A.2 (N.Y.) 2007), 96, 99.

²⁰⁴⁹ A.a.O. 93.

²⁰⁵⁰ A.a.O. 102.

²⁰⁵¹ A.a.O. 103.

²⁰⁵² Siehe Bemerkungen oben in Fn. 1131.

²⁰⁵³ Merrill Lynch International v. XL Capital Assurance Inc., 564 F.Supp.2d 298 (S.D.N.Y. 2008.).

²⁰⁵⁴ Gegenpartei als Sicherungsgeber waren jeweils ein zu diesem Zweck gebildeten Trust, für welche XLCA als Treuhänder waltete: a.a.O. 300 Fn. 1.

Tranchen und teilweise zusätzlich der A-1 Tranchen²⁰⁵⁵ nur mit schriftlicher Zustimmung von XLCA ausüben²⁰⁵⁶. Sollte MLI die Stimmrechte nicht in Übereinstimmung mit dem Willen von XLCA auszuüben, konnte der jeweilige CDS von XLCA beendet werden.

Am 29.08.2007 schloss MLI sechs weitere Credit Default Swaps über die A-1 Tranchen von sechs der sieben CDOs ab, mit welchen bereits CDS über die A-2 Tranchen mit XLCA abgeschlossen wurden. Vertragspartner waren LaCrosse Financial Products, LLC als Sicherungsgeber und MBIA Insurance Corporation (MBIA) als sog. *Financial Guarantor*. Die genauen vertraglichen Strukturen gehen aus dem Urteil nicht hervor, das Gericht bezeichnet diese Credit Default Swaps als «MBIA swaps». Vertragsinhalt dieser CDS war u.a., dass die Stimmrechte nur auf schriftliche Weisung von MBIA ausgeübt werden dürfen, diese jedoch anerkenne, dass MLI neben diesen CDS weitere Verträge über den Erwerb von Kreditschutz in Bezug auf die Referenzverbindlichkeiten abschliessen darf oder abgeschlossen hat, und aus diesen fließende Pflichten mit den Pflichten aus den CDS mit MBIA kollidieren können. MBIA hatte jedoch die Möglichkeit, die Beendigung des CDS zu erklären, sollte MLI die Stimmrechte nicht weisungsgemäss ausüben können. MLI hielt sowohl die A-1 wie auch die A-2 Tranchen der abgesicherten CDO.

XLCA sah ihre Rechte aus den sechs CDS durch den Abschluss der weiteren CDS mit MBIA gefährdet und erklärte die Beendigung der betroffenen CDS, da MLI die Stimmrechte nicht mehr wie vereinbart nur mit Zustimmung von XLCA ausüben könne, damit einen antizipierten Vertragsbruch begangen und ein zusätzliches Beendigungsereignis ausgelöst habe. Das siebte CDS wurde mit der Begründung beendet, dass MLI nicht bestätigt habe, die von diesem CDS betroffenen Stimmrechte nicht auch «übertragen» zu haben und das Schweigen von MLI ein Beweis dafür darstelle, dass sie dies getan habe.

²⁰⁵⁵ Bei fünf CDS wurden zusätzlich die Stimmrechte der nicht abgesicherten Tranche A-1 übertragen.

²⁰⁵⁶ Nach den jeweiligen Verträgen gilt als *Additional Termination Event* (u.a.) «... (ii) the failure by Party A[MLI] to exercise any Voting Rights or to cause one or more beneficial owners of the Applicable Percentage of the Outstanding Principal Balance of the Reference Obligation to exercise any Voting Rights, or than the Retained Rights, solely in accordance with the written instructions of Party B[XLCA]...», a.a.O. 301 (Hervorhebungen durch Verfasser weggelassen).

Am 19.03.2008 hat MLI eine Klage auf Feststellung eingeleitet, dass XLCA durch die sieben CDS weiterhin gebunden bleibe und die Beendigungsmitteilungen wirkungslos seien.

b) Urteil

Der United States Court of Appeals, Second Circuit, hatte die Frage zu beurteilen, ob MLI durch den Abschluss weiterer CDS mit MBIA ihre vertraglichen Verpflichtungen gegenüber MLI gefährdet hatte.

Das Gericht führte aus, dass MLI an XLCA die Stimmrechte nicht in unbedingter Weise eingeräumt habe, sondern XLCA MLI im Falle eines *Defaults* Schutz gewähre, und MLI (im Gegenzug) XLCA durch die Möglichkeit zur Ausübung der Stimmrechte die Kontrolle über gewisse Faktoren gebe, welche das Risiko eines *Defaults* betreffen. Falls MLI die Stimmrechte nicht gemäss den Weisungen ausüben sollte, würde ein zusätzliches Beendigungsereignis ausgelöst, wobei MLI den Schutz verlieren würde und eine zusätzliche Zahlung zu leisten hätte²⁰⁵⁷. Dies ergebe sich aus dem klaren Wortlaut des Vertrages und mache auch in Bezug auf die gesamte Struktur Sinn, da die abgeschlossenen CDS sehr ungewöhnlich in Bezug auf die Einräumung der Stimmrechte auch über jene der Tranche A-1, welche nicht abgesichert wurden, sei. Dadurch sei XLCA zusätzlich geschützt worden.

Ferner werde im CDS mit MBIA vereinbart, dass wenn MLI die Stimmrechte nicht gemäss den Weisungen von MBIA ausübe, weil diese mit anderen Verpflichtungen kollidieren, MBIA die Beendigung erklären dürfe. Aus dem Nichtvorhandensein einer solchen Vereinbarung in den CDS mit XLCA ergebe sich, wenn überhaupt, dass MLI beabsichtigte, im Falle eines Konflikts sich an die Vereinbarung mit XLCA zu halten²⁰⁵⁸.

Aus den beiden Verträgen ergebe sich ferner, dass MLI vollständig in der Lage blieb, die Stimmrechte gemäss den Weisungen von XLCA auszuüben. Würde MLI dies tun, könnte in den MBIA CDS ein Beendigungsereignis ausgelöst werden. Jedoch bleib die Wahl, das Beendigungsereignis auszulösen, bei MLI²⁰⁵⁹.

²⁰⁵⁷ A.a.O. 303 f.

²⁰⁵⁸ A.a.O. 304.

²⁰⁵⁹ A.a.O. 305.

Das Gericht urteilte aufgrund dieser Überlegungen, dass XLCA keine Grundlage für die Beendigung der sechs CDS besass, und damit auch keinen für die Beendigung des siebten CDS²⁰⁶⁰.

4. VCG Special Opportunities Master Fund Ltd. v. Citibank N.A.²⁰⁶¹

a) Sachverhalt

VCG Special Opportunities Master Fund Ltd. (VCG) hatte einen CDS-Vertrag mit Citibank N.A. (Citibank) abgeschlossen, in welchem VCG als Sicherungsgeber eines CDO's auftrat²⁰⁶². Der Vertrag wird hauptsächlich vom 2002 ISDA Master Agreement, dem 1994 ISDA Credit Support Annex, den 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions, dem ISDA Standard Terms Supplement for a Credit Derivative Transaction on Collateralized Debt Obligation with Pay-As-You-Go or Physical Settlement (CDS on CDO Terms)²⁰⁶³ sowie der Transaktionsbestätigung beherrscht. Vereinbart wurden mehrere Credit Events (als *Floating Amount Event* bezeichnet), unter anderem *Writedown* und *Implied Writedown*. Dieser wird im Standard Term Supplement CDS on CDO umschrieben und ist spezifisch auf CDO als Referenzverbindlichkeiten zugeschnitten: «*Implied Writedown Amount*» means, (i) if the Underlying Instruments do not provide for writedowns, applied losses, principal deficiencies or realized losses as described in (i) of the definition of *Writedown* to occur in respect of the Reference Obligation, on any Reference Obligation Payment Date, an amount determined by the Calculation Agent [...]»²⁰⁶⁴.

Ferner vereinbarten die Parteien, dass VCG Sicherheiten zu leisten habe. Eine dieser Sicherheiten war zu Beginn der Transaktion geschuldet. Im Laufe der Transaktion verlangte Citibank zusätzliche Sicherheiten, welche von VCG geleistet wurden.

²⁰⁶⁰ A.a.O. 307.

²⁰⁶¹ VCG Special Opportunities Master Fund Ltd. v. Citibank, N.A., 594 F.Supp.2d 334 (S.D.N.Y. 2008).

²⁰⁶² A.a.O. 337.

²⁰⁶³ Abrufbar unter <www.isda.org/publications/isdacredit-deri-def-sup-comm.aspx#rc> unter «CDS on CDO Documentation».

²⁰⁶⁴ A.a.O. 339.

b) Urteil

Umstritten war unter anderem, ob ein sog. *Implied Writedown* Credit Event eingetreten sei²⁰⁶⁵. Das Gericht vertrat die Ansicht, dass eine Abschreibung bei der Referenzverbindlichkeit nicht vorgesehen sei, und verwarf die Ansicht von VCG, dass eine Abschreibung auf den Sicherheiten des CDO selbst einer Abschreibung der herausgegebenen Class B Notes entsprach. Es entschied, dass damit der vereinbarte Fall eintrete, dass die Entscheidung über die Höhe des *Implied Writedown* Betrages von Citibank in der Funktion als *Calculation Agent* vorzunehmen sei, was diese anhand der vorgegebenen mathematischen Berechnungen richtig getan habe²⁰⁶⁶.

Ferner machte VCG geltend, dass Citibank nicht zusätzliche Sicherheiten verlangen durfte²⁰⁶⁷. Das Gericht ging einerseits davon aus, dass diese zusätzlichen Sicherheiten vereinbart waren und der diese Sicherheiten regelnde Credit Support Annex in der Bestätigung als anwendbar erklärt wurde, ferner VCG die Geltendmachung dieser Vertragsverletzung, sofern es eine sei, aufgrund der tatsächlichen Leistung der Sicherheiten verwirkt habe. Und schliesslich sehe der Vertrag selbst Schlichtungsregeln vor, nach welchen VCG zuerst hätte vorgehen müssen²⁰⁶⁸.

VCG machte alternativ u.a. einen Vertragsrücktritt aufgrund einer eigenen Fehleinschätzung des genauen Vertragsinhalts des CDS (bezogen auf die Sicherheitsleistungen, welche während der Vertragslaufzeit allenfalls zu erbringen waren) geltend. Dies wurde abgelehnt, da die Sprache des von der Fehleinschätzung betroffenen Credit Support Annex klar, VCG ein erfahrener Hedge Fund und das mangelhafte Verständnis dieses CDS nur auf eine Nachlässigkeit von Seiten VCG zurückzuführen sei²⁰⁶⁹.

²⁰⁶⁵ A.a.O. 338, 340.

²⁰⁶⁶ A.a.O. p 341 f.

²⁰⁶⁷ A.a.O. p 342.

²⁰⁶⁸ A.a.O. p 342 f.

²⁰⁶⁹ A.a.O. p 344.

ZUSAMMENFASSUNG

Erster Teil: Kreditderivate im Finanzmarkt

Kreditderivate haben zu anderen Instrumenten auf dem Finanzmarkt zahlreiche Verbindungen. Aus finanzökonomischer Sicht werden sie den derivativen Finanzinstrumenten zugerechnet und als Instrumente des Risikotransfers sind sie Bestandteil eines Systems von verschiedenen Instrumenten und Risikotransfermöglichkeiten. Deren Begriffe sind jedoch häufig nicht klar umfasst und eine Zuordnung einzelner Instrumente zeitigt mithin aus diesem Grund keine unmittelbaren Wirkungen.

Als Grundtypen von Kreditderivaten wurden der Credit Default Swap (CDS), der Total Return Swap (TRS) sowie die Credit Spread Option (CSO) bestimmt. Diese weisen ungedeckte (unfunded) Strukturen auf, d.h. bei der Aktualisierung des Risikos hat die risikoübernehmende Partei eine Ausgleichsleistung zu erbringen. Diese kann als Cash oder Physical Settlement ausgestaltet werden. In sog. gedeckte (funded) Strukturen wie Credit Linked Notes, synthetische Asset Backed Securities (ABS) und Collateralised Debt Obligations (CDO) werden jeweils die Grundtypen von Kreditderivaten, in der Praxis insbesondere CDS, eingebettet.

Gegenstand des Risikotransfers ist das Kreditrisiko. Dieses lässt sich grundsätzlich in Ausfall- und Bonitätsänderungsrisiken aufteilen. Als Ursprung des für Kreditderivate vorliegend als relevant betrachteten Kreditrisikos sind Finanzierungsverträge zu sehen, welche sich dadurch auszeichnen, dass der Kapitalgeber durch einen Zins entschädigt wird. An dieses Kreditrisiko können Kreditderivate auf verschiedenen Arten anknüpfen:

Die Total Return Perspektive beinhaltet sämtliche Risiken einer (Kredit-)Position, neben Kreditrisiken auch Marktrisiken. Sie umfasst sämtliche Erträge sowie Wertveränderungen einer Position. An den Total Return knüpft z.B. der TRS an.

Auf das Ausfallrisiko beziehen sich sog. Credit Events als Umschreibung von Ereignissen wie eine Zahlungsunfähigkeit oder Insolvenz, welche der Aktualisierung des Ausfallrisikos gleichgesetzt werden können. Angeknüpft wird an die Credit Events z.B. durch den CDS; auch die CSO kann in der

knock-out Variante an Credit Events anknüpfen, jedoch negativ als damit das so definierte Risiko nicht übertragen wird.

Sowohl Ausfall- als auch Bonitätsänderungsrisiken können durch den Credit Spread erfasst werden. Dieser stellt darauf ab, dass der Kapitalgeber bei kreditrisikosensitiven Positionen für das Kreditrisiko im Zinssatz entschädigt wird. Gleichzeitig umfasst der Zins auch das risikolose Zurverfügungstellen von Kapital – mithin werden auch kreditrisikolose Positionen mit einem Zins entschädigt. Der Credit Spread umfasst nun diese Renditedifferenzen zwischen kreditrisikosensitiven und -losen Positionen. An den Credit Spread schliesslich knüpft die CSO an, wobei bei der knock-out Variante kein Ausfallrisiko übertragen wird.

Durch Bezugnahme auf eine dieser Erfassungsmöglichkeiten kann das Kreditrisiko übertragen werden. Kreditrisikotransfer ist nicht gleichbedeutend mit der Absicherung als Motiv und setzt nicht zwingend eine gleichlaufende Risikoentlastung auf der einen sowie -belastung auf der anderen Seite voraus.

Zweiter Teil: Kreditderivate im Vertragsrecht

Kreditrisiko ist ein dem Vertragsrecht ein unbekannter Gegenstand und seine Übertragung ein grundsätzlich unbekannter Vorgang. Deren vertragsrechtliche Erfassung hat unter einer Rückbesinnung auf vertragsrechtliche Grundsätze zu erfolgen. Das Kreditrisiko als Gegenstand von Kreditderivaten definiert sich einzig im vertraglichen Rahmen durch entsprechende Strukturierungen von Zahlungsströmen. Diese sind dann auch als die einzigen Leistungspflichten aufzufassen.

Der Risikotransfer ist nur Vertragszweck, welcher im Rahmen der Auslegung beachtlich wird und nach der vorliegenden Ansicht auch im Rahmen der Qualifikation als Dauerschuldverhältnis hinzugezogen werden soll. Unter Beachtung der Vertragsfreiheit sind zu einschränkende Qualifikationen zu vermeiden. So ist der CDS gegenüber dem Versicherungsvertrag abzugrenzen und die Art der Abwicklung als Cash oder Physical Settlement ihren wirtschaftlichen Hintergründen sowie dem Vertragszweck folgend im Rahmen der Qualifikation nicht überzubewerten.

Die einzelnen Kreditderivate sind auf diesen Grundsätzen aufbauend jeweils als Innominatverträge sui generis zu qualifizieren. Sie weisen zwar untereinander wie auch mit derivativen Finanzinstrumenten im Allgemeinen einige

Gemeinsamkeiten auf. So sind sie aus vertraglicher Sicht den derivativen Finanzinstrumenten zuzurechnen; vertragsrechtlich ist diese Zuordnung jedoch mangels einer Dogmatik für derivative Finanzinstrumente vorerst ohne grosse Bedeutung.

Weitere Gemeinsamkeiten liegen in der vorliegend als vertragstypenübergreifenden Qualifikation bezeichneten Zuordnung. Im durch Kreditderivate bewirkten Risikotransfer liegt zugleich ihr Zweck. Risikotransfer findet über einen Zeitraum hin statt, was sich auch in der nach Zeitabschnitten bemessenen Gegenleistung zeigt. Dieser dauernde Zweck reicht aus, um Kreditderivate als Dauerschuldverhältnisse zu qualifizieren. Ferner sind sie synallagmatische Verträge und unterliegen *de lege lata* bei nachgewiesener Spielartigkeit im Einzelfall dem Differenzeinwand.

Im Rahmen der vertragsrechtlichen Qualifikation sind Kreditderivate voneinander abzugrenzen. Das massgebende Unterscheidungskriterium liegt in verschiedenen Arten der Anknüpfung an das zu übertragende Kreditrisiko begründet, aus welchem sich die jeweilige Strukturierung der verschiedenen Zahlungsströme eines einzelnen Instrumentes ergibt. So ist aufgrund der ähnlichen Anknüpfung die CSO auch als eine derivative Option zu qualifizieren; als Vertragstypus ist diese von anderen Optionsverträgen wie insbesondere von Kaufrechtsverträgen abzugrenzen. Denn während Kaufrechtsverträge auf die Wirkung eines vollkommenen zweiseitigen Kaufvertrages abzielen, fällt bei der derivativen Option die Ausgleichsleistung in der Regel zugunsten des Optionskäufers aus – worin der Zweck der derivativen Option liegt.

Beim CDS handelt es sich dagegen wie beim TRS um einen bisher unbekanntem Vertragstypus: Der CDS räumt dem Sicherungsnehmer gegen die Leistung einer periodischen Prämienzahlung ein durch einen Credit Event bedingtes Recht zur Forderung einer Ausgleichszahlung ein oder beinhaltet einen durch diesen bedingten, unvollkommenen Kaufvertrag, aus welchem den Sicherungsnehmer nur eine Obliegenheit zur Lieferung trifft.

Der TRS verpflichtet beide Parteien gleichermassen. Die Weiterleitung der Erträge ist eine jeweils neu entstehende Schuld, deren Umfang anhand der tatsächlich vom Referenzschuldner geleisteten Zahlungen berechnet wird, während die Prämie des Sicherungsgeber jeweils pro rata temporis entsteht. Die Wertveränderungsausgleichspflicht kann als einmalige oder periodische Differenzzahlung oder als zum Ende der Laufzeit hin aufgeschobener Kaufvertrag vereinbart werden. Kaufgegenstand sowie Kaufpreis wurden diesfalls bereits bei Vertragsschluss festgelegt.

Die CSO als derivative Option räumt dem Optionskäufer das Optionsrecht ein, während der Laufzeit vom Verkäufer eine anhand des vereinbarten Strike Spreads zu berechnende Ausgleichsleistung zu fordern. Diese ist durch die Ausübung als Wollensbedingung bedingt ausgestaltet und kann je nach Ausgestaltung der CSO in einer Ausgleichszahlung (Cash Settlement) oder dem Kauf oder Verkauf der Referenzverbindlichkeit (Physical Settlement) bestehen.

Dritter Teil: Kreditderivate im Aufsichtsrecht

Ein Engagement in Kreditderivaten begründet per se keine Bewilligungspflicht. Sie sind insbesondere weder ein Bankgeschäft noch stellen sie eine Versicherungstätigkeit dar. CDS und TRS weisen überdies keine Effektenqualität auf, wogegen die CSO wie eine derivative Option grundsätzlich handelbar ist und damit zumindest die Eignung aufweist, eine Effekte i.S. des BEHG zu sein.

Aufsichtsrechtlich erfasst werden Kreditderivate im Rahmen ihres Einsatzes durch bereits einer Aufsicht unterstellten Unternehmen oder durch die Anlagevehikel der kollektiven Kapitalanlage.

Für Banken bestehen Regelungen zur Erfassung von Kreditderivaten im Rahmen der Eigenmittel- und Risikoverteilungsvorschriften. Einschränkungen betreffend ein Engagement selbst bestehen jedoch keine. Dagegen dürfen Versicherungen Kreditderivate aufgrund deren Charakters als versicherungsfremde Tätigkeiten nur im Rahmen der Kapitalanlage einsetzen, wobei auch in diesem Rahmen starke Einschränkungen bestehen.

Insgesamt ist festzustellen, dass die Erfassung oder den Einsatz von Kreditderivaten bei Banken und Versicherungen regelnden gesetzlichen Grundlagen auf mehreren Ebenen verbesserungsfähig sind. So ist die Kohärenz zwischen verschiedenen Gesetzesstufen inklusive der jeweiligen Rundschreiben wie auch im Vergleich zu den entsprechenden Vorschriften zum Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten mangelhaft.

Bei der kollektiven Kapitalanlage entscheidet sich die Zulässigkeit des Einsatzes von Kreditderivaten in erster Linie nach dem Anlagevehikel sowie allenfalls der individuellen Anlagepolitik. Ausgeschlossen sind Kreditderivate für Immobilienfonds, beschränkt zugelassen werden sie bei den Effektenfonds und den übrigen Fonds für traditionelle Anlagen, keine oder kaum Einschränkungen bestehen für die übrigen Fonds für alternative Anlagen sowie den geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen.

Jedoch sind auf begrifflicher Ebene die Vorschriften nicht immer eindeutig, welchem der relativ komplizierte Aufbau des kollektiven Kapitalanlagerechts auf mehreren Gesetzesstufen sowie die zahlreichen Querverweise und sinngemässen Anwendungsvorschriften innerhalb und zwischen den verschiedenen Gesetzesebenen kaum entgegenzuwirken vermag.

Vierter Teil: Ausgewählte Rechtsfragen

Der vierte Teil hat sich mit einzelne Transaktionen von Kreditderivaten sowie sich daraus ergebende Rechtsfragen und Problemstellungen bezogen. Die bei allen Grundtypen angeführten Fälle der ex nunc Auflösung bei einem Mangel im Begründungsakt dienen der Darstellung der Notwendigkeit, Kreditderivate als Dauerschuldverhältnisse zu betrachten, welche im zweiten Teil eingeflossen ist. Die ebenfalls bei sämtlichen Kreditderivaten angeführte Frage nach einer Eigenmittelentlastung bei zur Absicherung abgeschlossenen Kreditderivaten dient der detaillierten Betrachtung der entsprechenden Vorschriften des FINMA RS 08/19 Kreditrisiken Banken, welche im dritten Teil nur angesprochenen wurden. Diese sind auf die Struktur des CDS zugeschnitten. Entsprechend scheint die Absicherungswirkung eines TRS ohne Credit Event Klausel nicht anerkannt zu werden. Die Anerkennung der CSO wird durch eine expliziten Vorschrift im Rundschreiben ausgeschlossen.

Die weiteren Fälle betrafen ausschliesslich den CDS. Einige davon dienen wiederum dem zweiten Teil zu: so diejenigen Sachverhalte in Bezug zu Prämienzahlungen, der Nichtlieferung beim Physical Settlement sowie der Notice of Publicly Available Information. Demnach sind die Prämien keine Zinszahlungen, den Sicherungsnehmer trifft beim Physical Settlement nur eine Obliegenheit zur Lieferung, und die Notice of Publicly Available Information ist als Beweislastverteilungsregel zu qualifizieren.

Neben diesen wurden auch vom zweiten Teil losgelöste Rechtsfragen erörtert. Dazu zählen verschiedene Fragen mit Bezug zu den Credit Events. So ist festzuhalten, dass die Benachrichtigung des Richters durch den Verwaltungsrat wie auch die freiwillige Auflösung einer Gesellschaft durch Beschluss des Verwaltungsrates einen Credit Event Bankruptcy darstellen, ein Beschluss der Gläubigerversammlung zur Umwandlung von Anleihen in Aktien zu einem Credit Event Restructuring führt, die Einberufung der Gläubigerversammlung per se dagegen keinem Credit Event entspricht.

Schliesslich wurden auch verschiedene Fälle mit Bezug zur Moral Hazard Problematik erörtert: Wird durch den Sicherungsnehmer eine weitere Kreditgewährung verweigert, so ist dies aus vertragsrechtlicher Sicht beim CDS nur relevant, sofern diese Verweigerung gleichzeitig eine Haftung aus faktischer Organschaft begründet. Die Verhinderung von Massnahmen des Anleiherechts stellt in der Schweizer Rechtsordnung – anders als in den USA – zwar ein geringeres Problem dar, da die Massnahmen bindend sind und einen Credit Event Restructuring (sofern vereinbart) auslösen können. Dennoch ist eine Verhinderung in Einzelfällen de lege lata ohne rechtliche Konsequenzen für den Sicherungsnehmer möglich. Wenn auf der anderen Seite ein Sicherungsgeber ein Sanierungsdarlehen gewährt, welches objektiv nicht zur Rettung des Schuldners geeignet ist, so liegt eine treuwidrige Verzögerung vor, womit die Bedingung als eingetreten gilt.

Die im vierten Teil angeführten Rechtsstreitigkeiten gaben einen Einblick in die Behandlung von Kreditderivaten durch die Gerichte in New York sowie in der Praxis vorkommende Transaktionen. Dabei ist festzustellen, dass sehr stark auf den Definitionen der Standardverträge basiert wird, sowohl hinsichtlich zeitlicher Fragen wie auch insbesondere bei der Beurteilung, ob ein Credit Event vorliegt. Ferner wird vorausgesetzt, dass die eine gewisse Erfahrung aufweisende Parteien die von ihnen abgeschlossenen Verträge auch verstehen.

Von Gerichten wird richtigerweise kein Schutz gewährt, wenn erfahrene Parteien nicht verstehen (wollen), was sie tun. Die angeführten Transaktionen wie auch insgesamt die vorliegend behandelten Kreditderivate lassen sich verstehen wie auch rechtlich erfassen. Nicht Gegenstand der vorliegenden Arbeit waren de lege ferenda Fragen. Jedenfalls konnte wohl aufgezeigt werden, dass ein vollständiges Verbot über das Ziel hinausschiessen wird.

Literaturverzeichnis

Die nachfolgenden Werke werden mit dem/den in der linken Spalte genannten Nachnamen des Autors oder Herausgebers sowie einem eindeutigen Kurztitel oder bei Zeitschriften der Abkürzung der Zeitschrift und der Jahresangabe zitiert. Sofern im Zitat nicht anders angegeben wird auf die Seitenzahl verwiesen. Kommentierungen werden mit dem Kurztitel des Kommentars und dem Nachnamen des Bearbeiters zitiert.

Literatur wurde bis im Oktober 2011 berücksichtigt. Verwiesene Webseiten wurden zuletzt im Oktober 2011 besucht.

- AEPLI, VIKTOR Garantien und Bürgschaften – das Allgemeine und das Bauspezifische, in INSTITUT FÜR SCHWEIZERISCHES UND INTERNATIONALES BAURECHT (Hrsg.), Schweizerische Baurechtstagung, Freiburg 2005, S. 89–113.
- AEPLI, VIKTOR Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar) – V. Band: Obligationenrecht; Teilband V 1h: Das Erlöschen der Obligationen; Erste Lieferung: Art. 114-126 OR, hrsg. von PETER GAUCH, 3. Aufl., Zürich 1991.
- AEPLI, VIKTOR Zur Inhaltsproblematik allgemeiner Geschäftsbedingungen, dargestellt anhand vorformulierter Klauseln von Banken, ZSR 2000, S. 85–105.
- AMATO, JEFFERY D./
REMOLONA, ELI M. The Credit Spread Puzzle, in: BIS Quarterly Review December 2003, BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (Hrsg.), 2003, S. 51–63.
- AMMANN, BEAT Erscheinungsformen und Rechtsnatur der Swap- und swapähnlichen Geschäfte auf dem Kapitalmarkt (unter Berücksichtigung rechtsvergleicher Aspekte des anglo-sächsischen Rechts), Zürich 1990.
- AMONN, KURT Spiel und spielartige Verträge, in MAX GUTZWILLER/HANS HINDERLING/PAUL PIOTET/ROGER SecrÉTAN/WERNER VON STEIGER/FRANK VISCHER (Hrsg.), Schweizerisches Privatrecht, Bd VII/2, Basel/Stuttgart 1979, S. 457–477.
- AMSTUTZ, MARC/
SCHLUEP, WALTER Kommentierung zu Einl. vor Art. 184, in Basler Kommentar – Obligationenrecht I: Art. 1–529 OR, hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND, 4. Aufl., Basel 2007.
- APPENZELLER, HANSJÜRG Kommentierung zu Art. 112, 113, 115–117, in Basler Kommentar – Kollektivanlagengesetz einschliesslich Darstellung der steuerlichen Aspekte in- und ausländischer kollektiver Kapitalanlagen, hrsg. von ROLF WATTER/NEDIM PETER VOGT/RENÉ BÖSCH/François RAYROUX/CHRISTOPH WINZELER, Basel 2009.
- ASSMANN, HEINZ-DIETER/
SCHNEIDER, UWE H. (Hrsg.) Wertpapierhandelsgesetz – Kommentar, 5. Aufl., Köln 2009.
- BAKER, TOM Insurance Law and Policy – Cases, Materials, and Problems, New York 2003.
- BANZ, OLIVER Rechtsprobleme der Allfinanz – Unter besonderer Berücksichtigung des Alternativen Risiko Transfers (ART), Zürich 1999.
- BÄRTSCHI, HARALD Die rechtliche Umsetzung des Bucheffektengesetzes, AJP 2009, S. 1071–1087.
- BASEDOW, JÜRGEN Kommentierung zu §§ 305–306a, in Münchner Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 2: Schuldrecht Allgemeiner Teil; §§ 241-432, hrsg. von WOLFGANG KRÜGER, 5. Aufl., München 2007.

- BAUER, THOMAS Kommentierung zu Art. 513–529 OR, in Basler Kommentar – Obligationenrecht I: Art. 1–529 OR, hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND, 4. Aufl., Basel 2007.
- BAUER, WOLF OTTO Alternativer Risikotransfer: Finanzrückversicherung, ZVersWiss 1998, S. 555–571.
- BAUMANN, HANNES Die Folgen von Willensmängeln in Versicherungsverträgen, HAVE 2002, S. 92–99.
- BAUMANN, HORST Kommentierung zu § 1, in Bruck/Möller - Versicherungsvertragsgesetz – Grosskommentar – Erster Band: Einführung; §§ 1–32, hrsg. von HORST BAUMANN/ROLAND MICHAEL BECKMANN/KATHARINA JOHANNSEN/RALF JOHANNSEN, 9. Aufl., Berlin 2008.
- BAUMANN, MAX Kommentierung zu Vorb. zu Art. 2 und 3, Art. 2, Art. 3, in Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar) – I. Band: Einleitung – Personenrecht; 1. Tlbd: Art. 1–7 ZGB, hrsg. von PETER GAUCH/JÖRG SCHMID, 3. Aufl., Zürich 1998.
- BCBS International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework. Comprehensive Version [Basel II], Bank for International Settlements (Hrsg.), Basel 2006 (abrufbar unter <www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>)
- BCBS The Joint Forum – Credit Risk Transfer, BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (Hrsg.), Basel 2005 (abrufbar unter <www.bis.org/publ/joint13.pdf>)
- BEALE, HUGH (Hrsg.) Chitty on Contracts; Volume I: General Principles, 30. Aufl., London 2008.
- BECK, PETER Kreditderivate als Insidergeschäfte, in KOHLER/OBERMÜLLER/WITTIG (Hrsg.), Kapitalmarkt – Recht und Praxis; Gedächtnisschrift für Ulrich Bosch, o.A. 2006, S. 17–30.
- BECKER, H. Berner Kommentar – Kommentar zum schweizerischen Zivilgesetzbuch – Obligationenrecht; I. Abt.: Allgemeine Bestimmungen – Art. 1–183 2. Aufl., Bern 1945 (Nachdruck 1974).
- BECKMANN, ROLAND MICHAEL/
MATUSCHE-BECKMANN,
ANNEMARIE (Hrsg.) Versicherungsrechts-Handbuch, 2. Aufl., München 2009.
- BERG, STEFAN Kreditderivate im deutschen Privatrecht, Frankfurt a.M. et. al. 2008.
- BERTHEAU, FORTUNAT Die Haftung der Kreditgeberbank gegenüber dem Kreditnehmer. Eine Untersuchung der verschiedenen Haftungsgrundlagen unter besonderer Berücksichtigung des Krediteröffnungsvertrages, Zürich 1998.
- BERTI, STEPHEN V. Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar) – Obligationenrecht; Teilband V 1h: Das Erlöschen der Obligationen; Zweite Lieferung: Art. 127-142 OR, hrsg. von WILHELM SCHÖNENBERGER/PETER GAUCH/JÖRG SCHMID, 3. Aufl., Zürich 2002.
- BERTSCHINGER, URS Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing – «Wertpapierleihe» – Band I: Grundlagen und Analyse der Geschäftsformen, Zürich 1994.
- BINGERT, PHILIPPE/
HEINEMANN, BERNHARD Kommentierung zu Art. 4, in Basler Kommentar – Bankengesetz, hrsg. von ROLF WATTER/NEDIM PETER VOGT/THOMAS BAUER/CHRISTOPH WINZELER, Basel/Genf/München 2005.
- BIS OTC derivatives market activity in the second half of 2010, BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - MONETARY AND ECONOMIC DEPARTMENT (Hrsg.), 18.05.2011 (abrufbar unter <www.bis.org/publ/otc_hy1105.pdf>)

- BLAIR QC, MICHAEL/
WALKER, GERORGE/
PURVES, ROBERT (Hrsg.) Financial Services Law, 2. Aufl., Oxford 2009.
- BÖCKLI, PETER Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009.
- BOEMLE, MAX et al. (Hrsg.) Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, Zürich 2002.
- BOLL, CHRISTIAN Kommentierung zu Art. 48–54, 69 und 71, in Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Basler Kommentar) – Bundesgesetz über den Versicherungsvertrag (VVG), hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/ANTON K. SCHNYDER, Basel/Genf/München 2001.
- BORK, REINHARD Kommentierung zu §§ 145-156, 158-163, in J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen – Buch 1: Allgemeiner Teil, §§ 134-163 (Allgemeiner Teil 4), hrsg. von NORBERT HABERMANN, 13. Aufl. 1996 (Neubearbeitung 2003), Berlin 2003.
- BRANDT, SVEN Kreditderivate. Zentrale Aspekte innovativer Kapitalmarktprodukte, BKR 2002, S. 243–254.
- BRODA, BJÖRN M. Finanzierungsalternativen für KMU zum Bankkredit? Gewinnen hybride Finanzierungsformen (Mezzanine-Finanzierung) für KMU durch den neuen Basler Akkord weiter an Bedeutung?, ST 2003, S. 463–472.
- BRUCKNER, WILLA COHEN New York to regulate Credit Default Swaps as Insurance; SEC seeks legislative Authority to regulate Credit Default Swaps, GLFDLR 2008, 9. Ausgabe, S. 1 ff. (Westlaw pdf 28 No. 9 GLFDLR 9 ohne Seitenangaben).
- BRÜTTING, CHRISTIAN/
WEBER, NICOLAS/
HEIDENREICH, MARKUS Einsatz von Kreditderivaten durch deutsche Banken – Marktsituation, Problemfelder und Perspektiven, FB 2003, S. 754–763 (Teil 1); 867–875 (Teil 2).
- BUCHER, EUGEN Berner Kommentar – Kommentar zum schweizerischen Privatrecht – Schweizerisches Zivilgesetzbuch; Band I: Einleitung und Personenrecht; 2. Abt.: Die natürlichen Personen; 2. Tlbd.: Kommentar zu Art. 27 ZGB, hrsg. von HEINZ HAUSHEER, 3. Aufl., Bern 1993.
- BUCHER, EUGEN Der Ausschluss dispositiven Gesetzesrechts durch vertragliche Absprachen (Bemerkungen zu den Erscheinungsformen dispositiver Rechtssätze), in LA FACULTÉ DE DROIT ET DES SCIENCES ÉCONOMIQUES ET SOCIALES DE L'UNIVERSITÉ DE FRIBOURG SUISSE (Hrsg.), Mélanges en l'honneur de Henri Deschenaux, Professeur à l'Université de Fribourg, Fribourg 1977, S. 249–269.
- BUCHER, EUGEN Die verschiedenen Bedeutungsformen des Vorvertrages, in EUGEN BUCHER/PETER SALADIN (Hrsg.), Berner Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1979, Bern 1979, S. 169–195.
- BUCHER, EUGEN Hundert Jahre schweizerisches Obligationenrecht: Wo stehen wir heute im Vertragsrecht?, ZSR 1983, S. 251–383.
- BUCHER, EUGEN Kommentierung zu Einl. vor Art. 1 ff., Vorbem. zu Art. 1–40, Art. 1–10, 22, in Basler Kommentar – Obligationenrecht I: Art. 1–529 OR, hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND, 4. Aufl., Basel 2007.
- BUCHER, EUGEN Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil ohne Deliktsrecht, 2. Aufl., Zürich 1988.
- BUCHER, EUGEN Schweizerisches Obligationenrecht, Besonderer Teil, 3. Aufl., Zürich 1988.
- BURGHOF, HANS-PETER et al. (Hrsg.) Kreditderivate – Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, 2. Aufl., Stuttgart 2005.

- BURGHOF, HANS-PETER/
HENKE, SABINE/
RUDOLPH, BERND
Kreditderivate als Instrumente eines aktiven Kreditrisikomanagements, ZBB 1998, S. 277–286.
- BÜRGI, JOHANNES A./
SPANGLER, EVAN M./
KROLL, MARKUS J.
Securitisation in Switzerland: a steadily developing market, in: Global Securitisation and Structured Finance, 2006 (abrufbar unter <www.walderwyss.com/publications/383.pdf>).
- BÜRGI, WOLFHART F./
NORDMANN-ZIMMERMANN, U.
Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar) – V. Band: Obligationenrecht; 5. Teil: Die Aktiengesellschaft und die Kommanditaktiengesellschaft; b/3: Art. 739–771, hrsg. von R. BÄR ET AL., Zürich 1979.
- BÜSCHGEN, HANS EGON
Bankbetriebslehre: Bankgeschäfte und Bankmanagement, 5. Aufl., Wiesbaden 1998.
- BÜSCHGEN, HANS EGON/
BÖRNER, CHRISTOPH J.
Bankbetriebslehre, 4. Aufl., Stuttgart 2003.
- BÜSSER, ANDREAS
Einreden und Einwendungen der Bank als Garantin gegenüber dem Zahlungsanspruch des Begünstigten: eine systematische Darstellung unter besonderer Berücksichtigung des Zwecks der Bankgarantie, Freiburg 1997.
- BYSTRÖM, HANS
Credit Default Swaps and Equity Prices: The iTraxx CDS Index Market, in NIKLAS WAGNER (Hrsg.), Credit Risk – Models, Derivatives, and Management, Boca Raton/London/New York 2008, S. 69–83.
- CANARIS, CLAUS-WILHELM
Der Zinsbegriff und seine rechtliche Bedeutung, NJW 1978, S. 1891–1898.
- CARBONARA, ANTONIO
Privatautonomie und Vertragsschluss, in Vertrauen – Vertrag – Verantwortung, Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 50. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2007, S. 85–105.
- CASPER, MATTHIAS
Der Optionsvertrag, Tübingen 2005.
- CASTAGNINO, JOHN-PETER
Derivatives - The Key Principles, 3. Aufl., Oxford/New York 2009.
- CGFS
Credit risk transfer, Bank for International Settlements (Hrsg.), Basel 2003 (abrufbar unter <www.bis.org/publ/cgfs20.pdf>).
- CHALIOULIAS, PANAGIOTIS
Der swap im System aleatorischer Verträge, Baden-Baden 2007.
- CHAPLIN, GEOFF
Credit Derivatives – Trading, Investing and Risk Management, 2. Aufl., West Sussex 2010.
- CHEN, REN-RAW/
FABOZZI, FRANK J./
O’KANE, DOMINIC
The Valuation of Credit Default Swaps, in FRANK J. FABOZZI (Hrsg.), Professional Perspectives on Fixed Income Portfolio Management - Volume 4, New Jersey 2003, S. 255–279.
- CHOUDHRY, MOORAD
Fixed-Income Securities and Derivatives Handbook, Analysis and Valuation, Princeton 2005.
- CHOUDHRY, MOORAD
Some Issues in the Asset Swap Pricing of Credit Default Swaps, in FRANK J. FABOZZI (Hrsg.), Professional Perspectives on Fixed Income Portfolio Management - Volume 4, New Jersey 2003, S. 229–237.
- CHRIST, BERNHARD
Der Darlehensvertrag, in MAX GUTZWILLER/HANS HINDERLING/PAUL PIOTET/ROGER SecrÉTAN/WERNER VON STEIGER/FRANK VISCHER (Hrsg.), Schweizerisches Privatrecht, Bd VII/2, Basel/Stuttgart 1979, S. 219–276.
- CILIA, JOSEPH
Product Summary – Asset Swaps – Creating Synthetic Instruments, Federal Reserve Bank of Chicago (Hrsg.), 1996 (abrufbar unter <www.chicagofed.org/publications/capitalmarketnews/assetswp.pdf>).

- CLOUTH, PETER Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate: Produktstrukturen und Verlustrisiken. Beratung und Information durch Kreditinstitute, München 2001.
- CLOUTH, PETER/
LANG, VOKER (Hrsg.) MiFID Praktikerhandbuch – Neue Verhaltenspflichten für Banken und Sparkassen durch Gesetzgeber und Bankenaufsicht, Köln 2007.
- CONTRATTO, FRANCA Konzeptionelle Ansätze zur Regulierung von Derivaten im schweizerischen Recht. Analyse de lege lata und Vorschläge de lege ferenda unter besonderer Berücksichtigung der Anlegerinformation bei Warrants und strukturierten Produkten, Zürich/Basel/Genf 2006.
- DAENIKER, DANIEL/
WALLER, STEFAN Kommentierung zu Art. 2 lit. a-c, 3, 4, 49 BEHG, in Basler Kommentar – Börsengesetz – Finanzmarktaufsichtsgesetz – Art. 161, 161bis, 305bis und 305ter Strafgesetzbuch, hrsg. von ROLF WATTER/NEDIM PETER VOGT, 2. Aufl., Basel 2011.
- DAS, SATYAJIT Credit Derivatives – Applications, in SATYAJIT DAS (Hrsg.), Credit Derivatives And Credit Linked Notes, 2. Aufl., Singapore et al. 2000, S. 171–236.
- DAS, SATYAJIT Credit Derivatives – CDOs and Structured Credit Products, 3. Aufl., Singapore 2005.
- DAS, SATYAJIT Credit Derivatives – Products, in SATYAJIT DAS (Hrsg.), Credit Derivatives And Credit Linked Notes, 2. Aufl., Singapore et al. 2000, S. 3–68.
- DAWSON, JOHN P. et al. Contracts – Cases and Comment, 9. Aufl., New York 2008.
- DE SERVIGNY,
ARNAUD/SANDOW, SVEN Univariate Risk Assessment, in ARNAUD DE SERVIGNY/NORBERT JOBST (Hrsg.), The Handbook of Structured Finance, New York et al. 2007, S. 29-90.
- DE ZORDI, EDUARD/HAEBERLI,
DANIEL Kommentierung zu Art. 70, 71, in Basler Kommentar – Kollektivanlagen-gesetz einschliesslich Darstellung der steuerlichen Aspekte in- und ausländischer kollektiver Kapitalanlagen, hrsg. von ROLF WATTER/NEDIM PETER VOGT/RENÉ BÖSCH/FRANÇOIS RAYROUX/CHRISTOPH WINZELER, Basel 2009.
- DERLEDER, PETER/
KNOPS, KAI-OLIVER/
BAMBERGER, HEINZ GEORG (Hrsg.) Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, 2. Aufl., Berlin/Heidelberg 2009.
- DESSEMONTET, FRANÇOIS Kommentierung zu Art. 1-10 CO, art. 22 CO, in Commentaire Romand – Code des obligations I: Code des obligations art. 1–529, Loi sur le crédit à la consommation, Loi sur les voyages à forfait – Commentaire, hrsg. von LUC THÉVENOZ/FRANZ WERRO, Basel 2003.
- DOHM, JÜRGEN Bankgarantien im internationalen Handel, Bern 1985.
- DORENDORF, BETTINA Der Einsatz von Kreditderivaten bei der Kredit- und Forderungsverbriefung, in ROLAND ELLER/MARKUS HEINRICH/RENÉ PERROT/MARKUS REIF (Hrsg.), Handbuch Derivativer Instrumente. Produkte, Strategien, Risikomanagement, 3. Aufl., Stuttgart 2005, S. 61–90.
- DOYLE, JAMES/
HUDD, DAVID Drafting workshop: synthetic CDOs, IFLR 2006, S. 24–26.
- DU PASQUIER, SHELBY/
POSKRIAKOV, FEDOR Kommentierung zu Art. 98–109, in Basler Kommentar – Kollektivanlagen-gesetz einschliesslich Darstellung der steuerlichen Aspekte in- und ausländischer kollektiver Kapitalanlagen, hrsg. von ROLF WATTER/NEDIM PETER VOGT/RENÉ BÖSCH/FRANÇOIS RAYROUX/CHRISTOPH WINZELER, Basel 2009.

- DYM, STEVEN I. A Unified Approach to Interest Rate Risk and Credit Risk of Cash and Derivative Instruments, in FRANK J. FABOZZI (Hrsg.), Professional Perspectives on Fixed Income Portfolio Management - Volume 4, New Jersey 2003, S. 197–210.
- EBERL, CHRISTINA Rechtsfragen der Bankgarantie im internationalen Wirtschaftsverkehr nach deutschem und schweizerischem Recht, Baden-Baden 1992.
- EDELMAN QC, COLIN et al. The Law of Reinsurance, Oxford 2005.
- EDWARDS, STEVEN The Law of Credit Derivatives, JBL 2004, S. 617–655.
- EHRAT, FELIX R. Kommentierung zu Art. 151–163 OR, in Basler Kommentar – Obligationenrecht I: Art. 1–529 OR, hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND, 4. Aufl., Basel/Genf/München 2007.
- EMCH, URS/
RENZ, HUGO/
ARPAGAU, RETO Das Schweizerische Bankgeschäft. Das praktische Lehrbuch und Nachschlagewerk, 6. Aufl., Zürich 2004.
- EMMENEGGER, SUSAN Das Sanierungsdarlehen, in SUSAN EMMENEGGER (Hrsg.), Kreditrecht, Basel 2010, S. 153–189.
- EMMENEGGER, SUSAN Die Inanspruchnahme der Bankgarantie, in SUSAN EMMENEGGER (Hrsg.), Kreditsicherheiten, Basel 2008, S. 139–174.
- ENGEL, PIERRE Traité des obligations en droit suisse – Dispositions générales du CO, 2. Aufl., Bern 1997.
- ERNE, ROLAND Die Swapgeschäfte der Banken – Eine rechtliche Betrachtung der Finanzswaps unter besonderer Berücksichtigung des deutschen Zivil-, Börsen-, Konkurs- und Aufsichtsrechts, Berlin 1992.
- ESSEBIER, JANA/
KÜHN, PETER Die Einführung einer Pflicht zum zentralen Clearing von OTC-Derivaten, AJP 2011, S. 652–660.
- EUROPEAN CENTRAL BANK Credit Default Swaps and Counterparty Risk, August 2009, Frankfurt am Main 2009 (abrufbar unter <www.ecb.int/pub/pdf/other/creditdefaultswapsandcounterpartyrisk2009en.pdf>)
- FISCHER, LEONHARD Swapgeschäft, in WOLFGANG GERKE/MANFRED STEINER (Hrsg.), Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, Stuttgart 2001, S. 2037–2048.
- FITCH RATINGS Global Credit Derivatives Survey – Respondents Opine on Public Perceptions, Regulations, Sovereigns, and More, 15.09.2010, New York 2010
- FLEMING, PATRICK D. Credit Derivatives can create a financial incentive for Creditors to destroy a Chapter 11 Debtor: Section 1126(e) and Section 105(a) provide a Solution, ABILR 2009, S. 189–215.
- FLETCHER, WILLIAM MEADE (Hrsg.) Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, fortlaufend nachgeführt.
- FORSTMOSER, PETER/
PULVER, URS Der Optionshandel in der Schweiz, WM 1988, S. 1–14.
- FREIERMUTH, MARTIN Credit Derivatives and Financial Intermediation, St. Gallen 2000.
- FRTIZ, ENRICO/
GOTSCHEV, GEORG Kommentierung zu Art. 53–55, 57, in Basler Kommentar – Kollektivanlagen-gesetz einschliesslich Darstellung der steuerlichen Aspekte in- und ausländischer kollektiver Kapitalanlagen, hrsg. von ROLF WATTER/NEDIM PETER VOGT/RENÉ BÖSCH/François RAYROUX/CHRISTOPH WINZELER, Basel 2009.
- FUCHS, ANDREAS (Hrsg.) Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) – Kommentar, München 2009.

- FUHRER, STEPHAN Schweizerisches Privatversicherungsrecht, Zürich/Basel/Genf 2011.
- GAIER, REINHARD Kommentierung zu § 314, in Münchner Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 2: Schuldrecht Allgemeiner Teil; §§ 241-432, hrsg. von WOLFGANG KRÜGER, 5. Aufl., München 2007.
- GARNER, BRYAN A. (Hrsg.) Black's Law Dictionary, 9. Aufl., St. Paul 2009.
- GAROBBO, HANS W. Über die Rückversicherung nach schweizerischem Recht, Bern 1926.
- GAUCH, PETER Die Vertragshaftung der Banken und ihre AVB, in SUSAN EMMENEGGER (Hrsg.), Bankhaftungsrecht, Basel 2006, S. 195–225.
- GAUCH, PETER System der Beendigung von Dauerverträgen, Freiburg 1968.
- GAUCH, PETER/
SCHLUEP, WALTER RENÉ/
EMMENEGGER, SUSAN Schweizerisches Obligationenrecht: Allgemeiner Teil, ohne ausservertragliches Haftpflichtrecht – Band II, bearbeitet von Susan Emmenegger, 9. Aufl., Zürich 2008.
- GAUCH, PETER/
SCHLUEP, WALTER RENÉ/
SCHMID, JÖRG Schweizerisches Obligationenrecht: Allgemeiner Teil, ohne ausservertragliches Haftpflichtrecht – Band I, bearbeitet von Jörg Schmid, 9. Aufl., Zürich 2008.
- GAUCH, PETER/
STÖCKLI, HUBERT (Hrsg.) Kommentar zur SIA-Norm 118, Art. 1–37 (Ausgabe 1977/1991), bearbeitet von Anton Egli, Roland Hürlimann, Huber Stöckli, Zürich/Basel/Genf 2009.
- GAUVIN, ALAIN Droit des dérivés de crédit, Paris 2003.
- GERATHEWOHL, KLAUS Rückversicherung: Grundlagen und Praxis. Band I, Karlsruhe 1976.
- GEURTS, MATTHIAS Steuerliche Behandlung von Kreditderivaten, DB 2001, S. 1163–1166.
- GIGER, HANS Berner Kommentar – Kommentar zum schweizerischen Privatrecht – Band VI: Das Obligationenrecht; 2. Abt.: Die einzelnen Vertragsverhältnisse; 1. Tlbd.: Kauf und Tausch – Die Schenkung; 1. Abschnitt: Allgemeine Bestimmungen – Der Fahrniskauf; Art. 184–215 OR, hrsg. von ARTHUR MEIER-HAYOZ, Bern 1979.
- GIGER, HANS Grundsätzliches zum Einbezug Allgemeiner Geschäftsbedingungen in den Einzelvertrag, in HANS GIGER/WALTER R. SCHLUEP (Hrsg.), Allgemeine Geschäftsbedingungen in Doktrin und Praxis, Zürich 1982, S. 59–80.
- GIGER, PETER C. Der OTC Handel mit Finanzderivaten aus rechtlicher Sicht, Zürich 1998.
- GISSINGER, PIERRE La qualification juridique des dérivés de crédit, Banque Magazine 2001, S. 51–56.
- GLEESON, SIMON (Hrsg.) A Practitioner's Guide to the FSA Regulation of Investment Banking, 2. Aufl., o.A. 2006.
- GREISER, MARTIN Die Verbriefung von Versicherungsrisiken, Frankfurt am Main 2010.
- GROOTJANS, WARD/
VERWEIJ, ARMIJN The influence of financial derivatives in global commodity markets, ACCENTURE (Hrsg.), 2009 (abrufbar unter <www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture_The_Influence_of_Financial_Derivatives_in_Global_Commodity_Markets.pdf>)
- GUHL/BEARBEITER Das Schweizerische Obligationenrecht mit Einschluss des Handels und Wertpapierrechts, bearbeitet von ALFRED KOLLER/ANTON K. SCHNYDER/
JEAN NICOLAS DRUEY, 9. Aufl., Zürich 2000.
- GUPTA, JONATHAN D. Modernizing the Infrastructure for OTC Derivatives: CDS Central Counterparties and other industry initiatives to adress systemic, counterparty and operational Risks in Derivatives Trades, GLFDLR 2009, 3. Ausgabe, S. 1 ff. (Westlaw pdf 29 No. 3 GLFDLR 1 ohne Seitenangaben).

- GUTMANS, ALEXANDER Die Regel der «Erfüllungs- bzw. Nichterfüllungsfiktion» im Recht der Bedingung (Art. 156 OR), Basel/Frankfurt am Main 1995.
- HADZIMANOVIC, NATASA Auslegung und Ergänzung von Verträgen - Vertragliche Nebenpflichten im englischen und schweizerischen Recht, Zürich/Basel/Genf 2006.
- HANNEMANN, SVEN Swaps - Produktbeschreibung, Pricing und Bewertung, in ROLAND ELLER/MARKUS HEINRICH/RENÉ PERROT/MARKUS REIF (Hrsg.), Handbuch Derivativer Instrumente. Produkte, Strategien, Risikomanagement, 3. Aufl., Stuttgart 2005, S. 249–267.
- HÄUSLER, TOM Die vertraglichen Grundlagen im Bereich des Handels mit derivativen Finanzinstrumenten. Unter besonderer Berücksichtigung des Schweizer Rahmenvertrages für over the Counter (OTC) Derivate, Zürich 1996.
- HEINRICH, MARKUS Kreditderivate, in ROLAND ELLER/MARKUS HEINRICH/RENÉ PERROT/MARKUS REIF (Hrsg.), Handbuch Derivativer Instrumente. Produkte, Strategien, Risikomanagement, 3. Aufl., Stuttgart 2005, S. 33–60.
- HELLER, DANIEL/
VAUSE, NICHOLAS Expansion of central clearing, in: BIS Quarterly Review, June 2011, BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (Hrsg.), S. 67–81 (abrufbar unter <www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1106h.pdf>).
- HEMEL, DANIEL Empty Creditors and Debt Exchanges, YJR 2010, S. 159–170.
- HENDERSON, SCHUYLER K. Credit Derivatives. Part 1: The Context, JIBFL 1998, S. 332–339; Part 2: Selected Documentation Issues, JIBFL 1998, S. 399–407; Part 3: Selected Legal Issues, JIBFL 1999, S. 193–201
- HENSSLER, MARTIN Risiko als Vertragsgegenstand, Tübingen 1994.
- HERTIG, GÉRARD et al. (Hrsg.) Kommentar zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel – 1. Lieferung, Zürich 2000.
- HERZOG, NICOLAS Bemerkungen zum Problem der höchstzulässigen Dauer von Schuldverträgen, recht 2001, S. 201–213.
- HESS, MARTIN/
FRIEDRICH, ALAIN Das neue Bucheffektengesetz (BEG) - Hinweise auf Grundlagen und praktische Auswirkungen GesKR 2008, S. 98–118.
- HIGI, PETER Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar) – Obligationenrecht; Teilband V 2b: Die Leihe – Art. 305–318 OR, hrsg. von PETER GAUCH/JÖRG SCHMID, 3. Aufl., Zürich 2003.
- HIGI, PETER Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar) – Obligationenrecht; Teilband V 2b: Die Miete – Erste Lieferung: Art. 253–265 OR, hrsg. von PETER GAUCH, 3. Aufl., Zürich 1994.
- HIGI, PETER Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar) – Obligationenrecht; Teilband V 2b: Die Pacht – Art. 275–304 OR, hrsg. von PETER GAUCH/JÖRG SCHMID, 3. Aufl., Zürich 2005.
- HOLMES, ERIC MILLS/
RHODES, MARK S. Holmes's Appelman on Insurance; Volume 1: Chapters One to Four; Treatise Guide: Nature of Insurance and Insurance Litigation – Identifying Litigation Issues, 2d, St. Paul (MN) 1996.
- HONSELL, HEINRICH Kommentierung zu Art. 192–210, 217, 219, in Basler Kommentar – Obligationenrecht I: Art. 1–529 OR, hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND, 4. Aufl., Basel 2007.
- HONSELL, HEINRICH Kommentierung zu Art. 1–4, in Basler Kommentar – Zivilgesetzbuch I: Art. 1–456 ZGB, hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/THOMAS GEISER, 3. Aufl., Basel/Genf/München 2006.

- HONSELL, HEINRICH Schweizerisches Obligationenrecht – Besonderer Teil, 9. Aufl., Bern 2010.
- HOPT, KLAUS J. (Hrsg.) Vertrags- und Formularbuch zum Handels-, Gesellschafts- und Bankrecht, 3. Aufl., München 2007.
- HORAT, ROBERT Kreditderivate: Variantenreiche Finanzinstrumente mit Potenzial für die Praxis, ST 2003, S. 969–976.
- HU, HENRY T. C./BLACK, BERNARD Debt and Hybrid Decoupling: An Overview, *The M&A Lawyer* 2008, 4. Ausgabe, S. 1–10.
- HUDSON, ALASTAIR *The Law on Financial Derivatives*, 4. Aufl., London 2006.
- HUGUENIN, CLAIRE *Obligationenrecht – Allgemeiner Teil*, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2008.
- HUGUENIN, CLAIRE *Obligationenrecht – Besonderer Teil*, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2008.
- HULL, JOHN C. *Options, Futures, and other Derivatives – Global Edition*, 8. Aufl., Boston et al. 2012 (Angabe gem. Copyright, recte wohl 2011).
- HÜNERWADEL, PATRICK/
TRANCHET, MARCEL Kommentierung zu Art. 56, 61, in *Basler Kommentar – Kollektivanlagen-gesetz einschliesslich Darstellung der steuerlichen Aspekte in- und ausländischer kollektiver Kapitalanlagen*, hrsg. von ROLF WATTER/NEDIM PETER VOGT/RENÉ BÖSCH/François Rayroux/Christoph Winzeler, Basel 2009.
- HÜPKES, EVA *Regulation, Self-Regulation or Co-Regulation*, J.B.L. 2009, S. 427–446.
- HUSCHENS, STEFAN/
LOCAREK-JUNGE, HERMANN Konzeptionelle und statistische Grundlagen der portfoliiorientierten Kreditrisikomessung, in ANDREAS OEHLER (Hrsg.), *Kreditrisikomanagement – Kernbereiche, Aufsicht und Entwicklungstendenzen*, 2. Aufl., Stuttgart 2002, S. 89–114.
- HUTTER, STEPHAN/
KAULAMO, KATJA/
PLEPELITS, MARC O. Die Verwendung von Total Return Equity Swaps bei feindlichen Übernahmen – Eine Analyse nach deutschem und US-amerikanischem Wertpapier- und Übernahmerecht, in STEPHAN HUTTER/THEODOR BAUMS (Hrsg.), *Gedächtnisschrift für Michael Gruson*, Berlin 2009, S. 213–246.
- J.P. MORGAN *The J.P. Morgan Guide to Credit Derivatives*, Risk Publications (Hrsg.), 1999 (abrufbar unter <www.investinginbonds.com/assets/files/Intro_to_Credit_Derivatives.pdf>, Zitierweise: ch. [...] S. [Seite im PDF])
- JÄGGI, PETER Kommentierung zu Vorbemerkungen vor Art. 1 OR, Kommentar zu den Art. 1–17 OR, in *Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar) – V. Band: Obligationenrecht; Teilband V 1a: Allgemeine Einleitung, Vorbemerkungen vor Art. 1 OR, Kommentar zu den Art. 1-17 OR*, hrsg. von WILHELM SCHÖNENBERGER/PETER JÄGGI, 3. Aufl., Zürich 1973.
- JÄGGI, PETER/
GAUCH, PETER *Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar) – V. Band: Obligationenrecht; Teilband V 1b: Kommentar zu Art. 18 OR*, hrsg. von PETER GAUCH, 3. Aufl., Zürich 1980.
- JAHN, UWE Die Finanzkrise und ihre rechtlichen Auswirkungen auf Rahmenverträge über OTC-Derivategeschäfte, *BKR* 2009, S. 25–28.
- JAKEWAYS, JOHN *The Legal Nature of Credit Derivatives*, in ALASTAIR HUDSON (Hrsg.), *Credit Derivatives: Law, Regulation and Accounting Issues*, London 1999, S. 47–63.
- JAMES, SIMON *The Law of Derivatives*, London/Hong Kong 1999.
- JEANDIN, NICOLAS Kommentierung zu Art. 120-126 CO, art. 513-515a CO, in *Commentaire Romand – Code des obligations I: Code des obligations art. 1–529, Loi sur le crédit à la consommation, Loi sur les voyages à forfait – Commentaire*, hrsg. von LUC THÉVENOZ/Franz Werro, Basel 2003.

- JUURIKALA, OSKARI Credit default swaps and insurance: against the Potts opinion, JIBLR 2011, S. 128–135.
- KAUFMAN, DAVID H./
TRAPANI, DAVID A. Credit Derivatives: Recent Regulatory Developments in the United States, GLFDLR 2009, 6. Ausgabe, S. 1–13.
- KEETON, ROBERT E./
WIDISS, ALAN I. Insurance Law, A Guide to Fundamental Principles, Legal Doctrines, and Commercial Practices, Student Edition – an abridgement of Keeton and Widiss' «Insurance Law, A Guide to Fundamental Principles, Legal Doctrines, and Commercial Practices, Practitioner's Edition», St. Paul (MN) 1988.
- KELLER, MAX/
SIEHR, KURT Kaufrecht. Kaufrecht des OR und Wiener UN-Kaufrecht, 3. Aufl., Zürich 1995.
- KELLER, STEFAN Die Gefahrtragungsregeln im Obligationenrecht, AJP 2003, S. 1152–1168.
- KIM, KIWON Legal Problems of Credit Derivatives, Frankfurt am Main 2008.
- KLEINER, BEAT Bankgarantie. Die Garantie unter besonderer Berücksichtigung des Bankgarantiegeschäftes, 4. Aufl., Zürich 1990.
- KOENIG, WILLY Der Versicherungsvertrag, in MAX GUTZWILLER/HANS HINDERLING/PAUL PIOTET/ROGER SecrÉTAN/WERNER VON STEIGER/FRANK VISCHER (Hrsg.), Schweizerisches Privatrecht, Bd VII/2, Basel/Stuttgart 1979, S. 479–730.
- KOENIG, WILLY Schweizerisches Privatversicherungsrecht. System des Versicherungsvertrages und der einzelnen Versicherungsarten, 3. Aufl., Bern 1967.
- KOLLER, ALFRED Kommentierung zu Art. 184–191, 211–215, 220–221, in Basler Kommentar – Obligationenrecht I: Art. 1–529 OR, hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND, 4. Aufl., Basel 2007.
- KOLLER, ALFRED Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil – Handbuch des allgemeinen Schuldrechts ohne Deliktsrecht, 3. Aufl., Bern 2009.
- KOLLER, THOMAS Einmal mehr: das Bundesgericht und seine verdeckte AGB-Inhaltskontrolle, AJP 2008, S. 943–953.
- KOLLER, THOMAS Fragen zum Recht der Allgemeinen Geschäftsbedingungen - dargestellt anhand einer Deckungsausschlussklausel in der Betriebshaftpflichtversicherung, recht 1999, S. 43–62.
- KRAMER, ERNST A. Kommentierung zu Einleitung, § 241 Abs. 1, § 241 a, in Münchner Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Band 2: Schuldrecht Allgemeiner Teil; §§ 241–432, hrsg. von WOLFGANG KRÜGER, 5. Aufl., München 2007.
- KRAMER, ERNST A. Berner Kommentar – Kommentar zum schweizerischen Privatrecht – Band VI: Das Obligationenrecht; 1. Abt.: Allgemeine Bestimmungen; 2. Tlbd. Utlbd. 1a: Inhalt des Vertrages – Kommentar zu Art. 19–22 OR, hrsg. von ARTHUR MEIER-HAYOZ, Bern 1991.
- KRAMER, ERNST A. Kommentierung zu Allg. Einl. in das schweizerische Obligationenrecht und Kommentar zu Art. 1 und 2 OR (1. Lieferung 1980); Art. 18 OR (4. Lieferung 1985), in Berner Kommentar – Kommentar zum schweizerischen Privatrecht – Band VI: Das Obligationenrecht; 1. Abt.: Allgemeine Bestimmungen; 1. Tlbd.: Allgemeine Einleitung in das schweizerische Obligationenrecht und Kommentar zu Art. 1–18 OR, hrsg. von ARTHUR MEIER-HAYOZ, Bern 1986.
- KRÄMER, LUTZ Finanzswaps und Swapderivate in der Bankpraxis: Eine zivil-, AGB- und aufsichtsrechtliche Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung der Kautelarpraxis, Berlin et al. 1999.

- KROLL, MARKUS J./
BÜRGI, JOHANNES A./
SAUTER, ULRICH C. Securitisation in der Schweiz, FStR 2002, S. 251–266.
- KUHN, MORITZ W. Privatversicherungsrecht – Unter Mitberücksichtigung des Haftpflicht- und des Aufsichtsrechts, hrsg. von R. LUKA MÜLLER-STUDER/MARTIN K. ECKERT, 3. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2010.
- KUHN, MORITZ/
MÜLLER-STUDER, R. LUKA/
ECKERT, MARTIN KARL Privatversicherungsrecht – Unter Mitberücksichtigung des Haftpflicht- und des Aufsichtsrechts, 2. Aufl., Zürich 2002.
- KULPA, ANDREW M. Minimal Deterrence: The Market Impact, Legal Fallout, and Impending Regulation of Credit Default Swaps, JLEP 2009, S. 291–312.
- KUMMER, MAX Kommentierung zu Art. 8-10 ZGB, in Berner Kommentar – Kommentar zum schweizerischen Zivilrecht – Band I: Einleitung und Personenrecht; Einleitung – Artikel 1–10 ZGB, hrsg. von HEINZ BECKER, Bern 1962.
- KÜMPEL, SIEGFRIED Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., Köln 2004.
- LEDRUT, ELISABETH/
UPPER, CHRISTIAN Changing post-trading arrangements for OTC derivatives, in: BIS Quarterly Review, December 2007, S. 83–95 (abrufbar unter <www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0712i.pdf>).
- LEE, GARY S./ENGEL, G. LARRY The New Variables for the Coming Recession: Credit Default Swaps, in TODD C. MEYERS/GARY S. LEE/LARRY ENGEL/HARLEY J. GOLDSTEIN/ROBERT KUGLER/RANIERO D'AVERSA JR (Hrsg.), Bankruptcy Restructuring Strategies: Leading Lawyers on Evaluating Bankruptcy Alternatives, Protecting the Client, and Developing Negotiation Strategies, Egan 2008, S. 1–13.
- LEU, DANIEL Vertragstreue in Zeiten des Wandels – Die clausula rebus sic stantibus und das Kriterium der Vorhersehbarkeit, in Vertrauen – Vertrag – Verantwortung, Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 50. Geburtstag, Zürich/Basel/Genf 2007, S. 107–125.
- LEU, URS Kommentierung zu Art. 68–90, in Basler Kommentar – Obligationenrecht I: Art. 1–529 OR, hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND, 4. Aufl., Basel 2007.
- LIPTON, ALEXANDER/
RENNIE, ANDREW (Hrsg.) The Oxford Handbook of Credit Derivatives, New York 2011.
- LIVER, PETER Das Eigentum, in MAX GUTZWILLER/HANS HINDERLING/PAUL PIOTET/ROGER SECRÉTAN/WERNER VON STEIGER/FRANK VISCHER (Hrsg.), Schweizerisches Privatrecht, Bd V/1, Basel/Stuttgart 1977, S. 1–401.
- LOMBARDINI, CARLO Droit Bancaire Suisse, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2008.
- LOOSCHELDERS, DIRK Kommentierung zu EGVVG; Internationales Versicherungsvertragsrecht; VVG § 1; VVG §§ 81–83, in Münchner Kommentar zum Versicherungsvertragsgesetz – Band 1: Systematische Darstellungen – Erläuterungen zum EGVVG – §§ 1–99, hrsg. von THEO LANGHEID/MANFRED WANDT, München 2010.
- LORETAN, MICHAEL Der Swapvertrag. Phänomenologische und vertragsrechtliche Aspekte des Swapvertrages, Zürich 1996.
- LUPI THOMANN, MELANIE Die Anwendung des Konsumkreditgesetzes auf Miet-, Kauf- und Leasingverträge, Zürich/Basel/Genf 2003.
- MATHIEU, PIERRE/
D'HÉROUVILLE, PATRICK Les Dérivés de Crédit. Une nouvelle gestion du risque de crédit, Paris 1998.

- MAURENBRECHER, BENEDIKT Das Darlehen als Dauerschuldverhältnis – Zugleich eine Besprechung von BGE 128 III 428 ff. («Fiat Lux») recht 2003, S. 180–192.
- MAURENBRECHER, BENEDIKT Das verzinsliche Darlehen im schweizerischen Recht. Dogmatische Grundlagen und praktische Konsequenzen, Bern 1995.
- MAURER, ALFRED Schweizerisches Privatversicherungsrecht, 3. Aufl., Bern 1995.
- MEIER-HAYOZ, ARTHUR/
VON DER CRONE, HANS CASPAR Wertpapierrecht, 2. Aufl., Bern 2000.
- MERRILL LYNCH Credit Derivatives Handbook 2006 - Vol. 1: A Guide to Single-Name and Index CDS Products, 14.02.2006)
- MERRILL LYNCH Credit Derivatives Handbook 2006 - Vol. 2: A Guide to the Exotics Credit Derivatives Market, 14.02.2006)
- MERZ, HANS Kommentierung zu Art. 2 ZGB, in Berner Kommentar – Kommentar zum schweizerischen Zivilrecht – Band I: Einleitung und Personenrecht; Einleitung – Artikel 1–10 ZGB, hrsg. von ARTHUR MEIER-HAYOZ, Nachdruck Ausgabe 1962, Bern 1966.
- MERZ, HANS Schweizerisches Privatrecht, Bd. VI/1, hrsg. von CHRISTOPH VON GREYERZ et al., Basel 1984.
- MILLS, CHARLES R. 2nd Circuit: Credit Default Swap Terms must be strictly construed, GLFDLR 2007, 4. Ausgabe, S. 1 ff. (Westlaw pdf 27 No. 4 GLFDLR 1 ohne Seitenangaben).
- MUGASHA, AGASHA The Law of Multi-Bank Financing – Syndicated Loans and the Secondary Market, Oxford/New York 2007.
- MÜLLER-MÖHL, ERNST/
LEE, ERHARD Optionen und Futures. Grundlagen und Strategien für das Termingeschäft in der Schweiz, in Deutschland und Österreich. Überarbeitet von Erhard Lee, 5. Aufl., Zürich 2002.
- NEBEL, ROLF Kommentierung zu Art. 100–104, in Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Basler Kommentar) – Bundesgesetz über den Versicherungsvertrag (VVG), hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/ANTON K. SCHNYDER, Basel/Genf/München 2001.
- NOBEL, PETER Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 3. Aufl., Bern 2010.
- NONNENMACHER, DIRK JENS/
BRASCH, HANS-JÜRGEN Kreditderivate, in WOLFGANG GERKE/MANFRED STEINER (Hrsg.), Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, Stuttgart 2001, S. 1386–1400.
- NORDEN, LARS Kreditderivate zwischen Kapitalmarkt und bankbetrieblicher Verwendung, Mannheim 2004.
- O'CONNELL, ED/
BOGGIANO, KRISTIN Understanding Isda's credit derivative rules, IFLR 2003, S. 23–26.
- OETKER, HARTMUT Das Dauerschuldverhältnis und seine Beendigung – Bestandesaufnahme und kritische Würdigung einer tradierten Figur der Schuldrechtsdogmatik, Tübingen 1994.
- OETKER, HARTMUT/
MAULTZSCH, FELIX Vertragliche Schuldverhältnisse, 3. Aufl. 2007.
- O'KANE, DOMINIC Credit Derivatives Explained: Market, Products and Regulations, in: Structured Credit Research March 2001, LEHMAN BROTHERS INTERNATIONAL (EUROPE) (Hrsg.), 2001 (abrufbar unter <www.investinginbonds.com/assets/files/LehmanCredDerivs.pdf>).

- O'KANE, DOMINIC Introduction to Default Swaps, in: Analytical Research Series, LEHMAN BROTHERS (Hrsg.), 2000)
- O'KANE, DOMINIC/
TURNBULL, STUART Valuation of Credit Default Swaps, in: Quantitative Credit Research April 2003, Lehman Brothers Inc. (Hrsg.), (abrufbar unter <www.brokerbase.eu/credit-derivatives/cds.pdf>).
- PACKER, FRANK/
ZHU, HAIBIN Contractual terms and CDS pricing, in: BIS Quarterly Review March 2005, S. 89–100 (abrufbar unter <www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0503h.pdf>).
- PAPE, ULRICH/
SCHLECKER, MATTHIAS Berechnung des Credit Spreads, FB 2008, S. 658–665.
- PARKER, EDMUND Credit Derivatives: Documenting and Understanding Credit Derivative Products, London 2007.
- PETER, HANSJÖRG Das bedingte Geschäft – Seine Pendency im römischen und im schweizerischen Privatrecht – Mit Bemerkungen zum genehmigungsbedürftigen Geschäft im römischen Recht, Zürich 1994.
- PFENNINGER, MARKUS Kommentierung zu Art. 2, 6, 20–23, 30–32, in Basler Kommentar – Kollektivanlagengesetz einschliesslich Darstellung der steuerlichen Aspekte in- und ausländischer kollektiver Kapitalanlagen, hrsg. von ROLF WATTER/NEDIM PETER VOGT/RENÉ BÖSCH/François RAYROUX/CHRISTOPH WINZELER, Basel 2009.
- PICHONNAZ, PASCAL Kommentierung zu Art. 127–142 CO, Art. 151–157 CO, in Commentaire Romand – Code des obligations I: Code des obligations art. 1–529, Loi sur le crédit à la consommation, Loi sur les voyages à forfait – Commentaire, hrsg. von LUC THÉVENOZ/Franz WERRO, Basel 2003.
- PLETSCHER, CHRISTIAN Steigende Firmeninsolvenzen - Wenn Debitoren zum Risiko werden, TREX 2009, S. 298–300.
- POHL, WOLFGANG Kreditderivate: Finanzinnovationen im Zeitalter des Euro, DZW 1998, S. 309–316.
- PRÖLSS, JÜRGEN Kommentierung zu Teil I: Vorbem. I–III, V; VVG §§ 1–32, 81, 86, nach § 216, in Versicherungsvertragsgesetz - Kommentar zu VVG, EGVVG mit Rom I-VO, VVG-InfoV und Vermittlerrecht sowie Kommentierung wichtiger Versicherungsbedingungen, hrsg. von CHRISTIAN ARMBRÜSTER et. al., 28. Aufl., München 2010.
- PRÖLSS/BEARBEITER Prölls - Versicherungsaufsichtsgesetz mit Europäischem Gemeinschaftsrecht und Recht der Bundesländer, hrsg. von HELMUT KOLLHOSSER, 12. Aufl., München 2005.
- PULVER, URS Börsenmässige Optionsgeschäfte – Auftrag und Abwicklung, Zürich 1987.
- PULVER, URS Derivatgeschäfte als Rechtsgeschäfte, in PETER NOBEL (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 1996, Bd. 4.
- RACICOT, FRANÇOIS-ÉRIC/
THÉORET, RAYMOND A Unified Approach to the Theory of Default Risk and Credit Derivatives, in GREG N. GREGORIOU/PAUL U. ALI (Hrsg.), The Credit Derivatives Handbook – Global Perspectives, Innovations, and Market Drivers, New York et al. 2008, S. 143–181.
- REINER, GÜNTER Derivative Finanzinstrumente im Recht, Baden-Baden 2002.
- REINER, GÜNTER/
SCHACHT, JOHANN A. Credit Default Swaps und verbrieft Kreditforderungen in der Finanzmarktkrise - Bemerkungen zum Wesen verbindlicher und unverbindlicher Risikoverträge, WM 2010, S. 337–346 (Teil 1), S. 385–395 (Teil II)

- RESOVAC, OLIVER Credit Linked Notes, in ROLAND ELLER (Hrsg.), Handbuch strukturierte Kapitalmarktprodukte. Konstruktion, Pricing und Risikomanagement, Stuttgart 1999, S. 231–244.
- RICHA, ALEXANDRE Pension de titres (repos) et autres cessions temporaires, Genf/Zürich/Basel 2008.
- RIEGER, MARC OLIVER Optionen, Derivate und strukturierte Produkte – Ein Praxisbuch, Stuttgart 2009.
- ROBERTO, VITO Die Haftung der Bank als Kreditgeberin, in SUSAN EMMENEGGER (Hrsg.), Bankhaftungsrecht, Basel 2006, S. 93–140.
- RUDOLPH, BERND/SCHÄFER,
KLAUS Derivative Finanzmarktinstrumente – Eine anwendungsbezogene Einführung in Märkte, Strategien und Bewertung, 2. Aufl., Berlin/Heidelberg 2010.
- RUSS, LEE R./SEGALLA,
THOMAS F. Couch on Insurance, 3. Aufl., o.A. 1997.
- SARBACH, MARTIN Vertragsrechtliche Folgen der betrügerischen Begründung des Versicherungsanspruchs gemäss Art. 40 VVG – Gedanken zu Natur und Wirkung der Vertragsauflösung aus aktuellem Anlass, recht 2006, S. 180–185.
- SCHAAL, CHRISTIAN Risikotransfer durch Katastrophenanleihen – Eine rechtsvergleichende Untersuchung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben für die Verbriefung von Versicherungsrisiken in der Schweiz, der Europäischen Union und in Deutschland, Zürich et al. 2010.
- SCHAER, ROLAND Modernes Versicherungsrecht – Das Privatversicherungsrecht und seine Schnittstellen zum Sozialversicherungs- und Haftpflichtrecht, Bern 2007.
- SCHÄRER, HEINZ/
MAURENBRECHER, BENEDIKT Kommentierung zu Art. 305–318, in Basler Kommentar – Obligationenrecht I: Art. 1–529 OR, hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND, 4. Aufl., Basel 2007.
- SCHENKER, FRANZ Kommentierung zu Art. 626–649, 776–780, 832–838, in Basler Kommentar – Obligationenrecht II: Art. 530–1186 OR, hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND, 3. Aufl., Basel 2008.
- SCHENKER, URS Möglichkeiten zur privatrechtlichen Sanierung von Aktiengesellschaften, SJZ 2009, S. 485–497.
- SCHIMANSKY, HERBERT/
BUNTE, HERMANN-JOSEF/
LWOWSKI, HANS-JÜRGEN
(Hrsg.) Bankrechts-Handbuch, 2 Bde, 3. Aufl., München 2007.
- SCHMID, JÖRG/STÖCKLI,
HUBERT Schweizerisches Obligationenrecht Besonderer Teil, Zürich/Basel/Genf 2010.
- SCHMIDLIN, BRUNO Kommentierung zu Art. 3–10 OR (2. Lieferung 1985); Art. 11–17 OR (3. Lieferung 1986), in Berner Kommentar – Kommentar zum schweizerischen Privatrecht – Band VI: Das Obligationenrecht; 1. Abt.: Allgemeine Bestimmungen; 1. Tlbd.: Allgemeine Einleitung in das schweizerische Obligationenrecht und Kommentar zu Art. 1–18 OR, hrsg. von ARTHUR MEIER-HAYOZ, Bern 1986.
- SCHNYDER, ANTON K. Internationale Versicherungsaufsicht zwischen Kollisionsrecht und Wirtschaftsrecht – Projektstudie I zum Internationalen Wirtschaftsrecht, Tübingen 1989.
- SCHÖNLE, HERBERT Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar) –

- V. Band: Obligationenrecht; Teilband V 2a: Kauf und Schenkung; Erste Lieferung: Art. 184-191 OR, hrsg. von PETER GAUCH, 3. Aufl., Zürich 1993.
- SCHÖNLE, HERBERT/HIGI, PETER
Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar) – V. Band: Obligationenrecht; Teilband V 2a: Kauf und Schenkung; Zweite Lieferung: Art. 192–204 OR, hrsg. von WILHELM SCHÖNENBERGER/PETER GAUCH/JÖRG SCHMID, 3. Aufl., Zürich 2005.
- SCHRANER, MARIUS
Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch (Zürcher Kommentar) – Obligationenrecht; Teilband V1e: Die Erfüllung der Obligationen – Art. 68–96 OR, hrsg. von PETER GAUCH/JÖRG SCHMID, 3. Aufl., Zürich 2000.
- SCHUMACHER, RAINER
Vertragsgestaltung – Systemtechnik für die Praxis, Zürich 2004.
- SCHWARK, EBERHARD
Der Börsentermin- und Differenzeinwand im Optionsscheinhandel, WM 1988, S. 921–929.
- SCHWARTZ, ROBERT F.
Risk Distribution in the Capital Markets: Credit Default Swaps, Insurance and a Theory of Demarcation, JCFL 2007, S. 167–202.
- SCHWENNICKE, ANDREAS/AUERBACH, DIRK (Hrsg.)
Kreditwesengesetz (KWG) – Kommentar, München 2009.
- SCHWENZER, INGEBORG
Schweizerisches Obligationenrecht – Allgemeiner Teil, 5. Aufl., Bern 2009.
- SCHWINTOWSKI, HANS-PETER
Berliner Kommentar zum Versicherungsvertragsgesetz: Kommentar zum deutschen und österreichischen VVG, hrsg. von HEINRICH HONSELL, Berlin/Heidelberg 1999.
- SHANN, JONATHAN
ART for cats - Alternative risk transfer and the capital markets, JIBL 2000, 1. Ausgabe, S. 4–10.
- SHIREN, NICK/DAMIANOVA, ASSIA
Derivatives issues to consider at the outset of a restructuring, JIBFL 2010, S. 418–420.
- SIEVERS, MAREN
Kreditderivate – Gestaltungsmöglichkeiten, bankenaufsichtsrechtliche Behandlung und der Handel mittelständischer Kreditrisiken, Baden-Baden 2009.
- SÖHNER, CHRISTIAN
Der Rückversicherungsvertrag, ein synallagmatisches Vertragsverhältnis, SVZ 1999, S. 131–139.
- SPIELER, CHRISTIAN
Kreditderivate – Eine Einführung, in ROLAND ELLER (Hrsg.), Handbuch Strukturierte Kapitalmarktprodukte, Stuttgart 1999, S. 205–227.
- STAUB, CHRISTIAN
Kreditrisikotransfer – schweizerisches Aufsichtsrecht im Wandel, Zürich 2009.
- STÄUBLI, CHRISTOPH
Kommentierung zu Art. 736–747, 821–826, 911–913, in Basler Kommentar – Obligationenrecht II: Art. 530–1186 OR, hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND, 3. Aufl., Basel 2008.
- STEINMANN, CHRISTIAN/REUTTER, THOMAS U.
Kommentierung zu Art. 1157–1186 OR, in Basler Kommentar – Obligationenrecht II, Art. 530–1186 OR, hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/ROLF WATTER, 3. Aufl., Basel 2008.
- STÖCKLI, HUBERT
Das Synallagma im Vertragsrecht: Begründung – Abwicklung – Störungen, Zürich 2008.
- STOESSEL, GERHARD
Kommentierung zu Allg. Einleitung und Art. 1–3, in Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht (Basler Kommentar) – Bundesgesetz über den Versicherungsvertrag (VVG), hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/ANTON K. SCHNYDER, Basel/Genf/München 2001.

- STREIFF, MATTHIAS Von der formellen und der materiellen Beendigung des Rückversicherungsvertrages, Zürich 2000.
- STUDER, BENNO Kommentierung zu Art. 218, 275–304, in Basler Kommentar – Obligationenrecht I: Art. 1–529 OR, hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND, 4. Aufl., Basel 2007.
- SULZER, STEFAN ROBERT Zweckstörungen im schweizerischen Vertragsrecht, Zürich 2002.
- SUNDARESAN, SURESH Fixed Income Markets and Their Derivatives, 3. Aufl., Amsterdam et al. 2009.
- SZCZESNY, ALEXANDER Optionsscheine, Zertifikate und strukturierte Produkte, hrsg. von HSBC TRINKAUS & BURKHARDT KGAA, o.A. 2005.
- TERCIER, PIERRE/
FAVRE, PASCAL G. (Hrsg.) Les contrats spéciaux, 4. Aufl., Genf/Zürich/Basel 2009.
- TRAFKOWSKI, UWE Kreditderivate und Versicherungsderivate als Risikotransferverträge, Frankfurt am Main 2009.
- TREITEL, GUENTER The Law of Contract, 11. Aufl., London 2003.
- TRÜCK, STEFAN/
LAUB, MATTHIAS/
RACHEV, SVETLOZAR T. The Term Structure of Credit Spreads and Credit Default Swaps - an empirical investigation, 2004 (abrufbar unter <www.statistik.uni-karlsruhe.de/download/doc_secure1/spreads200904.pdf>)
- TUOR/BEARBEITER Das Schweizerische Zivilgesetzbuch, bearbeitet von BERNHARD SCHNYDER/JÖRG SCHMID/ALEXANDRA RUMO-JUNGO, 13. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009.
- VENOKUR, SHERRI/
MAGIDSON, MATTHEW/
SINGER, ADAM M. Comparing Credit Default Swaps to Insurance Contracts: Did the New York State Insurance Department Get It Right?, GLFDLR 2008, 11. Ausgabe, S. 1-12.
- VETTER, MEINRAD/
GUTZWILLER, ROMAN S. Voraussetzungen und Rechtsfolgen der ausserordentlichen Beendigung von Dauerschuldverhältnissen, AJP 2010, S. 699–714.
- VON BÜREN, BRUNO Schweizerisches Obligationenrecht – Allgemeiner Teil, Zürich 1964.
- VON DER CRONE,
HANS CASPAR Rahmenverträge: Vertragsrecht – Systemtheorie – Ökonomie, Zürich 1993.
- VON GIERKE, OTTO Dauernde Schuldverhältnisse, in EMIL STROHAL/VICTOR EHRENBURG (Hrsg.), Jherings Jahrbücher für die Dogmatik des bürgerlichen Rechts (ursprünglich: für die Dogmatik des heutigen römischen und deutschen Privatrechts), Jena 1914, 64. Bd., S. 355–411.
- VON WESTPHALEN, FRIEDRICH/
JUD, BRIGITTA (Hrsg.) Die Bankgarantie im internationalen Handelsverkehr, 3. Aufl., Frankfurt am Main 2005.
- VON TUHR, ANDREAS/
ESCHER, ARNOLD Allgemeiner Teil des schweizerischen Obligationenrechts – Band II, 3. Aufl. + Supplement, Zürich 1984.
- VON TUHR, ANDREAS/PETER,
HANS Allgemeiner Teil des schweizerischen Obligationenrechts – Band I, 3. Aufl. + Supplement, Zürich 1984.
- WALDMEIER, JÜRIG (Hrsg.) Versicherungsaufsicht, Zürich/Basel/Genf 2007.
- WALKER-BRIGHT, PAUL/LAW,
TIMOTHY P. AIG's Financial Distress: How Credit Default Swaps and the Lack of Regulation Brought Down an Insurance Giant and Implications for the Insurance Industry, in New Appleman on Insurance: Current Critical Issues in Insurance Law, o.A. 2009, S. 1–37.
- WEBER, ROLF H. Berner Kommentar – Kommentar zum schweizerischen Privatrecht –

- Band VI: Das Obligationenrecht; 1. Abt.: Allgemeine Bestimmungen; 4. Tlbd.: Artikel 68–96, hrsg. von HEINZ HAUSHEER, 2. Aufl., Bern 2005.
- WEBER, ROLF H. Swap-Geschäfte, in PETER FORSTMOSER/PIERRE TERCIER/ROGER ZÄCH (Hrsg.), Innominatverträge, Festgabe zum 60. Geburtstag von Walter R. Schlupe, Zürich 1988, S. 301–318.
- WEBER, ROLF H. Berner Kommentar – Kommentar zum schweizerischen Privatrecht – Band VI: Das Obligationenrecht; 1. Abt.: Allgemeine Bestimmungen; 5. Tlbd.: Die Folgen der Nichterfüllung, Art. 97–109, hrsg. von HEINZ HAUSHEER, Bern 2000.
- WEBER, ROLF H. Berner Kommentar – Kommentar zum schweizerischen Privatrecht – Band VI: Das Obligationenrecht; 1. Abt.: Allgemeine Bestimmungen; 6. Tlbd.: Art. 110–113, hrsg. von HEINZ HAUSHEER, Bern 2002.
- WEBER, ROLF H./
UMBACH, PATRICK Versicherungsaufsicht, Bern 2006.
- WELTER, REINHARD Kommentierung zu §§ 358–362, 366–372, Bankgarantie, in Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch – Band 5: Viertes Buch. Handelsgeschäfte; Erster Abschnitt. Allgemeine Vorschriften; §§ 343–372; Recht des Zahlungsverkehrs, Effektengeschäft, Depotgeschäft, Ottawa Übereinkommen über Internationales Factoring, hrsg. von KARSTEN SCHMIDT, 2. Aufl., München 2009.
- WHITELEY, CHRISTOPHER Credit Derivatives - Documentation and Legal Issues, in SATYAJIT DAS (Hrsg.), Credit Derivatives And Credit Linked Notes, 2. Aufl., Singapore et al. 2000, S. 669–721.
- WIDMER, PETER/
GERICKE, DIETER/
WALLER, STEFAN Kommentierung zu Art. 754–761, 827, 916–920, in Basler Kommentar – Obligationenrecht II, Art. 530–1186 OR, hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/ROLF WATTER, 3. Aufl., Basel 2008.
- WIEGAND, WOLFGANG Kommentierung zu Art. 18, 97–109, 119, in Basler Kommentar – Obligationenrecht I: Art. 1–529 OR, hrsg. von HEINRICH HONSELL/NEDIM PETER VOGT/WOLFGANG WIEGAND, 4. Aufl., Basel 2007.
- WIESE, GÜNTHER Beendigung und Erfüllung von Dauerschuldverhältnissen, in ROLF DIETZ/HEINZ HÜBNER (Hrsg.), Festschrift für Hans Carl Nipperdey zum 70. Geburtstag, 21. Januar 1965. Band I, München/Berlin 1965, S. 837–851.
- WILLIAMS, CYNTHIA/
WILKES, LAURA/
HULSE, DOMINIC ISDA Credit Default Swap Auction Protocols, GLFDLR 2009, S. 1–5.
- WINIGER, BÉNÉDICT Kommentierung zu Art. 18 CO, in Commentaire Romand – Code des obligations I: Code des obligations art. 1–529, Loi sur le crédit à la consommation, Loi sur les voyages à forfait – Commentaire, hrsg. von LUC THÉVENOZ/FRANZ WERRO, Basel 2003.
- ZÄCH, ROGER Berner Kommentar – Kommentar zum schweizerischen Privatrecht – Band VI: Das Obligationenrecht; 1. Abt.: Allgemeine Bestimmungen; 2. Tlbd., 2. UTlbd.: Stellvertretung – Kommentar zu Art. 32–40 OR, hrsg. von ARTHUR MEIER-HAYOZ, Bern 1990.
- ZELLWEGE-GUTKNECHT,
CORINNE Paulianische Anfechtung von Zahlungen im Rahmen eines Total Return Swap – Entscheidung des Schweizerischen Bundesgerichts 5A_420/2008 vom 28. Mai 2009, SZW 2010, S. 267–275.
- ZEREY, JEAN-CLAUDE (Hrsg.) Finanzderivate – Rechtshandbuch, 2. Aufl., Baden-Baden 2010.

- ZHANG, BENJAMIN YIBIN/
ZHOU, HAO/
ZHU, HAIBIN Explaining Credit Default Swap Spreads with Equity Volatility and Jump Risks of Individual Firms, in: BIS Working Papers, No 181, Bank for International Settlements (Hrsg.), 2005 (abrufbar unter www.bis.org)
- ZIEGLER, A. Berner Kommentar – Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch – Band VII, 6. Abt.: Anlehensobligationen – Art. 1156 – Art. 1157–1186 und Schlussbestimmungen nach dem Bundesgesetz vom 1. April 1949 über die Gläubigergemeinschaft bei Anlehensobligationen, hrsg. von ARTHUR MEIER-HAYOZ, Bern 1950.
- ZOBL, DIETER/
KRAMER, STEFAN Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich et al. 2004.
- ZOBL, DIETER/
WERLEN, THOMAS 1992 ISDA-Master Agreement unter besonderer Berücksichtigung der Swapgeschäfte, Zürich 1995.