

FLORIAN FUCHS

Close-out Netting,
Collateral und
systemisches Risiko

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*

6

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von den Direktoren
des Instituts für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
der Bucerius Law School in Hamburg

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

6



Florian Fuchs

Close-out Netting, Collateral und systemisches Risiko

Rechtsansätze zur Minderung der
Systemgefahr im außerbörslichen
Derivatehandel

Mohr Siebeck

Florian Fuchs, geboren 1985; 2004 Abitur am Aloisiuskolleg in Bonn-Bad Godesberg; 2004 bis 2009 Studium der Rechtswissenschaften in Bonn; 2010 bis 2011 Promotionsstipendiat des Arbeitskreises Wirtschaft und Recht; seit 2011 Rechtsreferendar am Oberlandesgericht Düsseldorf mit Stationen in Bonn, Köln, Düsseldorf und Sydney (Australien); 2012 Promotion; Träger des Förderpreises der Stiftung Kapitalmarktforschung für den Finanzstandort Deutschland.

ISBN 978-3-16-152363-2 / eISBN 978-3-16-158806-8 unveränderte eBook-Ausgabe 2019
ISSN 2193-7273 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2013 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohr.de

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

*Meinen Eltern und
Julia*

Vorwort

Von der Öffentlichkeit zunächst weitgehend unbemerkt entfaltete sich beginnend mit dem Jahr 2007 eine Kette von Verwerfungen in Real- und Finanzwirtschaft, welche sich in der Folge rasch zu einer Finanz- und Staatskrise auswuchs. Bald schon gerieten jedoch Begriffe in den Vordergrund, welche zuvor nur Finanzmarktexperten geläufig gewesen waren: „Derivate“ waren ebenso in aller Munde wie der scheinbar omniprésente Terminus „systemisches Risiko“ bzw. „Systemrelevanz“. Die vorliegende Untersuchung nimmt dies zum Anlass, mit den Kreditrisikominderungstechniken des Close-out Netting und der Collateralization zwei für die Finanzmärkte eminent wichtige Praktiken zu begutachten und hierbei den vielschichtigen Zusammenhang zwischen derivativen Finanzgeschäften außerbörslicher Art und dem von Staaten weltweit zu mindern gesuchten systemischen Risiko in seinen verschiedenen Facetten zu erhellen. Ziel der Untersuchung ist es, auf Basis einer eingehenden Analyse der maßgeblichen Vorschriften des deutschen Rechts Vorschläge zur Behandlung von Netting- und Collateralvereinbarungen zu entwickeln, welche das systemische Risiko im außerbörslichen Derivatehandel mindern und auf diesem Wege sowohl geeignet sind den Finanzstandort Deutschland zu stärken als auch ein verallgemeinerungsfähiges Regelungsvorbild für diesen Bereich insgesamt darzustellen.

Nach Fertigstellung des Manuskripts im Dezember 2011 wurde die Untersuchung im Januar 2012 von der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn als Dissertation angenommen. Während gegenwärtig die Bewältigung der aus der Weltfinanzkrise hervorgegangenen Staatsschulden- und Währungskrisen im Zentrum der öffentlichen Wahrnehmung steht, ist angesichts neuerer rechtspolitischer Vorgänge im Bereich internationaler Regulierung – namentlich im Europarecht – davon auszugehen, dass die Krisenbewältigung und -vorsorge auf Seiten einzelner Finanzmarktakteure auch künftig ebenso eine Rolle spielen wird wie die Frage nach einer adäquaten Regulierung von Derivatgeschäften und insbesondere von Netting- und Collateralvereinbarungen. So hat die Europäische Kommission am 06.06.2012 einen Richtlinienentwurf vorgestellt, welcher dem in der Arbeit bereits besprochenen deutschen Restrukturierungsgesetz hinsichtlich der für Close-out Netting und Collateral maßgeblichen Vorgaben sehr äh-

nelt. Die weiteren Entwicklungen im hier berührten Bereich bleiben daher mit Spannung zu erwarten. Mit Blick auf die Vergangenheit konnten für die Veröffentlichung der Arbeit Literatur und Rechtsprechung bis zum August 2012 berücksichtigt werden.

Dieser Einführung nachzustellen sind eine Reihe von Danksagungen. Denn mag auch das Schreiben einer wissenschaftlichen Arbeit eine einsame Beschäftigung sein, so entsteht doch kein Werk durch Zutun des Autors allein. Auch die vorliegende Untersuchung durfte von vielerlei Unterstützung profitieren. So wurde sie im Jahre 2012 mit dem Förderpreis der *Stiftung Kapitalmarktforschung für den Finanzstandort Deutschland* ausgezeichnet und zwischen 2010 und 2011 durch ein einjähriges Promotionsstipendium des *Arbeitskreises Wirtschaft und Recht im Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft* großzügig gefördert. Diesen Einrichtungen und den verantwortlichen Personen sei hier mein herzlichster Dank ausgesprochen. Weiterer Dank gebührt Prof. Dr. *Daniel Zimmer*, meinem Doktorvater, welcher mir auch als wissenschaftlicher Mitarbeiter den Freiraum ließ, dessen es für den zügigen Abschluss eines Promotionsverfahrens bedarf und ohne den die Arbeit schon thematisch nie so zustande gekommen wäre, wie sie heute vorliegt. Nicht minder zu Dank verpflichtet bin ich meinem Zweitgutachter Herrn Prof. Dr. *Hendrik Hakenes*, der meiner juristischen Arbeit nicht nur die seltene Ehre angedeihen ließ, durch das fachkundige Auge eines Wirtschaftswissenschaftlers betrachtet zu werden, sondern der diese Betrachtung auch in einer Schnelligkeit zum Ziel führte, welche mir die Bewerbung auf den vorgenannten Förderpreis überhaupt erst ermöglicht hat. Danken möchte ich schließlich auch Herrn Rechtsanwalt Dr. *Ulrich von Schönfeld*, an dessen hilfsbereiter Tatkraft ich nunmehr schon seit mehreren Jahren teilhaben darf.

Kein Dank aber ist groß genug für die Unterstützung und Prägung durch meine Eltern, *Paul Fuchs* und *Ursula Fuchs*, und meine Verlobte, *Julia Schreitter von Schwarzenfeld*, die mich auf dem Weg zu vorliegendem Buch wie keine anderen Menschen begleitet haben. Ihnen die Arbeit zu widmen bedurfte keiner Überlegung.

Neukirchen, November 2012

Florian Fuchs

Inhaltsübersicht

Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	XI
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Einführung.....	3
<i>Abschnitt 1 – Abriss des Untersuchungsgegenstands</i>	5
<i>Abschnitt 2 – Gang der Darstellung</i>	6
<i>Abschnitt 3 – Konzeption</i>	7
Teil 1 – Grundlagen.....	9
<i>Abschnitt 1 – Derivate und OTC-Derivate</i>	9
<i>Abschnitt 2 – Systemisches Risiko</i>	25
<i>Abschnitt 3 – Close-out Netting und Collateral</i>	38
<i>Abschnitt 4 – Zusammenfassung und Konsequenzen</i>	81
Teil 2 – Rechtswirksamkeit de lege lata	87
<i>Abschnitt 1 – Bestimmung der relevanten Normen</i>	87
<i>Abschnitt 2 – Beurteilung nach der Insolvenzordnung</i>	90
<i>Abschnitt 3 – Beurteilung nach dem Restrukturierungsgesetz</i>	172
<i>Abschnitt 4 – Zusammenfassung und Konsequenzen</i>	193

Teil 3 – Rechtswirksamkeit de lege ferenda	199
<i>Abschnitt 1 – Grundlagen der Regelungsentwicklung</i>	199
<i>Abschnitt 2 – Systemschutz durch Wirksamkeitsbestärkung</i>	214
<i>Abschnitt 3 – Systemschutz durch Wirksamkeitsbeschränkung</i>	277
<i>Abschnitt 4 – Effektivitätskontrolle</i>	312
<i>Abschnitt 5 – Zusammenfassung und Konsequenzen</i>	350
Teil 4 – Die Abschaffung der eigenmittelrechtlichen Privilegierungen als Regelungsalternative.....	359
<i>Abschnitt 1 – Skizzierung des Vorschlags</i>	360
<i>Abschnitt 2 – Umsetzungsperspektive</i>	373
Conclusio	377
<i>Abschnitt 1 – Thesen</i>	377
<i>Abschnitt 2 – Schlussbemerkung</i>	392
Anhang – Texte ausländischer Normen	395
Literaturverzeichnis.....	423
Stichwortverzeichnis	433

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	VII
Inhaltsübersicht.....	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Einführung.....	3
<i>Abschnitt 1 – Abriss des Untersuchungsgegenstands</i>	5
<i>Abschnitt 2 – Gang der Darstellung</i>	6
<i>Abschnitt 3 – Konzeption</i>	7
Teil 1 – Grundlagen.....	9
<i>Abschnitt 1 – Derivate und OTC-Derivate</i>	9
§ 1 Allgemeine Begriffserläuterung	10
A. Wirtschaftliche Charakteristika	10
B. Handelsmäßige Untergliederung	12
§ 2 Grundarten derivativer Finanzprodukte	13
A. Forwards	14
B. Swaps	14
C. Optionen.....	15
§ 3 Vorteile und Risiken außerbörslicher Derivate	16
A. Vorteile	16
I. Hedging.....	17
II. Erzielung von Spekulationsgewinnen.....	18
III. Verwirklichung individueller Strategien	19
B. Risiken	19
I. Marktrisiko.....	20

II. Kreditrisiko	20
III. Rechtsrisiko	22
§ 4 Die Märkte für OTC-Derivate	22
A. Volumen	23
B. Struktur	24
<i>Abschnitt 2 – Systemisches Risiko</i>	25
§ 1 Allgemeine Begriffserörterung und Grundzüge einer Definition	25
§ 2 Systemische Ereignisse	28
A. Makroschocks	28
B. Mikroschocks	29
I. Informationseffekte	31
II. Dominoeffekte	32
C. Fehlende Trennschärfe von Kategorien und Ursachen systemischer Ereignisse	33
§ 3 OTC-Derivate und systemisches Risiko	34
A. Kreditrisiko und Dominoeffekt	34
B. Intransparenz und Informationseffekte	35
C. Dominoeffekt als untersuchungsrelevantes Element	35
§ 4 Systemrelevante Marktteilnehmer	37
<i>Abschnitt 3 – Close-out Netting und Collateral</i>	38
§ 1 Rahmenverträge als Basis für Close-out Netting und Collateral	38
A. Vertragswerke im Überblick	39
B. Aufbau von Rahmenverträgen	40
C. Zweck von Rahmenverträgen	42
I. Praktische Vorteile	42
II. Rechtlicher Vorteil: Vermeidung des sog. „cherry picking“	42
§ 2 Close-out Netting: Erläuterung und Funktionsweise	45
A. Begriffseingrenzung: „Netting“ und Close-out Netting	45
B. Beendigungsgründe	47
I. Beendigung durch Kündigung („right to terminate“)	47
1. Termination Events, sec. 5(b) ISDA MA	47
2. Events of Default, sec. 5(a) ISDA MA	48
a) Insolvenz („Bankruptcy“)	49
b) Nichterbringung von Leistungen („Failure to Pay or Deliver“)	51

c) Drittverzug („Cross Default“)	52
d) Sonstige Events of Default	53
II. Beendigung durch Bedingungsseintritt („Automatic Early Termination“)	54
C. Beendigungsfolgen	56
I. Berechnungsmethoden nach ISDA MA 1992 („Payment Measure“)	56
1. Market Quotation	56
2. Loss	57
II. Zahlungsmethoden nach ISDA MA 1992 („Payment Method“)	58
III. Einheitsregelung nach ISDA MA 2002 („Close-out Amount“)	59
IV. Erweiterte Saldierung	59
1. Rückständige Leistungen („Unpaid Amounts“)	60
2. „Aufrechnung“ mit sonstigen Forderungen („Set-off“)	60
§ 3 Collateral: Erläuterung und Funktionsweise	61
A. Begriffseingrenzung: Sicherheiten und Sicherheitenbestellung	63
B. Besicherte Verbindlichkeiten	65
C. Verwertung durch Saldierung	67
§ 4 Systemische Vor- und Nachteile der Wirksamkeit beider Verfahren	69
A. Verfahrensdurchsetzung als untersuchungsrelevanter Zusammenhang	69
B. Systemische Vorteile	70
I. Close-out Netting und Collateral: Reduzierung des Kreditrisikos	70
II. Close-out Netting: Erleichtertes Risiko- und Positionenmanagement	71
III. Bisherige rechtspolitische Folgerungen	72
C. Systemische Nachteile	73
I. Grundüberlegung: Prinzipien (insolvenz-)rechtlicher Krisengestaltung	73
II. Krisenverschärfung und Sanierungserschwerung	75
1. Wirkungen des Close-out Netting	75
2. Wirkungen der Collateralization	78
3. Friktionen mit der TBTF-Doktrin	79
a) Probleme für Krisenunternehmung und Markt	79
b) Das Beispiel: Long-Term Capital Management	80

<i>Abschnitt 4 – Zusammenfassung und Konsequenzen</i>	81
§ 1 Derivate und OTC-Derivate	81
§ 2 Systemisches Risiko	82
§ 3 Close-out Netting und Collateral	83
§ 4 Konsequenzen für die juristische Durchdringung	84
Teil 2 – Rechtswirksamkeit de lege lata	87
<i>Abschnitt 1 – Bestimmung der relevanten Normen</i>	87
<i>Abschnitt 2 – Beurteilung nach der Insolvenzordnung</i>	90
§ 1 Close-out Netting	91
A. Wirksamkeit	91
I. „Netting“ ohne Rahmenvertrag	91
1. Entstehungsgeschichte und Zweck der Norm	92
2. Tatbestandsmerkmale, § 104 Abs. 2 S. 1 InsO	95
a) Finanzleistungen	95
aa) Positive Abgrenzung durch	
Regelbeispiele	95
(1) Geldleistungen in ausländischer Währung oder	
Rechnungseinheit	96
(2) Fremdbestimmte Geldleistungen	
(Differenzgeschäfte)	96
(3) Optionen und andere Rechte auf	
Geschäfte der Nr. 1–4	97
bb) Negative Abgrenzung durch	
vertragstypische Leistung	97
b) Markt- oder Börsenpreis	98
c) Termincharakter	99
d) Termin nach Verfahrenseröffnung	100
e) Beidseitig nicht vollständige Erfüllung	100
3. Rechtsfolgen, § 104 Abs. 2 S. 1, Abs. 3 InsO	102
a) Explizit: Forderungsumwandlung	102
b) Implizit: Aufrechnungsmöglichkeiten	104
aa) Wirksamkeit der Aufrechnung mit	
Differenzforderungen	104
bb) Wirksamkeit der Aufrechnung mit	
anderen Forderungen	106
(1) Unpaid Amounts	106

(2) Sonstige Forderungen	107
c) Keine teleologische Reduktion	108
II. Rahmenvertragliches Netting vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens	109
1. Wirksamkeit nach § 119 InsO	110
a) Argumentationsansätze	110
b) Wirksamkeit nach herrschender Meinung	111
aa) Kein Geltungsanspruch des § 119 InsO	112
bb) Rechtsprechung und Historie	112
cc) § 104 Abs. 2, 3 InsO als gesetzliche Wertentscheidung	114
c) Zweifel an der herrschenden Meinung	115
aa) Wirksamkeit des nicht insolvenzbezogenen vorinsolvenzlichen Close-out Netting	115
bb) Wirksamkeit des insolvenzbezogen vorinsolvenzlichen Close-out Netting?	115
(1) § 104 Abs. 2, 3 InsO als gesetzliche Wertentscheidung	116
(2) Rechtsprechung und Historie	118
(3) Kein Geltungsanspruch des § 119 InsO	124
2. Wirksamkeit nach § 21 InsO	125
3. Wirksamkeit nach §§ 95 f. InsO	126
III. Rahmenvertragliches Netting bei Eröffnung des Insolvenzverfahrens	127
1. Vorgaben des § 104 Abs. 2 S. 3 InsO	127
a) Rahmenvertrag mit Gesamtbeendigungsklausel	127
b) Finanzleistungen	128
c) Rechtsfolge: Fiktion einer Vertragseinheit	129
2. Auslegung des § 104 Abs. 2 S. 3 InsO	129
a) Entbehrlichkeit beidseitig nicht vollständiger Erfüllung	129
b) Privilegierung von Rahmenverträgen im Übrigen	130
aa) Weites Normverständnis	130
bb) Zutreffende Auffassung: Enges Normverständnis	131
3. Wirksamkeit der Aufrechnung mit anderen Forderungen	134
B. Anfechtbarkeit	136
I. Grundsätzliche Anwendbarkeit der Anfechtungsregelungen	137
II. Gläubigerbenachteiligung	139
III. Rechtshandlung	141
1. Die Nettingklauseln	142

2. Der Rahmenvertrag	142
3. Die Durchsetzung des Close-out Netting	143
IV. Anfechtungsgrund	144
1. Eingrenzung maßgeblicher Anfechtungsgründe	145
2. Kongruente Deckung, § 130 InsO	145
a) Anknüpfung an den Rahmenvertrag	147
b) Anknüpfung an die Durchsetzung des Close-out Netting	147
3. Inkongruente Deckung, § 131 InsO	149
4. Unmittelbar nachteilige Rechtshandlung, § 132 InsO	150
5. Vorsätzliche Benachteiligung, § 133 InsO	151
§ 2 Collateral	153
A. Gesetzliche Definition nach § 1 Abs. 17 KWG	153
I. Vertragsparteien	153
1. Öffentlich-rechtliche Körperschaften	154
2. Zentralbanken und vergleichbare Banken	154
3. Beaufsichtigte Finanzinstitute	154
4. Central Counterparties und vergleichbare Einrichtungen ..	157
5. Sonstige Parteien	157
6. Anwendbarkeit auf nicht-mitgliedstaatliche Rechtsträger ..	158
II. Sicherungsgüter	158
III. Form der Sicherheitenbestellung	160
IV. Sicherungszweck	161
1. Parteien nach Art. 1 Abs. 2 lit. e) FinRL	161
2. Parteien nach Art. 1 Abs. 2 lit. a)–d) FinRL	162
B. Wirksamkeit	163
I. Bestellung von Finanzsicherheiten	163
II. Verwertung durch Close-out Netting	164
1. § 104 Abs. 2 S. 2 Nr. 6 InsO	165
2. § 96 Abs. 2 InsO	165
C. Anfechtbarkeit	167
I. Bestellung von Finanzsicherheiten	167
1. Kongruente Deckung, § 130 InsO	168
2. Inkongruente Deckung, § 131 InsO	169
3. Vorsätzliche Benachteiligung, § 133 InsO	169
II. Verwertung durch Close-out Netting	170
<i>Abschnitt 3 – Beurteilung nach dem Restrukturierungsgesetz</i>	172
§ 1 Close-out Netting	173
A. Das sogenannte Moratorium, § 46 KWG	173
I. Grundlegendes	173

II. Mögliche Beschränkung des Close-out Netting durch Stundungsbewirkung	174
III. Zutreffende Auffassung: Keine Stundungsbewirkung	176
B. Stabilisierungsmaßnahmen, §§ 16 Abs. 1, 19 FMSStBG	178
C. Übertragungsanordnung, §§ 48a ff. KWG	181
I. Grundlegende Regelungszusammenhänge	181
II. Beschränkung des Close-out Netting	184
III. Wahrung der Single Agreement Clauses	185
1. Partielle Übertragung	185
2. Partielle Rückübertragung	186
D. Reorganisationsverfahren, §§ 7 ff. KredReorgG	188
I. Grundlegende Regelungszusammenhänge	188
II. Beschränkung des Close-out Netting	190
III. Wahrung der Single Agreement Clauses	190
§ 2 Collateral	191
<i>Abschnitt 4 – Zusammenfassung und Konsequenzen</i>	193
§ 1 Rechtswirksamkeit des Close-out Netting	193
§ 2 Rechtswirksamkeit der Collateralization	196
§ 3 Konsequenzen für die Betrachtungen de lege ferenda	197
Teil 3 – Rechtswirksamkeit de lege ferenda	199
<i>Abschnitt 1 – Grundlagen der Regelungsentwicklung</i>	199
§ 1 Überschlägige Prüfung verfassungsrechtlicher Hürden	199
§ 2 Bewertung des geltenden Rechts	202
A. Die Insolvenzordnung	203
I. Anforderungen für das Close-out Netting	204
II. Anforderungen für die Collateralization	204
B. Das Restrukturierungsgesetz	205
I. Beschränkungen durch §§ 48g Abs. 7 KWG, 13 KredReorgG	205
1. Close-out Netting	205
2. Collateral	208
II. Beschränkungen durch § 46 KWG	209
§ 3 Entwicklungskriterien	212
§ 4 Gesamtleitbild der Regelungsentwicklung	213

<i>Abschnitt 2 – Systemschutz durch Wirksamkeitsbestärkung</i>	214
§ 1 Änderungen in der Insolvenzordnung	214
A. Close-out Netting	215
I. Kritik der Insolvenzordnung	215
1. Die Vorschrift des § 104 Abs. 2, 3 InsO	215
a) Normkonkurrenzbedingte Anwendungsprobleme	216
b) Normimmanente Anwendungsprobleme	217
aa) Der Begriff „Finanzleistung“	218
(1) Begriffsvielfalt und -offenheit	218
(2) Die Regelbeispiele	219
bb) Das Erfordernis „Marktpreis“	221
cc) Das Erfordernis „beidseitige Nichterfüllung“	223
dd) Die zwingend abstrakte Forderungsberechnung	226
ee) Der Anwendungsbereich des § 104 Abs. 2 S. 3 InsO	227
(1) Single-Transaction-Rahmenverträge	227
(2) Deemed Master Agreements	228
(3) Cross Product Master Agreements	228
(4) Master Master Agreements	231
2. Die Insolvenzaufrechnungs- und -anfechtungsvorschriften	232
II. Entwicklung der Rechtsänderungen	233
1. Materieller Normengehalt	233
a) Erstreckung des § 104 Abs. 2, 3 InsO auf vorinsolvenzliches Netting	234
b) Novellierung und Erstreckung des § 104 Abs. 2, 3 InsO auf vorinsolvenzliches Netting ...	234
aa) Telos: Der problematische Rekurs auf das „cherry picking“	235
bb) Systematik: Die verfehlte Anknüpfung an §§ 103, 104 Abs. 1 InsO	236
cc) Reichweite: Keine Regelung der Insolvenzaufrechnung und -anfechtung	238
c) Wegfall des § 119 InsO	238
d) Totalrevision	240
aa) Close-out Netting in den USA	241
bb) Close-out Netting in Irland	245
cc) Close-out Netting in Südafrika	248
dd) Funktionale Bewertung des ausländischen Rechts	249

(1) Südafrika	250
(2) USA	253
(3) Irland	254
e) Zwischenergebnis und Konturierung des Normengehalts	255
2. Systematische Verortung der neuen Vorschrift	259
3. Formulierung der neuen Vorschrift	260
B. Collateral	261
I. Kritik der Insolvenzordnung	262
1. Der Begriff „Finanzsicherheiten“	262
a) Die persönliche Eingrenzung nach § 1 Abs. 17 S. 1 KWG	262
b) Die persönliche Eingrenzung nach § 1 Abs. 17 S. 4 KWG	263
c) Der Kreis der tauglichen Sicherungsgüter	265
2. Die Bestellung von Finanzsicherheiten	266
a) Wirksamkeit	266
b) Anfechtbarkeit	267
aa) Begriff und Schutz der Margensicherheiten	267
(1) Kein Anfechtungsprivileg nach § 131 InsO	267
(2) Kein Schutz für nicht wertbezogene Margensicherheiten	268
bb) Kein Anfechtungsprivileg für Nicht- Margensicherheiten	269
II. Entwicklung der Rechtsänderungen	270
1. Klarstellung des Begriffs „Finanzsicherheiten“	271
2. Erweiterung des Wirksamkeitsprivilegs	273
3. Erweiterung des Anfechtungsprivilegs	274
§ 2 Änderung des § 46 KWG	276
<i>Abschnitt 3 – Systemschutz durch Wirksamkeitsbeschränkung</i>	277
§ 1 Beschränkung des Close-out Netting	277
A. Kritik des Restrukturierungsgesetzes	277
I. Zeitlich-sachliche Reichweite der Nettingbeschränkungen	278
1. Zeitliche Reichweite	278
2. Sachliche Reichweite	282
a) Die Vertragsbeendigung als Beschränkungsgegenstand	282
b) Erfasste Beendigungsgründe	284
II. Adressaten der Nettingbeschränkungen	286

1. Anwendungsbeschränkung auf Kreditinstitute	286
2. Maßgeblichkeit der Systemrelevanz	288
a) Unbestimmtheit der Systemrelevanz als Legaldefinition	289
b) Entbehrlichkeit der Systemrelevanz als Tatbestandsmerkmal	293
B. Entwicklung der Rechtsänderungen	295
I. Änderungen des § 48g Abs. 7 KWG	295
1. Erweiterung des sachlichen Anwendungsbereichs	295
2. Erweiterung auf Nicht-Kreditinstitute	296
3. Abschaffung des Rekurses auf die Systemrelevanz	298
II. Änderungen des § 13 KredReorgG	300
1. Erweiterung des persönlichen Anwendungsbereichs	300
2. Erweiterung des zeitlichen Anwendungsbereichs	301
III. Klarstellung innerhalb des neuen § 47a InsO	304
§ 2 Beschränkung der Collateralization	305
A. Materieller Normengehalt	305
I. Zeitliche Reichweite	306
II. Sachliche Reichweite	306
1. Art der erfassten Besicherung	307
2. Anforderungen durch das Trennungs- und Abstraktionsprinzip	307
B. Entwicklung der Rechtsänderungen	309
<i>Abschnitt 4 – Effektivitätskontrolle</i>	312
§ 1 Anwendbarkeit der entwickelten Vorschläge	314
A. Gerichtsstand innerhalb Deutschlands	314
I. Qualifikationsfragen	315
II. Anknüpfung des Close-out Netting	318
1. Anknüpfung nach Art. 3 Abs. 1 Rom I-VO	318
2. Sonderanknüpfung nach § 7 Abs. 5 S. 2 KredReorgG	319
III. Anknüpfung der Collateralization	320
1. Kollisionsrechtliche Anknüpfung der Verpflichtungsgeschäfte	320
2. Kollisionsrechtliche Anknüpfung der Erfüllungsgeschäfte	321
a) Besicherung durch Wertpapiere	321
aa) Differenzierung nach dem Wertpapiercharakter	321
(1) Maßgeblichkeit des Wertpapiersachstatuts	322
(2) Maßgeblichkeit des Wertpapierrechtsstatuts	323

bb) Sonderanknüpfung: Transaktionen im Effektengiroverkehr	323
b) Besicherung durch Geld.....	326
aa) Die Überweisung von Geldbeträgen	326
bb) Die Abtretung eines Barguthabens	327
IV. Durchsetzung deutschrechtlicher Vorgaben durch Sonderanknüpfung	329
1. Zwingende Vorschriften, Art. 3 Abs. 3 Rom I-VO	329
2. Eingriffsnormen, Art. 9 Abs. 2 Rom I-VO	330
3. Ordre public, Art. 6 Abs. 1 EGBGB	332
B. Gerichtsstand außerhalb Deutschlands	333
I. Gerichtsstand in England	334
1. Zwingende Vorschriften, Art. 3 Abs. 3 Rom I-VO	335
2. Eingriffsnormen, Art. 9 Abs. 3 Rom I-VO	336
3. Beachtliche Sanierungsmaßnahme, Art. 3 Abs. 2 SanierungsRL	337
a) Collateral	339
b) Close-out Netting	339
II. Gerichtsstand in New York.....	340
§ 2 Umsetzbarkeit der entwickelten Vorschläge	341
A. Close-out Netting.....	342
I. Anforderungen der SystemRL	342
II. Anforderungen der SanierungsRL	343
III. Anforderungen der FinRL	344
B. Collateral.....	346
I. Art. 4 Abs. 5 FinRL.....	346
II. Art. 6 Abs. 1 FinRL	346
III. Art. 8 Abs. 2 FinRL	347
<i>Abschnitt 5 – Zusammenfassung und Konsequenzen</i>	<i>350</i>
§ 1 Zusammenfassung der gewonnenen Erkenntnisse	350
A. Systemschutz durch Wirksamkeitsbestärkung	350
I. Close-out Netting	350
II. Collateral.....	352
B. Systemschutz durch Wirksamkeitsbeschränkung	352
I. Close-out Netting	353
II. Collateral.....	354
III. Geringe Regelungseffektivität.....	355
§ 2 Konsequenzen für die Nutzbarmachung der Regelungsansätze.....	356

Teil 4 – Die Abschaffung der eigenmittelrechtlichen Privilegierungen als Regelungsalternative.....	359
<i>Abschnitt 1 – Skizzierung des Vorschlags</i>	360
§ 1 Allgemeine Funktionen des Eigenmittelrechts	360
§ 2 Die eigenmittelrechtliche Privilegierung von Close-out Netting und Collateral	361
A. Grundregelungen des Eigenmittelrechts	361
B. Die Privilegierungen für Close-out Netting und Collateral	364
I. Close-out Netting	364
II. Collateral	365
C. Berechnungsbeispiel: Wirkungen des Close-out Netting	368
§ 3 Systemisch positive Konsequenzen der Regelungsalternative	369
A. Erhöhung der Krisenresilienz	370
B. Kontraktion des Marktvolumens	370
C. Flexiblerer Regulierungsansatz	372
D. Ende des regulatorischen „Null-Summen-Spiels“	373
<i>Abschnitt 2 – Umsetzungsperspektive</i>	373
Conclusio	377
<i>Abschnitt 1 – Thesen</i>	377
<i>Abschnitt 2 – Schlussbemerkung</i>	392
Anhang – Texte ausländischer Normen	395
USA	395
Irland	409
Südafrika	415
Vereinigtes Königreich	419
Literaturverzeichnis	423
Stichwortverzeichnis	433

Abkürzungsverzeichnis

Zur erleichterten Orientierung im Fußnotenapparat werden im Folgenden neben den Akronymen von Institutionen, Behörden und Vertragswerken auch abseitigere bzw. neuere Abkürzungen und Gesetze sowie die Kürzel der in der Arbeit verwendeten Periodika aufgeführt. Für die im Übrigen verwendeten Abkürzungen wird verwiesen auf *Kirchner*, Abkürzungsverzeichnis der Rechtsprache, 6. Aufl., Berlin 2008.

ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union/der Europäischen Gemeinschaften
ARL	Aufsichtsrichtlinie (= Richtlinie zur Durchführung und Qualitätssicherung der laufenden Überwachung der Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute durch die Deutsche Bundesbank)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision (= Basler Ausschuss für Bankenaufsicht)
BIS	Bank for International Settlements (= Bank für Internationalen Zahlungsausgleich)
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BOVR	Bank of Valetta Review
BR	Bundesrat
BReg	Bundesregierung
CCP	Central Counterparty (= Zentraler Kontrahent)
CDS	Credit Default Swap(s)
CIR	Credit Institutions (Reorganisation and Winding up) Regulations 2004
COMI	center of main interest (= Mittelpunkt der hauptsächlichen Interessen)
CPMA	Cross Product Master Agreement
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems
CSD	Central Securities Deposits
DB	Der Betrieb
DFA	Dodd-Frank Act (= Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)
DLJ	Duke Law Journal
DRV	Deutscher Rahmenvertrag (= Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte)
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
EAEG	Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz
ECFR	European Company and Financial Law Review

EFET	European Federation of Energy Traders
EMA	European Master Agreement (= Master Agreement for Financial Transactions)
EuGVVO	Verordnung über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen (= Brüssel I-VO)
EuInsVO	Europäische Insolvenzverordnung (= Verordnung (EG) Nr. 1346/2000 des Rates vom 29. Mai 2000 über Insolvenzverfahren)
EuR	Europarecht
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWK	Europäischer Wirtschaftsraum
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
EIB	Europäische Investitionsbank
ESUG	Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen
EZB	Europäische Zentral Bank
FBE	European Banking Federation (= Bankenvereinigung der Europäischen Union)
FDIA	Federal Deposit Insurance Act
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz (= Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)
FinRL	Finanzsicherheitenrichtlinie (= Richtlinie 2002/47/EG des Europäischen Parlaments und Rates vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten)
FMSA	Bundeanstalt für Finanzmarktstabilisierung
FMStG	Finanzmarktstabilisierungsgesetz
FMStBtG	Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz (= Gesetz zur Beschleunigung und Vereinfachung des Erwerbs von Anteilen an sowie Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors durch den Fonds „Finanzmarktstabilisierungsfonds – FMS“)
FMStErgG	Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz (= Gesetz zur weiteren Stabilisierung des Finanzmarktes)
FMStFG	Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz (= Gesetz zur Errichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds)
FMStFV	Finanzmarktstabilisierungsfonds-Verordnung (= Verordnung zur Durchführung des Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetzes)
GLJ	The Georgetown Law Journal
GroMiKV	Großkredit- und Millionenkreditverordnung (= Verordnung über die Erfassung, Bemessung, Gewichtung und Anzeige von Krediten im Bereich der Großkredit- und Millionenkreditvorschriften des Kreditwesengesetzes)
HRE	Hypo Real Estate
i.d.S.	in diesem Sinne

IIR	Internationales Insolvenzrecht
IPR	Internationales Privatrecht
IPrax	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
ISDA CSA	ISDA Credit Support Annex (= 1995 ISDA Credit Support Annex [Transfer – English Law])
ISDA MA	ISDA Master Agreement (= 1992 ISDA Master Agreement [Multicurrency-Cross Border] / 2002 ISDA Master Agreement [Multicurrency-Cross Border])
IWF	Internationaler Währungsfonds (= International Monetary Fund)
IZVR	Internationales Zivilverfahrensrecht
JCL	The Journal of Corporation Law
JFS	Journal of Financial Stability
JFT	Journal of Financial Transformation
JZ	Juristenzeitung
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KredReorgG	Kreditinstitute-Reorganisationsgesetz (= Gesetz zur Reorganisation von Kreditinstituten)
KredRL	Kreditinstituterichtlinie (= Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute (Neufassung))
MES	Monetary And Economic Studies
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (= Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente)
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NYGOL	New York General Obligations Law
NYUCC	New York Uniform Commercial Code
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenzrecht
PRIMA	Place of the Relevant Intermediary Approach
RegE	Regierungsentwurf
RStruktG	Restrukturierungsgesetz (= Gesetz zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung)
RettungsG	Rettungsübernahmegesetz (= Gesetz zur Rettung von Unternehmen zur Stabilisierung des Finanzmarktes)
SanierungsRL	Sanierungsrichtlinie (= Richtlinie 2001/24/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 04. April 2001 über die Sanierung und Liquidation von Kreditinstituten)
sec.	section(s)

SJES	Swiss Journal of Economics and Statistics
SoFFin	Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (= Finanzmarktstabilisierungsfonds, FMS)
SolvV	Solvabilitätsverordnung (= Verordnung über die angemessene Eigenmittelausstattung von Instituten, Institutsgruppen und Finanzholding-Gruppen)
SPC	Special Purpose Company
SPE	Special Purpose Entity
SPV	Special Purpose Vehicle
SystemRL	Systemrichtlinie (= Richtlinie 98/26/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Mai 1998 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer und -abrechnungssystemen)
SZWS	Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik
TBTF	too big to fail
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz (= Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen)
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht (Wertpapier-Mitteilungen)
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfgK	Kreditwesen (Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen)
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft
ZZP	Zeitschrift für Zivilprozess

“To paraphrase a great wartime leader, never in the field of financial endeavour has so much money been owed by so few to so many. And, one might add, so far with little real reform.”

Mervyn King, Präsident der Bank of England, 20. Oktober 2009

“Out of every crisis, every tribulation, every disaster, mankind rises with some share of greater knowledge, of higher decency, of purer purpose.”

Franklin D. Roosevelt, 32. Präsident der USA, 02. Juli 1932

“There is always an easy solution to every human problem – neat, plausible, and wrong.”

H.L. Mencken, US-amerikanischer Journalist und Satiriker, 1917

Einführung

Das Phänomen der Krise ist ein Wesenszug kapitalistisch-marktwirtschaftlich organisierter Volkswirtschaften. Dies gilt, mag auch der Begriff „Krise“ seit geraumer Zeit mit dem Bestehen eines dramatisch zugespitzten Entschlussnotstands konnotiert sein, schon mit Blick auf die ursprüngliche Wortbedeutung: Das griechische „κρίσις“ (krisis) bezeichnet nichts anderes als die einem Akteur in einer bestimmten Situation abverlangte Entscheidung. Derlei Entscheidungen stellen den Nukleus freien Wirtschaftens dar, erst sie konstituieren die mittlerweile sprichwörtliche „unsichtbare Hand“ im Smith'schen Sinne.

Zuweilen jedoch treffen alter und neuer Wortsinn aufeinander: Es kommt die Zeit, da die tagtäglichen Entscheidungen der Einzelnen in wirtschaftliche Verwerfungen münden, welche für die Gesamtheit der Akteuren ein bedrohliches Verlustszenario begründen. Dann obliegt es den für ebendiese Gesamtheit Verantwortlichen, ergo: den regierenden Hoheitsträgern, an diesem Wendepunkt der Wohlfahrtsentwicklung bei zumeist eingegengtem Handlungsspielraum und in hoher Zeitnot ihrerseits die richtige Entscheidung zu treffen. Dieses Wechselspiel aus entscheidungsinduziertem Aufschwung und Abschwung erreicht nur äußerst selten ein Ausmaß globalen Niedergangs. Lange Zeit wertete man insoweit die Große Depression des frühen 20. Jahrhunderts als Singularität. Das frühe 21. Jahrhundert bewies das Gegenteil.

So fand im August 2007 mit der Beinahe-Insolvenz der Deutschen Industriebank (IKB) eine sich bereits längere Zeit anbahnende Krise ihren Weg auch nach Deutschland: Die seit Jahren geschürte Immobilienblase in den USA war geplatzt. Über das Jahr 2008 hinweg wuchs sich diese „Subprime“-Krise geheißene Verwerfung zu einer globalen Finanzkrise aus. Grund hierfür waren vor allem komplexe Verbriefungsprozesse, über welche die Finanzmärkte mit dem Spekulationsgeschehen auf den Immobilienmärkten vor allem der USA – und insbesondere der dort ausgereichten Kredite – verbunden waren.

Gepeist von schwindendem Vertrauen der Marktteilnehmer untereinander entspann sich hieraus eine Abwärtsspirale, welche ihren vorläufigen Höhepunkt am 15. September 2008 erreichte: Die US-amerikanische

Investmentbank „Lehman Brothers“ meldete Insolvenz an;¹ eine Intervention der nationalen Autoritäten blieb aus. Spätestens nachdem in der Folge dieses Ereignisses mit dem – ebenfalls US-amerikanischen – Versicherungskonzern AIG ein echter „Big Player“ des Finanzwesens am Rande des Exitus stand, war offenkundig, dass auch Jahrzehnte nach der Großen Depression eine massive Wohlfahrtsverluste zeitigende Weltfinanzkrise eine reale Gefahr darstellt.

Diese Erkenntnis zog hoheitliche ad-hoc-Rettungsmaßnahmen bislang ungekannten Ausmaßes nach sich;² die vielfach heraufbeschworene „Kernschmelze des Finanzsystems“ sollte um jeden Preis abgewendet werden. Nachdem sich jedoch – wohl wenigstens *auch* in Folge dieser Maßnahmen – die ärgsten Befürchtungen nicht bewahrheitet hatten und die Rhetorik sich allmählich wieder in weniger martialischem Ausdruck erging, wurde ein noch weit komplexerer Handlungsbedarf ersichtlich: Der Auf-, Aus- und Umbau des globalen Finanzsystems, kurz: die Begründung einer neuen Finanzmarktarchitektur.³

Diese Verlagerung von *Krisenbewältigungs-* hin zu *Krisenvermeidungs-*anstrengungen gründete auf der Einsicht, dass der drohende Kollaps der Finanzmärkte – die weltweiten Verluste allein im Bankengewerbe beliefen sich auf geschätzte 2,8–4 Billionen USD⁴ – nicht nur in den akuten wirtschaftlichen Realitäten der Stressjahre wurzelte, sondern weit mehr noch in manifesten Defiziten der gesetzlichen Rahmenbedingungen: Vordergründig allein an bestimmten Akteuren festzumachendes Versagen stellte sich bei genauerer Betrachtung gerade nicht als (individuelles) Fehlverhalten, sondern als (institutioneller) Systemfehler heraus: Fehlen und Fehlstellung von Regelungen bildeten die Bühne für eine weitgehend ungezügelterte, im Ergebnis schädliche Wahrnehmung von Eigeninteressen.⁵ Nach einer län-

¹ Vgl. Eidenmüller, S. 9 ff.; 47; DJT-Hellwig, E 12 ff., E 24 ff.; Rudolph, ZGR 2010, 1 (4 ff.).

² Für einen Überblick über die in Europa und den USA ergriffenen Maßnahmen vgl. Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2009/2010, S. 119 ff. Rn. 172 ff., konkret für Deutschland, a.a.O., S. 123 ff. Rn. 176 ff.; Eidenmüller, S. 15 ff. Allein die von der Europäischen Kommission genehmigten Staatshilfen für den Bankensektor erreichten teils Beträge von über 50% des nationalen BIP (Schweden, Niederlande, Belgien, Irland, Dänemark), vgl. Die Bank 4/2010, 8. Zu den abträglichen Auswirkungen dessen auf die marktwirtschaftlich-wettbewerbliche Ordnung, DJT-Zimmer, G 11 ff.

³ Dies betrifft insbes. Fragen der Finanzmarktaufsicht, vgl. kursorisch DJT-Höfling, F 43 ff.

⁴ Schätzungen variieren: So nennt der Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2009/2010, S. 117 die Summe von 2,8 Billionen USD, dagegen Seibert in: Grundmann u.a., FS Hopt 2010, S. 2555 (2564) – unter Rekurs auf Angaben des IWF – einen Abschreibungsbedarf von 4 Billionen USD sowie gesamtwirtschaftliche Vermögensverluste von weltweit 50 Billionen USD.

⁵ DJT-Hellwig, E 35 ff.

geren Phase globaler Finanzmarkt-Deregulierung werden daher Bewältigung und Vermeidung von Finanzkrisen nunmehr dezidiert wieder als *Herausforderung für das Recht* gewertet.⁶

Diese zutreffende Annahme, geboren aus der Notwendigkeit einer Reaktion⁷ auf das Erlebte, wurde und wird an vielen Orten und auf vielen Ebenen verfolgt: Zahl und Akronyme der beteiligten Gremien, Institutionen und Organisationen sind kaum noch zu durchschauen – es ging das Wort vom „Regelungsunami“⁸ – und sollen hier auch nicht weiter behandelt werden.⁹ Zentral erscheint vielmehr das darin zu Tage tretende Bestreben, das Finanzsystem *als solches* nachhaltig stabiler zu gestalten. Es ist dieser Anspruch, an welchem die internationalen Planungen und das dieser Dissertation zugrundeliegende Anliegen konvergieren.

Abschnitt 1 – Abriss des Untersuchungsgegenstands

Denn hinter den im Untersuchungstitel enthaltenen Termini „Close-out Netting“ und „Collateral“ (im Folgenden auch: „Collateralization“) verbergen sich gängige Praktiken vor allem der außerbörslichen Derivatemärkte, die über die letzten Jahre und Jahrzehnte hinweg weltweite Anerkennung gewonnen haben. Heute erfahren sie durch eine Vielzahl nationaler Sondervorschriften eine signifikante rechtliche Privilegierung – ein angesichts der sonst zu verzeichnenden Schwergängigkeit internationaler Rechtsharmonisierungsbemühungen bemerkenswerter Zustand.¹⁰

Ursache dieser „Quasi-Harmonisierung“ ist die konsentrierte Wertung, beide Techniken begründeten derart gewichtige positive Effekte, dass moderne Volkswirtschaften mit Interesse an liquiden und stabilen Finanz-

⁶ Vgl. die Rede von Justizministerin *Leutheusser-Schnarrenberger* – „Die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise – Vertrauen schaffen durch Recht“ (abrufbar unter http://www.bmj.bund.de/enid/2dfabb582335a45e50e12428843cde0d_580820636f6e5f6964092d0936353833093a095f7472636964092d0936353837/Reden/Sabine_Leutheusser-Schnarrenberger_1mt.html) sowie *Luttermann*, ZRP 2010, 1. Allgemein zur Deregulierung insbes. in den USA *Triantafyllakis* in: Grundmann u.a., FS Hopt 2010, S. 2943 (2944 ff.).

⁷ Wie stets also sind Finanz- bzw. Bankenkrisen der „Katalysator der Gesetzgebung“, *Ruzik*, BKR 2009, 133 (136); vgl. auch *Ebenroth/Benzler*, ZVglRWiss 95 (1996), 335. Kritisch dazu *Paccès*, ECFR 2010, 479 (481): “[I]t amounts to closing the barn after the horses have escaped.” Für einen Überblick krisenbezogener Gesetzgebung in Deutschland und England *Binder*, Bankeninsolvenzen, S. 52 ff.

⁸ *Mülbert*, JZ 2010, 834 (841).

⁹ Vgl. kursorisch *Mülbert*, JZ 2010, 834 (836 ff.); *Obermüller*, ZInsO 2010, 305 (314 f.) m.w.N.; *Suyter*, Die Bank 4/2010, 26 f. Kritisch – unter Betonung der Notwendigkeit internationaler Abstimmung – *Weber*, Die Bank 4/2010, 9 f.; *Sachverständigenrat*, Jahresgutachten 2010/2011, S. 157 ff. Rn. 283 ff.

¹⁰ Vgl. *Bergman u.a.*, Netting, S. 12; *Bliss/Kaufman*, JFS 2 (2006), 55 (56).

märkten sich ihrer Implementierung schlechterdings nicht entziehen können. Dabei steht neben diversen Vorteilen für die an entsprechenden Abreden partizipierenden Finanzmarktakteure selbst vor allem die antizipierte Minimierung des sog. systemischen Risikos im Vordergrund. Da – wie im weiteren Untersuchungsverlauf näher zu erhellen sein wird – die Realisierung dieses Risikos gleichbedeutend ist mit der Destabilisierung des (globalen) Finanzsystems, besteht eine enge Verwobenheit von Close-out Netting und Collateral einerseits und dem übergeordneten Regelungsziel der „Nach-Krisen-Gesetzgebung“ andererseits, zumal das Marktsegment des außerbörslichen Derivatehandels über die letzten zwei Jahrzehnte zu einem ganz integralen Bereichs des Finanzsystems gereift ist.¹¹

Der derart auf den Plan getretene dritte im Untersuchungstitel enthaltene Terminus, das „systemische Risiko“, scheint jedoch mit Close-out Netting und Collateral nicht rein positiv verknüpft. Vielmehr ist nicht ausgeschlossen, dass beide Praktiken zumindest *auch* systemisch *abträgliche*, gar destabilisierende Wirkungen zeitigen können. Eine Würdigung dieser im Folgenden noch näher zu erörternden „Kehrseite der Medaille“ ist bislang zumindest in der juristischen Durchdringung der Thematik nicht eingehend erfolgt.¹² Die komplementäre Betrachtung *beider* denkbaren Wirkweisen von Close-out Netting und Collateral und die differenzierende Erarbeitung systemschutzorientierter rechtlicher Lösungsansätze *de lege ferenda* ist das Ziel dieser Dissertation; obschon die Betrachtungen dabei in den Vorgaben des deutschen Rechts wurzeln, wird insoweit auch der Anspruch einer *allgemein sachgerechten Behandlung* verfolgt. In dem dahinter stehenden Bestreben nach „guter Regulierung“¹³ reiht sich die Arbeit in die weltweit anhaltenden Regelungsanstrengungen ein.

Abschnitt 2 – Gang der Darstellung

Das Ziel einer juristischen Durchdringung der eben umschriebenen Zusammenhänge erfordert eine wiederkehrende und *grundlegende Würdigung der zugehörigen wirtschaftlichen Elemente* (Teil 1). Kernstück hierbei ist neben der Ergründung der untersuchungsleitenden Begriffe „Derivate“, „systemisches Risiko“, „Close-out Netting“ und „Collateral“ vor allem die

¹¹ Kaserer/Köndgen/Möllers, ZBB 2009, 142 (148) („neuralgischer Punkt“).

¹² Vgl. aber Zimmer/Fuchs, ZGR 2010, 597 (634 ff.) zum Close-out Netting.

¹³ Dem Verständnis von DJT-Höfling, F 11 f. folgend, wird hier und im Folgenden der Begriff der „Regulierung“ sowohl institutionell-organisatorisch (Aufsicht, „supervision“) als auch materiell-strukturgebend (finanzmarktbezogene Gesetzgebung, „regulation“) verstanden.

eingangs nur skizzierte Diskussion systemischer Vor- und Nachteile der zu untersuchenden Praktiken.

Aufbauend auf der sich an diese Erläuterungen anschließenden *Betrachtung der gegenwärtigen Rechtslage in Deutschland* (Teil 2) gelangt die Darstellung zu dem für die Umsetzung des Untersuchungsziels entscheidenden vierten Teil: der *Erarbeitung künftiger Lösungsansätze für beide Verfahren* (Teil 3). Dazu wird sich eine Komplementärbetrachtung als vorzugswürdig erweisen: Fokussieren die Überlegungen auf den Aspekt einer durch Close-out Netting und Collateral begründeten *Minderung* des systemischen Risikos, so ist de lege ferenda eine Stärkung der Rechtswirksamkeit beider Praktiken, d.h. die Entwicklung deutlicher Schutzaussagen, zu erstreben. Wenn und soweit dagegen eine durch diese Verfahren zu verzeichnende *Steigerung* des systemischen Risikos in den Blick genommen wird, sind Wege zu ihrer rechtlichen Beschränkung aufzuzeigen. Letztere Aufgabe wird sich angesichts der kollisions- und europarechtlichen „Einbettung“ von Close-out Netting und Collateral besonders komplex gestalten (dort Abschnitt 4). Dabei identifizierte Schwierigkeiten werden auf die abrundende Betrachtung einer Regelungsalternative hinauslaufen (Teil 4). Beschlossen wird die Darstellung durch eine die wesentlichen Thesen der Arbeit aufgreifende *Conclusio*.

Abschnitt 3 – Konzeption

Wie der weitere Untersuchungsverlauf zeigen wird, entbehrt die Arbeit ihrer Thematik nach der Zuordenbarkeit zu einer bestimmten rechtskategorialen „Schublade“. Vielmehr wird sie in ihrer Suche nach funktional geeigneten Rechtsansätzen zur Systemrisikominderung innerhalb eines komplexen Sachverhalts eine *Vielzahl von Rechtsmaterien* streifen; zugleich erzwingt das Untersuchungsgebiet der internationalen Finanzmärkte die Einnahme einer *globalen Perspektive*.

Um sich zwischen diesen Realitäten nicht aufzureiben, verfolgt die Arbeit in konzeptioneller Hinsicht einen grundlegend sachorientierten Ansatz. Ohne dass entscheidend wäre, ob eine Norm „dem Bankrecht“, „dem Kapitalmarktrecht“, „dem öffentlichen Recht“ oder „dem Privatrecht“ zuzuschlagen ist, wird – soweit einschlägige Normen Close-out Netting und Collateralization betreffen – die *inhaltliche* Entwicklung tragfähiger Rechtsansätze zur Würdigung der eingangs skizzierten Problematik erstrebt.

Die insoweit zu erarbeitenden Lösungsansätze bauen dabei strikt auf dem deutschen Recht auf. Nicht nur sprengte die geboten detaillierte Betrachtung drittstaatlicher Vorgaben – selbst wenn man sie auf die im Fi-

nanzbereich wichtigsten Rechtsordnungen beschränkte – ersichtlich den Rahmen einer juristischen Dissertation. Auch erscheint die Einnahme der nationalen Perspektive dem hier erstrebten Ziel inhaltsorientierter Rechtsentwicklung insoweit förderlich, als sie auf dem national geprägten juristischen Vorverständnis aufbauen kann und insoweit die Ausführungen für den deutschen Leser nachvollziehbarer zu gestalten vermag. Zudem bietet ohnehin das deutsche Recht einen insoweit eigenständigen Untersuchungsanlass, als hinsichtlich der hier inmitten stehenden Praktiken eine interessante Melange verschiedenster Regelungszusammenhänge vorherrscht, welche in der Folge der Weltfinanzkrise zudem einige Änderungen von aktueller Bedeutung erfahren haben. Die auf dieser Basis erarbeiteten Resultate vermögen dann, gleichsam als „Blaupause“, exemplarisch für die sachgerechte materiell-rechtliche Behandlung von Close-out Netting und Collateral zu stehen.

Dem diesbezüglich naheliegenden Einwand, angesichts der gerade seit der jüngsten Weltfinanzkrise manifesten Bedeutsamkeit global-grenzüberschreitender Zusammenhänge bleibe ein solches Vorgehen in zu starkem Maße der „Froschperspektive“ verhaftet, ist zu konzedieren, dass in der Tat die Möglichkeit einer nur begrenzten Gestaltungsmacht nationalstaatlicher Rechtssetzung mittlerweile nicht mehr ignoriert werden kann. Ihm ist im Rahmen dieser Dissertation dadurch zu begegnen, dass im Fortgang der Darstellung die erzielten Resultate nicht nur (zuweilen) durch rechtsvergleichende Betrachtungen *konturiert*, sondern schließlich auch mit grenzüberschreitenden Rechtsaspekten *konfrontiert* werden. Hierdurch wird nicht nur der globalen Perspektive Rechnung getragen. Zugleich vermag dieser Ansatz die notwendige Sensibilität für diejenigen Hürden zu schaffen, welche sich auch einem sachlich befürwortenswerten Regelungsunterfangen stellen können, in einer Welt, welche stärker als je zuvor geprägt ist durch Europäisierung des Rechts und Globalisierung des Wirtschaftens.

Teil 1

Grundlagen

Wie eingangs erwähnt, bedarf die juristische Durchdringung der Thematik der propädeutischen Erörterung der grundlegenden wirtschaftlichen Begriffe und Zusammenhänge: Der zu regelnde Lebenssachverhalt muss in seinen Komplexitäten genau betrachtet werden, um zu tragfähigen rechtlichen Lösungsansätzen zu gelangen.

Zunächst (Abschnitt 1) ist dabei auf die Derivate einzugehen, welche in ihrer außerbörslichen Variante denjenigen Ausschnitt des Finanzmarkts bilden, der im Zentrum der Untersuchung steht. Sodann (Abschnitt 2) erfolgt eine Erörterung des sog. systemischen Risikos. Dieses schillernde Phänomen, fraglos der „Karrierebegriff der Finanzkrise“¹ schlechthin, bildet nicht nur den Mittelpunkt des aktuellen regulatorischen Interesses, sondern stellt in seiner Verknüpfung mit den außerbörslichen Derivatemärkten zugleich den erweiterten Untersuchungsrahmen wie auch den Anlass für die rechtliche (Neu-)Bewertung von Close-out Netting und Collateral dar. Diese beiden Verfahren wiederum werden en détail unter Abschnitt 3 erläutert; bedeutendstes Element hierbei ist die Diskussion beider Praktiken hinsichtlich ihrer Rückwirkungen auf das systemische Risiko (Abschnitt 3 § 4). Durch eine Zusammenfassung der in den ersten drei Abschnitten gewonnenen Erkenntnisse werden die Ausführungen beschlossen (Abschnitt 4).

Abschnitt 1 – Derivate und OTC-Derivate

Für die Durchdringung des Derivatebegriffs im Allgemeinen und seiner untersuchungsrelevanten außerbörslichen Variante im Speziellen bietet sich eine viergliedrige Darstellung an. Während zunächst (§ 1) eine allgemeine Begriffserläuterung die grundlegenden Spezifika derivativer Geschäfte erhellt, welche (§ 2) durch die produktbezogene Darstellung bestimmter Grundtypen von Derivatgeschäften vertieft werden kann, ist auch und vornehmlich den Vorteilen und Risiken dieser Produkte Beachtung zu schenken (§ 3). Die Risiken bilden dabei den ersten Baustein hinsichtlich

¹ DJT-Höfling, F 55.

der inhaltlichen Erfassung von Close-out Netting und Collateral. Abzuschließen sind die Betrachtungen durch eine kurze Erörterung von Struktur und Volumen der Derivatemärkte (§ 4).

§ 1 Allgemeine Begriffserläuterung

Der Derivatemarkt bildet zusammen mit dem Geld-, Devisen- und Kapitalmarkt den „Finanzmarkt“, also jenen Markt, an dem Angebot und Nachfrage nach Geld oder geldwerten Titeln zusammenkommen.² Auch wenn diese Märkte sich teils überlappen und der Begriff „Derivat“ ein schwer zu fassender Gattungsbegriff ist, so lassen sich Derivate über gewisse allgemeine Merkmale doch hinreichend eingrenzen.³

A. Wirtschaftliche Charakteristika

Derivate sind gegenseitige Verträge, deren entscheidender Wesenszug sich mit Blick auf die Etymologie des Begriffs erschließt: Das lateinische „derivare“ bedeutet: „ableiten“. Entsprechend ist kennzeichnend für Derivate, dass ihr Preis vom Wert einer zugrundeliegenden marktabhängigen Bezugsgröße abgeleitet wird, dem sog. „Underlying“ oder „Basiswert“.⁴ Das Derivat und sein Wert sind somit eine *Funktion des Underlying* und dessen Wert.⁵ Einzige (wirtschaftliche) Anforderung an den Basiswert ist dabei seine ständige Messbarkeit,⁶ so dass grundsätzlich allein die Kreativität der Marktteilnehmer potentiellen Basiswerten eine Grenze setzt: So kennt die Praxis Derivate auf liquide Handelsgegenstände wie Aktien, Devisen und Rohstoffe, aber auch auf Referenzzinssätze und Indices, Klimavariablen, Inflationsraten und sogar auf andere Derivate (vgl. §§ 2 Abs. 2 WpHG, 1 Abs. 11 S. 4, 19 Abs. 1a KWG).⁷

Die zweite Eigenart derivativer Finanzprodukte liegt in dem ihnen eigenen *Termincharakter* begründet:⁸ Obgleich die wechselseitigen Leistungs-

² *Buck-Heeb*, Rn. 82.

³ *Wood*, Rn. 10-001 („generic term“); *Faubus*, DLJ 59 (2010), 801 (807) („family of financial instruments linked together by certain common traits“). Synonym verwendet werden – auch in dieser Arbeit – die Begriffe „Finanzderivate“, „derivative Finanzinstrumente“, „derivative Produkte“, „derivative Instrumente“ und „derivative Finanzgeschäfte“, *SBL-Jahn*, § 114 Rn. 1.

⁴ *Benzler*, S. 29; *Reiner*, S. 1; *MVH-ders.*, S. 736; *Wood*, Rn. 10-001.

⁵ Diese Beziehung ist nicht zwingend linear, vielmehr kann die Parteiabrede einen anderen mathematischen Bezug vorsehen, *Faubus*, DLJ 59 (2010), 801 (808 f.).

⁶ *MVH-Reiner*, S. 736.

⁷ *Reiner*, S. 1; *Buck-Heeb*, Rn. 87; *Berger*, S. 25 Fn. 104; *Faubus*, DLJ 59 (2010), 801 (808).

⁸ Die Formulierung „Termincharakter“ vermeidet die sich aus der häufig benutzten Bezeichnung „Termingeschäfte“ ergebenden Abgrenzungsschwierigkeiten von Derivaten

Stichwortverzeichnis

- Absonderungsrecht 163
- Abstraktionsprinzip 307
- Abwicklungsanstalt 180
- Act-of-State-Doctrine 335, 340
- AIG (American International Group) 4, 31, 287
- Akkordstörer 189
- aleatorischer Charakter 11, 71, 235, – siehe auch Derivate
- Amerikanische Option 16
- Anwendungsvorrang (des Europarechts) 312
- Aufrechnung
 - Verbote nach deutschem Insolvenzrecht 104
- Aufrechnungsvertrag 46
- Aufsichtsrichtlinie (ARL) 289
- Ausgliederungsgegenstände 183
- Aussonderungsrecht 163
 - als Anknüpfungspunkt des Close-out Netting 259
- Automatic Early Termination 54
- automatic stay 74
- BaFin
 - Eingriffsbefugnisse nach dem KredReorgG 188
 - Eingriffsbefugnisse nach dem KWG 173, 181
- bail-out 38, 81, 293, 394
- Bank Run 33, – siehe auch grab race
- Bankruptcy Code (Close-out Netting-out Netting) 241
- Basel Committee for Banking Supervision (BCBS) 361
- Basel II 361, – siehe auch Eigenmittelrecht
- Basel III 372
- Basiswert – siehe Underlying
- Baukastenprinzip 234
- Bemessungsgrundlage 363
- Bereichsausnahme 259
- Bestandsgefährdung (Rechtsbegriff) 182
- Bestimmtheitsgebot 212
- Breach of Agreement 54
- Breitbandverteilanlage-Fall 118
- Bretton Woods 17
- Brückenbank 182
- Buchgeld 63
- carve-outs 72
- Cash Settlement 11, – siehe auch Physical Settlement
- Center Of Main Interest (COMI) 316
- Central Counterparties 13, 157
- Central Securities Deposits 324
- cherry picking
 - als Normzweck (Kritik) 235
 - Vermeidung als Zweck von Rahmenverträgen 42
- Close-out Amount 59
- Close-out Netting
 - Abgrenzung zur Aufrechnung 46
 - Beendigungsfolgen 56
 - Beendigungsgründe 47
 - Funktionsweise 45
 - im deutschen Insolvenzrecht 91
 - im deutschen Restrukturierungsgesetz 173
 - in den USA 241, 253
 - in Irland 245, 254
 - in Südafrika 248, 250
 - Krisenverschärfung durch 75
 - Kritik am geltenden deutschen Recht 215
 - nach deutschem IPR 318
- Collateral

- „Verwertung“ durch Close-out Netting 67
- besicherte Verbindlichkeiten 65
- Funktionsweise 63
- im deutschen Insolvenzrecht 163
- Krisenverschärfung durch 78
- Legaldefinition nach deutschem Recht 153
- Commerzbank 180
- Confirmations 41, – siehe auch ISDA Master Agreement
- constructive ambiguity 38, 292
- Credit Default Swaps 100, 220, 222
- Credit Support Amount 65
- Credit Support Provider 49
- Cross Default
 - als Sanierungserschwerung 77
 - nach ISDA Master Agreement 52
 - siehe auch Events of Default
- debt-equity-swap 189
- Definitions 41
- Deleveraging 371, 373
- Derivate
 - außerbörsliche 12
 - börsliche 12
 - Charakteristika 10
 - Grundarten 13
- Deutsche Industriebank (IKB) 3
- Differenzgeschäfte – siehe Cash Settlement
- Disintermediation 27
- Dodd-Frank Act 85, 393, 406
- Early Termination Amount 60, 61
- Early Termination Date 48
- Effektengiroverkehr 323
- Eigenmittel – siehe Eigenkapital
- Eigenmittelrecht
 - Funktionen 360
 - und Close-out Netting 364
 - und Collateral 365
- einfache Methode (Eigenmittelrecht) 365
- Eingriffsnormen (IPR) 330
- Einheitlichkeitsklausel – siehe Single Agreement Clause
- Einheitstheorie (Optionsgeschäfte) 225
- Equivalent Credit Support 64
- Erfüllungsgeschäfte (Anknüpfung) 321
- ESUG (Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen) 90, 203, 206
- Europäische Kommission 263
- Europäische Option 16
- European Federation of Energy Traders 262
- European Master Agreement 39
- Events of Default
 - Beendigungstatbestände 49
 - Rechtsnatur nach ISDA Master Agreement 48
- exposure 21, – siehe auch Kreditrisiko
- Failure-to-Pay-Klauseln 51, – siehe auch Events of Default
- Federal Deposit Insurance Act 241
- Finanzinstitute 155
- Finanzleistungen
 - als Tatbestandsmerkmal 95
 - Regelbeispiele 95
 - vertragstypische Leistung 97
- Finanzmarkt (Begriff) 10
- Finanzsicherheiten – siehe Collateral
- Finanzsicherheitenrichtlinie (FinRL) 62
 - als Hürde für künftige Rechtsänderungen 344
 - Vorgaben für Collateraldefinition 153
 - Vorgaben für das Close-out Netting 164
 - siehe auch Collateral
- Finanztermingeschäfte (Rechtsbegriff) 92
- fingierte Vertragseinheit 129, – siehe auch Close-out Netting
- First Method – siehe walk-away-Klauseln
- FMSA (Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung) 179
- Forderungsstatut 327
- Forwards 14, – siehe auch Derivate
- free-rider-Effekte 182
- Gerichtsstand
 - in Deutschland 314
 - in England 334
 - in New York 340
 - und IPR 314
 - Vereinbarung 314

- Gesamtanrechnungsbetrag für
 Adressrisiken 362
 Gesamtbeendigungsklauseln 44
 – im deutschen Insolvenzrecht 127
 going concern 74, 76, 77
 gold plating – siehe überschießende
 Richtlinienumsetzung
 Good Bank 183
 grab race 77
 gross market value 23, 70

 haircut 366
 Hebeleffekt – siehe Leverage
 Hedgefonds 25, 66, 80, 296
 Hedging 17
 hidden interconnectedness 35, – siehe
 auch Verflechtung, Intransparenz
 Hypo Real Estate (HRE) 181, 290

 initial margin 191, 269, 307, 349, –
 siehe auch Collateral
 Insolvency Act (Close-out Netting) 248
 Insolvenz
 – als Event of Default 49
 – als Ursache von Dominoeffekten 32
 – rechtliche Gestaltungsprinzipien 73
 Insolvenzanfechtung
 – und Close-out Netting 136
 – und Collateral 167
 Insolvenzverwalterwahlrecht 42, –
 siehe auch cherry picking
 Internal Ratings Based Approach (IRBA)
 362
 Internationales Insolvenzrecht (IIR) 315
 Intransparenz 35
 – als systematisches Risiko 29, 35
 – siehe auch Informationseffekte
 ISDA 39
 ISDA Credit Support Annex
 – als Teil des ISDA Master
 Agreements 62
 – Verschaffung von Collateral 63
 ISDA Master Agreement
 – Aufbau 40
 – Entwicklung 39
 – Regelung des Close-out Netting 47
 – siehe auch ISDA Credit Support
 Annex
 – siehe auch Rahmenverträge

 Kapitalanlagegesellschaften 156
 Kassageschäft 18, 20
 Konkursimmunität 37, 79, 84
 Konkursordnung 92
 Konversionsfaktor 363
 Konzernverrechnungsklauseln 134, 144
 Kreditinstitute 154
 Kreditrisiko 20
 – Minderung durch Close-out Netting
 und Collateral 70
 Kreditrisiko Standard Ansatz (KSA) 362
 Krise (Begriff) 3

 Lehman Brothers 4, 178, 294
 Leistungshandlung 102
 Leverage 18, 361
 Leverage Ratio 372, 374, – siehe auch
 Basel III
 lex contractus 113, 339
 lex fori 315, 317, 329, 336, 341
 lex rei sitae 322, 324
 Liquidationsnetting – siehe Close-out
 Netting
 Long Form Confirmations 228, – siehe
 auch Confirmations
 Long-Term Capital Management
 (LTCM) 80
 Lösungsklauseln 46
 – insolvenzrechtliche Wirksamkeit
 113, 114, 115, 119, 120, 122

 Makroschocks – siehe systemische
 Ereignisse
 Margensicherheiten 67, 168, – siehe
 auch Collateral
 Market Makers – siehe Marktmacher
 Marktbewertungsmethode 363
 Marktmacher 24, 35, 59, 393
 Marktrisiko 20
 Markttransparenz 25
 Master Agreements – siehe
 Rahmenverträge
 Merger without Assumption 54
 Mikroschocks 29
 – Dominoeffekte 32
 – Informationseffekte 31
 – siehe auch systemische Ereignisse
 Misrepresentation 54
 Missbrauchsvorbeugung 256
 Moral Hazard 37, 69

- Moratorium
 - nach deutschem Bankaufsichtsrecht 173
 - und Stundung 174
- net flat-Zustand 68
- Netting 45
- Netting of Financial Contracts Act 245
- Nettobemessungsgrundlage 365
- Null-Summen-Spiel 21, 373
- Null-Uhr-Regelung 347
- objektive Theorie 121
- Optionen 15, – siehe auch Derivate
- ordre public 332
- OTC-Derivate
 - Marktcharakteristika 23
 - siehe auch Derivate (außerbörsliche)
- par conditio creditorum 74
- Payment Measure
 - Loss 57
 - Market Quotation 56
- Payment Method 58
- Physical Settlement 11, – siehe auch
 - Cash Settlement
- Place of the Relevant Intermediary
 - Approach (PRIMA) 325
- Positionswert 363
- Potestativbedingung 147
- Qualifikation (IPR) 315
- race to the bottom 236
- Rahmenvertrag für
 - Finanztermingeschäfte 39
- Rahmenverträge
 - Aufbau 40
 - Cross Product Master Agreements 228
 - Deemed Master Agreements 228
 - Erläuterung 38
 - im deutschen Insolvenzrecht 109
 - Master Master Agreements 231
 - Single-Transaction-Rahmenverträge 227
 - Zweck 42
- Rating-Downgrade 269
- recharacterisation 346
- Rechtsrisiko 22
- Rechtsvergleich 240, – siehe auch
 - Close-out Netting
- Rechtswahl (IPR) 318
- Regel-Ausnahme-Verhältnis 86
- regulatorisches Paradox 370
- Rehypothecation 64, – siehe auch
 - Collateral
- Reorganisationsplan 188
- Reorganisationsverfahren
 - als Insolvenzverfahren 316
 - Grundzusammenhänge 188
 - und Close-out Netting 190
 - und Single Agreement Clauses 190
- replacement costs 23, 59, 226
- Repos 229
- Resolutivbedingung 46
- Restrukturierungsgesetz
 - Entstehung 89
 - und Close-out Netting 173
 - und Collateral 191
- ring-fencing 215
- Risiko- und Positionenmanagement
 - Bedeutung für die Marktteilnehmer 71
 - durch Close-out Netting 71
- risikoadäquate Risikomessung 361
- Risikoallokation 18, – siehe auch
 - Hedging
- Risikobegrenzungsfunktion 360
- Risikogewicht 362
- Risikohebel – siehe Leverage
- Rom I-VO 315
- Rückversicherer 263
- Rückwirkungsverbot 200
- Safe Harbor 72
- Sanierungsrichtlinie 343
 - beachtliche Sanierungsmaßnahmen 337
- Schedule 40, – siehe auch ISDA Master Agreement
- Second Method 58
- Set-off – siehe Aufrechnung
- Settlement Amount 57
- Single Agreement Clause 44
- SoFFin 179, 180
- soft law 239
- Solvabilität 362
- Special Purpose Vehicle 227
- Specified Entities 49

- Spekulation 18
- Stabilisierungsmaßnahmen 178
- Stillhalter 15, 21, 224
- stochastische Bedingtheit 11
- subjektive Theorie 120
- Superrahmenverträge – siehe Master Master Agreements
- Swaps 14, – siehe auch Derivate
- Swaption 97
- Synallagma 101, 216
- Systemgefährdung (Rechtsbegriff) 183
- systemische Ambivalenz 84
- systemische Ereignisse
 - Abgrenzungsschwierigkeiten 33
 - siehe auch systemisches Risiko
- systemisches Risiko 25
 - Definition 26
 - systemische Ereignisse 28
 - und OTC-Derivate 34
- Systemrelevanz
 - als Tatbestandsmerkmal (Kritik) 288
 - Erläuterung 37
 - Legaldefinition 182
- Systemrichtlinie 342

- teleologische Reduktion 108, 148
- Termination Clauses – siehe Gesamtbeendigungsklauseln
- Termination Currency Equivalent – siehe Unpaid Amounts
- Termination Events 47, – siehe auch Events of Default
- Threshold Amount 52
- Title Transfer 63, – siehe auch Collateral
- too interconnected to fail – siehe Verflechtung
- Too-Big-To-Fail-Doktrin 37
 - Spannungen mit Close-out Netting und Collateral 79
 - siehe auch Systemrelevanz
- Trennungsprinzip – siehe Abstraktionsprinzip

- überschießende Richtlinienumsetzung 313
- Übertragungsanordnung
 - als Insolvenzverfahren 316
 - partielle 185
 - Regelungszusammenhänge 181
 - Rückübertragung 186
- umfassende Methode (Eigenmittelrecht) 367
- Underlying 10, – siehe auch Derivate
- universelle Geltung (IPR) 318
- Unpaid Amounts 60
- Unter-Deckung-Nehmen 137
- up front payment 224

- Valuation Date 65, – siehe auch Collateral
- variation margin 191, 268, 269, 274, 307, – siehe auch Margensicherheiten
- Verfassungsrecht
 - Schutz des Close-out Netting 87
 - Zulässigkeit der Beschränkung rahmenvertraglicher Abreden 199
- Verflechtung 24, 34, 37, 290, 292
- Verlustausgleichsfunktion 360
- Verpflichtungsgeschäfte (Anknüpfung) 320
- Versicherungen 155

- walk-away-Klauseln
 - Begriff 58
 - im Eigenmittelrecht 365
 - rechtliche Bedenken 58, 139
- Wertpapierfirmen 155
- Wertpapierrechtsstatut 321
- Wertpapiersachstatut 322

- Zessionsstatut 328
- zivilrechtliche Unwirksamkeitsgründe 87
- Zwingende Vorschriften (IPR) 329