

Schriften zum europäischen, internationalen und  
vergleichenden Unternehmensrecht

27

Christoph Weber

# Der europäische Rechtsrahmen für Close-Out-Netting-Vereinbarungen



**Nomos**

Schriften zum europäischen, internationalen und  
vergleichenden Unternehmensrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Ulrich Ehrlicke, LL.M., M.A.,  
Universität zu Köln

Prof. Dr. Jessica Schmidt, LL.M.,  
Universität Bayreuth

Prof. Dr. Christoph H. Seibt, LL.M.,  
Freshfields Bruckhaus Deringer PartG mbB

Band 27

Christoph Weber

# Der europäische Rechtsrahmen für Close-Out-Netting-Vereinbarungen



**Nomos**



Onlineversion  
Nomos eLibrary

**Die Deutsche Nationalbibliothek** verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Bayreuth, Univ., Diss., 2023

ISBN 978-3-7560-0855-1 (Print)

ISBN 978-3-7489-1601-7 (ePDF)

1. Auflage 2024

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2024. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2023/2024 von der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bayreuth als Dissertation angenommen.

Sie entstand während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapitalmarktrecht (Zivilrecht I). Rechtsprechung, Literatur und Rechtsentwicklung konnten bis Januar 2024 berücksichtigt werden.

Mein Dank gilt vor allem meiner Doktormutter Frau Prof. Dr. *Jessica Schmidt*, LL.M. (Nottingham) für die Anleitung bei der Themensuche, die Betreuung während der Anfertigung der Arbeit und die sehr angenehme Arbeitsatmosphäre am Lehrstuhl. Besonderer Dank gilt auch Herrn Prof. Dr. *Peter Heermann*, LL.M. (Wisconsin) für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Zudem danke ich allen Herausgebern für die Aufnahme in die Schriftenreihe zum europäischen, internationalen und vergleichenden Unternehmensrecht.

Ich danke ferner allen Freunden und Kollegen, die mich auf dem Weg zur Promotion und während meiner bisherigen Ausbildung begleitet haben.

Allen voran möchte ich aber meiner Familie und besonders meinen Eltern *Klaus Weber* und *Regine Weber* danken. Sie haben mich auf meinem Weg stets bedingungslos bestärkt und unterstützt.

Bayreuth, im Januar 2024

Christoph Weber



# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	31
Abkürzungsverzeichnis	33
§ 1: Einleitung	49
A. Hintergrund, Anlass und Problemstellung	49
B. Gang der Untersuchung	50
§ 2: Derivate, Repos, Securities Lending Agreements und Netting- Vereinbarungen	53
A. Derivate	53
I. Derivate im europäischen Sekundärrecht	53
II. Grundlegende Charakteristika und Zwecksetzung	55
III. Kategorien von Derivaten	56
1. Forward/Future	56
2. Option	56
3. Swap	57
4. Kreditderivate	57
IV. Sonstige <i>underlyings</i>	58
V. Derivate im Energiegroßhandel	59
VI. Börslicher und außerbörslicher Handel	62
VII. Struktur des OTC-Marktes für Finanzderivate in der EU	63
B. Repurchase Agreements (Repo)	64
I. Grundform	64
II. Marktstruktur in der EU	66
C. Securities Lending Agreements (SLA)	67
D. Netting als Geschöpf der Vertragspraxis	68
I. Payment Netting/Settlement Netting	68
II. Novation Netting	70
1. Funktionsweise	70

2. Grenzen des Anwendungsbereichs und Abgrenzung zum Close-Out-Netting	71
III. Close-Out-Netting und Rahmenverträge	72
1. Überblick über die Vertragspraxis	72
2. Funktion des Close-Out-Netting für die Beteiligten	74
3. Rechtstechnische Ausgestaltung von Close-Out-Netting- Vereinbarungen	75
a) Perspektive der rechtstechnischen Analyse	75
b) Single Agreement Clause	78
c) Fälligestellung oder Beendigung	78
d) Berechnung der geschuldeten Beträge	80
aa) Maßgeblicher Zeitpunkt	82
bb) Berechnungsmethode	83
e) Schaffung einer Netto-Verbindlichkeit	84
f) Zwischenergebnis	85
4. Legitimation für das Close-Out-Netting und rechtspolitische Debatte	85
a) Mit dem Close-Out-Netting in Konflikt stehende insolvenzrechtliche Prinzipien	86
b) Klassische Rechtsfertigungstopoi	88
c) Rechtspolitische Kritik hinsichtlich der mangelnden Marktdisziplin und Bilanztransparenz	89
aa) Grundlegendes Problem	89
bb) Erhöhte Transparenz durch Anhang-Angaben nach IFRS 7	91
IV. Collateral/Margin/Finanzsicherheiten als weiterer Baustein der Vertragstechnik und Zusammenhang mit dem Close- Out-Netting	93
1. Initial Margin/Ersteinschusszahlung (IM)	93
a) Zweck von IM	93
b) Rechtstechnische Ausgestaltung von IM	95
aa) Nicht zentral geclearte Derivate	95
bb) Zentral geclearte Derivate	95
c) Verwertung des IM in der Insolvenz	96
2. Variation Margin/Nachschusszahlung (VM)	96
a) Charakteristiken	96
b) Rechtliche Wirkung von geliefertem VM	97
aa) <i>Collateralised-to-Market</i> (CTM)	97

bb) <i>Settled-to-Market</i> (STM)	98
cc) Unterschiede in der rechtlichen Einstufung im Unionsrecht	99
c) Verwertung von VM in der Insolvenz	99
3. Anforderungen an die Bildung von Netting-Sets	100
§ 3: Bedeutung von Close-Out-Netting-Vereinbarungen im europäischen Aufsichtsrecht	101
A. Zweck des Eigenmittelrechts	102
B. Internationalisierung und Europäisierung des Eigenmittelrechts	104
I. Bedarf nach Konvergenz des Eigenmittelrechts	104
II. Internationale Standardsetzung durch das BCBS und die Basel Vereinbarungen	105
III. Umsetzung in der EU	106
C. Close-Out-Netting bei der Ermittlung risikogewichteter Aktiva im europäischen Aufsichtsrecht	106
I. CRR	106
1. Anwendungsbereich	107
2. Grundnorm zur Bestimmung des Eigenmittelbedarfs: Art. 92 CRR	107
3. Handelsbuch und Anlagebuch	108
4. Kreditrisiko und Gegenparteiausfallrisiko in der CRR	109
a) Konzeptionelle Unterschiede	109
b) Gegenparteiausfallrisiko als reguläre Risikokategorie für OTC-Derivate	110
c) Sonderfall: Kreditderivate	111
aa) Anlagebuch	112
(1) Institut als Sicherungsgeber	112
(2) Institut als Sicherungsnehmer	113
bb) Handelsbuch	115
cc) Auswirkungen auf den Umfang der eigenmittelrechtlichen Netting-Sets	116
5. Repos und SLAs zwischen Kreditrisiko und Gegenparteiausfallrisiko	116

6. Aufsichtsrechtliche Anerkennung von Close-Out-Netting-Vereinbarungen	118
a) Grundlegende Voraussetzungen für die Anerkennung von Close-Out-Netting-Vereinbarungen	119
aa) Arten von Netting-Vereinbarungen	119
(1) Bilaterale Netting-Vereinbarungen	119
(2) Institutsübergreifende Netting-Vereinbarungen	120
(a) Ausdrückliche Nichtanerkennung von Close-Out-Netting-Vereinbarungen mit mehr als zwei Beteiligten	120
(b) Abgrenzung zum <i>Multi-Branch-Netting</i>	122
(c) Praktische Lösungsansätze	122
bb) Konkrete Voraussetzungen für die Anerkennung	123
(1) Hinreichende Netting-Opinion	123
(2) Keine Ausstiegsklausel/ <i>Walk-Away-Klausel</i>	127
cc) Wirkung anerkennungsfähiger Close-Out-Netting-Vereinbarungen	127
(1) Standardansatz für das Gegenparteiausfallrisiko (SA-CCR)	128
(a) Verwendete Formel	129
(b) Aktueller Wiederbeschaffungswert (RC)	130
(c) Potenzieller künftiger Risikopositionswert (PFE)	131
(d) Netting-Vorteile bei der SA-CCR	134
(2) Vereinfachte SA-CCR	135
(3) OEM	135
(4) IMM	136
(a) Produktübergreifende Netting-Sätze	137
(b) Netting-Effekte unter dem IMM	139
(c) Wirkung von Netting-Vereinbarungen bei Repos und SLAs außerhalb der IMM	140
(5) CVA-Risiko	142
II. IFR	143
1. Anwendungsbereich	143

2. Zusammensetzung der Eigenmittelanforderungen für Wertpapierfirmen	144
3. Voraussetzungen für die Anerkennung von Netting-Vereinbarungen nach Art. 31 IFR	145
4. Die Berechnung des K-TCD unter Berücksichtigung des Close-Out-Netting	145
a) Berechnungsschritte	145
b) Effekte des Close-Out-Netting nach der IFR	146
5. Behandlung von produktübergreifenden Netting-Vereinbarungen	147
6. Firmenübergreifende Netting-Vereinbarungen	148
III. Solvency II	149
1. Unterschiedliche Ausgangspunkte der Eigenmittelregulierung von Banken- und Versicherungswirtschaft	149
2. Eigenmittelanforderungen nach Solvency II	151
a) Regelungsstandort der Eigenmittelanforderungen	151
b) Gegenparteiausfallrisiko und Risikominderung durch Netting-Vereinbarungen	153
aa) Voraussetzungen für die Anerkennung von Netting-Vereinbarungen	153
bb) Wirkung des Netting	154
D. Die Rolle von Close-Out-Netting bei nicht risikogewichteten Messgrößen	156
I. Close-Out-Netting-Vereinbarungen bei der Großkreditregelung	156
1. Hintergrund	156
2. Konkrete Berechnungsmethode nach der CRR	157
a) Konzentrationslimit	157
b) Erfasste Risikopositionen	158
c) Berechnung des Risikopositionswertes	158
aa) Eingeschränkte Methodenwahl bei der Berechnung des Risikopositionswertes	158
bb) Weitere Abweichungen CRR-Großkreditregimes gegenüber dem Basler Akkord	161
3. Berechnungsmethode nach der IFR	161
4. Berechnungsmethode im Versicherungsaufsichtsrecht	162

II. Close-Out-Netting-Vereinbarungen bei der Verschuldungsquote	163
1. CRR	163
a) Hintergrund	163
b) Konkrete Regelungen zum Netting	164
aa) Grundsätzliche Anerkennung von Close-Out-Netting-Vereinbarungen für die Verschuldungsquote	165
bb) Kein produktübergreifendes Netting	167
cc) Besonderheiten bei Kreditderivaten	168
dd) Beurteilung der unterschiedlichen Behandlung von Netting-Effekten	169
c) Berücksichtigung von Sicherheiten	171
d) Auswirkungen der Verschuldungsquote auf das Derivategeschäft der Kreditinstitute	172
2. IFR	173
3. Versicherungsaufsichtsrecht	174
III. Close-Out-Netting-Vereinbarungen bei der Liquiditätsquote	174
1. Hintergrund	174
2. CRR	176
a) Liquiditätsdeckungsanforderungen/ <i>Liquidity Coverage Ration</i> (LCR)	176
aa) Netting von Zahlungsströmen unter einer anerkannten Close-Out-Netting-Vereinbarung	177
bb) Erweitertes Netting bei Fremdwährungsderivaten	178
b) Strukturelle Liquiditätsquote/ <i>Net Stable Funding Ratio</i> (NSFR)	178
aa) Hintergrund	178
bb) Bedeutung von Derivaten und Netting-Vereinbarungen für die NSFR	179
cc) Behandlung von Wertpapierfinanzierungsgeschäften	181
3. IFR	181
4. Versicherungsaufsichtsrecht	182
E. Offenlegung	183
F. Ergebnis zu § 3	184

§ 4: Materiell-rechtliche Regelungen für Close-Out-Netting-Vereinbarungen im bilateralen und zentral geclearten Marktsegment	187
A. Der OTC-Markt vor der globalen Finanzkrise und seine europarechtliche Regulierung	187
I. Europarechtliche Regelungen für den bilateralen OTC-Markt vor 2008	187
II. SFD	188
1. Hintergrund	189
2. Regelungsgegenstand	190
3. Ergebnis zur SFD im bilateralen Verhältnis	190
III. FCD	191
1. Entstehung	191
2. Regelungsgegenstand	192
a) Persönlich	192
b) Sachlich	194
aa) Beschränkung auf Netting-Vereinbarungen im Zusammenhang mit Finanzsicherheiten	194
bb) Wertpapierfinanzierungsgeschäfte	194
cc) Derivate	195
3. Reichweite des Schutzes	195
a) Erfasste Vereinbarungen	196
b) Erfasste Beendigungsfälle	197
c) Gesicherte Verbindlichkeiten, insbesondere unter Berücksichtigung von Derivaten des Energiegroßhandels	197
aa) Erfasste Verbindlichkeiten <i>de lege lata</i>	197
bb) Abhilfe durch Erweiterung des Anwendungsbereichs der FCD <i>de lege ferenda?</i>	199
cc) Produktübergreifende Netting-Vereinbarungen als Lösung <i>de lege lata?</i>	201
d) Produktübergreifende Netting-Vereinbarungen	202
e) Multilaterales Close-Out-Netting	203
f) Multi-Branch Netting	203
g) Aufrechnung mit sonstigen Beträgen auch erfasst?	204
4. Nicht-insolvenzbezogene Wirksamkeitshindernisse	204
a) Reichweite des Art. 7 Abs. 1 FCD in Bezug auf nicht-insolvenzrechtliche Wirksamkeitshindernisse	205

b) Gegenseitigkeit/Mutuality	207
aa) Grundsätzlich Domäne der Mitgliedsstaaten	207
(1) Spannungsverhältnis mit Art. 7 Abs. 1 lit. b FCD	208
(2) Praktische Bedeutung der Abtretung zur Herstellung der Gegenseitigkeit	209
(3) Bedeutung für die Aufrechnung mit sonstigen Beträgen	209
bb) Konnexität der einbezogenen Verbindlichkeiten und Forderung	209
cc) Gleichartigkeit	210
dd) Wirtschaftlichkeitspostulat nach mitgliedsstaatlichem Recht	211
5. Wirksamkeit nach Insolvenzrecht	211
6. Anfechtbarkeit nach Insolvenzrecht	212
a) Wortlaut und Systematik	213
b) Teleologische Reduktion des Art. 7 Abs. 1 FCD	213
aa) Grundkonflikt zwischen Rechtssicherheit und Gläubigerinteressen	214
bb) Methodische Bedenken bei Begründung allein anhand des ErwG 15 FCD	214
cc) Historische Argumente als weitere Absicherung	215
dd) Zwischenergebnis	216
c) Materielle Hürden für mitgliedsstaatliche Anfechtungsrechte	217
aa) Methodische Anhaltspunkte für den anzulegenden Maßstab	217
bb) Verbleibende Anfechtungsgründe	219
cc) Zwischenergebnis zu den verbleibenden Anfechtungsgründen	219
d) Anfechtbarkeit der Close-Out-Netting-Vereinbarung selbst	220
e) Anfechtbarkeit der Kündigungserklärung/ Termination Notice	220
f) Anfechtbarkeit der Einzelabschlüsse bzw. der Einbeziehung in das Netting	220
7. Ausnahme nach Art. 1 Abs. 6 FCD	221
8. Zwischenergebnis	221

IV. Auswirkungen der geplanten Corporate Insolvency Directive (CID) („Insolvency III“)	222
V. Bewertung der jetzigen Regelungssituation	222
1. Auswirkungen der FCD auf die Landschaft der europäischen Netting-Gesetzgebung und Evaluationen durch die Europäische Kommission	222
2. Konsultationsverfahren durch die Kommission und Einschätzung des EPTF und der Interessensgruppen der Industrie	223
aa) EPTF-Report	224
bb) Möglichkeiten zur Reform des unionsrechtlichen Netting-Privilegs	226
(1) Erweiterung des Anwendungsbereichs der FCD	226
(2) Umwandlung der FCD in eine Verordnung	227
(3) Bereichsausnahme von sämtlichen Formen der Insolvenzanfechtung	227
(4) Erlass einer neuen Netting-Richtlinie und Erweiterung des Netting-Privilegs auf den Energiegroßhandel	228
(a) Reformvorschläge im Konsultationsverfahren und deren Schicksal	228
(b) Vorschläge von <i>Grasser und Wimmer</i> und eigene Überlegungen zu einem markt- und produktbezogenen Regelungsansatz	230
VI. Zusammenfassende Würdigung der materiell-rechtlichen Regelungen im bilateralen Marktsegment	231
B. Close-Out-Netting im Kontext der regulatorischen Reformen nach der globalen Finanzkrise	232
I. Zentrales Clearing von OTC-Derivaten als politische Reaktion auf die globale Finanzkrise	233
1. Wahrgenommene Schwächen des bilateralen Marktdesigns	233
2. CCPs als bevorzugtes Gegenmodell	234
3. Grundlagen des zentralen Clearings	235

II. Clearingpflicht nach EMIR	238
1. Persönliche Voraussetzungen der Clearingpflicht	238
2. Sachliche Voraussetzungen der Clearingpflicht	240
3. Tatsächliche Auswirkungen auf die Struktur des OTC-Derivatemarktes	241
4. Auswirkungen des Brexits auf die Reichweite der EMIR	242
III. Freiwilliges zentrales Clearing von OTC-Derivaten	244
IV. Zugang zum zentralen Clearing	245
1. Als Clearingmitglied (CM)	245
a) Kreis der möglichen CMs	245
b) Eigengeschäfte des CM und vertragliche Regelung	246
2. Als Nicht-Clearingmitglied	247
a) Kunden	247
aa) <i>Principal</i> -Modell	248
bb) <i>Agency</i> -Modell	249
b) Indirekte Kunden	250
V. Generelles Risikomanagement der CCP	251
1. Einschusszahlungen/ <i>Margin</i>	251
a) Pflicht zum <i>Margining</i>	251
b) Arten von tauglichem <i>Margin</i>	252
2. Verbesserte Möglichkeit zum <i>Binding Settlement Netting</i> oder <i>Novation Netting</i>	253
VI. Umgang mit dem Ausfall von Beteiligten im zentralen Clearing	254
1. Umgang mit dem Ausfall eines CM im Hinblick auf Eigenpositionen	255
a) Close-Out-Netting der Eigenpositionen	255
b) Vorteile bei der Bewertung aufgrund verbesserter Markttransparenz	256
c) Zwischenergebnis	257
2. Umgang mit Ausfallereignissen im Hinblick auf das Kundenclearing	258
a) Ausfall eines Kunden	258
aa) 1. Stufe der Clearing-Kaskade	258
bb) 2. Stufe der Clearing-Kaskade	258
cc) Ausfall des Kunden im <i>Agency</i> -Modell	260

b) Ausfall des CM	261
aa) Bedeutung der Kontenstruktur im zentralen Clearing	261
(1) Grundlagen	262
(2) Trennung der Positionen und Vermögenswerte verschiedener CMs	263
(3) Trennung von Eigenpositionen und Kunden	263
(4) Verschiedene Kontenmodelle im Kundenclearing	265
(a) Omnibus-Kunden-Kontentrennung	265
(b) Netto-Omnibus-Kunden-Kontentrennung	266
(c) Brutto-Omnibus-Kunden-Kontentrennung	267
(d) Einzelkunden-Kontentrennung	268
(5) Segregation bei indirekten Kunden	268
bb) Funktionsweise des Porting	269
(1) Grundlagen	269
(2) Transfer Method	270
(3) Recreation Method	271
(4) Zwischenfazit	272
cc) Probleme bei der praktischen Durchführung des Porting	273
(1) Zustimmung der Kunden	273
(2) Neues Clearingmitglied zur Durchführung des Porting	273
dd) Auswirkung der Kundenclearing-Struktur auf das Close-Out-Netting	274
(1) Zuschnitt der Netting-Sets auf Ebene der CCP und auf Ebene des CM	274
(a) 1. Stufe der Clearing-Kaskade	274
(b) 2. Stufe der Clearing-Kaskade	275
(2) Koordinierung der 1. und 2. Stufe der Clearing-Kaskade hinsichtlich des Close-Out und der Bewertung	276
(3) Auskehrung positiver Netto-Beträge an Kunden	277
ee) Zwischenergebnis:	277

VII. Unionsrechtliche Absicherung des Close-Out-Netting im zentralen Clearing	278
1. Einführung	278
2. Schutz auf Grundlage der SFD	279
a) Zentrales Clearing als System i.S.d. SFD	279
b) Handelt es sich bei Derivaten oder Wertpapierfinanzierungsgeschäften um Zahlungsbzw. Übertragungsaufträge?	281
aa) Wortlaut und Systematik	281
bb) Interpretation im Lichte der Entstehungsgeschichte	282
cc) Teleologische Auslegung	283
dd) Zwischenergebnis:	284
c) Handelt es sich bei Close-Out-Netting selbst um einen Zahlungsauftrag i.S.d. Art. 3 Abs. 1 S. 1 SFD?	284
d) Von Art. 3 Abs. 1 SFD erfasste Netting-Vereinbarungen	285
aa) Wortlaut	285
bb) Erwägungsgründe und Entstehungsgeschichte	286
cc) Zwischenergebnis:	288
e) Teilweise Privilegierung durch Art. 9 Abs. 1 SFD	289
aa) Close-Out-Netting als Durchsetzungsmechanismus für Sicherheiten erfasst	289
bb) Verrechnung gegenläufiger Positionen nicht erfasst	290
f) Ergebnis zur SFD	290
3. Unmittelbar wirkende Regelungen der EMIR	290
a) Erfasste <i>Default-Management</i> -Maßnahmen der CCP	291
b) Wirkungsweise von Art. 39 Abs. 11 EMIR	292
aa) Verhältnis von EMIR und mitgliedstaatlichen Insolvenzrechten	292
bb) Rechtslage vor der EMIR-Refit	293
cc) Rechtslage ab der EMIR Refit	294
dd) Zwischenergebnis zur materiell-insolvenzrechtlichen Wirkung von Art. 39 Abs. 11 EMIR	296

c)	Ausweitung der Netting-Privilegien nach Art. 39 Abs. 11 EMIR auf die 2. Stufe der Clearing-Kaskade	296
d)	Rechtslage beim Clearing durch eine in der Union zugelassene CCP aus einem Drittstaat	299
e)	Insolvenz eines CM aus einem Drittstaat	301
f)	Ergebnis zur materiell-rechtlichen Privilegierung des Close-Out-Netting im zentralen Clearing	302
VIII.	Besonderheiten von zentral geclearten Kontrakten im Eigenmittelrecht	302
IX.	Vorgaben der EMIR zum Risikomanagement bei nicht zentral geclearten Derivaten	304
1.	Persönlicher Anwendungsbereich	304
a)	Risikominderungstechniken nach Art. 11 Abs. 1 EMIR	305
b)	Art. 10 Abs. 2 und 3 EMIR	305
2.	Portfoliokompression gem. Art. 10 Abs. 1 EMIR i.V.m. Art. 14 Del. VO (EU) 2013/149	305
3.	Pflicht zur Besicherung (Art. 11 Abs. 3 EMIR)	306
a)	Ausgestaltung der Besicherungspflicht	306
b)	Wechselwirkung mit der FCD	307
4.	Zusammenfassende Würdigung und Bewertung der jetzigen rechtlichen Konstruktion des unionsrechtlichen Netting-Privilegs	308
X.	Zentrales Clearing von Wertpapierfinanzierungsgeschäften	309
C.	Ergebnis zu § 4	311
§ 5:	Das Europäische Abwicklungsregime für Finanzunternehmen und die Behandlung von Close-Out-Netting-Vereinbarungen	315
A.	Entwicklung eines speziellen Abwicklungsregimes für bestimmte Finanzunternehmen	316
B.	Rechtsgrundlagen und allgemeine Prinzipien	317
I.	Anwendungsbereich von BRRD und SRMR	317
1.	Räumlicher Anwendungsbereich	317
2.	Erfasste Unternehmen/persönlicher Anwendungsbereich	318

3. Verhältnis von BRRD und SRMR	320
a) Aufgeteilte Entscheidungszuständigkeit zwischen SRB und NRAs	320
b) Anwendbare Vorschriften auf Implementierungsebene	321
aa) Grundsätzliche Unterscheidung zwischen Entscheidung und Implementierung innerhalb der Bankenunion	321
(1) „Gemengelage“ auf Implementierungsebene bei Entscheidungszuständigkeit des SRB	322
(2) Ausnahme: Implementierung unmittelbar durch das SRB	322
bb) Zwischenergebnis	324
II. Allgemeine Grundsätze der Abwicklung	324
1. Ziele des Abwicklungsverfahrens	324
2. <i>No Creditor Worse Off</i> -Prinzip und Fortwirkung des nationalen materiellen Insolvenzrechts	325
a) Grundlagen des NCWO-Prinzips	325
b) Ex-Post-Bewertung und Ausgleichspflicht als Letztabsicherung des NCWO-Prinzips	326
c) Formale Stellung der Gläubiger von Derivaten und Wertpapierfinanzierungs-geschäften unter dem NCWO-Prinzip	327
d) Praktische Schwierigkeiten bei der Anwendung des NCWO-Prinzips bei Close-Out-Netting-Vereinbarungen	328
3. Bewertung von Derivaten als übergreifendes Problem des europäischen Bankenabwicklungsregimes	329
a) Arten der Bewertung und deren jeweiliger Zweck	329
b) Überblick über die Bewertungsvorschriften für Derivate in der BRRD und den delegierten Rechtsakten	331
c) Grundlagen zur konkreten Bewertung und zum Verhältnis zu den rahmenvertraglichen Bestimmungen	333

d)	Bestimmung des Close-Out-Betrages anhand von konkreten Ersatzgeschäften	334
aa)	Strikter Vorrang von konkreten Ersatzgeschäften	334
	(1) Abweichung von der Marktpraxis	335
	(2) Gefahr des „Predatory Pricing“	335
	(3) Erhöhtes Risiko einer Schlechterstellung der Gläubiger und von Rechtsstreitigkeiten	336
bb)	Begrenzter Anwendungsbereich der Ersatzgeschäft-Methode	336
e)	Bewertung mangels wirtschaftlich angemessenem Ersatzgeschäft	337
f)	Zeitpunkt der Bewertung	338
g)	Zwischenergebnis	339
4.	Die Auswirkung von Abwicklungsbefugnissen und Abwicklungsinstrumenten auf Close-Out-Netting-Vereinbarungen	339
a)	Abwicklungsbefugnisse	339
aa)	Ausschaltung von Beendigungsklauseln im Hinblick auf Maßnahmen der Abwicklung	340
	(1) Grundlegender Konflikt zwischen Zielen der Abwicklung und Close-Out-Netting-Vereinbarungen	340
	(2) Konkrete Regelungen der BRRD	341
bb)	Kurzzeitiges Moratorium für die Ausübung des Close-Out-Netting	343
cc)	Kombination mit den Aussetzungsbefugnissen i.S.d. Art. 33a, 69, 70 BRRD	344
dd)	Auswirkungen des Moratoriums auf die Berechnung von IM	346
ee)	Grenzüberschreitende Koordinierung mit dem Abwicklungsregime von Drittstaaten	347
ff)	Zwischenergebnis	349
b)	Abwicklungsinstrumente	350
aa)	Das Bail-In-Instrument und seine Anwendung auf Finanzinstrumente unter einer Close-Out-Netting-Vereinbarung	350
	(1) Zweck und Funktionsweise des Bail-In-Instruments	350

(2) Abgrenzung zur Umwandlung und Herabschreibung von Kapitalinstrumenten und berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten	351
bb) Anwendungsbereich und ausgenommene Verbindlichkeiten	352
(1) Überblick	353
(2) Generell ausgenommene Verbindlichkeiten	354
(a) Besicherte Verbindlichkeiten, Art. 44 Abs. 2 UAbs. 1 lit. b BRRD, Art. 27 Abs. 3 UAbs. 1 lit. b SRMR	354
(aa) Überblick	354
(bb) Auswirkungen einer Untersicherung	355
(b) Interbanken-Verbindlichkeiten mit kurzer Laufzeit Art. 44 Abs. 2 UAbs. 1 lit. e BRRD, Art. 27 Abs. 3 UAbs. 1 lit. e SRMR	357
(c) Kurzzeitige Verbindlichkeiten gegenüber Systemen oder Systembeteiligten, Art. 44 Abs. 2 UAbs. 1 lit. f BRRD, Art. 27 Abs. 3 UAbs. 1 lit. f SRMR	358
(d) Verbindlichkeiten, die zur Erfüllung kritischer Funktionen wichtig sind, Art. 44 Abs. 2 UAbs. 1 lit. g Ziff. ii BRRD, Art. 27 Abs. 3 UAbs. 1 lit. g Ziff. ii SRMR	360
(3) Ermessensgebundene Ausnahme nach Art. 44 Abs. 3 UAbs. 1 BRRD, Art. 27 Abs. 5 UAbs. 1 SRMR	360
(a) Kein Bail-In innerhalb angemessener Zeit möglich, Art. 44 Abs. 3 UAbs. 1 lit. a BRRD, Art. 27 Abs. 5 UAbs. 1 lit. a SRMR	361

(b)	Aufrechterhaltung kritischer Funktionen des Instituts, Art. 44 Abs. 3 UAbs. 1 lit. b BRRD, Art. 27 Abs. 5 UAbs. 1 lit. b SRMR	362
(c)	Vermeidung von Ansteckungseffekten, Art. 44 Abs. 3 UAbs. 1 lit. c BRRD, Art. 27 Abs. 5 UAbs. 1 lit. c SRMR	363
(d)	Unverhältnismäßige Wertvernichtung, Art. 44 Abs. 3 UAbs. 1 lit. d BRRD, Art. 27 Abs. 5 UAbs. 1 lit. d SRMR	363
(4)	Zwischenergebnis	364
cc)	Anwendung des Bail-In-Instruments auf verbleibende Verbindlichkeiten aus Derivaten und Wertpapierfinanzierungsgeschäften	365
(1)	Ablauf und Grundwertungen des Bail-In bei Derivaten nach Art. 49 BRRD	365
(2)	Analoge Anwendung auf unbesicherte oder in Unterdeckung befindliche Wertpapierfinanzierungsgeschäfte?	366
(a)	Grundsätzliche Problematik	366
(b)	Anwendung der Grundsätze der Rechtsfortbildung im Unionsrecht auf Art. 49 Abs. 2–4 BRRD	368
(aa)	Widersprüche zwischen BRRD und FCD	369
(bb)	Abschließende Regelung durch die allgemeinen Regelungen zum NCWO-Prinzip	370
(cc)	Gleichlauf mit den Schutzbestimmungen bei partieller Vermögensübertragung	371
(dd)	Grenzen der Rechtsfortbildung im Unionsrecht eingehalten	373
(ee)	Ergebnis zur Rechtsfortbildung	373
c)	Durchsetzung des Bail-In-Instruments bei Verträgen nach dem Recht von Drittstaaten und vor drittstaatlichen Gerichten (Art. 55 BRRD)	374

5. Instrument der Unternehmensveräußerung, des Brückeninstituts und der Ausgliederung	375
a) Überblick und ökonomischer Hintergrund	375
b) Möglicher Konflikt mit Close-Out-Netting- Vereinbarungen	377
c) Berücksichtigung der Netting-Vereinbarungen bei der Anwendung von Übertragungsinstrumenten	377
III. Abschließende Bemerkungen zu Close-Out-Netting im Anwendungsbereich der BRRD und des SRMR	379
1. Mangelnde Effektivität durch weitgehende Ausnahmen von der Anwendung des Bail-In-Instruments, insbesondere durch die Anerkennung des Netting- Privilegs?	379
2. Schwierigkeiten bei der Anwendung des NCWO- Prinzips aufgrund der Probleme bei der Bewertung von Derivaten	380
C. Das europäische Sonderabwicklungsregime für CCPs: Die CCPRRR	381
I. Einführung	381
II. Gesetzgeberische Überlegungen zur eigenständigen Regelung eines Sonderabwicklungsregimes für CCPs	382
1. Internationale Standards und bestehende nationale Regelungen	382
2. Überblick über die Regelungsinhalte und Zuständigkeitsverteilung der CCPRRR	383
III. Voraussetzungen für Anwendung der Abwicklungsbefugnisse nach der CCPRRR und das Verhältnis zu den CCP-Regelwerken	384
1. Überblick	384
2. Vorrangige Eigenmaßnahmen der CCP auf Grundlage des Regelwerkes	385
a) Konkrete Relevanz für die weitere Untersuchung	385
b) <i>Default-Management-Prozess</i>	387
c) Herabsetzung von Zahlungsverpflichtungen gegenüber einem nicht ausgefallenen CM („ <i>Variation             Margin Gains Haircutting</i> “)	389
d) Vertragsauflösung („ <i>tear up</i> “)	389
aa) Preisfindung beim <i>tear up</i>	390

bb) <i>Complete tear up</i>	391
cc) <i>Partial tear up</i>	392
(1) Grundlage	392
(2) Auswahl der beendeten Kontrakte	392
(3) Konflikt mit der Integrität von Netting-Sets	393
(4) <i>Forced allocation</i> als funktional verwandte Maßnahmen zum <i>tear up</i>	395
(5) Eigenmittelrechtliche Problematik des <i>partial tear ups</i>	395
IV. Einzelne Regelungen zum Umgang mit Close-Out-Netting- Vereinbarungen in der CCPRRR	398
1. Prinzipien der Abwicklung	399
a) Faktische Modifikation des NCWO-Prinzips durch Regelwerke der CCPs	399
b) Bewertungsregelungen zur Konkretisierung des NCWO-Prinzips	400
2. Abwicklungsinstrumente und ihre Auswirkung auf Close-Out-Netting-Vereinbarungen	401
a) Überblick	401
b) Besonderheiten des Herabschreibungs- und Umwandlungsinstruments nach CCPRRR	401
aa) Vergleich mit den Instrumenten des BRRD/ SRMR-Rechtsrahmens, insb. zum Bail-In	402
bb) Anwendbarkeit auf geclearte Derivate und Wertpapierfinanzierungsgeschäfte	403
c) Instrument der Unternehmensveräußerung und der Brücken-CCP	404
d) Instrument der Positions- und Verlustzuweisung	404
aa) Funktionsweise	404
(1) Positionszuweisung nach Art. 29 CCPRRR	404
(2) Verlustzuweisung nach Art. 30 CCPRRR	405
bb) Eingriff in die Struktur von Netting-Sets durch die Positionszuweisung nach Art. 29 Abs. 1 CCPRRR	405
3. Ergänzende Regelungen mit unmittelbarer Wirkung auf Close-Out-Netting-Vereinbarungen	407
V. Fazit zur Behandlung von Close-Out-Netting- Vereinbarungen nach der CCPRRR	407

D. Ausnahmen zugunsten von rein nationalen Eingriffsbefugnissen	408
E. Fazit und Ausblick zu § 5	409
§ 6: Close-Out-Netting-Vereinbarungen im europäischen IPR	411
A. Bedeutung der Rechtswahl für Close-Out-Netting- Vereinbarungen und Konsequenzen für die Untersuchung	411
B. Qualifikation der hier interessierenden Rechtsfragen	412
C. Anwendbares Vertragsrecht	414
I. Vorrangiges Richtlinienkollisionsrecht	415
1. Art. 9 FCD	415
a) Grundlagen	415
b) Reichweite der Verweisung	416
2. SFD	417
3. Zwischenergebnis	418
II. Rechtswahl	418
III. Ausreichender Auslandsbezug oder ausreichender Drittstaatsbezug (Art. 3 Abs. 3 und Abs. 4 Rom I-VO)	419
1. Anwendungsbereich von Art. 3 Abs. 3 Rom I-VO und Art. 3 Abs. 4 Rom I-VO	420
2. Objektive Anknüpfung als Bezugspunkt von Art. 3 Abs. 3 Rom I-VO	422
a) Rahmenverträge im bilateralen OTC-Handel	422
b) Zentral geclearte Derivate	423
aa) Eigengeschäfte des CM und 1. Stufe der Clearingkaskade	423
bb) 2. Stufe der Clearing-Kaskade	424
3. Anforderungen an den Bezug zum Inland oder zur Union bei nicht zentral geclearten Geschäften	424
a) Argumentation des englischen <i>Court of Appeal</i>	425
b) Kritik an der weitgehenden Interpretation	428
aa) Maßstabbildung: Konkreter Auslandsbezug oder abstrakte Internationalität?	428
bb) Schutz von nicht-professionellen Gegenparteien	428
cc) Keine Herstellung der Internationalität durch bloße Vereinbarung der Parteien	429
dd) Potenziell Internationalität zum Zeitpunkt der Rechtswahl nicht ausreichend	431

ee) Mangelndes Klarstellungsinteresse bei reinem Inlandssachverhalt	431
ff) Grundsätzliche Überbetonung der Parteiautonomie	432
gg) Zwischenergebnis	433
IV. Zwingende Normen des mitgliedsstaatlichen Rechts oder Unionsrechts im Kontext des Close-Out-Netting	434
V. Auswirkungen des fehlenden Auslandsbezugs bzw. Drittstaatsbezugs auf die getroffene Rechtswahl	435
1. Art. 3 Abs. 3 Rom I-VO	435
2. Art. 3 Abs. 4 Rom I-VO	437
VI. Ausnahme zugunsten von Eingriffsnormen gem. Art. 9 Rom I-VO	437
D. Europäisches internationales Insolvenzrecht	438
I. EuInsVO 2015 als Ausgangspunkt	438
II. Spezifische Regelungen für Kreditinstitute und Versicherungen	439
1. CIWUD	439
a) Allgemeines	439
b) Grundsatz: Zuständigkeit des Herkunftsmitgliedsstaats und Anwendung der <i>lex fori concursus</i>	440
c) Sonderregelung für Netting-Vereinbarungen nach Art. 25 CIWUD	440
aa) Erfasste Arten von Netting-Vereinbarungen	441
bb) Reichweite der Verweisung	442
(1) Verweisung nur auf das gewählte Vertragsrecht?	442
(2) Beurteilung der Wirksamkeit nur nach dem Rahmenvertrag selbst?	443
(3) Vorzugswürdige Auslegung: Verweisung auch auf das Insolvenzrecht der gewählten Rechtsordnung	446
(4) Auswirkungen des Fehlens eines ausreichenden Drittstaatsbezugs auf Art. 25 CIWUD	447
(a) Problematik	447

(b)	Die Entscheidung des EuGH in der Rechtssache <i>Vinyls</i> als Referenzentscheidung	448
(aa)	Rechtlicher Kontext, die Entscheidung und ihre Begründung	448
(bb)	Anwendung des Missbrauchsvorbehalts im Hinblick auf einen Rahmenvertrag	451
(cc)	Überwiegend kritische Rezeption im Schrifttum	453
(dd)	Stellungnahme	454
(ee)	Zwischenergebnis	456
(c)	Übertragung auf die Sonderanknüpfung nach Art. 25 CIWUD	456
d)	Zwischenergebnis	460
2.	Solvency II	460
3.	Art. 8 SFD	461
a)	Einführung und Relevanz der Norm	461
b)	Verhältnis zu den anderen sekundärrechtlichen Regelungen	462
aa)	Verhältnis zu Art. 12 EuInsVO 2015/Art. 9 EuInsVO 2000	462
bb)	Verhältnis zu Art. 25 CIWUD	463
c)	Anwendungsbereich	463
4.	Zwischenergebnis	465
III.	Anwendbares Recht nach der EuInsVO	465
1.	Art. 12 EuInsVO 2015/Art. 9 EuInsVO 2000	466
2.	Auslegung von Art. 9 EuInsVO 2015/Art. 6 EuInsVO 2000	467
a)	Grundlegende Auslegungsfrage	467
b)	Überblick zu Art. 9 EuInsVO 2015/Art. 6 EuInsVO 2000	467
c)	Grammatische Auslegung	468
aa)	Weites Wortlautverständnis	468
bb)	Enges Wortlautverständnis	469
cc)	Analyse der verschiedenen Sprachfassungen durch die EFMLG	470

d) Systematische Auslegung	471
e) Historische Auslegung	472
aa) Entwicklung im Sprachgebrauch in der Marktpraxis und im Unionsrecht	472
bb) Gesetzgebungsverfahren zur EuInsVO 2015	473
f) Teleologische Argumente	476
aa) Vertrauensschutz	476
bb) Drohender Wertungswiderspruch?	477
g) Zwischenergebnis	478
h) Konsequenzen des engen Wortlautverständnisses für die Rechtsanwendung und Auswirkungen der begrenzten Vereinheitlichung des materiellen Rechts durch die FCD	478
aa) <i>Set-Off-Approach</i>	478
bb) <i>Conditional-Novation-Approach</i>	479
3. Praktische Auswirkungen im Hinblick auf den persönlichen Anwendungsbereich	480
E. Zusammenfassung zu § 6	481
§ 7: Zusammenfassung und Ergebnis in Thesen	483
Literaturverzeichnis	491

