

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	17
Glossar	25
§ 1 Einführung	31
A. Ausgangspunkt und Fragestellungen der Untersuchung	31
B. Phänomenologie und Entwicklung	37
C. Verwendungsmöglichkeiten und zugrunde liegende Interessen	42
I. Theoretisches zu Marktstruktur und Marktteilnehmern auf Finanzmärkten	42
II. Verwendungsmöglichkeiten	43
D. Marktdaten	49
I. Quellen	49
II. Bezugsgrößen und Aussagekraft	51
III. Zu Größe und Segmentierung des Marktes	55
1. Überblick über den Gesamtmarkt	55
2. Marktaufteilung nach Produktklassen	57
3. Regionale Verteilung, Transaktionsteilnehmer sowie Arten von Referenzschuldern	58
E. Zwischenergebnis	64
§ 2 Vertragsdokumentation und Marktpraxis	66
A. Kreditderivate als Kategorie derivativer Finanzinstrumente	66
I. Derivate	66
II. Differenzgeschäfte, (Börsen-)Termingeschäfte und Finanzinstrumente	73

B. Die Grundkonstruktion eines Kreditderivats: der Single-name CDS	78
I. Standardisierung des Handels	79
1. Vertragsstrukturierung	79
a) ISDA	79
aa) Überblick über die ISDA-Dokumentationen für OTC-Derivate	79
bb) ISDA-Einzelabschlüsse und Begriffsdefinitionen für Kreditderivate	82
(1) Produktkonkretisierung	82
(2) Credit Derivatives Definitions	84
cc) Die ISDA-Dokumentation und die deutsche Rechtsordnung	88
b) Der deutsche Rahmenvertrag und das European Master Agreement	92
c) Vorteile der Rahmenvertragsstruktur, insbesondere Netting	95
aa) Formen und Hintergrund des Nettings	96
bb) Netting-Vereinbarungen in den Rahmenverträgen	98
cc) Novationsnetting versus Novation	101
2. Zwischenergebnis	104
II. Referenzierung – der Kredit(risiko)begriff	104
1. Kredit und Risiko	104
a) Kreditbegriff	105
b) Risiko	107
c) Kreditrisiko als Folge der Kreditbeziehung	111
2. Referenzierung von Kreditderivaten	113
3. Zwischenergebnis	120
III. Die Prämienzahlung – Modalitäten und Preisfindung	121
IV. Besicherung	125
1. Begriff und Marktpraxis	125
2. Vertragsdokumentation	127
3. Zwischenergebnis	130
V. Das Kreditereignis	131
1. Insolvenz (Bankruptcy)	133
2. Vorfälligkeit von Verbindlichkeiten (Obligation Acceleration) und Potentielle Vorfälligkeit (Obligation Default)	135

3. Nichtzahlung (Failure to Pay)	136
4. Nichtanerkennung/Moratorium (Repudiation/ Moratorium)	137
5. Schuldenrestrukturierung (Restructuring)	138
a) Tatbestand und Dokumentationspraxis	138
b) Die Wirksamkeit des Restrukturierungs- Kreditereignisses in der Finanz- und Staatsschuldenkrise	141
6. Staatliche Intervention (Governmental Intervention)	143
7. Zwischenergebnis	143
VI. Die Abwicklung des Kreditderivates	144
1. Der Ablauf des Settlement	144
2. Die Modi des Settlement	146
a) Barausgleich (Cash Settlement)	147
b) Physische Lieferung (Physical Settlement)	148
c) Erfüllung durch Auktion und die Rolle der Determinations Committees	150
aa) Auction Settlement und die Institutionalisierung der Determinations Committees	150
bb) Der Prozess der Auktionsabwicklung	152
3. Zwischenergebnis	154
C. Weitere Erscheinungsformen von Kreditderivaten	155
I. Kreditderivate mit mehreren Referenzschuldnern	155
1. Basket und Portfolio Kreditderivate	155
2. Indexprodukte	156
II. Die Absicherung des Bonitäts- oder Marktänderungsrisikos	157
1. Die Credit Spread Option	158
2. Der Total Return Swap	158
III. Strukturierungsvarianten von Kreditderivaten	159
1. Der außerbörsliche Handel – Over the Counter (OTC)	159
2. Ausgestaltung als Anleihe	160
a) Die Credit Linked Note	161
b) Forderungsverbriefungen	162

§ 3 Risikoprofil	165
A. Einzelwirtschaftliche Risiken	165
I. Kontrahentenrisiken	166
1. Begriff	166
2. CDS-spezifische Kontrahentenrisiken und Steuerungsversuche durch die Dokumentationspraxis	168
II. Basisrisiken	170
III. Liquiditätsrisiken	171
1. Begriff	171
2. CDS-spezifische Ausprägungen und Steuerungsversuche	172
IV. Operationelle Risiken	173
1. Begriff	173
2. CDS-spezifische Ausprägungen und Steuerungsversuche	173
V. Informationsasymmetrien	174
1. Begriff	174
2. Anreizeffekte aus der Vertragsdokumentation	176
a) Wahl der Referenzverbindlichkeiten	176
b) Kreditereignisse	177
c) Entscheidungsverlagerung auf die Determinations Committees	178
d) Berechnungsstelle	178
e) Abwicklung im Auktionsverfahren	179
VI. Marktrisiken	181
VII. Zusammenfassung und Folgerungen für Regulierungszwecke	182
B. Nutzen und Risiken von (Sovereign) CDS aus gesamtwirtschaftlicher Sicht	183
I. Spekulation und deren volkswirtschaftliche Bewertung	184
1. Spekulationsbegriffe	184
2. Gründe für Spekulation	186
3. Funktion und Bewertung	189
II. Erkenntnisse zum volkswirtschaftlichen Nutzen von CDS	193
III. Negative externe Effekte des CDS-Handels	196
1. Systemisches Risiko und Finanz(markt)stabilität – begrifflicher Zugang	196
2. Der CDS-Markt als Verursacher systemischen Risikos	199

3. Kreditderivate als Gefahr für die nationale Haushaltspolitik	206
a) Spezifika von Sovereign CDS und Daten zur Abwicklung der griechischen Umschuldung 2012	207
b) Verhältnis zwischen Anleihe- und CDS-Markt im Allgemeinen	209
c) Übertragbarkeit der Ergebnisse auf Sovereign CDS	210
d) Evidenz zu einer Manipulation der Anleihepreise durch den Sovereign CDS-Markt	212
e) Beeinflussung des externen Ratings durch den CDS- Markt?	215
f) Verwerfungspotenzial aufgrund der Funktionslosigkeit im Falle eines Kreditereignisses	216
IV. Effekte der Institutionalisierung zentraler Kontrahenten	218
V. Zusammenfassung und Folgerungen für Regulierungszwecke	220
C. Vertragsrechtliches Risikoprofil	220
I. Vertragstypik – praktische Relevanz	222
II. Der aleatorische Charakter und dessen Implikationen auf die Verbindlichkeit von Verträgen	224
III. Allgemeine schuldrechtliche Charakterisierung der Instrumente	227
IV. CDS als Ausprägung eines normierten Vertragstypus des BGB	230
V. Garantievertrag, funktionale Vertragsübernahme, Spekulationsgeschäft	233
VI. Kreditderivate als Versicherungsverträge?	236
1. Kreditderivate im Anwendungsbereich des § 1 VVG	237
2. Judikative Eingrenzung des Anwendungsbereiches	240
3. Einzelne Voraussetzungen eines Versicherungsvertrages nach der Rechtsprechung	243
4. Funktionaler Vergleich von Versicherung und Kreditderivaten anhand der zivilrechtlichen Theorien	251
5. Die Lehre vom versicherten Interesse	254
VII. Unverbindliche aleatorische Verträge – Kreditderivate als Spiel- bzw. Wettvertrag	260
1. Die kollisionsrechtliche Spezifik des Spieleinwands	261
2. Regelungsgehalt § 762 BGB	263

Inhaltsverzeichnis

3. Wertungsgesichtspunkte des § 762 BGB	264
a) Gesetzgebungsmaterialien	264
b) Sitte und Moral	265
c) Ernsthafte wirtschaftliche Zwecke	266
d) „Perplexer“ Vertragszweck	268
e) Gefährlichkeit	269
4. CDS im Tatbestand des § 762 BGB	271
5. Die Bereichsausnahme des § 37e WpHG	279
VIII. Vertrag sui generis	281
IX. Zwischenergebnis	282
§ 4 Kreditderivate als Gegenstand von Regulierungs(aufsichts)recht	284
A. Grund und Grenzen der Finanzmarktregulierung	284
I. Aufsicht und Regulierung – Terminologie und Provenienz	284
II. Überblick über gesetzgeberische Ziele, Methoden und Instrumente von Bank-, Kapitalmarkt- und Versicherungsaufsichtsrecht	290
1. Verfolgte Ziele	290
a) Sicherstellung der Funktionsfähigkeit der Finanzwirtschaft	292
b) Anlegerschutz	293
2. Zuständigkeiten, Methoden und Instrumente der Finanzaufsicht	295
3. Nationale versus europäische Gesetzgebung im Finanzmarktrecht	300
III. Abstrakte Erforderlichkeit der Regulierung von Kreditderivaten	301
1. Aufgabenstellung	301
2. Selbstregulierung durch die Marktteilnehmer – Kreditderivate in der deutschen Rechtsprechung	304
a) Staatstheoretisch – verwaltungsrechtliche Perspektive	304
b) Vertragstheoretische Perspektive	307
3. Prognosespielraum des Gesetzgebers	309
IV. Zusammenfassung	312

B. Aufsichtsrechtliche Anforderungen an den CDS-Handel – eine Momentaufnahme	313
I. Die Erlaubnispflicht des Handels mit CDS	313
1. Überblick über die allgemeinen Anforderungen der Erlaubnispflicht	313
2. Kreditderivate und mit ihnen zusammenhängende Tätigkeiten als erlaubnispflichtige Geschäfte nach dem KWG	315
3. Erlaubnispflicht für besondere Tätigkeitsfelder	318
II. Transparenz, Marktinfrastruktur und Risikominderung	320
1. MiFID II und MiFIR – Vorhandelstransparenz	320
2. EMIR – Anforderungen nach Abschluss eines OTC-Derivates	324
a) Funktionsweise und Sicherungsmechanismen von zentralen Gegenparteien	324
b) Clearingpflicht	331
aa) Voraussetzungen der Clearingpflicht	331
bb) Clearingpflicht für (Sovereign) CDS?	334
cc) Clearingpflicht und Rechtsstaatlichkeit	337
c) Verbindliche Risikominderungstechniken nicht geclearter Transaktionen	338
aa) Anwendungsbereich	338
bb) Anforderungen an das Risikomanagement	340
3. EMIR und MiFIR – Nachhandelstransparenz	345
4. Meldepflichten für Kreditderivate als Millionenkredite	348
III. Eigenmittelanforderungen	349
1. Allgemeiner Überblick	349
2. CDS im Eigenmittelrecht	352
a) Grundlagen eigenmittelrechtlicher Bewertungen	352
b) CDS als unterlegungspflichtige Risikopositionen	355
aa) Kreditrisiken	355
bb) Gegenparteiausfallrisiken	357
cc) Besonderheiten der Berechnung von Adressrisiken bei Geschäften mit CCPs	358
dd) Marktrisiken	359
ee) CVA-Risiken	360
ff) Großkredite	361
c) CDS als Instrumente der Risikominderung	362
aa) Kredit- und Gegenparteirisikominderung	362

bb) Risikominderung bei sonstigen Risikopositionen	365
IV. Das Verbot der Marktmanipulation	366
V. Selektive Verbotstatbestände	368
1. Sovereign CDS-Verbote im Vorfeld europäischer Harmonisierung	370
a) Exekutive Normsetzung der BaFin – die Allgemeinverfügung vom 18. Mai 2010	370
aa) Regelungsgehalt und Bestimmtheit	370
bb) CDS-Verbot als Missstandsaufsicht	373
cc) Zulässigkeit exekutiver Normsetzung im Wege der Allgemeinverfügung?	379
b) Das Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte	381
aa) Verfolgte Zwecke und Regelungsgehalt	381
bb) Verfassungskonformität und Zweckmäßigkeit des § 30j WpHG a.F.	385
2. Die Verordnung (EU) Nr. 236/2012	387
a) Überblick	387
b) Anwendungsbereich	389
c) Normative Grundbegriffe der SSR	391
d) Art. 14 SSR – Verbot ex lege	393
aa) Der Tatbestand der ungedeckten CDS in öffentlichen Schuldtiteln	393
bb) Ausnahmen	398
cc) Dispens	401
dd) Rechtsfolgen	402
e) Art. 21 SSR – Beschränkungen durch nationale Behörden	402
f) Art. 28 f. SSR – Beschränkungen durch ESMA	404
g) Transparenzpflichten nach Art. 7 SSR	406
h) Weitere auf CDS anwendbare Tatbestände der SSR	408
i) Art. 114 AEUV als Ermächtigungsgrundlage	409
3. Verbotstatbestand und legislative Einschätzungsprärogative	411
C. Zivilrechtliche Folgen der Aufsichtsvorgaben am Beispiel des CDS-Verbotes	412
I. „Powers“, Sec. 3 (a) (ii) ISDA MA	413

II. “No violation or conflict”, Sec. 3 (a) (iii) ISDA MA	416
III. „Illegality“, Sec. 5 (b) (i) ISDA MA und DRV FT	416
D. Kohärenz und Risikoadäquanz des geschaffenen Regulierungsrahmens	417
I. Kohärenz	417
1. Bindungswirkung der Kohärenzforderung	417
2. Kohärenz der CDS-Regulierung	419
II. Risikoadäquanz	421
§ 5 Fazit	424
Thesen	429
Literaturverzeichnis	435
Dokumentenverzeichnis	461