

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

STEFAN JOBST

BÖRSLICHER UND AUßERBÖRSLICHER DERIVATEHANDEL MITTELS
ZENTRALER GEGENPARTEI



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

WORKING PAPER SERIES No. 120

Stefan Jobst

Börslicher und Außerbörslicher Derivatehandel mittels zentraler
Gegenpartei

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO.120

09/2010

STEFAN JOBST*

BÖRSLICHER UND AUßERBÖRSLICHER DERIVATEHANDEL MITTELS ZENTRALER
GEGENPARTEI

A. Einleitung	1
B. Wirtschaftliche Funktionen der zentralen Gegenpartei.....	2
I. Reduktion des Kontrahentenausfallrisikos.....	2
II. Netting.....	3
III. Privilegierung bei Eigenkapitalunterlegungsverpflichtungen.....	5
IV. “Trade-Anonymity” und „Frühwarnsystem“	5
C. Börslicher versus außerbörslicher Derivatehandel.....	5
D. Die „Zentrale Gegenpartei“.....	8
E. Die Rechtliche Konstruktion des börslichen Handels mit Derivaten mittels zentraler Gegenpartei	9
I. Ablauf des börslichen Handels mit Derivaten mittels Eurex Clearing AG als zentrale Gegenpartei	9
II. Bisherige Vertragsschlussmodelle betreffend den börslichen Handel mittels zentraler Gegenpartei	10
1. Das Stellvertretermodell von <i>Rinker</i> (2003)	10
2. Ansätze von <i>Alfes</i> (2005)	11
3. Ansatz von <i>Kunz</i> (2009).....	12
4. Ansatz von <i>Tiedemann</i> (2010)	12
5. Vorzugswürdiges Vertragsschlussmodell	13
III. Vertragsschluss im börslichen Derivatehandel mittels zentraler Gegenpartei.....	16
1. Vertragsschluss durch Angebot und Annahme i.S. der §§ 145 ff. BGB.....	16
2. Vorliegen eines Angebots eines Clearing-Mitgliedes.....	17
a) Vorliegen eines Rechtsbindungswillens.....	18
b) Widerrufsvorbehalt versus vertraglich vereinbartes Rücktrittsrecht.....	18
c) Hinreichende Bestimmtheit des Angebotes	19
d) Abgabe und Zugang des Angebotes.....	20
3. Antizipierte Annahme durch die zentrale Gegenpartei	20

* Der Autor ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Deutsches, Europäisches und Internationales Wirtschaftsrecht, Law and Finance, Rechtsvergleichung von Profⁱⁿ. Dr. Haar LL.M (Univ. Chicago) an der Universität Frankfurt/Main.

4.	Aufschiebend bedingter Vertragsschluss	22
5.	Vertragsschluss bei Beteiligung eines NCM am Derivatehandel	22
F.	Die rechtliche Konstruktion des außerbörslichen Handels mit Derivaten mittels zentraler Gegenpartei	23
I.	Geltungsbereich des Kapitel VIII CB-Eurex	23
II.	Ablauf des OTC-Derivatehandels unter Einschaltung einer zentralen Gegenpartei	24
III.	Die Beteiligten im OTC-Derivatehandel	25
IV.	Vertragsschluss beim OTC-Derivatehandel mittels zentraler Gegenpartei	25
1.	Abstrakte Novation	25
2.	Voraussetzungen der abstrakten Novation	27
3.	Vorliegen eines Angebotes seitens des CM gegenüber der zentralen Gegenpartei	27
4.	Annahme des Angebotes durch die zentrale Gegenpartei	29
5.	Vertragsschluss bei Beteiligung eines RK am Derivatehandel	29
G.	Abwicklung und Besicherung (sog. „Clearing“)	30
I.	Überblick über das „Clearing“	30
II.	„Netting“	31
III.	Abwicklung	33
1.	Übertragung von Wertpapieren	33
a)	Dingliche Einigung	33
b)	Übergabe i.S. des § 929 S. 1 BGB	34
2.	Übertragung von Wertrechten und Wertpapieren im Treuhandgiroverkehr	35
a)	Abtretung des Lieferanspruchs im Verhältnis CM 1 zur Eurex Clearing AG	36
b)	Abtretung des Lieferanspruchs im Verhältnis Eurex Clearing AG zu CM 2	37
IV.	Besicherung nicht fälliger Derivategeschäfte	37
1.	Sicherheiten in Geld	37
2.	Sicherheiten in Wertpapieren	37
a)	Bestellung eines Pfandrechts an sammelverwahrten Einzelurkunden i.S. des § 5 DepotG	38
b)	Bestellung eines Pfandrechts an Sammelurkunden i.S. des § 9a DepotG	38
3.	Einbeziehung eines NCM in den Derivatehandel	39
4.	Vorteile der Pfandrechtsbestellung	40
V.	Sicherheit in Wertrechten	42
H.	Zusammenfassung	42

A. EINLEITUNG

Die Insolvenz der Lehman Brothers Inc. Bank gilt als zentraler Eckpunkt der derzeitigen Finanzkrise. Besondere Auswirkungen hatte die Insolvenz auf das Derivategeschäft mit Kreditausfallrisiken. Das Versicherungsunternehmen AIG, das sich auf den Handel mit Credit-Default-Swaps (CDS) spezialisierte, wurde dadurch selbst an den Rande der Insolvenz gedrängt, die nur durch staatliche Intervention verhindert werden konnte. Um zukünftig solchen Dominoeffekten vorzubeugen, sahen es die G20-Staaten auf den Gipfeln in London¹ und Pittsburgh² als erforderlich an, den Derivatehandel stärker in den Fokus staatlicher Regulierung zu rücken. Die Europäische Kommission rang den Großakteuren im Derivatehandel eine Selbstverpflichtung ab, durch welche sich diese verpflichteten, ab dem 31. Juli 2009 den bisherigen *OTC-Derivatehandel* über eine sog. *zentrale Gegenpartei* abzuwickeln.³ Damit reagierte die Kommission auf die Forderung des Kommissars McCreevy, der eine Reduzierung der auf dem CDS-Markt existierenden Risiken forderte.⁴ Nunmehr haben drei europäische zentrale Gegenparteien, namentlich die Eurex Clearing AG, die Intercontinental Exchange (ICE) Clear und zuletzt die Chicago Mercantile Exchange (CME), die Genehmigung zur Abwicklung des Derivatehandels erhalten.⁵ Nunmehr wurde von Seiten der Europäischen Kommission ein Verordnungsvorschlag zur Implementierung einer zentralen Gegenpartei für den Derivatehandel veröffentlicht.⁶

Die folgende Ausarbeitung wird sich mit der Frage beschäftigen, wie die rechtliche Konstruktion des Vertragsschlusses mittels einer solchen zentralen Gegenpartei im börslichen und außerbörslichen Handel mit Derivaten aussehen könnte. Im Einzelnen soll zunächst ein Überblick über die wirtschaftlichen Funktionen einer zentralen Gegenpartei gegeben werden (B.). Weiter sollen der börsliche und außerbörsliche Derivatehandel voneinander abgegrenzt werden (C.). Dem folgt ein Überblick über die Aufgaben, Funktionen und Regelwerke der zentralen Gegenpartei am Beispiel der Eurex Clearing AG (D.). Sodann wird die rechtliche Konstruktion des börslichen Derivatehandels mittels zentraler Gegenpartei dargestellt. Neben dem zum Verständnis des Handels unerlässlichen Überblick über den Ablauf des Handels werden

¹ G20 Working Group 1, „Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency – Final Report, S. 30.

² G20 Leaders’ Statement – The Pittsburgh Summit, S. 9.

³ Am 17.2.2009 verpflichteten sich Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS, KOM(2009) 332 v. 3.7.2009.

⁴ McCreevy, SPEECH/08/538 v. 17.10.2008, „Time for regulators to get a better view of derivatives“ („*But there is a far more pressing need and that is to have a central clearing counterparty [...]*“).

⁵ Europäische Kommission, IP/09/1215 vom 31.7.2009, „Ein wichtiger Beitrag zur Finanzstabilität: Europäischer Markt für Credit Default Swaps (CDS) wird sicherer“; ebenfalls: FAZ v. 1.8.2009, S. 19; zur CME vgl. Börsen-Zeitung v. 5.12.2009, S. 4.

⁶ Verordnungsvorschlag der Europäischen Kommission v. 15.9.2010, COM[2010] 484 final (SEC[2010] 1058).

in diesem Zusammenhang bereits existierende Ansätze unter Einschaltung einer zentralen Gegenpartei aufgegriffen. Diese Ansätze sollen zur Ermittlung der rechtlichen Konstruktion des Vertragsschlusses fruchtbar gemacht werden (E.). Daran anschließend werden die Besonderheiten des Vertragsschlusses im OTC-Derivatehandel behandelt (F.). Dem folgt eine Darstellung des Clearing von börslichen und außerbörslichen Derivategeschäften (G.). Ein Fazit schließt die Untersuchung ab (H.).

B. WIRTSCHAFTLICHE FUNKTIONEN DER ZENTRALEN GEGENPARTEI

Der zentralen Gegenpartei werden, sofern sie in den Handel von Finanzinstrumenten integriert wird, zahlreiche wirtschaftliche Vorteile zugeschrieben. Um ihre wirtschaftliche Bedeutung zu veranschaulichen, soll ein Überblick über die zentralen Funktionen gegeben werden.

I. Reduktion des Kontrahentenausfallrisikos

Zentrale Funktion ist die Reduktion des Kontrahentenausfallrisikos⁷, also das Risiko, dass die Vertragspartei ihre aus dem Geschäft resultierenden Verpflichtungen nicht erfüllen kann. Durch den hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt bei Derivaten⁸ wird das Ausfallrisiko verstärkt, da gegebenenfalls unvorhergesehene Marktentwicklungen durch die Marktakteure kompensiert werden müssen.⁹ Fällt ein Handelsteilnehmer aus, kann dies wiederum zum Zusammenbruch anderer Marktakteure führen („Dominoeffekt“)¹⁰, was letztlich die Funktionsfähigkeit des gesamten Finanzmarktes gefährdet („*systemisches Risiko*“). Wird der Handel über eine zentrale Gegenpartei abgewickelt, sind die Handelsteilnehmer nicht mehr dem Ausfallrisiko einer Vielzahl von Vertragspartnern ausgesetzt sondern nur noch dem der zentralen Gegenpartei. Das Ausfallrisiko der zentralen Gegenpartei ist allerdings durch diverse Schutzmechanismen nahezu ausgeschlossen.¹¹ Dabei sei zum einen auf die hohen Zulassungsvoraussetzungen der Handelsteilnehmer und Clearing-Mitglieder, die *mark-to-market-*

⁷ Zum Ganzen *Härle*, EUREX und WTB, S. 135; *Hess*, AJP 2004, 687 (691, 695); *Kunz*, Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten, S. 62 f.; v. *Westphalen*, Derivatgeschäfte, S. 33 f.; *Ebenroth/Einsele*, ZIP 1988, 205 (205); *Kofner*, WuM 2009, 275 (276); DTCC, Central Counterparties: Development, Corporation and Consolidation – A White Paper to Industry on the Future of CCPs, October 2000, S. 8, 18; *Hills/Rule/Parkinson*, Financial Stability Review June 1999, 122 (123 f.).

⁸ Vgl. dazu unten C.

⁹ *Kofner*, WuM 2009, 275 (276); *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 60 f.

¹⁰ v. *Westphalen*, Derivatgeschäfte, S. 64 m.w.N.; Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Nov. 1994, Geldpolitische Implikationen der zunehmenden Verwendung derivativer Finanzinstrumente, S. 41 (46 f.).

¹¹ Vgl. zur Kritik, dass auf diesem Wege Risiken bei der zentralen Gegenpartei konzentriert werden *Walter*, Derivatisierung, Computerisierung und Wettbewerb, S. 63 f.; lediglich feststellend *Hess*, AJP 2004, 687 (695). Zur Gefahr einer „*moral hazard*“-Situation, vgl. *Kunz*, Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten, S. 72; so für ein NCM ebenfalls *Kindermann*, WM 1989 Sonderbeilage 2, S. 25; *Hills/Rule/Parkinson*, Financial Stability Review June 1999, 122 (132).

Berechnung, das Bestellen von Sicherheiten sowie den Clearing-Fonds hingewiesen.¹² Zum anderen unterliegt die zentrale Gegenpartei der Überwachung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und durch die staatliche Börsenaufsicht¹³, wodurch Risiken frühzeitig aufgedeckt werden können.

II. Netting

Ein weiterer Vorteil wird im *Netting* gesehen.¹⁴ Netting bedeutet, dass die Clearing-Stelle am Ende jedes Handelstages die Forderungen und Verpflichtungen eines jeden Clearing-Mitglieds verrechnet. Verrechnet werden die Positionen der jeweiligen Eigen- oder Kundenkonten.¹⁵ Die damit verbundene Reduktion von Geschäftsabwicklungen verringert somit die Transaktionskosten (*unmittelbarer Vorteil des Nettings*).¹⁶ Der Handelsteilnehmer muss zudem nur für die negative Differenz offener Verbindlichkeiten Sicherheiten bestellen, so dass weniger Kapital zur Risikoabdeckung vorgehalten werden muss (*mittelbarer Vorteil des Nettings*).¹⁷ Die mittelbaren Vorteile kommen sowohl den Clearing-Mitgliedern als auch die Nicht-Clearing-Mitgliedern zugute (Kap. I, Ziff. 3.1 Abs. 7 CB-Eurex). Zwar stellt dies allein noch keine wesentliche Neuerung gegenüber dem bilateralen Derivatehandel dar, da bei diesem in der Regel auch Verrechnungsabreden getroffen werden.¹⁸ Allerdings bestehen beim Handel mittels zentraler Gegenpartei nur Forderungen und Verpflichtungen gegenüber einem Vertragspartner. Der Vorteil liegt somit vielmehr in der Möglichkeit, mehr offene Handelspositionen im Netting zu verrechnen als dies bei mehreren Vertragsparteien der Fall wäre. Dieser Vorteil wird dadurch verstärkt, dass sogar eine Verrechnung offener Forderungen und Verbindlichkeiten über das einzelne Marktsegment hinaus möglich ist (*Cross-Margining*).¹⁹

¹² Vgl. zu den jeweiligen Sicherheitsmechanismen auch DTCC, Central Counterparties: Development, Corporation and Consolidation – A White Paper to Industry on the Future of CCPs, October 2000, S. 5 f.; *Hills/Rule/Parkinson*, Financial Stability Review June 1999, 122 (127); *Knott/Mills*, Financial Stability Review, Dec. 2002, 162 (163); *Tiedemann*, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 3 II.

¹³ *Tiedemann*, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 2 I.

¹⁴ Zum Ganzen *Hess*, AJP 2004, 687 (691); DTCC, Central Counterparties: Development, Corporation and Consolidation – A White Paper to Industry on the Future of CCPs, October 2000, S. 8, 18; *Kunz*, Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten, S. 66; *Hills/Rule/Parkinson*, Financial Stability Review June 1999, 122 (125); ECB, The role of central counterparties, July 2007, S. 25 f.

¹⁵ Anders zur geplanten Ausgestaltung bei der DTB *Kindermann*, WM 1989 Sonderbeilage 2, S. 25 f., nach dem auch Kunden- und Eigenpositionen verrechnet werden.

¹⁶ *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 62.

¹⁷ *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rdn. 135; Anders wohl *Walter*, der durch das Netting das Kontrahentenrisiko reduziert sieht (Derivatisierung, Computerisierung und Wettbewerb, S. 63f.)

¹⁸ Vgl. *Nietsch/Graef*, BB 2010, 1361 (1362).

¹⁹ *Tiedemann*, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 2 I 3.

Die Vorteile des Netting machen sich insbesondere bei der Insolvenz eines Marktakteurs bemerkbar. So qualifiziert die Präambel der CB-Eurex die Clearing-Vereinbarung, die zwischen einem Clearing-Mitglied und der zentralen Gegenpartei geschlossen wird, als Rahmenvertrag i.S. des § 104 Abs. 2 S. 3 InsO. Mit den Derivaten liegen die dafür erforderlichen Finanzleistungen i.S. des § 104 Abs. 2 S. 1 InsO vor.²⁰ Der Rahmenvertrag sorgt dafür, dass die einzelnen Derivategeschäfte als *ein* gegenseitiger Vertrag i.S. der §§ 103, 104 InsO behandelt werden. Dabei wird im Falle der Insolvenz für die zusammengefassten Geschäfte eine Gesamtsaldierung („close-out-netting“) vorgenommen²¹, obwohl der insolvente Vertragspartner womöglich eine Leistungspflicht bereits vollständig erfüllt hat. Hierbei treten die Vorteile gegenüber §§ 94 ff. InsO zutage, die nur bei Zahlungsverpflichtungen und lediglich solange greifen, wie eine Vertragspartei ihre Leistungspflichten nicht vollständig erfüllt hat.²² Die Aufrechnungsmöglichkeit bleibt somit durch § 104 Abs. 2 S. 3 InsO über den Zeitpunkt der vollständigen Erfüllung einer Einzelverpflichtung hinaus bestehen.²³ Die Zulässigkeit der Aufrechnung wird durch § 96 Abs. 2 InsO gewahrt.²⁴ § 147 Abs. 1 S. 2 InsO regelt folgerichtig, dass das Netting im Verrechnungssystem nicht anfechtbar, mithin also insolvenzfest ist.

Mit § 104 Abs. 2 S. 3 InsO erlöschen die Erfüllungspflichten der Vertragsparteien bei Insolvenzeröffnung.²⁵ Damit entsteht kraft Gesetzes im Wege der Verrechnung eine Differenzforderung.²⁶ Die Differenzforderung ist Insolvenzforderung.²⁷ Die zentrale Gegenpartei wird somit vor unnötigen Risiken, die ansonsten nach h.M. in der Wahlmöglichkeit des Insolvenzverwalters i.S. des § 103 Abs. 1 InsO gesehen werden („cherry picking“), geschützt.²⁸ Dies trägt wiederum zur Stabilität des gesamten Handelsplatzes bei.

²⁰ *Obermüller*, in: Gottwald, InsR-Handbuch, § 102 Rdn. 1 ff.; *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rdn. 138, 141; *ders.*, in: MüKo, InsO, § 104 Rdn. 52 ff.; *Bosch*, WM 1995, 413 (414 f.); *Andres*, in: Andres/Leithaus/Dahl, InsO, § 104 Rdn. 1; *Reiner*, Derivative Finanzinstrumente im Recht, S. 187 ff.

²¹ *Kroth*, in: Braun, InsO, § 104 Rdn. 9; *Andres*, in: Andres/Leithaus/Dahl, InsO, § 104 Rdn. 5; zum close-out netting *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rdn. 134; *ders.*, in: MüKo, InsO, § 104 Rdn. 152 ff.

²² *König*, in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, Finanztermingeschäfte und Derivate, Rdn. VIII 27; *Jahn*, in: MüKo, InsO, § 104 Rdn. 140 f.

²³ *Jahn*, in: MüKo, InsO, § 104 Rdn. 32 m.w.N.; *König*, in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, Finanztermingeschäfte und Derivate, Rdn. VIII 28.

²⁴ Zur Anwendbarkeit des § 96 Abs. 2 InsO auf das Netting gegenüber einer zentralen Gegenpartei *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 66.

²⁵ *Obermüller*, in: Gottwald, InsR-Handbuch, § 102 Rdn. 48; *König*, in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, Finanztermingeschäfte und Derivate, Rdn. VIII 22 f.

²⁶ *Kroth*, in: Braun, InsO, § 104 Rdn. 10; *Obermüller*, in: Gottwald, InsR-Handbuch, § 102 Rdn. 48.

²⁷ *König*, in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, Finanztermingeschäfte und Derivate, Rdn. VIII 24; *Jahn*, in: MüKo, InsO, § 104 Rdn. 183.

²⁸ *Bosch*, WM 1995, 365 (367); *Obermüller*, in: Gottwald, InsR-Handbuch, § 102 Rdn. 1, 46; *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rdn. 135; *ders.*, in: MüKo, InsO, § 104 Rdn. 32, 138; *König*, in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, Finanztermingeschäfte und Derivate, Rdn. VIII 23, 28; *Kroth*, in: Braun, InsO, § 104 Rdn. 2 m.w.N., 16; *Andres*, in: Andres/Leithaus/Dahl, InsO, § 104 Rdn. 1; *Reiner*, Derivative Finanzinstrumente im Recht, S. 186; differenzierend v. *Wilmowsky*, WM 2002, 2264 (2266 ff.), der den

III. Privilegierung bei Eigenkapitalunterlegungsverpflichtungen

Die Errichtung einer zentralen Gegenpartei wirkt sich weiterhin positiv auf die Eigenkapitalunterlegung i.S. des KWG und der SolvV aus.²⁹ Nach § 10 KWG müssen Kreditinstitute über angemessene Eigenmittel verfügen. Dabei darf das Verhältnis zwischen dem haftenden Eigenkapital und den Risiken („Gesamtanrechnungsbetrag“) gem. § 8 Abs. 2 SolvV täglich 8% nicht unterschreiten. Zentrale Bedeutung kommt dabei § 49 SolvV zu. § 49 Abs. 2 Nr. 7 SolvV legt fest, dass die KSA-Bemessungsgrundlage für KSA-Positionen im Verhältnis zu einer zentralen Gegenpartei „Null“ ist. Entsprechendes legt § 100 Abs. 10 SolvV für IRBA-Positionen fest. Damit müssen die Handelsteilnehmer kein Eigenkapital für das Ausfallrisiko der zentralen Gegenpartei vorhalten.

IV. „Trade-Anonymity“ und „Frühwarnsystem“

Auch wird – zumindest für den börslichen Derivatehandel – die Anonymität über die Trading-Phasen hinaus positiv bewertet.³⁰ Wird die Identität der Handelsteilnehmer bei den von ihnen in das EDV-System eingestellten Orders unterdrückt, können so Anlagestrategien der Handelsteilnehmer verschleiert werden, was sonst nur durch komplizierte Auftragsstreuung möglich ist.³¹ Trotz Anonymität erhält die zentrale Gegenpartei bzw. Clearing-Stelle (anonymisierte) Informationen über den Derivatehandel. So stehen ihr Informationen über die Situation ihrer Handelsteilnehmer und den Markt zur Verfügung, wodurch eine sichere Einschätzung der Marktsituation möglich wird. Diese Informationen können letztlich von den Börsenorganen verwendet werden, um ungewollten Entwicklungen entgegenzuwirken.³²

C. BÖRSLICHER VERSUS AUßERBÖRSLICHER DERIVATEHANDEL

Derivate können sowohl börslich als auch außerbörslich gehandelt werden. Die jeweilige Handelsart führt jedoch zu Unterschieden bei der rechtlichen Konstruktion des Derivatehandels mittels zentraler Gegenpartei. Tritt diese beim börslichen Derivatehandel

Sinn des § 104 Abs. 2 S. 3 InsO in der Verbesserung der Befriedigungsposition des Vertragspartners – also hier der zentralen Gegenpartei – sieht.

²⁹ Zum Ganzen *Kunz*, Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten, S. 69; *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 72 f.; BIZ-Quartalsbericht, März 2002, S. 113.

³⁰ Zum Ganzen *Kunz*, Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten, S. 64 f.; *Hess*, AJP 2004, 687 (691); *Walter*, Derivatisierung, Computerisierung und Wettbewerb, S. 63f.; *Rinker*, Vertragsschluss im börslichen elektronischen Handelssystem, Rdn. 302; *Hammen*, ZBB 2000, 293 (300 f.); DTCC, Central Counterparties: Development, Corporation and Consolidation – A White Paper to Industry on the Future of CCPs, October 2000, S. 8; *Hills/Rule/Parkinson*, Financial Stability Review June 1999, 122 (125).

³¹ *Kunz*, Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten, S. 65; *Walter*, Derivatisierung, Computerisierung und Wettbewerb, S. 79.

³² *Hills/Rule/Parkinson*, Financial Stability Review June 1999, 122 (128); DTCC, Central Counterparties: Development, Corporation and Consolidation – A White Paper to Industry on the Future of CCPs, October 2000, S. 10, die jedoch gleichzeitig die Missbrauchsgefahr solcher Informationen sieht. Nunmehr auch *Nietsch/Graef*, BB 2010, 1361 (1362).

unmittelbar als Beteiligte in Erscheinung, findet der OTC-Handel zunächst zwischen zwei Marktakteuren statt. Erst nachträglich wird die zentrale Gegenpartei in den Handel eingebunden. Der börsliche Handel umfasst den Derivatehandel über eine Terminbörse i.S. des § 2 Abs. 1 BörsG, also Geschäfte, die aufgrund korrespondierender Eingaben in die Auftragsbücher einer elektronischen Börse nach den maßgebenden Preisbildungsregeln zustande kommen. Wird ein Derivat nicht über einen organisierten Markt gehandelt, findet der Handel außerbörslich, also „*Over-the-Counter*“ (OTC), statt.³³

Die Zahl der gehandelten Derivate ist kaum mehr überschaubar. Der Begriff des Derivats ist in § 2 Abs. 2 WpHG legaldefiniert, allerdings nur durch einen enumerativen Katalog der unter den Begriff zu subsumierenden Finanzinstrumente. Nimmt man eine abstrakt-generelle Begriffsbestimmung der Derivate vor, sind unter Derivaten Finanzinstrumente zu verstehen, deren Wert sich von einem Basiswert (sog. „*Underlying*“) ableitet.³⁴ Dabei werden die synallagmatischen Leistungspflichten nicht sofort Zug-um-Zug ausgetauscht. Sie werden erst in der Zukunft, d.h. mindestens zwei Werktage nach Vertragsschluss³⁵ – fällig³⁶.

In der Praxis haben sich zwei Grundformen von Derivaten herausgebildet. Die erste Gruppe umfasst die *bedingten Termingeschäfte*, auch *Optionsgeschäfte* genannt.³⁷ Ein Optionsgeschäft zeichnet sich dadurch aus, dass die eine Vertragspartei (*Wähler*) von der anderen Vertragspartei (*Stillhalter*) gegen Zahlung einer Prämie das *Recht* erwirbt, durch einseitige Erklärung das dem Geschäft zugrunde liegende Underlying zu einem bestimmten Zeitpunkt (US-amerikanische Variante) oder innerhalb eines bestimmten Zeitraumes (europäische Variante) zu dem bei Vertragsschluss vereinbarten Kaufpreis zu erwerben.³⁸ Es kann sowohl auf die tatsächliche Lieferung der Basiswerte oder auf einen Barausgleich lauten.³⁹ Die zivilrechtliche Einordnung des Optionsgeschäfts ist umstritten, soll jedoch vorliegend mit der h.M. als

³³ Walter, Derivatisierung, Computerisierung und Wettbewerb, S. 62 m.w.N.; v. Westphalen, Derivatgeschäfte, S. 38.

³⁴ BGH, Urt. v. 22.10.1984 – II ZR 262/83, NJW 1985, 634 (635 f.); BGH, Urt. v. 16.4.1991 – XI ZR 88/90, NJW 1991, 1956 (1957); BGH, Urt. v. 5.10.1999 – XI ZR 296/98, NJW 2000, 359 (360); BGH, Urt. v. 18.12.2001 – XI ZR 363/00, ZIP 2002, 254 (256).

³⁵ BGH, Urt. v. 18.1.1988 – II ZR 72/87, NJW 1988, 1592 (1592 f.); BGH, Urt. v. 18.12.2001 – XI ZR 363/00, NJW 2002, 892 (893 f.); BGH, Urt. v. 13.7.2004 – XI ZR 132/03, NJW 2004, 2969 (2970).

³⁶ BGH, Urt. v. 12.3.2002 – XI ZR 258/01, ZIP 2002, 748 (750); BGH, Beschluss v. 9.12.1997 – XI ZR 85/97, NJW 1998, 994 (994 f.).

³⁷ Zum Ganzen Sievers, Kreditderivate, S. 33, 40; Kind, Börsen- und Finanztermingeschäfte, S. 5; König, in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, Finanztermingeschäfte und Derivate, Rdn. VIII 5.

³⁸ BGH, Urt. v. 22.10.1984 – II ZR 262/83, NJW 1985, 634 (635); BGH, Urt. v. 16.4.1991 – XI ZR 88/90, NJW 1991, 1956 (1957); Schäfer, in: Schwintowski/Schäfer, Bankrecht, § 20 Rdn. 14.

³⁹ Balzer/Siller, in: BuB, Rdn. 7/221.

aufschiebend bedingter Hauptvertrag⁴⁰ und somit als einheitliches Rechtsgeschäft qualifiziert werden⁴¹. Optionsgeschäfte werden sowohl börslich als auch außerbörslich geschlossen.⁴²

Die zweite Gruppe umfasst die *unbedingten Termingeschäfte*, auch *Direktgeschäfte* oder *Festgeschäfte* genannt.⁴³ Unbedingte Termingeschäfte zeichnen sich dadurch aus, dass beide Vertragspartner zur Erfüllung ihrer Leistungspflichten *verpflichtet* sind. Unterschieden werden wiederum *Futures*, *Forwards* und *Swaps*. Forwards sind individuell ausgehandelte Termingeschäfte. Sie werden mangels standardisierter Vertragsbestandteile *außerbörslich* geschlossen.⁴⁴ Zivilrechtlich sind diese Geschäfte als gegenseitiger Vertrag *sui generis* zu qualifizieren.⁴⁵ Futures sind grundsätzlich mit den Forwards identisch. Allerdings werden sie aufgrund ihrer standardisierten Vertragsbestandteile *börslich* geschlossen.⁴⁶ Als einzige Variable verbleibt der Preis.⁴⁷ Ist das Geschäft auf eine effektive Lieferung gerichtet, lässt sich der Vertrag als Kaufvertrag qualifizieren. Soll das Geschäft nicht tatsächlich erfüllt werden, ist also ein vorzeitiges Glattstellen geplant, wird das Geschäft ebenfalls als gegenseitiger Vertrag *sui generis* eingeordnet.⁴⁸

Swapgeschäfte sind nicht ausdrücklich in § 2 Abs. 2 WpHG benannt, fallen aber gleichwohl unter den Begriff des Festgeschäfts nach § 2 Abs. 2 Nr. 1 WpHG.⁴⁹ Ein Swapgeschäft zeichnet sich durch den vertraglich vereinbarten periodischen Austausch von Zahlungsströmen aus.⁵⁰ Sie erfassen die Gruppe der wichtigsten Derivategeschäfte, die *Credit-Default-Swaps* (CDS).⁵¹ Credit-Default-Swaps dienen der Absicherung gegen Adressausfallrisiken, indem sich ein Marktteilnehmer gegen Gebühr verpflichtet, im Falle des Eintritts eines von vornherein vereinbarten Kreditereignisses anstelle eines anderen – ausfallenden – Marktteilnehmers

⁴⁰ RG, Urt. v. 24.1.1910 – V 324/08, RGZ 72, 385 (389); BGH, Urt. v. 21.4.1967 – V ZR 75/64, BGHZ 47, 387; Balzer/Siller, in: BuB, Rdn. 7/218; H.-F. Müller, in: Derleder/Knops/Bamberger, Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, § 54 Rdn. 8; a.A. Jauernig, in: Jauernig, BGB, Vorbem. § 145 Rdn. 6.

⁴¹ Statt vieler Schäfer, in: Schwintowski/Schäfer, Bankrecht, § 20 Rdn. 54 m.w.N.; H.-F. Müller, in: Derleder/Knops/Bamberger, Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, § 54 Rdn. 33 m.w.N.

⁴² Ausführlich Neuhaus, in: BuB, Rdn. 7/1029 ff.

⁴³ Zum Ganzen Schüwer/Steffen, in: Zerey, OTC-Finanzderivate, § 1 Rdn. 5, S. 35; H.-F. Müller, in: Derleder/Knops/Bamberger, Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, § 54 Rdn. 9.

⁴⁴ Sievers, Kreditderivate, S. 39; Schüwer/Steffen, in: Zerey, OTC-Finanzderivate, § 1 Rdn. 5, S. 35; H.-F. Müller, in: Derleder/Knops/Bamberger, Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, § 54 Rdn. 23.

⁴⁵ Balzer/Siller, in: BuB, Rdn. 7/215; Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rdn. 6.42.

⁴⁶ H.-F. Müller, in: Derleder/Knops/Bamberger, Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, § 54 Rdn. 22; a.A. Schäfer, in: Schwintowski/Schäfer, Bankrecht, § 20 Rdn. 14, der sämtliche Festgeschäfte als Futuregeschäfte bezeichnet.

⁴⁷ Vgl. nur Böcking/Löw/Wohlmannstetter, in: MüKo, HGB, § 340e Rdn. 72.

⁴⁸ Balzer/Siller, in: BuB, Rdn. 7/214; Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rdn. 6.37; H.-F. Müller, in: Derleder/Knops/Bamberger, Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, § 54 Rdn. 22 m.w.N.

⁴⁹ Vgl. Begr. RegE zum Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz „FRUG“, BT-Drucks. 16/4028 S. 54, 55.

⁵⁰ Schüwer/Steffen, in: Zerey, OTC-Finanzderivate § 1 Rdn. 6, S. 36; Sievers, Kreditderivate, S. 39; Decker, WM 1990, 1001 (1002); Samtleben, in: Hopt/Rudolph/Baum, Börsenreform, S. 469 (477).

⁵¹ Böcking/Löw/Wohlmannstetter, in: MüKo, HGB, § 340e Rdn. 71; Neuhaus, in: BuB, Rdn. 7/1024 ff.

zu zahlen.⁵² Aufgrund der individuellen Ausgestaltung der Swaps werden diese *außerbörslich* geschlossen.⁵³ Zivilrechtlich sind Swaps mit der h.M. als atypische gegenseitige Verträge i.S. der §§ 311, 320 ff. BGB einzuordnen.⁵⁴

D. DIE „ZENTRALE GEGENPARTEI“

Die ergriffene Maßnahme sieht vor, für den Handel mit Derivaten eine *zentrale Gegenpartei* zu installieren. Die Zentrale Gegenpartei ist in § 1 Abs. 31 KWG legaldefiniert und bezeichnet ein Unternehmen, das bei Kaufverträgen innerhalb eines oder mehrerer Finanzmärkte zwischen den Käufer und den Verkäufer geschaltet wird, um als Vertragspartner für jeden der beiden zu dienen. Diese Definition wurde in Ziff. 1.1 S. 5 und Ziff. 1.4 S. 2 der Börsenordnung der Eurex Deutschland (BörsO-Eurex)⁵⁵ übernommen. Damit wird die zentrale Gegenpartei zwingend bei jedem Termingeschäft Vertragspartner. Die zentrale Gegenpartei nimmt ihre Funktion aber nur im Rahmen des Zustandekommens des Vertrages ein. Auf die ebenfalls von der Eurex Clearing AG ausgeübte Funktion als Clearing-Stelle im Rahmen der Erfüllung und Besicherung von Derivategeschäften wird am Ende dieser Ausarbeitung eingegangen.

Die Eurex Deutschland stellt gem. Ziff. 1.1 BörsO-Eurex eine nach deutschem Recht genehmigte Terminbörse dar. Bei ihr handelt es sich um eine vollelektronische Handelsplattform (Ziff. 1.1 BörsO-Eurex). Träger der Eurex Deutschland ist die Eurex Frankfurt AG. Die Eurex Clearing AG ist Tochter der Eurex Frankfurt AG.

Die BörsO-Eurex ist uneingeschränkt auf die Teilnehmer am Handel mit Derivaten anzuwenden, die Handelsbedingungen der Eurex Deutschland (HB-Eurex)⁵⁶ erst ab Zulassung des Handelsteilnehmers zum Handel. Das Zustandekommen der Verträge richtet sich grundsätzlich nach den allgemeinen Normen des BGB, werden jedoch teilweise durch die HB-Eurex und den Clearing-Bedingungen (CB-Eurex)⁵⁷ beeinflusst und modifiziert, welche die Börsenteilnehmer bei ihrer Zulassung zum Handel an der Eurex Deutschland akzeptieren müssen (Ziff. 3.1 BörsO-Eurex). Rechtlich handelt es sich bei ihnen um Allgemeine Geschäftsbedin-

⁵² *Ekkenga*, in: MüKo, HGB, Effektengeschäft, Rdn. 61; *Sievers*, Kreditderivate, S. 34 ff.

⁵³ *Sievers*, Kreditderivate, S. 41; *Walter*, Derivatisierung, Computerisierung und Wettbewerb, S. 61.

⁵⁴ Zur rechtlichen Einordnung ausführlich *Neuhaus*, in: BuB, Rdn. 7/1009 ff.; *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 114 Rdn. 75 ff.; *Schäfer*, in: Schwintowski/Schäfer, Bankrecht, § 21 Rdn. 15 ff.; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rdn. 14.305 ff.

⁵⁵ Börsenordnung für die Eurex Deutschland und die Eurex Zürich in der Fassung v. 18.1.2010.

⁵⁶ Bedingungen für den Handel an der Eurex Deutschland und der Eurex Zürich in der Fassung v. 2.1.2009.

⁵⁷ Clearing-Bedingungen der Eurex Clearing AG in der Fassung v. 12.7.2010.

gungen i.S. der §§ 305 ff. BGB.⁵⁸ Die Rechtsbeziehung zwischen einem Clearing-Mitglied und der Clearing-Stelle wird maßgeblich durch die *Clearing-Vereinbarung* geprägt.

E. DIE RECHTLICHE KONSTRUKTION DES BÖRSLICHEN HANDELS MIT DERIVATEN MITTELS ZENTRALER GEGENPARTEI

Die einschlägigen Regelwerke der Eurex Clearing AG enthalten nur wenige Anhaltspunkte darüber, wie der Handel mit Derivaten rechtlich zu konstruieren ist. Die folgende Untersuchung wird sich auf die Rechtsbeziehungen der Clearing-Mitglieder, Nicht-Clearing-Mitglieder und der zentralen Gegenpartei untereinander, beschränken.

I. Ablauf des börslichen Handels mit Derivaten mittels Eurex Clearing AG als zentrale Gegenpartei

Der börsliche Derivatehandel kann in mehrere Phasen unterteilt werden. Handelsteilnehmer können gem. Ziff. 1.3 HB-Eurex zunächst in den jeweiligen Trading-Phasen⁵⁹ Aufträge⁶⁰ oder Quotes⁶¹ in das EDV-System der Eurex Deutschland einstellen sowie bereits eingestellte Order ändern oder löschen. Anschließend werden gem. Ziff. 2.2 Abs. 5 und 6 HB-Eurex die eingestellten Order nach der *Preis-/Zeit-Priorität* automatisch zusammengeführt. Dieser Vorgang wird als *Matching*⁶² bezeichnet. Die Handelsteilnehmer werden über das Matching durch Mitteilung benachrichtigt (Ziff. 2.2 Abs. 7 HB-Eurex), womit gleichzeitig die wesentlichen Bestandteile des Geschäfts festgestellt werden. Die letzte Phase stellt das *Clearing* dar, welche die Erfüllung und Besicherung des Derivategeschäfts umfasst.⁶³

Die Untersuchung der rechtlichen Konstruktion des Handels mit Derivaten mittels zentraler Gegenpartei wird dadurch erschwert, dass die wirtschaftlichen und rechtlichen Beziehungen unter den Beteiligten nicht parallel verlaufen. Gem. Ziff. 2.2 Abs. 1 HB-Eurex und Kap. I, Ziff. 1.2.1 Abs. 1 S. 1 CB-Eurex kommen Geschäfte an den Eurex-Börsen nur zwischen der Eurex Clearing AG und einem Clearing-Mitglied (CM) zustande. Ein CM zeichnet sich durch den Besitz einer Clearing-Lizenz aus (Kap. I, Ziff. 2.2 CB-Eurex).⁶⁴ Weiter heißt es in Ziff. 1.4 S. 2 BörsO-Eurex, dass die Eurex Clearing AG bei jedem Termingeschäft zwin-

⁵⁸ Kunz, Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten, S. 78; Alfes, Zentrale Gegenpartei, S. 89 ff.

⁵⁹ Zu unterscheiden gilt es hier gem. Ziff. 1.3 HB-Eurex die sog. Pre-Trading-Periode, die Opening Periode, die Trading Periode und die sog. Post-Trading-Periode.

⁶⁰ Zu den verschiedenen Arten von Aufträgen ausführlich: Kindermann, WM 1989 Sonderbeilage 2, S. 20 f.

⁶¹ Quotes umfassen Nachfrage – und Angebotspreise.

⁶² Es besteht jedoch kein Anspruch auf das Matching. Die Aufträge oder Quotes werden vielmehr – abhängig von dem in Ziff. 2.2 Abs. 5 und 6 HB-Eurex geregelten Prioritätsprinzip – zusammengeführt.

⁶³ Differenzierend Tiedemann, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 1 IV.

⁶⁴ Je nach erteilter Clearing-Lizenz werden sog. „General-Clearing-Mitglieder“ (GCM), sog. „Direkt-Clearing-Mitglieder“ (DCM) und sog. „Spezial-Clearing-Mitglieder“ (SCM) (Kap. I., 2.1 Abs. 2 CB-Eurex)

gend Vertragspartei wird. Zwar wird aus wirtschaftlicher Sicht in derartigen Handelssystemen multilateral und somit unter mehreren Handelsteilnehmern gehandelt, so dass das *Geschäft im wirtschaftlichen Sinne* unmittelbar zwischen zwei Handelsteilnehmern zustande kommt. Das Geschäft wird jedoch in *rechtlicher Hinsicht* in zwei korrespondierende Rechtsgeschäfte mit der zentralen Gegenpartei „aufgespalten“. ⁶⁵ Damit wird weder ein Nicht-Clearing-Mitglied (NCM) Vertragspartei der zentralen Gegenpartei ⁶⁶ noch findet ein Vertragsschluss unmittelbar zwischen zwei CMs statt ⁶⁷.

II. Bisherige Vertragsschlussmodelle betreffend den börslichen Handel mittels zentraler Gegenpartei

Die Einbeziehung einer zentralen Gegenpartei, wie sie für den Handel mit Derivaten vorgenommen wurde, ist nicht neu. Als wichtigstes Beispiel ist die zentrale Gegenpartei an der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) zu nennen, die dort im Jahre 2003 installiert wurde. ⁶⁸ Die in der Vergangenheit entwickelten Vertragsschlussmodelle sollen als Ausgangspunkt zur Bestimmung der rechtlichen Konstruktion des börslichen und außerbörslichen Derivatehandels dienen.

1. Das Stellvertretermodell von Rinker (2003)

Rinker hat sich im deutschen Schrifttum zuerst mit dem Problem der rechtlichen Konstruktion des Vertragsschlusses mittels zentraler Gegenpartei beschäftigt. ⁶⁹ Sein Ansatz kann als *Stellvertretermodell* bezeichnet werden. Der Ansatz basiert auf der Grundannahme, dass die zentrale Gegenpartei während des gesamten Handelsvorganges untätig bleibt. *Rinker* geht davon aus, dass die zentrale Gegenpartei bei Abgabe und Zugang der erforderlichen und korrespondierenden Willenserklärungen jeweils durch die Handelsteilnehmer vertreten werde. So handle es sich beim Einstellen eines Auftrages in das EDV-System durch einen Handelsteilnehmer (CM 1) um ein wirksam abgegebenes Angebot zum Abschluss des Rechtsgeschäfts im Verhältnis CM 1 und zentraler Gegenpartei. Da im Handel mittels zentraler Gegenpartei ein zweiter korrespondierender Vertrag im Verhältnis CM 2 und zentraler Gegenpartei zustande kommt, gebe CM 1 mit seinem Angebot im eigenen Namen zugleich ein weiteres Angebot im Namen der zentralen Gegenpartei (§ 164 Abs. 1 BGB) *ad incertas personas* ab. Durch Anzei-

⁶⁵ *Hoffmann*, WM 2003, 2025 (2028, 2031).

⁶⁶ *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 50.

⁶⁷ *Hoffmann*, WM 2003, 2025 (2028).

⁶⁸ Zu weiteren Märkten, auf denen für den Handel von Finanzinstrumenten bereits eine zentrale Gegenpartei eingeführt wurde, siehe *Rinker*, Vertragsschluss im börslichen elektronischen Handelssystem, Rdn. 303 ff., 307a f.; *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 31 ff.; *Tiedemann*, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 1V.

⁶⁹ *Rinker*, Vertragsschluss im börslichen elektronischen Handelssystem, Rdn. 302 ff.

ge der Order auf dem Handelsbildschirm des anderen Handelsteilnehmers (CM 2) gehe das Angebot der zentralen Gegenpartei zu. CM 2 handele in diesem Fall als Passivvertreterin der zentralen Gegenpartei (§ 164 Abs. 3 BGB). Nach *Rinker* ist ebenfalls die Börse bzw. das EDV-System als eigenständiger Marktakteur anzusehen, der seinerseits CM 2 als Passivvertreterin vertrete.

Die Annahme des Angebotes finde wiederum durch Einstellen eines entsprechenden Auftrages in das EDV-System durch CM 2 statt. Auch CM 2 gebe damit zwei Erklärungen als Einheit ab. So erkläre CM 2 im eigenen Namen die Annahme des Angebotes im Rechtsgeschäft mit der zentralen Gegenpartei. Aufgrund der im Wertpapierhandel bestehenden sog. „*Trade-anonymity*“, die dazu führt, dass die in das EDV-System eingestellten Aufträge ohne Angaben zu der Identität des Einstellenden aufgeführt werden, könne die Annahme im Rechtsgeschäft zwischen zentraler Gegenpartei und CM 1 jedoch nicht unmittelbar gegenüber CM 1 erfolgen. Die Annahme sei letztlich nur dadurch möglich, indem diese durch CM 2 in Stellvertretung (§ 164 Abs. 1 BGB) für die zentrale Gegenpartei gegenüber der zentralen Gegenpartei als gleichzeitige Passivvertreterin des CM 1 abgegeben werde. Den Zeitpunkt der Angebotsabgabe sieht *Rinker* als unerheblich an, da er von einem Vertragsschluss durch Kreuzofferten ausgeht.

2. Ansätze von *Alfes* (2005)

Weitere Ansätze hat *Alfes* entwickelt. Dieser hält die rechtliche Konstruktion des Wertpapierhandels unter Einschaltung einer zentralen Gegenpartei in Gestalt eines „*Antizipationsmodells*“ sowie in Form eines „*Stellvertretermodells*“ für möglich.

Das erste von *Alfes* entwickelte Modell⁷⁰ entspricht im Grunde dem von *Rinker* entwickelten *Stellvertretermodell*. Ein Unterschied besteht jedoch in dem von *Alfes* hervorgehobenen Konflikt, dass die Qualifikation der Erklärungen der Handelsteilnehmer (CM 1 und CM 2) als Angebot oder Annahme maßgeblich vom Zeitpunkt der Erklärung abhängt. Dieser Konflikt ließe sich auch nicht durch die Anerkennung des Vertragsschlusses mittels Kreuzofferten lösen, da diese „Vertragsschlussart“ letztlich nicht alle Fallkonstellationen erfasse. Das Problem könne letztlich jedoch dahinstehen. So habe es keine Auswirkungen auf die Wirksamkeit der Willenserklärungen, wenn die Handelsteilnehmer bei Eingabe ihres Auftrages in das elektronische Handelssystem eine Fehlvorstellung hinsichtlich der Art ihrer Erklärung hätten. Die möglichen Fehlvorstellungen der Handelsteilnehmer sieht *Alfes* als dem Börsenhandel *systemimmanent* an. Nach *Alfes* besteht eine Verbindung zwischen dem wirtschaftlichen Geschäft

⁷⁰ *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 120 ff.

und den Rechtsgeschäften durch die aufschiebende Bedingung des Matching (§ 158 Abs. 1 BGB).

Nach dem „*Antizipationsmodell*“ von *Alfes* gibt CM 1 sein Angebot durch Eingabe des Auftrages oder Quotes in das EDV-System ab. Auch nach diesem Ansatz verhalte sich die zentrale Gegenpartei während des gesamten Handels passiv, da sie weder Handelsteilnehmer ist noch über einen Handelsbildschirm verfüge. Das Angebot gehe mit der Möglichkeit zur Kenntnisnahme des CM 2 als Passivvertreterin der zentralen Gegenpartei zu. Die Annahme erfolge jedoch nicht durch das CM 2, sondern durch die zentrale Gegenpartei selbst. Dies geschehe antizipiert durch den Abschluss der Clearing-Vereinbarungen. Dadurch erteile die zentrale Gegenpartei ihre Zustimmung zu allen Aufträgen, die durch ein CM an sie gerichtet werden. Auch hier nimmt *Alfes* einen Vertragsschluss unter der aufschiebenden Bedingung des Matching an (§ 158 Abs. 1 BGB).

3. Ansatz von *Kunz* (2009)

Im Unterschied zu den bereits erläuterten Ansätzen spricht *Kunz* in seinem Ansatz der zentralen Gegenpartei eine aktive Rolle zu.⁷¹ CM 1 gebe zunächst ein Angebot durch die Eingabe der Order in das elektronische Handelssystem ab. Dabei diene das EDV-System als bloßes Kommunikationsmittel, um der zentralen Gegenpartei das Vertragsangebot zu übermitteln. *Kunz* geht davon aus, dass die Annahme nicht durch CM 2 im Namen der zentralen Gegenpartei sondern durch die zentrale Gegenpartei selbst während des Matching konkludent erklärt werde. Zwar gebe die zentrale Gegenpartei nicht unmittelbar selbst eine Willenserklärung ab, doch sei ihr die durch das EDV-System automatisiert erstellte und abgegebene Computererklärung zuzurechnen, indem die zentrale Gegenpartei den Verarbeitungsprozess der Aufträge antizipiert festgelegt habe. *Kunz* lehnt den Vertragsschluss unter aufschiebender Bedingung i.S. des § 158 Abs. 1 BGB ab. Vielmehr sei die Bindungswirkung an die in das EDV-System eingegebenen Aufträge bis zum Zeitpunkt des Matching ausgeschlossen.

4. Ansatz von *Tiedemann* (2010)

Neuerdings hat sich auch *Tiedemann* mit der Frage des Vertragsschlusses mittels zentraler Gegenpartei beschäftigt.⁷² Sein Ansatz kann als „*Übermittlungsmodell*“ bezeichnet werden. Auch *Tiedemann* geht davon aus, dass das Angebot des CM 1 durch Einstellen der Order in das Handelssystem abgegeben wird. Das Angebot sei – mit Verweis auf die bereits vertrete-

⁷¹ *Kunz*, Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten, S. 277 ff.

⁷² *Tiedemann*, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 4 IV 5 f).

nen Ansätze – auch hinreichend bestimmt. Der Zugang des Angebotes bei der zentralen Gegenpartei könne jedoch mangels Zugang bei CM 2 nicht mit der Konstruktion einer passiven Stellvertretung erklärt werden. Vielmehr gehe der zentralen Gegenpartei das Angebot durch Übermittlung der Geschäftsdaten durch das EDV-System zu. Die Annahme durch die zentrale Gegenpartei werde konkludent erklärt, namentlich durch das Einbuchen auf dem Kundenkonto, dem Netting und der Übermittlung der Lieferinstruktion an die Clearstream Banking AG. Der Zugang der Annahmeerklärung sei gem. § 151 BGB entbehrlich.

5. Vorzugswürdiges Vertragsschlussmodell

Kunz und *Tiedemann* gehen davon aus, dass die zentrale Gegenpartei eine eigene konkludente Willenserklärung abgibt.⁷³ Nach *Rinker* und *Alfes* bleibt die zentrale Gegenpartei hingegen während des gesamten konkreten Handelsvorganges untätig.⁷⁴ Bezogen auf das konkrete Derivategeschäft kann ein Tätigwerden der zentralen Gegenpartei aber nur im Matching gem. Ziff. 2.2 Abs. 5 und 6 HB-Eurex oder aber in der Benachrichtigung über das Matching gem. Ziff. 2.2 Abs. 7 HB-Eurex erblickt werden.

Die Benachrichtigung stellt keine Willenserklärung dar. So könnte ihr die erforderlich konstitutive Wirkung nur dann zugeschrieben werden, wenn die HB-Eurex eine dem § 3 Abs. 2 GB-FWB⁷⁵ vergleichbare Regelung enthalten würde, die im Zweifel eine Bestätigung des abgeschlossenen Geschäfts durch den Börsenteilnehmer voraussetzt. Eine solche Regelung enthält die HB-Eurex aber gerade nicht. Die Benachrichtigung kann somit lediglich als Wissenserklärung qualifiziert werden.⁷⁶ Um *Kunz* zu folgen, müsste also im Matching das erforderliche Handeln der zentralen Gegenpartei gesehen werden. Das Matching findet automatisch statt, so dass diesem nicht der erforderliche unmittelbare und final steuernde, natürliche menschliche Wille zugrunde liegt.⁷⁷ Automatisierte Erklärungen sind jedoch dann als Willenserklärungen zu qualifizieren, wenn eine natürliche Person Betreiber des Systems zur Abgabe automatisierter Willenserklärungen ist⁷⁸ und die dafür erforderliche Verantwortung beim Anlagebetreiber

⁷³ *Kunz*, Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten, S. 306, 326 f.; *Tiedemann*, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 4 IV 5 f).

⁷⁴ *Rinker*, Vertragsschluss im börslichen elektronischen Handelssystem, Rdn. 323 f.; *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 103.

⁷⁵ Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse, in der Fassung v. 12.10.2009.

⁷⁶ So auch *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 104.

⁷⁷ So bereits *Friedmann* zur automatischen Btx-Erklärung (Bildschirmtext und Rechtsgeschäftslehre, S. 17).

⁷⁸ Vgl. zum Problem der Zurechenbarkeit *Cornelius*, MMR 2002, 353 (354 ff.); *Köhler*, AcP 182 (1982), 126 (133 f).

verbleibt⁷⁹. Die Errichtung des Mechanismus des Matching würde dann die willentliche Entäußerung der Willenserklärung in den Rechtverkehr darstellen.⁸⁰ Dem steht jedoch bereits entgegen, dass die Eurex Clearing AG nicht Betreiber des EDV-Systems der Eurex Deutschland ist. Betreiber der Eurex Deutschland ist vielmehr die Eurex Frankfurt AG. Die Eurex Clearing AG ist lediglich eine 100%tige Tochtergesellschaft der Eurex Frankfurt AG. Eine direkte Verknüpfung mit der Eurex Deutschland besteht somit nicht.⁸¹ Dem könnte man wiederum entgegen, dass eine teilweise vertretene Ansicht die Zurechenbarkeit der automatisierten Erklärung zu einer natürlichen Person genügen lässt.⁸² Genügt die Zurechenbarkeit, könnte diese mit einer Parallele zur Blanketterklärung angenommen werden, also einer Erklärung, die von einem Gehilfen nach bestimmten Anweisungen des Geschäftsherrn vervollständigt wird.⁸³ Doch auch die Zurechenbarkeit muss deutlich zum Ausdruck kommen.⁸⁴ Ziff. 2.2 Abs. 1 HB-Eurex verdeutlicht, dass die zentrale Gegenpartei zwingend Vertragspartei werden soll. Ziff. 2.2 Abs. 5 HB-Eurex schreibt den Vorgang des Matching fest. Eine hinreichend deutliche Regelung, dass der Matching-Vorgang der Eurex Clearing AG als Willenserklärung zuzurechnen sei, findet sich hingegen nicht. Das Matching stellt somit keine konkludente Annahmeerklärung durch die zentrale Gegenpartei dar. Ebenfalls scheidet ein Fall des beredten Schweigens aus, was ausnahmsweise die Annahme einer Willenserklärung rechtfertigen würde⁸⁵. Beredtes Schweigen könnte zwar mit den bestehenden Geschäftsverbindungen⁸⁶, welche mit dem regelmäßigen Handel an der Eurex Deutschland vorliegen, angenommen werden. Doch stehen dieser Annahme Gründe der Rechtssicherheit entgegen⁸⁷, die gerade bei dem auf eine rasche und sichere Abwicklung der Termingeschäfte angewiesenen Börsenterminhandel unerlässlich sind.⁸⁸

⁷⁹ Köhler, AcP 182 (1982), 126 (133 ff.); Clemens, NJW 1985, 1998 (2001); Heun, CR 1994, 595 (596); a.A. aber zum gleichen Ergebnis kommend Redeker, NJW 1984, 2390 (2391); Kilian, Electronic Commerce, S. 9 (18).

⁸⁰ Vgl. Leopold/Glossner, in: Leopold/Glossner, MAH IT-Recht, Teil 2, Rdn. 27; Clemens, NJW 1985, 1998 (2001) m.w.N.; wohl auch BGH, Urt. v. 26.1.2005 – VIII ZR 79/04, NJW 2005, 976 (977); OLG Frankfurt, Urt. v. 20.11.2002 – 9U 94/02, CR 2003, 450 (450 f.); offengelassen bei Köhler, AcP 182 (1982), 126 (133).

⁸¹ Vgl. oben D, I, 1, a), bb), S. 8.

⁸² Hefermehl, in: Soergel/Siebert/Baur, BGB, Vorbem. §§ 116 ff. Rdn. 30; Kunz, Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten, S. 327; vgl. zum Problem der Zurechenbarkeit ebenfalls Cornelius, MMR 2002, 353 (354 ff.); Leopold/Glossner, in: Leopold/Glossner, MAH IT-Recht, Teil 2, Rdn. 26.

⁸³ Statt vieler Köhler, AcP 182 (1982), 126 (134); Kilian sieht sogar die Möglichkeit, das Ergebnis auch anhand der Wissenszurechnung nach dem Rechtsgedanken des § 166 BGB zu begründen (Electronic Commerce, S. 9 [18 f.]).

⁸⁴ Statt vieler Köhler, AcP 182 (1982), 126 (134).

⁸⁵ Zu den Fallgruppen vgl. Singer, in: Staudinger, BGB, Vorbem. §§ 116 Rdn. 60 ff.

⁸⁶ BGH, Urt. v. 4.4.1951 – II ZR 52/50, NJW 1951, 711 (711); BGH, Urt. v. 29.9.1951 – II ZR 62/51, JZ 1951, 783 (783).

⁸⁷ Statt vieler Canaris, Vertrauenshaftung, § 20 I 5, S. 224; wohl auch BGH, Urt. v. 27.1.1965 – VIII ZR 11/63, NJW 1965, 965 (966).

⁸⁸ Härle, EUREX und WTB, S. 211.

Die Ansicht von *Tiedemann*, wonach die Willenserklärung der zentralen Gegenpartei in deren Verhalten *nach* der Übermittlung des Datensatzes des konkreten Geschäfts durch das EDV-System sieht, überzeugt ebenfalls nicht. So räumt *Tiedemann* selbst ein, dass der Vertragsschluss durch das Matching zustande komme, wobei er seiner Ansicht ein extensives Verständnis des Matching zugrundelegt. So gehören ihm zufolge auch Teile des Clearings zum Matching, was aber nicht von der Definition des Matching durch die CB-Eurex gedeckt ist. Damit hebt er die Trennung zwischen Matching und Clearing des Geschäfts auf, die jedoch strikt zu beachten ist.

Will man den Stellvertretermodellen folgen, ist neben der Abgabe einer Willenserklärung durch CM 1 gegenüber der zentralen Gegenpartei ebenfalls die Abgabe einer Willenserklärung der zentralen Gegenpartei gegenüber anderen Handelsteilnehmern erforderlich. Bleibt die zentrale Gegenpartei jedoch während des Handels untätig, kann das Zustandekommen des Rechtsgeschäfts im Verhältnis der zentralen Gegenpartei zu CM 2 nur dadurch erklärt werden, wenn CM 1 neben dem eigenen Angebot gleichzeitig eine Willenserklärung im Namen der zentralen Gegenpartei gegenüber CM 2 abgibt. Hiergegen sprechen jedoch gewichtige Argumente. CM 1 nimmt abgesehen von der Ordereingabe keine weitere Handlung vor. Um eine weitere Willenserklärung anzunehmen, müsste der Ordereingabe somit eine Doppelfunktion zugestanden werden.⁸⁹ Dies kann jedoch nur durch Auslegung erfolgen (§§ 133, 157 BGB).⁹⁰ Dass die Marktakteure die Doppelfunktion ihres Handelns jedoch kennen, ist nicht zuletzt deswegen zu bezweifeln, dass weder die HB-Eurex noch die CB-Eurex entsprechende Anhaltspunkte enthalten. Damit stellt sich die Frage, ob CM 1 überhaupt Erklärungsbewusstsein hinsichtlich der Abgabe der Willenserklärung im Namen der zentralen Gegenpartei gegenüber CM 2 hätte. Erklärungsbewusstsein meint das Bewusstsein, irgendeine rechtsgeschäftliche Folge herbeizuführen.⁹¹ Folge des Fehlens ist, dass mit der h.M. nur dann eine wirksame Willenserklärung vorliegt, wenn der Handelnde ihre rechtliche Bedeutung hätte erkennen können.⁹² Das ist jedoch zu bezweifeln, sofern man den Beteiligten nicht mehr Wissen um die rechtlichen Belange als einem juristischen Laien unterstellt.⁹³

Weiterhin ist zu bezweifeln, dass CM 1 als Stellvertreter der zentralen Gegenpartei handelt. Zwar sieht *Rinker* die Voraussetzungen des § 164 Abs. 1 BGB als gegeben, indem in der Be-

⁸⁹ *Alfes*, *Zentrale Gegenpartei*, S. 135.

⁹⁰ *Alfes*, *Zentrale Gegenpartei*, S. 135.

⁹¹ *Singer*, in: *Staudinger*, BGB, Vorbem. §§ 116 ff. Rdn. 28; *Palm*, in: *Erman*, BGB, Vorbem. §§ 116 ff. Rdn. 3; *Kramer*, in: *MüKo*, BGB, Vorbem. §§ 116 ff. Rdn. 9.

⁹² *Larenz/Wolf*, BGB AT, § 24 Rdn. 8.

⁹³ So auch im Ergebnis *Alfes*, *Zentrale Gegenpartei*, S. 136.

vollmächtigung zur passiven Stellvertretung im Rahmen des Zuganges der Willenserklärung gleichzeitig die konkludente Vollmacht zur Aktivvertretung liege. Auch sei das Offenkundigkeitsprinzip gewahrt, da CM 2 letztlich durch die HB-Eurex bekannt sei, dass die zentrale Gegenpartei zwingend Vertragspartei würde.⁹⁴ Doch ist bereits zweifelhaft, ob es dem Willen der Verfasser der Regelwerke der Eurex entspricht, dass die Handelsteilnehmer als Vertreter der zentralen Gegenpartei handeln. Ein diesbezüglicher Hinweis findet sich jedenfalls nicht in der HB-Eurex oder CB-Eurex, was jedoch nahe liegen würde.⁹⁵ So sind in der HB-Eurex und CB-Eurex die Aufgaben und Funktionen der am Derivatehandel Beteiligten umfangreich und abschließend geregelt.

Der Kritik an den Stellvertretermodellen stehen zudem weitere Vorteile des Antizipationsmodells von *Alfes* gegenüber. So sorgt dieses dafür, dass die Ordereingabe immer die Abgabe eines Angebotes darstellt.⁹⁶ Damit geht einher, dass die rechtliche Konstruktion des Derivatehandels nicht zweier verschiedener „Vertragstypen“ bedarf, sondern alle Verträge mit der zentralen Gegenpartei einem einheitlichen Muster und somit einer einheitlichen rechtlichen Bewertung unterliegen.⁹⁷

III. Vertragsschluss im börslichen Derivatehandel mittels zentraler Gegenpartei

Das Antizipationsmodell zugrunde gelegt, lässt sich der Vertragsschluss im börslichen Derivatehandel somit wie folgt konstruieren.

1. Vertragsschluss durch Angebot und Annahme i.S. der §§ 145 ff. BGB

Das Zustandekommen eines Derivategeschäfts setzt zwei übereinstimmende Willenserklärungen i.S. der §§ 145 ff. BGB – Angebot und Annahme – voraus. Der Vertragsschluss durch Angebot und Annahme unterliegt keinen rechtlichen Besonderheiten, die sich aus den konkreten Derivategeschäften ergeben. So stellen unbedingte Termingeschäften atypische aber *gegenseitige* Verträge.⁹⁸ Gleiches gilt für bedingte Termingeschäfte. Zwar wird das Hauptgeschäft durch die bloße Abgabe einer einzelnen Erklärung durch den Wähler rechtlich wirksam. Das eigentliche Optionsgeschäft stellt hingegen ebenfalls einen *gegenseitigen* Vertrag

⁹⁴ *Rinker*, Vertragsschluss im börslichen elektronischen Handelssystem, Rdn. 336 f.

⁹⁵ *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 136; *Tiedemann*, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 4 IV 5 b) (4).

⁹⁶ So stellt *Alfes* ebenfalls fest, dass das Antizipationsmodell die rechtliche Konstruktion des Vertragsschlusses durch Kreuzofferten, wie dies *Rinker* vornimmt, entbehrlich macht. Zudem weist er darauf hin, dass das Stellvertretermodell letztlich bei Einbeziehung eines NCM in den Derivatehandel praxisfern wirkt. So stelle die Ordereingabe eines NCM vier Angebote und vier Annahmen dar (Zentrale Gegenpartei, S. 136 f.).

⁹⁷ Zum Ganzen *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 135 f.

⁹⁸ Vgl. oben C, II, S. 6.

dar, der lediglich unter aufschiebender Wirkung i.S. des § 158 Abs. 1 BGB geschlossen wurde.⁹⁹

Eine Ansicht, die den Vertragsschluss kraft „Zustimmungstechnik“ konstruiert, überzeugt nicht. So soll nach diesem Ansatz der Vertragsschluss durch beiderseitige Zustimmung zu einem Vertragstext stattfinden.¹⁰⁰ Damit gliedert sich der Vertragsschluss in zwei Akte: die *Einigung* der Kontrahenten auf einen Vertragstext und die *Ingeltungsetzung*. Dies auf den Vertragsschluss mittels elektronischer Handelsplattform übertragen, würde in der Ordereingabe durch die Handelsteilnehmer die Einigung liegen. Die Ingeltungsetzung liege in der antizipierten Anerkennung der HB-Eurex und CB-Eurex durch die Börsenteilnehmer bei Zulassung zum Handel an der Eurex Deutschland, wonach gem. Ziff. 2.2 HB-Eurex und Kap. I, Ziff. 1.2.1 CB-Eurex die Aufträge oder Quotes automatisch zusammengeführt werden.¹⁰¹ Ausgangspunkt dieser Ansicht ist allerdings die mangelnde Unterscheidbarkeit von Angebot und Annahme wie sie vorliegt, wenn die Vertragsparteien ihre Unterschriften unter einen ausgehandelten Vertragstext setzen.¹⁰² Dieses Problem tritt jedoch im Handel mit Derivaten über eine Handelsplattform mittels zentraler Gegenpartei gerade nicht auf, da die korrespondierenden Willenserklärungen nicht gleichzeitig abgegeben werden, vielmehr die Eingabe von Aufträgen oder Quotes zweier CMs erfordert. Erst dann werden die Orders durch das Matching zusammengeführt.¹⁰³

2. Vorliegen eines Angebots eines Clearing-Mitgliedes

Bei der Eurex Deutschland handelt es sich um eine vollelektronische Handelsplattform. Bei einem solchen Handelssystem müssen die Handelsteilnehmer ihre Order in das EDV-System eingeben. Sämtliche Erklärungen der am Vertragsschluss Beteiligten werden somit durch elektronische Datenverarbeitung übermittelt. Solche *elektronisch übermittelten Erklärungen* stellen Willenserklärungen i.S. der allgemeinen Rechtsgeschäftslehre dar¹⁰⁴, sofern sie einer natürlichen Person zurechenbar sind und bloß elektronisch übermittelt werden.¹⁰⁵ Da die Auf-

⁹⁹ Vgl. oben C, II, S. 4 f.

¹⁰⁰ Vgl. *Leenen*, AcP 188 (1988), 381 (393 f., 399 ff.); *Kümpel*, WM 1991, Sonderbeilage 4, S. 5 m.w.N.; ebenfalls: *Kunz*, *Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten*, S. 278 m.w.N.; offengelassen bei *Backmann*, in: Herberger/Martinek/Rüßmann/Weth, PK-BGB, § 145 Rdn. 11.

¹⁰¹ So bereits zum IBIS-Handelssystem *Kümpel*, WM 1991, Sonderbeilage 4, S. 6; zum Xetra *Alfes*, *Zentrale Gegenpartei*, S. 78.

¹⁰² Vgl. *Kümpel*, WM 1991, Sonderbeilage 4, S. 5; *Leenen*, AcP 188 (1988), 381 (394).

¹⁰³ So auch *Alfes*, *Zentrale Gegenpartei*, S. 78; *Kunz*, *Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten*, S. 306.

¹⁰⁴ BGH, Urt. v. 7.11.2001 – VIII ZR 13/01, NJW 2002, 363 (364); BGH, Urt. v. 17.10.2000 – X ZR 97/99, NJW 2001, 289 (290); OLG Hamm, Urt. v. 14.12.2000 – 2U 58/00, NJW 2001, 1142 (1142); *Singer*, in: *Staudinger*, BGB, Vorbem. §§ 116 ff. Rdn. 1; *Krüger/Büttner*, WM 2001, 221;

¹⁰⁵ *Ellenberger*, in: *Palandt*, BGB, Vorbem. § 116 Rdn. 1; *Köhler*, AcP 182 (1982), 126 (133 f.).

träge oder Quotes nur durch Handelsteilnehmer in das EDV-System eingestellt werden, ist letztere Voraussetzung gegeben. Der Computer dient dabei nur als Werkzeug.¹⁰⁶

a) **Vorliegen eines Rechtsbindungswillens**

Gem. Ziff. 1.3 HB-Eurex können die in das EDV-System eingestellten Aufträge und Quotes allerdings bis zum Zeitpunkt des Matching geändert, deaktiviert oder gelöscht werden. Die Regelung kann jedoch nicht das Vorliegen eines Rechtsbindungswillens seitens des CM in Frage stellen.¹⁰⁷ Zwar könnte Ziff. 1.3 HB-Eurex als gesetzlich geregelte Freigabeklausel zu verstehen sein, so dass mit der h.M. lediglich eine *invitatio ad offerendum* vorläge¹⁰⁸. Dies hätte aber zur Folge, dass die zentrale Gegenpartei mangels Angebot seitens der Handelsteilnehmer selbst ein Angebot abgeben müsste, das vom Handelsteilnehmer anzunehmen wäre. Oben wurde jedoch bereits gezeigt, dass weder das *Matching*, i.S. der Ziff. 2.2 Abs. 5 HB-Eurex noch die anschließende Benachrichtigung der Handelsteilnehmer über das Matching nach Ziff. 2.2 Abs. 7 HB-Eurex als Willenserklärung der zentralen Gegenpartei zu qualifizieren ist. Auch liegt kein Fall des beredten Schweigens vor.¹⁰⁹ Letztlich kann dem Löschungs- und Änderungsvorbehalt auch durch die Qualifikation als aufschiebende Bedingung i.S. des § 158 Abs. 1 BGB oder aber als vertraglich vereinbartes Rücktrittsrecht Rechnung getragen werden, ohne den Rechtsbindungswillen dadurch in Frage zu stellen.¹¹⁰

b) **Widerrufsvorbehalt versus vertraglich vereinbartes Rücktrittsrecht**

Dass CM 1 bei Abgabe seines Angebotes einen Rechtsbindungswillen hat, bedeutet jedoch nicht gleichzeitig, dass das Angebot auch uneingeschränkt Bindungswirkung i.S. des § 145 BGB entfaltet. Die Bindung tritt grundsätzlich mit Zugang der Willenserklärung beim Erklärungsempfänger ein. Ab diesem Zeitpunkt kann der Antragende sein Angebot nicht mehr widerrufen.¹¹¹ Ziff. 1.3 HB-Eurex könnte eine entsprechende Ausnahme i.S. des § 145 Halbs. 2 BGB darstellen. Im Konkreten könnte ein Angebot mit Widerrufsvorbehalt vorliegen.¹¹² Andererseits kann Ziff. 1.3 HB-Eurex auch als vertraglich vereinbartes befristetes Rücktrittsrecht

¹⁰⁶ Eisenhardt, JZ 1986, 875 (875); Kunz, Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten, S. 326.

¹⁰⁷ Ausnahmen von diesem Grundsatz enthält allerdings Ziff. 2.7 HB-Eurex.

¹⁰⁸ RG, Urt. v. 3.6.1921 – III ZR 481/20, RGZ 102, 227 (227 ff.); RG, Urt. v. 16.5.1922 – II 631/21, RGZ 105, 8 (12); BGH, Urt. v. 2.11.1995 – X ZR 135/93, NJW 1996, 919 (919 f.); Wolf, in: Soergel/Siebert/Baur, BGB, § 145 Rdn. 10 f.; Ellenberger, in: Palandt, BGB, § 145 Rdn. 4.

¹⁰⁹ Vgl. oben E, II, 4.

¹¹⁰ Vgl. unten E, III, 2 b).

¹¹¹ Kramer, in: MüKo, BGB, § 145 Rdn. 1; Ellenberger, in: Palandt, BGB, § 145 Rdn. 3; Armbürster, in: Erman, BGB, § 145 Rdn. 14.

¹¹² BGH, Urt. v. 8.3.1984 – VII ZR 177/82, NJW 1984, 1885 (1885); Bork, in: Staudinger, BGB, Vorbem. §§ 145 ff. Rdn. 27.

zu verstehen sein.¹¹³ Hierbei wird die Bindungswirkung über den Zeitpunkt der Annahme hinaus ausgeschlossen. Maßgebliches Abgrenzungskriterium zwischen den in Betracht kommenden Varianten ist der Zeitpunkt des Vertragsschlusses.¹¹⁴ Mit Befürwortung des Antizipationsmodells kommt das Derivategeschäft bereits eine juristische Sekunde nach der Ordereingabe in das EDV-System zustande. Die Löschung, Änderung oder Deaktivierung erfolgt somit immer erst nach Abschluss des Vertrages. Damit handelt es sich bei Ziff. 1.3 HB-Eurex um ein vertraglich vereinbartes Rücktrittsrecht¹¹⁵, das durch das Matching befristet ist.

c) **Hinreichende Bestimmtheit des Angebotes**

Gegenstand der Willenseinigung sind die wesentlichen Vertragsbestandteile (*essentialia negotii*).¹¹⁶ Darunter sind vor allem Angaben zum Vertragsgegenstand, zum Vertragstyp und zu den Vertragsparteien zu verstehen.¹¹⁷ Hinsichtlich der Verträge sui generis gilt, dass ein Angebot dann hinreichend bestimmt ist, wenn es eine sinnvolle in sich geschlossene und verständliche Regelung enthält.¹¹⁸ Jede durch einen Handelsteilnehmer in das EDV-System eingegebene Order enthält sowohl eine Identifikationsnummer des zu handelnden Derivates („*Series Identification*“), die Kennzeichnung als Kauf- oder Verkaufsangebot („*Transaction Type*“), die Menge der zu handelnden Derivate sowie den Preis des Derivates („*Buy/Sell Indicator*“; „*Order/Trade Price*“). Die Identität der Handelsteilnehmer wird hingegen aufgrund der „*pre-trade-Anonymity*“ nicht im EDV-System *angezeigt*, gleichwohl aber bei der Eingabe *abgesendet*.¹¹⁹ Die Willenserklärung des Handelsteilnehmers weist demnach *bei ihrer Abgabe* die hinreichende inhaltliche Bestimmtheit auf. Gem. Ziff. 1.1 S. 5 und Ziff. 1.4 S. 2 BörsO-Eurex wird die Eurex Clearing AG bei jedem Termingeschäft zwingend Vertragspartner. Da sich somit die eingestellten Orders als Angebote stets an die zentrale Gegenpartei richten, ist das Angebot auch stets an die Eurex Clearing AG als individualisierter Vertragspartner gerichtet.¹²⁰

¹¹³ Bork, in: Staudinger, BGB, Vorbem. §§ 145 ff. Rdn. 27.

¹¹⁴ Vgl. Alfes, Zentrale Gegenpartei, S. 138.

¹¹⁵ Alfes, Zentrale Gegenpartei, S. 138.

¹¹⁶ Kramer, in: MüKo, BGB, § 145 Rdn. 4; Backmann, in: Herberger/Martinek/Rüßmann/Weth, PK-BGB, § 145 Rdn. 15.

¹¹⁷ Bork, in: Staudinger, BGB, Vorbem. §§ 145 ff. Rdn. 17.

¹¹⁸ Kramer, in: MüKo, BGB, § 145 Rdn. 4; Backmann, in: Herberger/Martinek/Rüßmann/Weth, PK-BGB, § 145 Rdn. 87.

¹¹⁹ Vgl. Eurex, „eurex information“ v. 16.3.2001.

¹²⁰ So auch Alfes, Zentrale Gegenpartei, S. 85, 111; Kunz, Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten, S. 291 f.; Rinker, Vertragsschluss im börslichen elektronischen Handelssystem, Rdn. 323 f.

d) Abgabe und Zugang des Angebotes

Sobald CM 1 die Aufträge oder Quotes in das EDV-System eingegeben hat, werden diese vom EDV-System verarbeitet und auf dem Computerbildschirm des anderen CM angezeigt. Da die zentrale Gegenpartei über keinen Computerbildschirm¹²¹ verfügt, liegt der Zugang der Willenserklärung in der möglichen Kenntnisnahme durch CM 2 für die zentrale Gegenpartei. Dabei handelt es sich nach zutreffender Ansicht um ein Angebot unter Abwesenden.¹²² Dies setzt aber voraus, dass CM 2 als passiver Stellvertreter erkennbar zur Entgegennahme von Willenserklärungen *im Namen* der Eurex Clearing AG *bevollmächtigt* ist (§ 164 Abs. 3 BGB). Indem die Handelsteilnehmer die HB-Eurex und CB-Eurex anerkannt haben, wissen diese, dass die Eurex Clearing AG zwingend Vertragspartei wird. So ist auch für CM 1 erkennbar, dass die Willenserklärung zwingend im Namen der zentralen Gegenpartei durch CM 2 zur Kenntnis genommen wird.¹²³ Die erforderliche Vollmacht ist nach dem Antizipationsmodell durch Abschluss der Clearing-Vereinbarung erteilt worden.¹²⁴ Im Ergebnis ist das Angebot im Zeitpunkt des Einstellens in das EDV-System sowohl abgegeben als auch zugegangen.¹²⁵

3. Antizipierte Annahme durch die zentrale Gegenpartei

Indem die Eurex Clearing AG als zentrale Gegenpartei gem. Ziff. 1.1 S. 5 und Ziff. 1.4 S. 2 BörsO-Eurex bei jedem Termingeschäft Vertragspartei wird, muss sie das Angebot auch annehmen. Wie bereits gezeigt, verhält sich die zentrale Gegenpartei aber während des konkreten Derivatehandels passiv. Ihre Annahmeerklärung kann sie somit nur im Vorfeld, also antizipiert, abgeben. Nach der Präambel der CB-Eurex handelt es sich bei der abgeschlossenen Clearing-Vereinbarung zwischen zentraler Gegenpartei und CM um einen Rahmenvertrag. Der Abschluss der Clearing-Vereinbarung ist somit als antizipierte Annahmeerklärung der zentralen Gegenpartei hinsichtlich künftiger konkreter Derivategeschäfte zu qualifizieren.

Dem steht nicht entgegen, dass die zentrale Gegenpartei dem Vertragsschluss bereits antizipiert zustimmt, obwohl ihr das Angebot noch nicht zugegangen ist, was der Systematik von

¹²¹ Alfes, Zentrale Gegenpartei, S. 105; Tiedemann, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 4 III 1 d)

¹²² Alfes, Zentrale Gegenpartei, S. 106; Härle, EUREX und WTB, S. 216; a.A. Rinker, Vertragsschluss im börslichen elektronischen Handelssystem, Rdn. 234.

¹²³ Rinker, Vertragsschluss im börslichen elektronischen Handelssystem, Rdn. 328; Alfes, Zentrale Gegenpartei, S. 105.

¹²⁴ Alfes, Zentrale Gegenpartei, S. 105, krit. Tiedemann, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 4 IV 5 c) (4).

¹²⁵ Vgl. Härle, EUREX und WTB, S. 212 f.; Kümpel, WM 1991, Sonderbeilage 4, S. 6 f.; Heun, CR 1994, 595 (598); Rinker, Vertragsschluss im börslichen elektronischen Handelssystem, Rdn. 325, 329; ähnlich Redeker, NJW 1984, 2390 (2391); Kilian, Electronic Commerce, S. 9 (24).

Angebot und Annahme widersprüche.¹²⁶ So ist die zeitliche Reihenfolge von Angebot und Annahme nicht zwingend was die Rechtsprechung unlängst zu den Onlineauktionen festgestellt hat.¹²⁷ Gleiches wird bei Inbetriebnahme einer EDV-Anlage vertreten.¹²⁸

Auch spricht dafür eine rechtsvergleichende Betrachtung mit der SIX x-clear, einer zentralen Gegenpartei und Clearing-Stelle der SIX Swiss Exchange, deren Regelungen sich an denen der LCH.Clearnet, einer britischen zentralen Gegenpartei und Clearing-Stelle, orientieren. Die einschlägigen Regelwerke unterscheiden zwischen den „*Open Offer*“, d.h. börslichen Geschäfte, und den „*Off Order Book Trades*“, welche den außerbörslichen Geschäften entsprechen. Gem. Ziff. 5 i.V.m. Ziff. 2 AGB-SIX x-clear¹²⁹ gibt die SIX x-clear eine Offerte an ihre Mitglieder ab, „in die *aufgrund des Matching* zusammengeführten Börsenaufträge als zentrale Gegenpartei einzutreten“, sog. „*SIX x-clear Open Offer*“. Diese Formulierung lässt in Übereinstimmung mit dem Schrifttum auf eine antizipierte Offerte unter aufschiebender Bedingung schließen.¹³⁰

Die Bestimmtheit der antizipierten Annahmeerklärung kann nur dann in Zweifel gezogen werden, wenn sich die Annahmeerklärungen nicht in einem einheitlichen Akt zusammenfassen ließen. Ein solcher ist jedoch unproblematisch mit dem Abschluss der Clearing-Vereinbarung als Rahmenvertrag gegeben. Damit wird die zentrale Gegenpartei zwingend Vertragspartei *aller* Derivategeschäfte. Die Annahme der zentralen Gegenpartei ist somit im Hinblick auf die Anzahl der abzugebenden Annahmeerklärungen bestimmbar.¹³¹

Auch kann dem Antizipationsmodell nicht die im Derivatehandel mittels zentraler Gegenpartei bestehende *pre-trade-anonymity* entgegen gehalten werden. So stellt zwar die Identität des Vertragspartners grundsätzlich einen wesentlichen Vertragsbestandteil dar.¹³² Die Identität der Handelsteilnehmer wird der zentralen Gegenpartei aber erst nach Vertragsschluss zum Zwecke des Clearings übermittelt.¹³³ Allerdings gilt es zu beachten, dass die Identität des

¹²⁶ Kunz, Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten, S. 306.

¹²⁷ BGH, Urt. v. 7.11.2001 – VIII ZR 13/01, NJW 2992, 363 (364); LG Münster, Urt. v. 21.1.2000 – 4 O 424/99, MMR 2000, 280 (283); LG Berlin, Urt. v. 20.7.2004 – 4 O 293/04, NJW 2004, 2831 (2832).

¹²⁸ Redeker, NJW 1984, 2390 (2392).

¹²⁹ Börsenspezifische Allgemeine Geschäftsbedingungen betreffend SIX Swiss Exchange AG in der Fassung v. Nov. 2009.

¹³⁰ Hess, AJP 2004, 687 (694); ungenau Schönholzer, Zentrale Gegenpartei im elektronischen Börsenhandel, S. 107 f.; a.A. Tiedemann, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 7 V 1 a).

¹³¹ So ebenfalls Alfes, Zentrale Gegenpartei, S. 114.

¹³² Die sonstigen *essentialia negotii* sind hingegen der Eingabe der Aufträge und Quotes in das EDV-System vorhanden. Siehe dazu auch oben D, I, 6, b), cc), S. 21.

¹³³ Alfes, Zentrale Gegenpartei, S. 85, 109.

Handelsteilnehmers im Derivatehandel erst in der Phase des Clearings relevant wird.¹³⁴ Die Identität des Vertragspartners ist somit im Zeitpunkt des Zustandekommens nur von untergeordneter Bedeutung. Auch ist der zentralen Gegenpartei bekannt, dass es sich bei ihrem Vertragspartner um ein CM handelt, so dass sie letztlich keine unvorhersehbaren Haftungsrisiken fürchten muss.

4. Aufschiebend bedingter Vertragsschluss

Eingangs wurde gezeigt, dass das Geschäft im wirtschaftlichem Sinne und die Rechtsgeschäfte nicht parallel verlaufen.¹³⁵ Um eine wechselseitige Bindung zu erreichen, die der Gefahr von Mehrfachverpflichtungen der zentralen Gegenpartei und deren Interesse an einer Reduktion der aus den Verträgen resultierenden Risiken Rechnung trägt, sind die Rechtsgeschäfte aufschiebend bedingt durch das Vorliegen zweier korrespondierender Order (§ 158 Abs. 1 BGB).¹³⁶

5. Vertragsschluss bei Beteiligung eines NCM am Derivatehandel

Ist ein Nicht-Clearing-Mitglied (NCM) in den Derivatehandel involviert, ist das oben dargestellte Vertragsschlussmodell zu modifizieren. Das Geschäft im wirtschaftlichen Sinne kommt dann zwischen einem NCM und einem CM zustande. Ist auf der Gegenseite ebenfalls ein NCM involviert, kommt das Geschäft zwischen den beiden NCMs zustande. Andererseits wurde hinsichtlich des Zustandekommens der Rechtsgeschäfte bereits festgestellt, dass ein NCM nicht mit der zentralen Gegenpartei kontrahieren kann, sich hierzu vielmehr eines CM bedienen muss. Dem trägt Ziff. 2.2 Abs. 2 S. 2 HB-Eurex Rechnung, demzufolge ein deckungsgleicher Vertrag im Verhältnis zwischen NCM und CM zustande kommt. Letztlich liegt damit sowohl zwischen dem NCM und dem CM als auch zwischen dem CM und der zentralen Gegenpartei ein eigenständiger Vertrag vor.

Die einzige aktive Handlung eines Beteiligten findet jedoch mit der Ordereingabe durch das NCM statt. Bleibt das CM jedoch während des gesamten Handelsgeschäftes untätig, kann ein Vertragsschluss zwischen CM und zentraler Gegenpartei nur dann vorliegen, wenn das CM die dafür erforderliche Willenserklärung antizipiert abgegeben hat oder aber ein anderer Marktakteur als Stellvertreter für es handelt. In der NCM-CM-Vereinbarung ist festgelegt, dass ein beteiligtes NCM das Angebot im Namen des CM abgibt. Rechtlich gesehen handelt

¹³⁴ Alfes, Zentrale Gegenpartei, S. 109 f.

¹³⁵ Vgl. oben D, I, 3, S. 11 f.

¹³⁶ Alfes, Zentrale Gegenpartei, S. 117 ff, 130 f.; so auch Tiedemann, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 4 IV 5 b) (3).

somit das NCM als Stellvertreter i.S. der §§ 164 ff. BGB für das CM.¹³⁷ Die Vertretungsmacht wird im Rahmen der NCM-CM-Vereinbarung konkludent erteilt.¹³⁸ Die Annahme durch die zentrale Gegenpartei erfolgt antizipiert durch Abschluss der Clearing-Vereinbarung mit dem jeweiligen CM.¹³⁹

Gleichzeitig liegt mit der Ordereingabe durch das NCM ein Angebot auf Abschluss des Parallelkontraktes mit dem durch die NCM-CM-Vereinbarung verbundenen CM vor. Die Kritik zum Stellvertretermodell, einer einzelnen Handlung die Wirkung zweier Willenserklärungen zuzuschreiben, überzeugt hierbei nicht. Denn dem NCM ist bekannt, dass zwei Verträge geschlossen werden und er bei einem als Stellvertreter des CM fungiert. Verhält sich nun das CM während des gesamten Derivatehandels passiv und liegt in der Ordereingabe das Angebot des NCM gegenüber dem CM, so entspricht dies der Situation, wie sie bei der rechtlichen Konstruktion des Derivatehandels zwischen CM und zentraler Gegenpartei vorliegt. Das dort bevorzugte Antizipationsmodell auf das vorliegende Verhältnis übertragen, muss schließlich von einer antizipierten Annahmeerklärung des CM ausgegangen werden, welche in der abgeschlossenen NCM-CM-Vereinbarung erteilt wurde.¹⁴⁰

F. DIE RECHTLICHE KONSTRUKTION DES AUERBÖRSLICHEN HANDELS MIT DERIVATEN MITTELS ZENTRALER GEGENPARTEI

Die Selbstverpflichtung der Großakteure sieht vor, auch den OTC-Handel mit Derivaten über eine zentrale Gegenpartei abzuwickeln. Der OTC-Derivatehandel weist dabei wesentliche Unterschiede zum börslichen Handel auf. Der folgende Abschnitt dient zur Verdeutlichung dieser Unterschiede.

I. Geltungsbereich des Kapitel VIII CB-Eurex

Nicht sämtliche Termingeschäfte sind in den OTC-Derivatehandel mittels zentraler Gegenpartei einbezogen. Nur wenn die in Kap. VIII, Abschnitt 1 Abs. 1 CB-Eurex aufgeführten Voraussetzungen erfüllt sind, findet der OTC-Derivatehandel nach der folgend dargestellten rechtlichen Konstruktion statt. Zunächst muss sich das abgeschlossene OTC-Derivategeschäft auf eine von der Eurex Clearing AG anerkannte Produktart beziehen. Insbesondere fällt hierunter das OTC-Kreditderivategeschäft (Kap. VIII, Abschnitt 2 CB-Eurex).¹⁴¹ Werden in

¹³⁷ Dazu *Härle*, EUREX und WTB, S. 202 f.; so bereits zur DTB, *Kindermann*, WM 1989 Sonderbeilage 2, S. 11, 30.

¹³⁸ *Kindermann*, WM 1989 Sonderbeilage 2, S. 30.

¹³⁹ *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 147.

¹⁴⁰ Zum Ganzen *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 144.

¹⁴¹ Regelt die CB-Eurex im Vergleich zu den allgemeinen OTC-Derivaten eine Besonderheit für die OTC-Kreditderivate, wird auf diese gesondert hingewiesen.

Kap. VIII weitere Voraussetzungen an den OTC-Handel gestellt, müssen diese ebenfalls vorliegen. Nicht anwendbar ist Kap. VIII CB-Eurex auf die von Kap. II, Abschnitt 4 erfassten außerbörslichen Derivategeschäfte.¹⁴²

Anzumerken sei in diesem Zusammenhang noch, dass Kap. VIII CB-Eurex zwar vom Clearing der OTC-Derivategeschäfte spricht, doch zeigen Kap. VIII, Ziff. 1.2.1 Abs. 1 und Ziff. 1.2.3 CB-Eurex, die die Novation und das Novationsverfahren regeln, dass die CB-Eurex auch Regelungen für das Zustandekommen von OTC-Derivategeschäften treffen.

II. Ablauf des OTC-Derivatehandels unter Einschaltung einer zentralen Gegenpartei

Entgegen dem börslichen Handel fehlt im OTC-Derivatehandel jegliche Anonymität¹⁴³, so dass ein Derivategeschäft unmittelbar zwischen den CMs zustande kommt (*ursprüngliches OTC-Geschäft*). Das ursprüngliche OTC-Geschäft kann auch unmittelbar zwischen zwei registrierten Kunden (RK) geschlossen werden.

In einem zweiten Schritt nimmt die Eurex Clearing AG gem. Kap. VIII, Ziff. 1.2.1 Abs. 1 CB-Eurex das ursprüngliche OTC-Geschäft zum Clearing an. Die Annahme ist dabei vom Vorliegen der in Kap. VIII, Ziff. 1.2.2 CB-Eurex aufgeführten *Novationskriterien* abhängig.¹⁴⁴ Hinsichtlich des Zeitpunktes der Annahme enthält Kap. VIII, Ziff. 1.2.1 Abs. 4 CB-Eurex eine gesetzliche Fiktion. Nach der Annahme übermittelt der sog. „anerkannte Anbieter“ den Transaktionsdatensatz des ursprünglichen OTC-Geschäfts im Auftrag der CMs an die Eurex Clearing AG (Kap. VIII, Ziff. 1.2 und Ziff. 1.2.1 Abs. 1 CB-Eurex).

Erst dann wird die Eurex Clearing AG Vertragspartei, indem das ursprüngliche OTC-Geschäft in zwei getrennte Geschäfte (sog. *CCP-Geschäfte*) aufgespalten wird. Eine Besonderheit gilt hierbei hinsichtlich der OTC-Geschäfte, an denen ein RK beteiligt ist. Gem. Kap. VIII, Ziff. 1.2.4 Abs. 2 CB-Eurex kann die Novation eines ursprünglichen OTC-Geschäfts nur über ein CM stattfinden. Allerdings kommt ein deckungsgleiches *CCP-Kundengeschäft* zwischen dem RK und dem CM zustande (Kap. VIII, Ziff. 1.2.4 Abs. 3 CB-Eurex). Der OTC-Derivatehandel wird ebenfalls durch das Clearing abgewickelt.¹⁴⁵

¹⁴² Hierbei handelt es sich um Termingeschäfte in Form der Flexiblen Optionskontrakten bzw. Flexiblen Futureskontrakten, sog. „*Eurex OTC-Geschäfte*“.

¹⁴³ Hess, AJP 2004, 687 (695).

¹⁴⁴ Kap. VIII, Ziff. 2.1.5 Abs. 2 CB-Eurex enthält für OTC-Kreditderivaten zusätzliche Novationskriterien.

¹⁴⁵ Vgl. zum Netting Kap. VIII, Ziff. 1.2.4, Abs. 1 i.V.m. Kap. I, Ziff. 4.1 CB-Eurex. Zur Bestellung der entsprechenden Sicherheiten siehe Kap. VIII, Ziff. 1.3 CB-Eurex.

III. Die Beteiligten im OTC-Derivatehandel

Sofern am OTC-Derivatehandel *Clearing-Mitglieder* als Marktakteure auftreten, sind sie in ihrer Stellung den CM des börslichen Derivatehandel identisch. Einziger Unterschied ist, dass sie für das Clearing von OTC-Derivategeschäften eine *OTC-Clearing-Lizenz* benötigen (Kap. VIII, Ziff. 1.1 CB-Eurex). Die OTC-Clearing-Lizenz entspricht in ihrem Umfang derjenigen eines GCM i.S. des Kap. I, Ziff. 2.2 CB-Eurex.¹⁴⁶

Nehmen Nicht-Clearing-Mitglieder am OTC-Handel teil, werden sie als „*registrierte Kunden*“ (RK) bezeichnet. RKs sind Kunden der CMs, die von der Eurex Deutschland AG akzeptiert wurden. Nach Kap. VIII, Abschnitt 1, Abs. 2 CB-Eurex sind sämtliche Regelungen des Kap. I, welche sich auf ein NCM beziehen, entsprechend auf ein RK anzuwenden. Dementsprechend liegt in der unterschiedlichen Bezeichnung von NCM und RK kein funktionaler sondern nur ein sprachlicher Unterschied begründet. Letztlich ist auch für die Teilnahme eines RK am Clearing von OTC-Geschäften eine *RK-CM-Clearing-Vereinbarung* erforderlich.¹⁴⁷

Ein wesentlicher Unterschied des außerbörslichen zum börslichen Derivatehandel liegt darin, dass im OTC-Handel die Daten des OTC-Geschäfts an die Eurex Clearing AG übermittelt werden müssen. Diese Übermittlung findet durch einen *anerkannten Anbieter* statt, der von der Eurex Clearing AG zur Übermittlung von Geschäften anerkannt wurde. Übermittelt wird der sog. *Transaktionsdatensatz* des OTC-Derivategeschäfts. Nähere Anforderungen, die der anerkannte Anbieter erfüllen muss, ergeben sich allerdings nicht aus der CB-Eurex.

IV. Vertragsschluss beim OTC-Derivatehandel mittels zentraler Gegenpartei

Das OTC-Derivategeschäft kommt zunächst unmittelbar zwischen den CMs oder RKs zustande. Somit verlaufen das Geschäft im wirtschaftlichen Sinne und das Rechtsgeschäft zunächst parallel zueinander. Hinsichtlich des Zustandekommens des ursprünglichen OTC-Geschäfts sind demnach nur die Besonderheiten der jeweiligen Art des Derivategeschäfts zu beachten.

1. Abstrakte Novation

Das ursprüngliche OTC-Geschäft wird sodann in zwei selbstständige CCP-Geschäfte aufgespalten. Dieser Vorgang wird in Kap. VIII, Ziff. 1.2.1 Abs. 2 CB-Eurex als *abstrakte Novation* bezeichnet. Novation bezeichnet die vertragliche Begründung eines neuen Schuldverhältnisses, welches an die Stelle eines bereits bestehenden Schuldverhältnisses tritt, das gleichzei-

¹⁴⁶ Kap. VIII, Ziff. 2.1.4 CB-Eurex setzt für OTC-Kreditderivaten eine „Kreditderivate-Clearing-Lizenz“ voraus.

¹⁴⁷ Vgl. Anhang, 3.1 CB-Eurex.

tig aufgehoben wird.¹⁴⁸ Sie kombiniert die Schuldaufhebung und die Schuldbegründung in einem einheitlichen Vertrag mit Doppelwirkung.¹⁴⁹ Es sind zwei Arten der Novation zu unterscheiden. Die *kausale Novation* ist gegeben, wenn die Leistungsverpflichtungen aus dem alten Schuldverhältnis erlöschen, dieser Vorgang aber vom Bestand des alten Schuldverhältnisses abhängig ist.¹⁵⁰ Die *abstrakte Novation* soll hingegen zur Begründung einer neuen Schuld unabhängig vom Bestand des alten Schuldverhältnisses führen.¹⁵¹ Mit der Novation erlöschen die Verpflichtungen aus dem alten Schuldverhältnis.¹⁵² Gleichzeitig treten die Leistungspflichten aus dem neuen Schuldverhältnis an die Stelle der alten.¹⁵³

Kap. VIII, Ziff. 1.2.1 Abs. 2 S. 2 CB-Eurex legt fest, dass die CMs durch die Novation von ihren gegenseitigen Leistungsverpflichtungen aus dem ursprünglichen OTC-Geschäft befreit werden. Weiter besagt Kap. VIII, Ziff. 1.2.1 Abs. 2 S. 3 CB-Eurex, dass die CCP-Geschäfte vom Bestand des ursprünglichen OTC-Geschäfts unabhängig sind. Kap. VIII, Ziff. 1.2.1 Abs. 2 CB-Eurex sieht vor, dass an die Stelle des ursprünglichen OTC-Geschäfts zwei CCP-Geschäfte treten, an denen jeweils ein CM und die zentrale Gegenpartei beteiligt sind.

Die Tatsache, dass am neuen Schuldverhältnis andere Personen als am ursprünglichen OTC-Geschäft beteiligt sind, steht der Novation nicht entgegen. So ermöglicht diese auch den Austausch eines Gläubiger, eines Schuldners oder beider Vertragsparteien.¹⁵⁴ Die Novation führt dem Grunde nach dazu, dass *ein* altes Schuldverhältnis durch *ein* neues Schuldverhältnis ersetzt wird. Gem. Kap. VIII, Ziff. 1.2.1 Abs. 2 CB-Eurex soll aber das alte Schuldverhältnis durch *zwei* neue Schuldverhältnisse ersetzt werden. Doch auch diese Erweiterung steht der Novation vor dem Hintergrund der Privatautonomie und der damit einhergehenden Einräumung eines größtmöglichen Gestaltungsfreiraumes nicht entgegen. So wird diese Art der Novation in den CB-Eurex geregelt, die von allen am Handel beteiligten Personen anzuerkennen

¹⁴⁸ RG, Urt. v. 21.11.1927 – VI 71/27, RGZ 119, 21 (23 ff. m.w.N.); RG, Urt. v. 12.11.1931 – VI 246/31, RGZ 134, 154 (155); BayObLG, Beschluss v. 7.2.1927 – VIII 63/1926, BayObLGE 26, 85 (87); *Gernhuber*, in: Erfüllung und ihre Surrogate, § 18 I, S. 402; *Olzen*, in: Staudinger, BGB, Vorbem. §§ 362 ff. Rdn. 35; *Esser*, Schuldrecht, Bd. I, § 32, S. 199.

¹⁴⁹ *Gernhuber*, in: Erfüllung und ihre Surrogate, § 18 3, S. 404.

¹⁵⁰ BGH, Urt. v. 25.9.1958 – VII ZR 85/57, BGHZ 28, 164 (166); *Olzen*, in: Staudinger, BGB, Vorbem. §§ 362 ff. Rdn. 39; *Gernhuber*, in: Erfüllung und ihre Surrogate, § 18 6b), S. 407 f.

¹⁵¹ BGH, Urt. v. 25.9.1958 – VII ZR 85/57, BGHZ 28, 164 (166 f.); *Gernhuber*, in: Erfüllung und ihre Surrogate, § 18 6b), S. 407 f.; *Grüneberg*, in: Palandt, BGB, § 311 Rdn. 9; *Löwisch*, in: Staudinger, BGB, § 311 Rdn. 84.

¹⁵² *Olzen*, in: Staudinger, BGB, Vorbem. §§ 362 ff. Rdn. 36.

¹⁵³ *Salkowski*, Zur Lehre von der Novation nach Römischen Recht, S. 35.

¹⁵⁴ *Salkowski*, Zur Lehre von der Novation nach Römischen Recht, S. 136; *Löwisch*, in: Staudinger, BGB, § 311 Rdn. 82 m.w.N.; *Gernhuber*, in: Erfüllung und ihre Surrogate, § 18 4a), S. 405 f.

sind. Bei der Aufspaltung des ursprünglichen OTC-Geschäfts handelt es sich somit seiner Ausgestaltung nach um einen Fall der abstrakten Novation.¹⁵⁵

2. Voraussetzungen der abstrakten Novation

Die abstrakte Novation setzt zu ihrer Wirksamkeit den Abschluss eines abstrakten Schuldverhältnisses i.S. der §§ 780, 781 BGB voraus. Auch muss ein entsprechender Wille der Vertragsparteien zur Novation (*animus novandi*) deutlich zum Ausdruck kommen.¹⁵⁶ Beim *animus novandi* handelt es sich um den Ersetzungswillen der Parteien, d.h. ihre Absicht einen neuen Schuldgrund zu schaffen.¹⁵⁷ Diese subjektive Voraussetzung ist kaum dem Beweis zugänglich. Sie lässt sich nur anhand äußerer Umstände und Kriterien im Wege der Auslegung ermitteln. Damit die Novation des ursprünglichen OTC-Geschäfts durchgeführt wird, müssen die in Kap. VIII, Ziff. 1.2.2 CB-Eurex festgeschriebenen Novationskriterien erfüllt sein. Danach müssen die CMs oder RKs im Transaktionsdatensatz vor allem angeben, dass das ursprüngliche OTC-Geschäft noviert werden und das Clearing erfolgen soll. Damit tritt stets der Novationswille deutlich hervor.

3. Vorliegen eines Angebotes seitens des CM gegenüber der zentralen Gegenpartei

Der Abschluss eines abstrakten Schuldverhältnisses i.S. der §§ 780, 781 BGB setzt trotz deren einseitig verpflichtenden Charakters zwei übereinstimmende Willenserklärungen – Angebot und Annahme – voraus.

Der Transaktionsdatensatz des ursprünglichen OTC-Geschäfts wird mittels anerkannten Anbieters der zentralen Gegenpartei übermittelt. Abhängig von der rechtlichen Qualifikation des anerkannten Anbieters könnte somit das Angebot darin liegen, dass das CM eine eigene Willenserklärung gegenüber der zentralen Gegenpartei mithilfe eines Boten oder aber der anerkannte Anbieter als Stellvertreter (§§ 164 ff. BGB) eine eigene Willenserklärung im Namen des CM abgibt. Fraglich ist somit, wie der anerkannte Anbieter rechtlich einzuordnen ist.

Der Wortlaut der CB-Eurex ist diesbezüglich nicht eindeutig. So besagt Kap. VIII, Ziff. 1.2 CB-Eurex, dass der anerkannte Anbieter *im Auftrag* des CM handelt, was den Schluss auf ein Auftragsverhältnis i.S. der §§ 662 ff. BGB oder Geschäftsbesorgungsverhältnis i.S. der

¹⁵⁵ A.A. Tiedemann, der beim OTC-Geschäft von einer bloßen Auswechslung des Vertragspartners ausgeht (Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 4 IV 6). Allerdings bleibt offen, wie das spiegelbildliche Rechtsgeschäft mit dem ausgewechselten Vertragspartner zustande kommt.

¹⁵⁶ BGH, Ur. v. 30.9.1999 – IX ZR 287/98, NJW 1999, 3708 (3709); BGH, Ur. v. 14.11.1985 – III ZR 80/84, NJW 1986, 1490 (1490); Grüneberg, in: Palandt, BGB, § 311 Rdn. 8.

¹⁵⁷ BGH, Beschluss v. 8.11.1979 – IV ARZ 73/78, NJW 1979, 426 (427); BGH, Ur. v. 14.11.1985 – III ZR 80/84, NJW 1986, 1490 (1490); Kunz, Ausgewählte Rechtsprobleme des Zentralen Kontrahenten, S. 287.

§§ 675 ff. BGB zulässt. Andererseits besagt Kap. VIII, Ziff. 1.2 CB-Eurex, dass der anerkannte Anbieter den Transaktionsdatensatz *übermittelt*. Der klassische Fall einer solchen Übermittlerposition ist jedoch die Botenschaft. Wesentlicher Unterschied zwischen Botenschaft und Stellvertretung ist, dass der Bote eine fremde Willenserklärung übermittelt, weswegen ihm auch kein eigener Entscheidungsspielraum hinsichtlich deren Abgabe zukommt. Der Stellvertreter hingegen gibt eine eigene Willenserklärung im Namen des Vertretenen ab, wobei ihm ein gewisser Entscheidungsspielraum hinsichtlich des „ob“ und des „wie“ des Vertrages verbleibt.¹⁵⁸ Ein weiterer Unterschied ergibt sich bei den Rechtsfolgen. Zwar ist ihnen gemein, dass jeweils der „Hintermann“ Vertragspartei wird.¹⁵⁹ Doch gilt dies nur, solange kein Fehler bei der Übermittlung der Willenserklärung unterläuft. Übermittelt der Bote die fremde Willenserklärung unbewusst falsch, wird der Geschäftsherr gleichwohl gebunden. Nur wenn er die Willenserklärung bewusst falsch übermittelt, wird der Hintermann nicht Vertragspartei.¹⁶⁰ Liegen Fehler bei der Abgabe der Willenserklärung durch den Stellvertreter vor, wird der Stellvertreter in der Regel Vertragspartner.

Vorliegend sprechen die besseren Argumente für die Annahme einer „bloßen“ Botenschaft des anerkannten Anbieters. So verbleibt diesem keinerlei Entscheidungsspielraum hinsichtlich des „ob“ oder des „wie“ der Willenserklärung. Zwar sind keine Hinweise vorhanden, ob der anerkannte Anbieter zur Übermittlung des Transaktionsdatensatzes verpflichtet ist, was Auswirkungen auf die Frage nach dem „ob“ haben würde. Doch liegt eine Verpflichtung dazu bereits nahe, da ansonsten durch Verweigerung der Übermittlung das Clearing eines Derivategeschäfts verhindert werden könnte. Zudem ist der Inhalt des Geschäfts („wie“) bereits durch das ursprüngliche OTC-Geschäft festgelegt. Ebenfalls vermag es nicht zu überzeugen, dass der anerkannte Anbieter bei Fehlern in der Abgabe der Willenserklärung selbst Vertragspartei würde. So würden bei diesem wesentliche Risikopositionen aufgebaut, die wiederum durch eigene Sicherheitsleistungen gegenüber der zentralen Gegenpartei unterlegt werden müssten. Die CB-Eurex sieht jedoch nur Sicherheitsleistungen durch die CMs vor.

Die nach §§ 780 S. 2 und § 781 S. 2 BGB vorausgesetzte Schriftform kann bei der hier angestellten Untersuchung vernachlässigt werden. So ist davon auszugehen, dass sämtliche Clearing-Mitglieder Kaufmann i.S. der §§ 1 ff. HGB sind, mithin der Derivatehandel ein Handelsgeschäft derselben i.S. der §§ 343 ff. HGB darstellt und somit die Ausnahme vom Schriftformerfordernis nach § 350 HGB eingreift.

¹⁵⁸ Zur Abgrenzung *Flume*, BGB AT II, § 43 4, S. 755 ff.; *Ellenberger*, in: Palandt, BGB, § 164 Rdn. 11; *Larenz/Wolf*, BGB AT, § 46 Rdn. 71.

¹⁵⁹ Statt vieler nur *Medicus*, BGB AT, Rdn. 885.

¹⁶⁰ Zum Ganzen *Flume*, BGB AT II, § 43 4, S. 758 f.; *Ellenberger*, in: Palandt, BGB § 164 Rdn. 11.

4. Annahme des Angebotes durch die zentrale Gegenpartei

Folgt man dem Antizipationsmodell, so wird auch beim OTC-Handel die Annahmeerklärung antizipiert durch den Abschluss der Clearing-Vereinbarung erklärt. Dem könnte zwar entgegengehalten werden, dass Kap. VIII CB-Eurex keinen Hinweis auf den Abschluss einer solchen Vereinbarung enthält. Allerdings enthält die im Anhang der CB-Eurex abgedruckte Standardvereinbarung einer Clearing-Vereinbarung keine Beschränkungen auf CMs i.S. des Kap. I. Vielmehr verdeutlichen Ziff. 4 Abs. 2 und Ziff. 5 Abs. 3, dass diese ebenfalls für OTC-Geschäfte abgeschlossen werden.

Dem Antizipationsmodell könnte aber entgegenstehen, dass die zentrale Gegenpartei ein OTC-Geschäft zum Clearing nur dann annimmt, wenn die in Kap. VIII, Ziff. 1.2.2 CB-Eurex genannten Kriterien erfüllt sind. Anders formuliert bleibt der zentralen Gegenpartei die Möglichkeit, ein ursprüngliches OTC-Geschäft abzulehnen. Allerdings sind die Ablehnungsgründe von vorneherein abschließend aufgezählt. Liegt somit keine anderweitige Ablehnungsmöglichkeit vor, kann darin eine antizipierte Annahme des Angebotes unter aufschiebender Bedingung der Annahme des ursprünglichen OTC-Geschäfts zum Clearing gesehen werden (§ 158 Abs. 1 BGB).¹⁶¹ Damit kommen die neuen abstrakten Schuldverhältnisse eine juristische Sekunde nach der Übermittlung des Transaktionsdatensatzes zustande, deren Rechtsfolgen jedoch bis zum Zeitpunkt der Annahme aufschiebend bedingt sind.¹⁶² Dafür spricht auch die gesetzliche Fiktion in Kap. VIII, Ziff. 1.2.1 Abs. 4 CB-Eurex, wonach im Zeitpunkt der Novation die Annahme als erteilt gilt.

5. Vertragsschluss bei Beteiligung eines RK am Derivatehandel

Der Vertragsschluss zwischen RK und zentraler Gegenpartei entspricht dem beim börslichen Derivategeschäft. Auch im OTC-Handel verhält sich das CM während des Handels passiv. Gleichwohl kommen gem. Kap. VIII, Ziff. 1.2.4 Abs. 1 CB-Eurex die CCP-Geschäfte nur zwischen der zentralen Gegenpartei und dem jeweiligen CM zustande, so dass sich auch hier der RK eines CM bedienen muss, um einen Vertrag zu schließen. Auch in diesem Falle kann eine Willenserklärung nur dadurch konstruiert werden, dass der RK als Stellvertreter für das

¹⁶¹ Das entspricht somit der rechtlichen Konstruktion des Vertragsschlusses von Open Offer-Geschäften mittels x-clear nach dem schweizerischen Recht, vgl. Ziff. 5 i.V.m. Ziff. 2 AGB-SIX x-clear.

¹⁶² Mit dieser Lösung ist auch die vereinzelt von *Hess* vertretene Meinung abzulehnen, die das Vorliegen einer Novation in Zweifel zieht. Der Ansicht zufolge ist eine Novation abzulehnen, da der bilateral geschlossene Vertrag nicht beseitigt würde, vielmehr mit den neuen CCP-Verträgen nach wie vor vereinbar sei. Dies zeige sich daran, dass der ursprüngliche bilaterale Vertrag erneut Wirkung entfalte, sofern die zentrale Gegenpartei den Eintritt ablehnen sollte (AJP 2004, 687 (695)). Das schweizerische Recht geht jedoch von einem auflösend bedingten Vertragsschluss hinsichtlich der CCP-Geschäfte aus (Ziff. 5 BörsAGB SIX x-clear), so dass diese Kritik auf das deutsche Recht nicht übertragbar ist.

CM handelt (§§ 164 ff. BGB). Dies ergibt sich aus Ziff. 2 Abs. 1 RK-CM-Clearing-Vereinbarung, wonach alle CCP-Geschäfte unmittelbar für und gegen das CM gelten. Die RK-CM-Clearing-Vereinbarung entspricht somit der NCM-CM-Vereinbarung. Die Annahme des Angebotes erfolgt antizipiert durch Abschluss der Clearing-Vereinbarung.

Gleichzeitig kommt ein Parallelkontrakt zwischen RK und CM zustande (Kap. VIII, Ziff. 1.2.4 Abs. 3 CB-Eurex). Da der RK auch hier nur eine Handlung mit der Übermittlung des Transaktionsdatensatzes vornimmt, liegt darin zugleich ein Angebot auf Abschluss des Parallelkontraktes mit dem durch die RK-CM-Clearing-Vereinbarung verbundene CM. Die Annahme durch CM wurde wiederum im Abschluss der RK-CM-Clearing-Vereinbarung erklärt.

G. ABWICKLUNG UND BESICHERUNG (SOG. „CLEARING“)

Das Clearing verläuft für den börslichen und außerbörslichen Derivatehandel grundsätzlich gleich. Es wird in der Präambel der CB-Eurex als die „*Erfüllung und Besicherung der Geschäfte*“ definiert. Im nächsten Abschnitt werden die rechtlichen Aspekte des Clearings untersucht. Zunächst wird dabei ein Überblick über den Verlauf des Clearings gegeben (I.). Im Anschluss sollen das sog. *Netting* (II.) und das *Settlement* (III.) dargestellt werden. Abschließend soll der Mechanismus der Besicherung, der für nicht fällige Forderungen und Verbindlichkeiten aus Derivategeschäften von Bedeutung ist, untersucht werden, wobei der Schwerpunkt der Darstellung darin liegt, die in Betracht kommenden Arten von Sicherheiten einer rechtlichen Würdigung zuzuführen (IV.).

I. Überblick über das „Clearing“

Eingangs wurde bereits darauf hingewiesen, dass sich Derivategeschäfte durch einen hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt auszeichnen. So liegen zwischen dem Abschluss und der Erfüllung des Derivategeschäfts mindestens zwei Werktage. Zunächst findet das sog. *Netting*, also die Verrechnung fälliger Forderungen und Verbindlichkeiten, statt (Kap. I, Ziff. 1.4 CB-Eurex).¹⁶³ Hierbei werden die tagesaktuellen Werte der Forderungen und Verbindlichkeiten zugrunde gelegt („*Mark-to-Market-Berechnung*“).¹⁶⁴ Verrechnet werden dabei die Positionen der jeweiligen Eigen- oder Kundenkonten.¹⁶⁵ Eine Besonderheit ist hierbei für OTC-Kreditderivate zu beachten. So müssen die CCP-Geschäfte, die im Netting verrechnet werden

¹⁶³ *Ekkenga*, in: MüKo, HGB, Effektengeschäft, Rdn. 41 f.; *Schönholzer*, Zentrale Gegenpartei im elektronischen Börsenhandel, S. 76; zu den verschiedenen Arten des Netting *Tiedemann*, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 2 II 4.

¹⁶⁴ *Kindermann*, WM 1989 Sonderbeilage 2, S. 25; *Hess*, AJP 2004, 687 (696).

¹⁶⁵ Für OTC-Kreditderivate ist allerdings zu beachten, dass die CCP-Geschäfte, die im Netting verrechnet werden sollen, dazu von den CMs bestimmt werden müssen, vgl. Kap. VIII, Ziff. 2.1.6.2 CB-Eurex).

sollen, dazu erst von den CMs bestimmt werden (Kap. VIII, Ziff. 2.1.6.2 CB-Eurex). Nicht verrechnete Geschäfte werden gleichwohl im Wege der Novation in ein einziges CCP-Geschäft umgewandelt, sofern sie derselben Produktart angehören (Kap. VIII, Ziff. 2.1.6.3 Abs. 1 CB-Eurex). Im Anschluss werden die entsprechenden Daten der Derivategeschäfte durch die Eurex Deutschland an die Eurex Clearing AG übermittelt. Hinsichtlich der daraus resultierenden offenen Salden (sog. *Spitzen*) werden Lieferinstruktionen durch die Eurex Clearing AG an die Wertpapiersammelbank – also die Clearstream Banking AG – übertragen. Die Clearstream Banking AG nimmt schließlich die entsprechende Umbuchung der Wertpapiere vor.

Forderungen und Verbindlichkeiten aus Derivategeschäfte, die noch nicht fällig sind, werden am Ende jedes Geschäftstages – ebenfalls mithilfe der Mark-to-Market-Berechnung saldiert. Der dabei verbleibende Saldo an offenen Verbindlichkeiten ist gem. Kap. I, Ziff. 3.1 Abs. 1, 2 CB-Eurex durch Sicherheiten zu unterlegen („*Margins*“).¹⁶⁶ Weiter kann sich eine Pflicht der CMs zur Leistung von „*additional margins*“ aus einer ungünstigen Wertentwicklung der Positionen ergeben (Kap. I, Ziff. 3.1 Abs. 3 CB-Eurex). Ferner muss jedes CM einen Beitrag zum Clearing-Fonds leisten (Kap. I, Ziff. 6 CB-Eurex).¹⁶⁷ Ist ein NCM bzw. RK in den Derivatehandel involviert, kommt wie gezeigt ein Parallelkontrakt zustande. Für diesen Parallelkontrakt muss das NCM bzw. RK dem CM Sicherheiten mindestens in der Höhe leisten, wie das CM gegenüber der Eurex Clearing AG zu erbringen hat (Kap. I, Ziff. 3.1 Abs. 5 CB-Eurex).¹⁶⁸

II. „Netting“

Zur Reduktion tatsächlicher Geschäftsabwicklungen, sieht die CB-Eurex zunächst auf schuldrechtlicher Ebene die Verrechnung bzw. Aufrechnung fälliger Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen der Eurex Clearing AG und dem jeweiligen CM vor (sog. *Netting*).¹⁶⁹ Es werden sowohl Geldforderungen als auch Wertpapierlieferungen, sofern sie derselben Wertpapiergattung angehören, verrechnet. Im Ergebnis besteht dann nur noch eine Nettoforderung bzw. -verbindlichkeit.¹⁷⁰ Es wurde bereits erwähnt, dass sich Derivategeschäfte durch einen hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt auszeichnen. So liegen zwischen dem Abschluss des

¹⁶⁶ Hess, AJP 2004, 687 (696); Walter, Derivatisierung, Computerisierung und Wettbewerb, S. 87 f.; Kindermann, WM 1989 Sonderbeilage 2, S. 25; Wach, Terminhandel in Recht und Praxis, Rdn. 42 ff.

¹⁶⁷ Vgl. bei OTC_Kreditderivaten Kap. VIII, Ziff. 2.1.7 CB-Eurex. Zu weiteren Sicherheitsleistungen vgl. auch Kap. VIII, Ziff. 2.1.10 CB-Eurex.

¹⁶⁸ Vgl. Kap. VIII, Ziff. 1.2.4 Abs. 3 S. 2 CB-Eurex für den OTC-Handel.

¹⁶⁹ Vgl. zum börslichen Derivategeschäft Kap. II, Ziff. 1.5. Zum außerbörslichen (Kredit-)Derivategeschäft siehe Kap. VIII, Abschn. 1 Ziff. 1.6.1 und Abschn. 2, Ziff. 2.1.6.

¹⁷⁰ Horn, WM 2002, Sonderbeilage Nr. 2, S. 4.

Geschäfts und dessen Abwicklung mindestens zwei Werktage. Das Netting findet jedoch am Ende jedes Geschäftstages statt. Damit die offenen Forderungen und Verbindlichkeiten verrechnet werden können, bedarf es also einer entsprechenden Verrechnungsvereinbarung.¹⁷¹ Ein solcher Verrechnungsvertrag könnte mit Abschluss der Clearing-Vereinbarung vorliegen. Dieser Annahme widerspricht allerdings Kap. I, Ziff. 1.4.2 CB-Eurex, der eine Aufrechnungserklärung der Eurex Clearing AG durch die Übermittlung der Daten der aufgerechneten Forderungen an das CM vorsieht.¹⁷² Einer solchen bedarf es aber gerade bei Abschluss eines Aufrechnungsvertrages nicht. Zutreffend ist vielmehr davon auszugehen, dass mit Abschluss der Clearing-Bedingung ein Vertrag zur Begründung einer einseitigen Aufrechnungsbefugnis geschlossen wurde (*pactum de nominibus compensandis*).¹⁷³ Dabei wird durch Parteivereinbarung (*Einräumungsvertrag*) einer Vertragspartei die Möglichkeit eingeräumt, durch eine spätere einseitige Erklärung den Aufrechnungserfolg herbeizuführen.¹⁷⁴ Lediglich der Aufrechnung kommt Verfügungscharakter zu, was zur Folge hat, dass zum Zeitpunkt des Abschlusses des schuldrechtlichen Einräumungsvertrages die aufzurechnenden Forderungen mangels Geltung des Bestimmtheitsgebotes noch nicht bestimmbar sein müssen.¹⁷⁵ Dem Ergebnis steht auch Kap. I, Ziff. 1.4.3 CB-Eurex nicht entgegen, wonach die Aufrechnungserklärung zum Zeitpunkt ihrer Erklärung, frühestens jedoch am Fälligkeitstag wirksam wird. So wird die eigentliche Aufrechnung zwar durch einseitige Erklärung herbeigeführt, so dass Kap. I, Ziff. 1.4.3 CB-Eurex gegen § 388 S. 2 BGB verstoßen würde. Demzufolge darf eine Aufrechnungserklärung nicht unter einer Bedingung oder einer Zeitbestimmung erklärt werden. Allerdings überspielt die vertragliche Einigung der Parteien die einseitige Schutzvorschrift des § 388 S. 2 BGB.¹⁷⁶

Ist ein NCM bzw. RK in den Handel mit Derivaten einbezogen, muss berücksichtigt werden, dass es im Verhältnis CM und NCM/RK auch bei einem Bruttolieferanspruch bleiben kann, so dass es in diesem Verhältnis zu quantitativ umfangreicheren Übertragungen von Wertpapieren und Geldzahlungen kommen kann.¹⁷⁷ Zwar sieht die CM-NCM/RK-Clearing-

¹⁷¹ Alfes, Zentrale Gegenpartei, S. 172; Tiedemann, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 2 II 2.

¹⁷² Gleiches gilt gem. Kap. VIII, Ziff. 1.6.1 S. 2 CB-Eurex für OTC-Derivategeschäfte und gem. Kap. II, Ziff. 1.5 S. 2 für börsliche Derivategeschäfte.

¹⁷³ A.A. Horn, der davon ausgeht, dass durch den Vertrag die gesetzlichen Voraussetzungen der Aufrechnung modifiziert wurden, mithin die Aufrechnungserklärung durch bestimmte Buchungsvorgänge erfolge und die Wirkung der Aufrechnung am Ende jedes Handelstages eintrete (WM 2002, Sonderbeilage Nr. 2, S. 7.).

¹⁷⁴ Vgl. dazu Goldschmidt, ArchBürgR 15 (1899), 155 (184); Berger, Aufrechnungsvertrag, S. 165 m.w.N.

¹⁷⁵ Zum Ganzen Berger, Aufrechnungsvertrag, S. 166 f.

¹⁷⁶ Berger, Aufrechnungsvertrag, S. 168.

¹⁷⁷ Tiedemann, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 5 I.

Vereinbarung vor, dass im Verhältnis von CM und NCM/RK gleichfalls eine Verrechnungsvereinbarung getroffen werden kann¹⁷⁸, so dass die obigen Ausführungen entsprechend übertragen werden können. Eine Pflicht zum Abschluss einer solchen Vereinbarung besteht aber nicht.

III. Abwicklung

Die nach der Verrechnung verbliebenen *Spitzen* bedürfen sodann auf sachenrechtlicher Ebene der Abwicklung durch Barausgleich oder durch tatsächliche Lieferung des Underlyings. Als zu übertragende Underlyings kommen dabei eine schier unbegrenzte Anzahl an Variationen in Betracht. Um den Rahmen der Ausarbeitung nicht zu sprengen, werden im Folgenden die wichtigsten Varianten, namentlich die Übertragung von Wertpapieren, Wertrechten und sonstige Wertpapieren, welche in Gutschrift in Wertpapierrechnung verwahrt werden (*Treuhandgiroverkehr*), untersucht. Je nach Art des Underlyings ergeben sich hieraus unterschiedliche Folgen für die sachenrechtliche Abwicklung.

1. Übertragung von Wertpapieren

Bei der Abwicklung der Derivategeschäfte durch Übertragung von Wertpapieren stellen sich die bereits vom Wertpapierhandel mittels zentraler Gegenpartei an der FWB bekannten Probleme. Die Frage, inwieweit sammelverwahrten Einzel- und Sammelurkunden i.S. der §§ 5, 9a DepotG Wertpapiercharakter zukommt, kann allerdings dahinstehen. So besagt Kap. I, Ziff. 1.2.2 CB-Eurex, dass sammelverwahrte Wertpapiere i.S. des § 5 DepotG nach den sachenrechtlichen Grundsätzen, also §§ 929 ff. BGB zu übereignen sind. Gem. Kap. I, Ziff. 1.5 Abs. 3 CB-Eurex wird das Eigentum an den Wertpapieren direkt zwischen den beteiligten CMs übertragen, so dass es einer dinglichen Einigung und Übergabe der Wertpapiere zwischen CM 1 und CM 2 bedarf. Gem. Kap. I, Ziff. 1.5 Abs. 3 CB-Eurex soll jedoch die Lieferung der Wertpapiere nunmehr Zug um Zug zwischen dem jeweiligen CM und der Clearing-Stelle erfolgen. Auf diese Weise soll die Identität des Veräußerers bzw. Erwerbers unterdrückt und der Trade-Anonymity Rechnung getragen werden. Der Abwicklungsprozess findet also stets unter Einbeziehung der Clearing-Stelle statt.

a) Dingliche Einigung

Im multilateralen Handel wurde die Einigungsofferte des CM 1 durch Anweisung der Wertpapiersammelbank zur Umbuchung der Wertpapiere auf den Depotkonten abgegeben. Wert-

¹⁷⁸ Vgl. Anhang, Ziff. 2.1, Punkt 3 der CB-Eurex („Clearing-Vereinbarung [Eurex Clearing AG / Nicht-Clearing Member / Clearing Member“) und Anhang, Ziff. 3.1, Punkt 3 der CB-Eurex („Clearing-Vereinbarung [Eurex Clearing AG / Registrierter Kunde – ‚RK‘/ Clearing-Mitglied mit Kreditderivat-Clearing-Lizenz – ‚CM‘ -]“)

papiersammelbank fungierte dabei als Empfangsvertreter des Erwerbers (§ 164 Abs. 3 BGB). Dies war aber nur möglich, weil sie Kenntnis über alle Wertpapierübertragungen hatte. Mit Einbeziehung der Eurex Clearing AG werden nunmehr aber nur noch die Spitzen der Wertpapiergattungen, die nach dem Netting verblieben sind, übertragen. Kenntnis sämtlicher Geschäfte hat damit nun noch die Clearing-Stelle. Setzt die dingliche Einigung aber die Kenntnis sämtlicher Rechtsgeschäfte voraus, kann die dingliche Einigung allenfalls in der Erstellung der sog. Ist-Lieferliste liegen. Diese enthält eine Aufstellung über sämtliche abgeschlossenen Verpflichtungsgeschäfte und die tatsächlich zu erfolgenden Umbuchungen auf den Depotkonten. Der Eurex Clearing AG wird im Rahmen der dinglichen Einigung wegen des praktischen Bedürfnisses eines möglichst frühzeitigen Eigentumserwerbes zu Recht eine Stellvertreterrolle zugestanden.¹⁷⁹ So erstellt sie die Ist-Lieferliste ohne weiteres Zutun der CMs. Dabei handelt sie als Aktivvertreter des Veräußerers bei der Abgabe der Einigungsofferte und gleichzeitig als Passivvertreter des Erwerbers beim Zugang des Angebotes. Die Annahme erfolgt nach der gleichen Konstruktion. Ein Verstoß gegen das Verbot des Insichgeschäfts nach § 181 BGB ist dabei nicht gegeben. Zwar ist § 5 Abs. 2 DepotG als Ausnahme vom Verbot des Insichgeschäfts nicht anwendbar, da sich diese lediglich auf den Verwahrer, also v.a. die Wertpapiersammelbank, bezieht. Allerdings ist in der Erteilung der Vollmacht nach Kap. I, Ziff. 1.5 Abs. 7 CB-Eurex die Gestattung des Insichgeschäfts zu sehen.¹⁸⁰ Die dingliche Einigung findet unter der aufschiebenden Bedingung (§ 158 Abs. 1 BGB) statt, dass die Voraussetzungen des Kap. I, Ziff. 1.5 Abs. 3 CB-Eurex erfüllt sein müssen.¹⁸¹

Ist ein NCM oder ein RK in den Abwicklungsprozess involviert, erweitert sich die dargestellte rechtliche Konstruktion bloß um eine weitere Stellvertretung im Verhältnis NCM und CM. So kommt die dingliche Einigung weiterhin durch Handeln der Clearing-Stelle als Aktiv- und Passivvertreterin zustande.¹⁸²

b) Übergabe i.S. des § 929 S. 1 BGB

Die Clearstream Banking AG als Wertpapiersammelbank ist unmittelbare Fremdbesitzerin der sammelverwahrten Wertpapiere. Sie mittelt dabei den CMs den Besitz, so dass diese wiederum mittelbare Besitzer erster Stufe sind (§ 868 BGB). Sind die CMs selbst Wertpapierin-

¹⁷⁹ *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rdn. 11.382, 11.386; *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 180; *Tiedemann*, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 5 IV 1 b); a.A. *Horn*, WM 2002, Sonderbeilage Nr. 2, S. 19 f., *Gößmann/Klanten*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, § 72 Rdn. 107, die die zentrale Gegenpartei als Empfangsbote qualifiziert.

¹⁸⁰ So auch *Tiedemann*, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 5 IV 1 d).

¹⁸¹ *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 181 f.; *Tiedemann*, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 5 IV 2.

¹⁸² *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rdn. 11.395; *Alfes*, Zentrale Gegenpartei, S. 184 f.

haber, sind sie mittelbare Eigenbesitzer; sind hingegen noch weitere Marktakteure beteiligt, insbesondere NCMs, sind die CMs wiederum mittelbare Fremdbesitzer. Die NCMs sind dann mittelbare Eigenbesitzer zweiter Stufe (§ 871 BGB). Die Übergabe findet nach einhelliger Ansicht¹⁸³ gem. § 929 S. 1 BGB durch Umstellung des Besitzmittlungsverhältnisses seitens der Clearstream Banking AG, also durch Änderung des Besitzmittlungswillens, statt.¹⁸⁴ Die Umstellung des Besitzmittlungswillens tritt durch die Umbuchung der Positionen auf den Depotkonten nach außen in Erscheinung. Gegen die ebenfalls in Betracht kommende Übergabe nach §§ 929, 930 BGB und §§ 929, 931 BGB sprechen sowohl Praktikabilitätsgründe als auch Gesichtspunkte des Gutgläubensschutzes.¹⁸⁵

Ist ein NCM oder ein RK in den Abwicklungsprozess involviert, stellen sich dem Grunde nach keine Besonderheiten ein. So findet die Übergabe ebenfalls durch Umstellung des Besitzmittlungsverhältnisses durch Änderung des Besitzmittlungswillens statt. Findet die Wertpapierübertragung jedoch zwischen zwei NCMs bzw. RKs statt, welche über dasselbe CM am Derivatehandel teilnehmen, ist zu beachten, dass lediglich das CM das Besitzmittlungsverhältnis umstellen muss. Eine Umbuchung bei der Clearstream Banking AG findet damit nicht statt.¹⁸⁶

2. Übertragung von Wertrechten und Wertpapieren im Treuhandgiroverkehr

Gem. Kap. I, Ziff. 1.2.2 Abs. 2 CB-Eurex werden Wertpapiere und Rechte, welche in Gutschrift in Wertpapierrechnung (*Treuhandgiroverkehr*) verwahrt werden, nach den allgemeinen Regelungen der Abtretung (§§ 398 ff BGB) übertragen. Die Übertragung findet ebenfalls stets unter Einschaltung der Eurex Clearing AG als Clearing-Stelle statt. Im Konkreten tritt das veräußernde CM seinen Herausgabeanspruch gegen die Wertpapiersammelbank (*Lieferanspruch*) treuhänderisch an die Eurex Clearing AG ab. Die Eurex Clearing AG ist dann wiederum verpflichtet, die Inhaberschaft an der Rechtsposition an das erwerbende CM durch erneute Abtretung des Herausgabeanspruchs zu übertragen (Kap. I, Ziff. 1.5 Abs. 5 CB-Eurex). Im Gegensatz zur Wertpapierübertragung wird die Inhaberschaft des Lieferanspruchs allerdings nicht direkt zwischen den beteiligten CMs übertragen.

¹⁸³ Horn, WM 2002, Sonderbeilage Nr. 2, S. 9, 11; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rdn. 11.347; Tiedemann, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 5 III.

¹⁸⁴ Vgl. statt vieler Oechsler, in: MüKo, BGB, § 929 Rdn. 66;

¹⁸⁵ Canaris, Bankvertragsrecht, Rdn. 888; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rdn. 11.358 ff.

¹⁸⁶ Horn, WM 2002, Sonderbeilage Nr. 2, S. 9; Alfes, Zentrale Gegenpartei, S. 183.

a) **Abtretung des Lieferanspruchs im Verhältnis CM 1 zur Eurex Clearing AG**

Die Übertragung einer Rechtsposition durch Abtretung i.S. der §§ 398 ff. BGB setzt eine Einigung zwischen dem veräußernden CM und der zunächst erwerbenden Eurex Clearing AG voraus. Die Einigung liegt mit Abschluss der Clearing-Vereinbarung vor. Durch die Abtretung begründet die Eurex Clearing AG eine Rechtsposition zugunsten des erwerbenden CMs. Die Rechtsposition meint dabei die Inhaberschaft des Lieferanspruchs gegen die Wertpapier-sammelbank. Die Eurex Clearing AG erwirbt die Rechtsposition jedoch nur treuhänderisch. Zur rechtlichen Ausgestaltung des Treuhandverhältnisses enthält die CB-Eurex allerdings keine Anhaltspunkte. Fraglich ist somit, welcher Art von Treuhandverhältnis gegeben ist.

Unterschieden werden dem Grunde nach die sog. *fremdnützige* und die sog. *eigennützige Treuhand*. Bei der fremdnützigen Treuhand dient die Übertragung des Treugutes primär den Interessen des Treugebers.¹⁸⁷ Dies kann durch Vollrechtsübertragung geschehen (*fremdnützige Vollrechtstreuhand*), aber auch durch die Einräumung einer Verfügungsbefugnis i.S. des § 185 BGB (*Ermächtigungstreuhand*) oder durch Erteilung einer Vollmacht i.S. des § 167 BGB (*Vollmachtstreuhand*).¹⁸⁸ Dient die Übertragung des Treugutes hingegen primär den Interessen des Treuhänders, spricht man von einer *eigennützigen Vollrechtstreuhand*.¹⁸⁹ Die besseren Argumente sprechen letztlich für das Vorliegen einer eigennützigen Vollrechtstreuhand. So spricht bereits der Wortlaut des Kap. I, Ziff. 1.5 Abs. 5 CB-Eurex gegen das Vorliegen einer Ermächtigungs- und Vollmachtstreuhand, da von einer „übertragenen Rechtsposition“ gesprochen wird, nicht hingegen von einer bloß „eingewäumten Rechtsposition“. Weiter heißt es, dass die Eurex Clearing eine Rechtsposition *begründet*, die der des erwerbenden CMs gleich ist. Das erwerbende CM soll aber gerade Vollrechtsinhaber werden. Gegen die fremdnützige Vollrechtstreuhand spricht letztlich auch die risikominimierende Funktion der Clearing-Stelle. So stünde der Clearing-Stelle bei einem fremdnützigen Treuhandverhältnis im Falle der Insolvenz des Treugebers kein Aussonderungs- oder Absonderungsrecht i.S. der §§ 47 ff. InsO zu.¹⁹⁰ Damit würden aber bei der Clearing-Stelle erhebliche Risiken aufgebaut. Liegt hingegen ein eigennütziges Treuhandverhältnis vor, kann die Clearing-Stelle über die Rechtsposition verfügen, gleichwohl ein Insolvenzverfahren über das Vermögen eines Marktakteurs eröffnet wird.¹⁹¹

¹⁸⁷ Bassenge, in: Palandt, BGB, § 903 Rdn. 34; Schramm, in: MüKo, BGB, Vorbem. §§ 164 ff. Rdn. 29.

¹⁸⁸ Schramm, in: MüKo, BGB, Vorbem. §§ 164 ff. Rdn. 31 ff. m.w.N.

¹⁸⁹ Bassenge, in: Palandt, BGB, § 903 Rdn. 37 ff.

¹⁹⁰ Bassenge, in: Palandt, BGB, § 903 Rdn. 34, 41 ff. i.V.m. Bassenge, in: Palandt, BGB, § 930 Rdn. 35, 37.

¹⁹¹ Vgl. dazu auch unten G, IV, 4.

b) Abtretung des Lieferanspruchs im Verhältnis Eurex Clearing AG zu CM 2

In einem zweiten Schritt tritt die Eurex Clearing AG den treuhänderisch erlangten Lieferanspruch an das erwerbende CM 2 ab. Die Einigung zwischen der Eurex Clearing AG und CM 2 ist dabei gem. Kap. I, Ziff. 1.5 Abs. 6 CB-Eurex aufschiebend bedingt (§ 158 Abs. 1 BGB). Die Übertragung der Rechtsposition findet durch die Erteilung entsprechender Gutschriften an die Wertpapiersammelbank statt (Kap. I, Ziff. 1.5 Abs. 5 CB-Eurex).

IV. Besicherung nicht fälliger Derivategeschäfte

Für Forderungen und Verbindlichkeiten, welche noch nicht fällig sind, müssen gem. Kap. I, Ziff. 3.1 Abs. 1 CB-Eurex für den verbleibenden Saldo an offenen Verbindlichkeiten Sicherheiten in Geld oder in von der Eurex Clearing AG akzeptierten Wertpapieren oder Wertrechten geleistet werden. Im folgenden Abschnitt wird der Frage nachgegangen, welche rechtliche Qualität die zu bestellenden Sicherheiten aufweisen und ob dies vor dem Hintergrund der von der Eurex Clearing AG zu erfüllenden Funktion überzeugt.

1. Sicherheiten in Geld

Sicherheiten in Geld können in verschiedenen Währungen geleistet werden (Kap. I, Ziff. 3.3 Abs. 1 CB-Eurex). Hinsichtlich der Leistung in Euro beauftragt das CM die entsprechende Filiale der Deutschen Bundesbank, die von der Eurex Clearing AG eingehenden Lastschriften zu Lasten seines Kontos einzulösen und den jeweiligen Betrag auf das Konto der Eurex Clearing AG bei einer Filiale der Deutschen Bundesbank zu übertragen (Kap. I, Ziff. 3.3 Abs. 2 CB-Eurex). Es handelt sich dabei um ein *Lastschriftverfahren mit Abbuchungsauftrag*.¹⁹² Sollen Sicherheiten in ausländischen – von der Eurex Clearing AG zugelassenen – Währungen geleistet werden, ist der Betrag auf das hierzu eingerichtete Konto der Eurex Clearing AG bei einer von dieser anerkannten Bank einzuzahlen (Kap. I, Ziff. 3.3 Abs. 4 CB-Eurex).

2. Sicherheiten in Wertpapieren

Auch können Sicherheiten in Wertpapieren geleistet werden. Wertpapiere sind Urkunden, in denen ein privates Recht dergestalt verbrieft ist, dass zur Ausübung des Rechts die Innehabung des Papiers erforderlich ist.¹⁹³ Die Bestellung von Sicherheiten setzt sich im Rahmen des Clearings aus zwei Akten zusammen. Zunächst sind die Wertpapiere von jedem CM in dem von ihm einzurichtenden Pfanddepot bei der Clearstream Banking AG zu hinter-

¹⁹² Kieper, Abwicklungssysteme in der Insolvenz, S. 31 f.

¹⁹³ Einsele, in: MüKo, HGB, Depotgeschäft, § 1 Rdn. 4 f.; Scherer, in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, § 1 DepotG Rdn. VI409 ff.; Gößmann/Klanten, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 72 Rdn. 50.

legen (Kap. I, Ziff. 3.4 Abs. 1 CB-Eurex). Im Anschluss bestellt das CM der Eurex Clearing AG ein Pfandrecht gem. § 1293 i.V.m. §§ 1204 ff., 1258 BGB an allen im Pfanddepot hinterlegten Wertpapieren durch Abschluss einer entsprechenden Verpfändungsvereinbarung (Kap. I, Ziff. 3.4 Abs. 3 S. 1 CB-Eurex). Dabei sind jedoch einige Unterschiede zu beachten, die sich abhängig von der Art der Wertpapierverwahrung ergeben.

a) Bestellung eines Pfandrechts an sammelverwahrten Einzelurkunden i.S. des § 5 DepotG

Zunächst soll die Bestellung eines Pfandrechts an sammelverwahrten Einzelurkunden dargestellt werden. Sammelverwahrung i.S. des § 5 DepotG meint die Verwahrung vertretbarer Wertpapiere derselben Art in einem einheitlichen Bestand.¹⁹⁴ Die Einzelurkunden als solche bestehen also fort. Die erforderliche Einigung zur Bestellung des Pfandrechts liegt unproblematisch mit Abschluss der Clearing-Vereinbarung zwischen der Eurex Clearing AG und dem CM vor und erstreckt sich auf alle gegenwärtig oder zukünftig (§ 1204 Abs. 2 BGB) im Depot befindlichen Wertpapiere.¹⁹⁵ Die erforderliche Übergabe wird gem. § 1205 Abs. 2 BGB ersetzt. § 1205 Abs. 2 BGB setzt dabei die Übertragung des mittelbaren (Mit-)Besitzes und die Anzeige der Verpfändung gegenüber dem (unmittelbaren) Besitzer voraus. Die Clearstream Banking AG ist unmittelbarer Fremdbesitzer (§ 854 BGB)¹⁹⁶, das jeweilige CM hat in der Regel bloß mittelbaren Mitbesitz an den sammelverwahrten Wertpapieren (§ 868 BGB)¹⁹⁷. Die Übertragung des mittelbaren Mitbesitzes findet – entgegen der Wertpapierübertragung – durch Abtretung des Herausgabeanspruchs nach §§ 929, 931 BGB an die Eurex Clearing AG als Sicherungsnehmer statt.¹⁹⁸ Das jeweilige CM ist als Miteigentümer nach Bruchteilen (§ 6 Abs. 1 DepotG) auch verfügungsberechtigt. Gem. Kap. I, Ziff. 3.4 Abs. 3 S. 2 CB-Eurex hat das CM auch gegenüber dem unmittelbaren Besitzer – also der Clearstream Banking AG – die Verpfändung anzuzeigen.¹⁹⁹

b) Bestellung eines Pfandrechts an Sammelurkunden i.S. des § 9a DepotG

Eine Besonderheit gilt es im Hinblick auf Sammel- bzw. Globalurkunden i.S. des § 9a DepotG zu beachten. Zwar ist das jeweilige CM auch bei Sammelurkunden lediglich Miteigen-

¹⁹⁴ Scherer, in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, Rdn. VI449; Kümpel, Depotgeschäft, Rdn. 8/47.

¹⁹⁵ Vgl. Anhang, Ziff. 1.1, Punkt 2, S. 1 der CB-Eurex („Clearing-Vereinbarung [Eurex Clearing AG / Clearing Member]“).

¹⁹⁶ Habersack/Mayer, WM 2000, 1678 (1679 ff.).

¹⁹⁷ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rdn. 11.197.

¹⁹⁸ Vgl. Anhang, Ziff. 1.1, Punkt 2, S. 2 der CB-Eurex („Clearing-Vereinbarung [Eurex Clearing AG / Clearing Member]“).

¹⁹⁹ Vgl. auch Vgl. Anhang, Ziff. 1.1, Punkt 2, S. 3 der CB-Eurex („Clearing-Vereinbarung [Eurex Clearing AG / Clearing Member]“).

tümer (§ 9 Abs. 2 i.V.m. § 6 Abs. 1 S. 1 DepotG). Die Verpfändung von Miteigentumsanteilen an Sammelurkunden nach § 1293 i.V.m. §§ 1204 ff. BGB setzt jedoch die Übertragung des Besitzes voraus. Konstitutive Voraussetzung des mittelbaren Besitzes, wie er bei den Einzelurkunden vorliegt, ist jedoch das Bestehen eines Herausgabeanspruchs (§ 868 BGB). Ein solcher Herausgabeanspruch kann sich zwar aus §§ 7, 8 DepotG ergeben, ist jedoch regelmäßig gem. § 9a Abs. 3 S. 2 DepotG ausgeschlossen. Ob trotz des fehlenden Herausgabeanspruchs mittelbarer Besitz des CM angenommen werden kann, ist umstritten. Das Spektrum der vertretenen Ansichten reicht von der generellen Verneinung des mittelbaren Besitzes bis hin zum uneingeschränkten Bejahung des Besitzes an einer Sammelurkunde.²⁰⁰ Nimmt man mit letzterer Ansicht das Vorliegen von mittelbarem Besitz an – was wohl Kap. I, Ziff. 1.2.2 Abs. 1 CB-Eurex entspricht – kommt die Bestellung eines Pfandrechts an dem Miteigentumsanteil an der Sammelurkunde gem. § 1293 i.V.m. §§ 1204 ff., 1258 BGB in Betracht. Hinsichtlich der Verpfändung gelten dann die zur Bestellung eines Pfandrechts an sammelverwahrten Einzelurkunden gemachten Ausführungen. Verneint man hingegen das Besitzrecht des CM, scheidet die Bestellung eines Pfandrechts am Wertpapier aus. Die Erbringung von Sicherheiten ist dann lediglich durch Bestellung eines Sicherungsrechts am in der Sammelurkunde verbrieften Wertrecht nach §§ 1274 Abs. 1 S. 1, 398, 413 BGB möglich.²⁰¹

3. Einbeziehung eines NCM in den Derivatehandel

Ist ein NCM in den börslichen Derivatehandel involviert, hat dies gleichwohl keine Auswirkungen auf die rechtliche Qualität der zu bestellenden Sicherheiten. Zwar verpflichtet Kap. I, Ziff. 3.1 Abs. 7 CB-Eurex die CMs, von einem NCM Sicherheiten mindestens in der Höhe zu verlangen, wie diese im Verhältnis des CM zur Eurex Clearing AG entstanden sind. Auch wird die Art der zu bestellenden Sicherheit nicht näher bestimmt. Insoweit ist jedoch § 12a DepotG heranzuziehen, nach dem ein Verwahrer – hier also das CM – die Wertpapiere oder Sammelbestandteile aufgrund einer Ermächtigung als Sicherheit für seine eigene Verbindlichkeiten aus Geschäften an einer Börse *verpfänden* kann, sofern ein deckungsgleiches Geschäft im Verhältnis zwischen dem Verwahrer und dem Wertpapierinhaber zustande kommt. § 12a DepotG umschreibt somit eben diese Konstellation, wie sie beim Vertragsschluss unter Einbeziehung eines NCM vorliegt.

²⁰⁰ Eine ausführliche Übersicht über die vertretenen Ansichten bei *Hirte*, WM 2008, 7 (7 ff.); *Horn*, WM 2002, Sonderbeilage Nr. 2, S. 13 ff.; *Gößmann/Klanten*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 72 Rdn. 55 ff.

²⁰¹ Ausführlich dazu *Hirte*, WM 2008, 7 (13).

Ungelöst ist allerdings die Frage, wie die Bestellung der Sicherheiten im Zusammenhang mit dem OTC-Derivatehandel einzuordnen ist. § 12 DepotG, von dem § 12a DepotG eine Ausnahme darstellt, gilt nur für die Besicherung von Verbindlichkeiten des Verwahrers *zur Kreditsinräumung* zugunsten des Hinterlegers. OTC-Derivategeschäfte sind aber nicht als Kreditsinräumung zu qualifizieren. Eine entsprechende Anwendung der Regelung scheitert am eindeutigen Wortlaut des § 12 DepotG. Auch muss das jeweilige CM vom RK zur Verpfändung für jedes einzelne Verwahrungsgeschäft ermächtigt werden. Bei Abschluss der RK-CM-Vereinbarung sind die einzelnen Geschäfte aber in der Regel noch nicht konkretisiert sondern allenfalls bestimmbar. § 12a DepotG hingegen setzt voraus, dass es sich um Verpflichtungen des Verwahrers aus Geschäften an einer Börse handeln muss. Der OTC-Derivatehandel findet aber gerade außerbörslich statt. Auch eine analoge Anwendung des § 12a DepotG ist abzulehnen. Zwar ist dem börslichen und außerbörslichen Derivatehandel gemein, dass die Derivategeschäfte stets mit der zentralen Gegenpartei zustande kommen. Gleichwohl kann dies im Falle der Eurex Clearing AG nicht darüber hinweghelfen, dass anerkannte Terminbörse nur die Eurex Deutschland und nicht die Eurex Clearing AG ist, welche die Funktion der zentralen Gegenpartei und der Clearing-Stelle ausübt. Eine wirtschaftliche Betrachtung dahingehend, wonach die Eurex Deutschland und die Eurex Clearing AG durch die Eurex Frankfurt AG eng miteinander verbunden und somit als Einheit zu behandeln sind, scheidet ebenfalls aus.²⁰² So regelt § 12a DepotG, dass nur Sicherungsgläubiger die Börse, deren Träger oder eine für das Clearing zuständige Stelle sein soll. Der Wortlaut unterscheidet somit deutlich zwischen dem Träger der (Termin-)Börse einerseits und der (Termin-)Börse andererseits. Dass § 12a DepotG somit nicht auf den OTC-Derivatehandel anzuwenden ist, schließt jedoch nicht aus, dass die Besicherung gleichwohl im Wege der Bestellung eines Pfandrechts stattfindet. So wird auf diesem Wege ein Gleichlauf der Besicherung erreicht. Auch werden so die mit einer Verpfändung einhergehenden Vorteile genutzt.²⁰³ Letztlich würde somit auch das Clearing – wie bereits das Zustandekommen des Derivategeschäfts – einem einheitlichen Muster und somit einer einheitlichen rechtlichen Bewertung unterliegen.

4. Vorteile der Pfandrechtsbestellung

Mit der Bestellung eines Pfandrechts sind erhebliche Vorteile verbunden. So kommt ein insolvenzrechtliches Anfechtungsrecht im Falle der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens über einen Marktakteur nicht in Betracht. § 130 Abs. 2 InsO nimmt solche Finanzsicherheiten vom

²⁰² Für eine strikte Trennung von Börse und Börsenträger auch *Tiedemann*, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 4 IV 4 b) (2).

²⁰³ Vgl. dazu im Anschluss G, IV, 4.

Anfechtungsrecht aus, die bestellt werden, um das in der Sicherungsvereinbarung festgelegte Verhältnis zwischen dem Wert der gesicherten Verbindlichkeiten und dem Wert der geleisteten Sicherheiten wiederherzustellen (Margensicherheiten). Zudem ist schon das Vorliegen einer Gläubigerbenachteiligung, wie sie das insolvenzrechtliche Anfechtungsrecht in § 129 InsO für alle Anfechtungsgründe vorsieht, zu bezweifeln, da die Sicherheitenbestellung nicht zum Nachteil der Gläubiger, sondern gerade im kollektiven Interesse des Marktschutzes erfolgt.²⁰⁴

Ebenfalls steht die Bestellung eines Pfandrechts im Einklang mit den Aufgaben der Clearing-Stelle. Wird über das Vermögen eines Marktakteurs ein Insolvenzverfahren eröffnet, steht der Clearing-Stelle aufgrund des Pfandrechts ein Absonderungsrecht nach § 50 Abs. 1 InsO zu. Zwar resultiert hieraus eine bevorzugte Befriedigung der Clearing-Stelle, doch wird sie aufgrund der Eröffnung des Insolvenzverfahrens und dem damit verbundenen Übergang der Verwertungsbefugnis auf den Insolvenzverwalter grundsätzlich zum Abwarten der Verwertung des Pfandobjekts gezwungen. Darüber hinaus regelt § 170 Abs. 1 S. 1 InsO, dass von dem Verwertungserlös des besicherten Gegenstandes ein Kostenbeitrag – regelmäßig in Höhe von 9% des Verwertungserlöses – der Masse zufließen, wodurch der ausschüttungsfähige Betrag geschmälert wird. Sofern allerdings kein Verwertungsrecht des Insolvenzverwalters i.S. des § 166 InsO vorliegt, steht dem absonderungsberechtigten Gläubiger ausnahmsweise gem. § 173 InsO das Verwertungsrecht zu. Nach § 166 InsO kann der Insolvenzverwalter ein mit einem Absonderungsrecht belasteten Gegenstand nur dann verwerten, wenn er im Besitz des Gegenstandes ist. Dieser ist aber gerade im Falle eines Pfandrechts nicht gegeben, da zentrale Voraussetzung des Pfandrechts die Besitzverschaffung zugunsten des Pfandgläubigers ist.²⁰⁵ Darüber hinaus scheidet ein Verwertungsrecht des Insolvenzverwalters nach § 166 Abs. 3 Nr. 1 InsO i.V.m. § 1 Abs. 16 KWG aus, welcher das Verwertungsrecht grundsätzlich dem Absonderungsberechtigten zuordnet, sofern es sich um Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und –abrechnungssystemen handelt. Damit waren bisher alle Geld- und Wertpapierclearings über die Eurex Clearing AG umfasst.²⁰⁶ Konsequenter müsste dies nunmehr auch für das Clearing von Derivaten gelten. Wird also ein Insolvenzverfahren über das Vermögen eines Marktakteurs eröffnet, kann die Clearing-Stelle gleichwohl die Wertpapiere und Wertrechte jederzeit freihändig veräußern. Zudem wird der Verwertungserlös nicht durch einen entsprechenden Kostenbeitrag reduziert.

²⁰⁴ Schönholzer, Zentrale Gegenpartei im elektronischen Börsenhandel, S. 144.

²⁰⁵ Ringstmeier, in: Beck/Depré, Praxis der Insolvenz, § 9 B, Rdn. 112.

²⁰⁶ Vgl. nur Fischer, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 24b Rdn. 9; Tiedemann, Die Stellung des zentralen Kontrahenten im deutschen und englischen Effektenhandel (Diss. Frankfurt), noch unveröffentlicht, § 2 II 7.

V. Sicherheit in Wertrechten

Letztlich können auch Sicherheiten in Wertrechten erbracht werden. Wertrechte umfassen unverbriefte Effekten, deren Verbriefung durch Eintragung in öffentliche Register ersetzt wird.²⁰⁷ Insbesondere sind hierzu Schuldtitel der öffentlichen Hand zu zählen. Die Bestellung von Sicherheiten setzt sich hierbei ebenfalls aus der Hinterlegung der Wertrechte in dem von dem CM einzurichtenden Pfanddepot bei der Clearstream Banking AG und der anschließenden Bestellung des Sicherungsrechts an den Wertrechten zusammen. Obgleich die Bestellung eines Pfandrechts in Betracht kommt, sollen Sicherheiten in Wertrechten nach Kap. I, Ziff. 3.4 Abs. 3 S. 3 CB-Eurex in Form der Sicherungszession nach §§ 398, 413 BGB geleistet werden. Gleichwohl gelten die oben – im Rahmen der Bestellung von Sicherheiten in Wertpapieren – angestellten Ausführungen hinsichtlich des Bestehens eines Verwertungsrechts zugunsten des Absonderungsberechtigten entsprechend.

H. ZUSAMMENFASSUNG

Die Einschaltung einer zentralen Gegenpartei in den Handel mit Derivaten erfüllt zahlreiche wirtschaftliche Funktionen. Neben der Reduktion des Kontrahentenausfallrisikos und systemischer Risiken wird das durch das Erfordernis angemessener Eigenkapitalunterlegung gebundene Eigenkapital bestmöglich freigehalten. Letztlich kann mit ihr auch ein Frühwarnsystem zur Vorbeugung ungewollter Marktentwicklungen implementiert werden.

Bei der Frage nach der rechtlichen Konstruktion des Handels mit Derivaten mittels zentraler Gegenpartei sind börslicher und außerbörslicher Handel zu trennen. Im börslichen Derivatehandel kommen die Rechtsgeschäfte zwischen CM und zentraler Gegenpartei durch Angebot und Annahme i.S. der §§ 145 ff. BGB zustande. Das Angebot des CM 1 liegt in der Eingabe der Order in das EDV-System. Das Angebot ist hinreichend bestimmt. Auch handelt CM 1 mit Rechtsbindungswillen. Allerdings besteht ein vertraglich vereinbartes Rücktrittsrecht bis zum Zeitpunkt des Matching. Das Angebot geht der zentralen Gegenpartei zu, indem CM 2 dieses als Passivvertreterin der zentralen Gegenpartei zur Kenntnis nimmt.

Die Annahme durch die zentrale Gegenpartei erfolgt *antizipiert* durch Abschluss der Clearing-Vereinbarung. Ist ein NCM beteiligt, kommt zudem ein Parallelkontrakt zwischen CM und NCM zustande. Da die Ordereingabe des NCM zu zwei Vertragsschlüssen führt, gibt es zum einen ein eigenes Angebot gegenüber dem CM ab, welches antizipiert durch Abschluss der NCM-CM-Vereinbarung angenommen wird. Zum anderen gibt es ein Angebot im Namen

²⁰⁷ Gößmann/Klanten, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 72 Rdn. 66.

des CM gegenüber der zentralen Gegenpartei ab. Der Vertragsschluss entspricht dem zwischen CM und zentraler Gegenpartei.

Im OTC-Handel wird das Rechtsgeschäft zunächst zwischen den CM oder den RK geschlossen. Dann wird das Geschäft im Wege der abstrakten Novation aufgespalten. Dadurch wird die zentrale Gegenpartei jeweils Vertragspartner eines CM. Die Novation erhält ihre spezielle Ausprägung durch die CB-Eurex. Der Abschluss der neuen Schuldverhältnisse erfolgt durch Abgabe eines eigenen Angebotes der CM, das durch den anerkannten Anbieter als bloßer Bote an die zentrale Gegenpartei übermittelt wird. Die Annahme erfolgt durch Abschluss der Clearing-Vereinbarung. Ist ein RK involviert, kommt ebenfalls ein Parallelkontrakt zustande. Das Zustandekommen der beiden Rechtsgeschäfte findet auf die gleiche Weise wie im börslichen Handel statt.

Das *Clearing* verläuft für den börslichen und außerbörslichen Derivatehandel gleich. Zunächst werden die fälligen Forderungen und Verbindlichkeiten verrechnet (*Netting*).²⁰⁸ Diesbezüglich schließen die Clearing-Stelle und das jeweilige CM durch Abschluss der Clearing-Vereinbarung einen Aufrechnungsvertrag zur Begründung einer einseitigen Aufrechnungsbefugnis zugunsten der Eurex Clearing AG. Eine Nettingvereinbarung kann auch im Verhältnis CM und NCM bzw. RK geschlossen werden. Eine Pflicht dazu besteht aber nicht.

Die nicht verrechneten fälligen Forderungen und Verbindlichkeiten werden durch Barausgleich oder durch Übereignung von Wertpapieren, Wertrechten oder Wertpapieren im Treuhandgiroverkehr, erfüllt. Die Übereignung von Wertpapieren findet nach sachenrechtlichen Grundsätzen statt. Die dingliche Einigung zwischen CM 1 und CM 2 liegt in der Erstellung der Ist-Lieferliste durch die Eurex Clearing AG, die dabei als Aktiv- und Passivvertreter der beteiligten CMs handelt. Die dingliche Einigung erfolgt unter aufschiebender Bedingung. Die Übergabe der Wertpapiere findet durch Umstellung des Besitzmittlungsverhältnisses nach § 929 S. 1 BGB statt.

Die Übertragung von Wertrechten oder Wertpapieren im Treuhandgiroverkehr finden nach den schuldrechtlichen Regelungen zur Aufrechnung (§§ 398 ff. BGB) statt. Dazu tritt CM 1 zunächst den Lieferanspruch gegenüber der Wertpapiersammelbank an die Eurex Clearing AG ab. Diese erwirbt den Lieferanspruch jedoch nur treuhänderisch durch Abschluss eines eigennützigen Treuhandverhältnisses. Erst in einem zweiten Schritt tritt die Eurex Clearing

²⁰⁸ *Ekkenga*, in: MüKo, HGB, Effektengeschäft, Rdn. 41 f.; *Schönholzer*, Zentrale Gegenpartei im elektronischen Börsenhandel, S. 76.

AG den Lieferanspruch unter aufschiebender Bedingung an CM 2 ab, was durch die Erteilung entsprechender Gutschriften nach außen erkennbar wird.

Nicht fällige Derivategeschäfte werden saldiert. Ein dabei verbleibender Saldo an offenen Verbindlichkeiten ist durch Sicherheiten zu unterlegen. Im Hinblick auf die Funktionswahrung der Clearing-Stelle sind diese bei Sicherheiten in Wertpapieren und Wertrechten ausnahmslos als Pfandrechte zu qualifizieren.

WORKING PAPERS

- 1 Andreas Cahn Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und
Rechtsschutz Betroffener
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2 Axel Nawrath Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele
und Aufgaben der Politik, insbesondere des
Bundesministeriums der Finanzen
- 3 Michael Senger Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12
Abs. 1 KWG
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4 Georg Dreyling Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung
des Finanzplatzes Deutschland
- 5 Matthias Berger Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6 Felicitas Linden Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7 Michael Findeisen Nationale und internationale Maßnahmen gegen die
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der
Finanzmärkte
- 8 Regina Nößner Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich
relevantem Verhalten
- 9 Franklin R. Edwards The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and
Investor Protection
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10 Ashley Kovas Should Hedge Fund Products be marketed to Retail
Investors? A balancing Act for Regulators
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11 Marcia L. MacHarg Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a
New Direction?
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums / Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany
(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 (2005), Nr. 4, 44 ff.)
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)

- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)

- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy
Regulatory Architecture
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus
Regulatory Competition
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single
Financial Market
(publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges,
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing
Product Diversity

- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
- 46 Jochem Reichert/
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 2007, 952 ff.)
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“? (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
- 51 Hannes Klühs/
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
- 53 Stefan Simon/
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)

- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie (publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht (publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan (publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)
- 59 Andreas Cahn/
Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung (publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
- 60 Roland Schmidtbleicher/
Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation? (publ. in: ZBB 2007, 124-129)
- 61 Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien (publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
- 62 Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
- 63 Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay (publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
- 64 Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb? (publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
- 65 Theodor Baums/
Astrid Keinath/
Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie (publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
- 66 Stefan Brass/
Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien (publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)
- 67 Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts (publ. in: ZHR 2007 [171], S. 599 ff.)
- 68 David C. Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries

- 69 Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
- 70 Theodor Baums/
Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von
Hauptversammlungsbeschlüssen
(publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
- 71 David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-
Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
- 72 Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO
(publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
- 73 Melanie Döge/
Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten
Anstellungsverhältnissen
(publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
- 74 Roland Schmidbleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?
(publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
- 75 Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht
(publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], *Aktie und
Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung
und Finanzplatz*, 2008, S. 525 ff.)
- 76 Andreas Cahn/
Nicolas Ostler Eigene Aktien und Wertpapierleihe
(publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)
- 77 David C. Donald Approaching Comparative Company Law
- 78 Theodor Baums/
Paul Krüger Andersen The European Model Company Law Act Project
(publ. in: Tison/de Wulf/van der Elst/Steennot [eds.],
*Perspectives in Company Law and Financial Regulation.
Essays in Honour of Eddy Wymeersch*, 2009, S. 5 ff.)
- 79 Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés
(publ. in: *Revue des Sociétés* 2008, S. 81 ff.)
- 80 Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff.
WpHG und § 244 AktG
(publ. in: Die AG 2008, S. 311 ff.)

- 81 Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
- Reto Francioni Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie
- Roger Müller Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als Bewährungsprobe für das Börsenrecht
- Horst Hammen Verschmelzung von Börsen?
- 82 Günther M. Bredow/
Hans-Gert Vogel Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze
(publ. in: BKR 2008, 271 ff.)
- 83 Theodor Baums Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts
(publ. in: Entwicklungslinien im Bank- und Kapitalmarktrecht. Festschrift für Nobbe, 2009, S. 815 ff.)
- 84 José Engrácia Antunes The Law of Corporate Groups in Portugal
- 85 Maike Sauter Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)
(publ. in: ZIP 2008, 1706 ff.)
- 86 James D. Cox,
Randall S. Thomas,
Lynn Bai There are Plaintiffs and... There are Plaintiffs :
An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements
- 87 Michael Bradley,
James D. Cox,
Mitu Gulati The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes :
Lessons from the Sovereign Debt Market
- 88 Theodor Baums Zur monistischen Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Überlegungen de lege ferenda
(publ. in: Gedächtnisschrift für Gruson, 2009, S. 1 ff.)
- 89 Theodor Baums Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht
(publ. in: Festschrift für K. Schmidt, 2008, S. 57 ff.)
- 90 Theodor Baums Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes
(publ. in: ZBB 2009, S. 1 ff.)
- 91 Tim Florstedt Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen Fristensystems
(publ. in: Der Konzern 2008, 504 ff.)

- 92 Lado Chanturia Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS
- 93 Julia Redenius-Hövermann Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes Vorstandsmitglied (publ. in: ZIP 2008, S. 2395 ff.)
- 94 Ulrich Seibert,
Tim Florstedt Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentlich Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf (publ. in: ZIP 2008, 2145 ff.)
- 95 Andreas Cahn Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG – aktien- und konzernrechtliche Aspekte des neuen Liquiditätsschutzes (publ. in: Der Konzern 2009, S. 7 ff.)
- 96 Thomas Huertas Containment and Cure: Some Perspectives on the Current Crisis
- 97 Theodor Baums,
Maike Sauter Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag (publ. in: ZHR 173 (2009), 454 ff.)
- 98 Andreas Cahn Kredite an Gesellschafter – zugleich eine Anmerkung zur MPS-Entscheidung des BGH (publ. in: Der Konzern 2009, S. 67 ff.)
- 99 Melanie Döge,
Stefan Jobst Aktienrecht zwischen börsen- und kapitalmarktorientiertem Ansatz (publ. in: BKR 2010, S. 136 ff.)
- 100 Theodor Baums Der Eintragungsstopp bei Namensaktien (publ. in: Festschrift für Hüffer, 2010, S. 15 ff.)
- 101 Nicole Campbell,
Henny Mächler Die Haftung der Verwaltungsgesellschaft einer fremdverwalteten Investmentaktiengesellschaft
- 102 Brad Gans Regulatory Implications of the Global Financial Crisis
- 103 Arbeitskreis
„Unternehmerische
Mitbestimmung“ Entwurf einer Regelung zur Mitbestimmungsvereinbarung sowie zur Größe des mitbestimmten Aufsichtsrats (publ. in: ZIP 2009, S. 885 ff.)
- 104 Theodor Baums Rechtsfragen der Bewertung bei Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften (publ. in: Gedächtnisschrift für Schindhelm, 2009, S. 63 ff.)

- 105 Tim Florstedt Die Reform des Beschlussmängelrechts durch das ARUG
(publ. in: AG 2009, S. 465 ff.)
- 106 Melanie Döge Fonds und Anstalt nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz
(publ. in: ZBB 2009, S. 419 ff.)
- 107 Matthias Döll „Say on Pay: Ein Blick ins Ausland und auf die neue Deutsche Regelung“
- 108 Kenneth E. Scott Lessons from the Crisis
- 109 Guido Ferrarini Understanding Director’s Pay in Europe:
Niamh Moloney A Comparative and Empirical Analysis
Maria Cristina Ungureanu
- 110 Fabio Recine The new financial stability architecture in the EU
Pedro Gustavo Teixeira
- 111 Theodor Baums Die Unabhängigkeit des Vergütungsberaters
(publ. in: AG 2010, S. 53 ff.)
- 112 Julia Redenius-Hövermann Zur Frauenquote im Aufsichtsrat
(publ. in: ZIP 2010, S. 660 ff.)
- 113 Theodor Baums The electronic exchange of information and respect for
Thierry Bonneau private life, banking secrecy and the free internal market
André Prüm
- 114 Tim Florstedt Fristen und Termine im Recht der Hauptversammlung
(publ. in: ZIP 2010, S. 761 ff.)
- 115 Tim Florstedt Zur organhaftungsrechtlichen Aufarbeitung der
Finanzmarktkrise
(publ. in: AG 2010, S. 315 ff.)
- 116 Philipp Paech Systemic risk, regulatory powers and insolvency law – The
need for an international instrument on the private law
framework for netting
- 117 Andreas Cahn Forderungen gegen die Gesellschaft als Sacheinlage? – Zum
Stefan Simon Erfordernis der Forderungsbewertung beim Debt-Equity
Rüdiger Theiselmann Swap
- 118 Theodor Baums Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

PROF. DR. THEODOR BAUMS
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
IM HOUSE OF FINANCE DER GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT
CAMPUS WESTEND – GRÜNEBURGPLATZ 1
D-60323 FRANKFURT AM MAIN
TEL: +49 (0)69 / 798-33753
FAX: +49 (0)69 / 798-33929

WWW.ILF-FRANKFURT.DE



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN