



Bibliothek des Bank- und Kapitalmarktrechts 5

Ulf Lennart Martens

Die rechtliche Neuordnung des außerbörslichen Derivatehandels durch die EMIR-Verordnung

 Springer

Bibliothek des Bank- und Kapitalmarktrechts

Band 5

Reihe herausgegeben von

Peter Derleder

Bremen

Deutschland

Kai-Oliver Knops

Universität Hamburg

Hamburg

Deutschland

Heinz Georg Bamberger

Neuwied-Segendorf

Deutschland

Das Bank- und Kapitalmarktrecht durchläuft eine dynamische Entwicklung, die auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene grundlegende Probleme und Fragen aufwirft. In den Publikationen der „Bibliothek des Bank- und Kapitalmarktrechts“ findet eine Auseinandersetzung mit den aktuellen Tendenzen, dem Wandel und den komplexen Sachverhalten der aktuellen Rechtsentwicklung und deren wirtschaftlichen Auswirkungen statt. Die Herausgeber der Schriftenreihe sind zugleich die Herausgeber des Handbuchs „Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht“. Ihre Intention ist es, mit der „Bibliothek des Bank- und Kapitalmarktrechts“ ein Forum für vertiefende Einzeldarstellungen zu bieten. Zielgruppe der Schriftenreihe sind Rechtsanwälte, Richter, Bankjuristen, Verbraucherverbände, Unternehmen, Wissenschaftler und Bibliotheken.

Weitere Bände in der Reihe <http://www.springer.com/series/11759>

Ulf Lennart Martens

Die rechtliche Neuordnung des außerbörslichen Derivatehandels durch die EMIR-Verordnung

Clearing, Risikoabsicherung und
Meldepflichten

Ulf Lennart Martens
Bremen
Deutschland

ISSN 2197-3776 ISSN 2197-3784 (electronic)
Bibliothek des Bank- und Kapitalmarktrechts
ISBN 978-3-662-57736-3 ISBN 978-3-662-57737-0 (eBook)
<https://doi.org/10.1007/978-3-662-57737-0>

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

© Springer-Verlag GmbH Deutschland, ein Teil von Springer Nature 2019

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag, noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen. Der Verlag bleibt im Hinblick auf geografische Zuordnungen und Gebietsbezeichnungen in veröffentlichten Karten und Institutionsadressen neutral.

Springer ist ein Imprint der eingetragenen Gesellschaft Springer-Verlag GmbH, DE und ist ein Teil von Springer Nature.

Die Anschrift der Gesellschaft ist: Heidelberger Platz 3, 14197 Berlin, Germany

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1: Thematische und wissenschaftliche Einführung	1
§ 1 Darstellung des Untersuchungsgegenstands	1
§ 2 Methodik und Zielsetzung der Arbeit	3
§ 3 Stand der Forschung	5
§ 4 Gang der Untersuchung	7
Kapitel 2: Aufbau, Funktionsweise und Rechtscharakter von OTC-Finanzderivaten	11
§ 1 Bedeutung des außerbörslichen Derivatehandels (OTC-Handel)	11
§ 2 Begriff, Grundstruktur und Prinzipien derivativer Finanzinstrumente	14
A. Gesetzliche Definition	14
B. Verzögerte Erfüllung	16
C. Abhängigkeit vom Basiswert	17
§ 3 Einzelne Derivateklassen	18
A. Rechtsverbindlichkeit derivativer Finanzinstrumente	19
B. Forwards	20
I. Struktur und Aufbau des Forwards	20
II. Zivilrechtliche Einordnung des Forwards	21
C. Swaps	23
I. Struktur und Aufbau von Swapgeschäften	23
II. Zivilrechtliche Einordnung von Swapgeschäften	24
D. Optionen	26
I. Struktur und Aufbau von Optionsgeschäften	26
II. Zivilrechtliche Einordnung von Optionsgeschäften	27
E. Kreditderivate	29
I. Struktur und Aufbau von Kreditderivaten	29
II. Zivilrechtliche Einordnung von Kreditderivaten	33
F. Weitere derivative Begrenzungsgeschäfte	35
I. Struktur und Aufbau derivativer Begrenzungsgeschäfte	35
1. Grundsätzliche Funktionsweise und Aufbau	35

2. Caps	36
3. Floors	37
4. Collars	37
5. Corridors	38
II. Zivilrechtliche Einordnung derivativer Begrenzungs­geschäfte	38
Kapitel 3: Rechtspolitische Grundlagen und Gesetzgebungsverfahren	43
§ 1 Die Rolle derivativer Finanzinstrumente im Rahmen der Finanzkrise des früher 21. Jahrhunderts	43
§ 2 G 20-Beschlüsse von Pittsburgh	45
§ 3 Gesetzgebungsverfahren	46
Kapitel 4: Aufbau und Anwendungsbereich der EMIR-Verordnung	57
§ 1 Systematischer Aufbau der EMIR-Verordnung und relevanter ergänzender Verordnungen	57
A. Inhaltsüberblick und Aufbau der EMIR-Verordnung	57
B. Ergänzende delegierte Verordnungen und Durchführungsverordnungen	58
I. Delegierte Verordnung (EU) Nr. 149/2013	59
II. Delegierte Verordnung (EU) Nr. 285/2014	60
III. Durchführungsverordnung (EU) Nr. 1247/2012	60
IV. Delegierte Verordnung (EU) Nr. 148/2013	61
V. Delegierte Verordnung (EU) Nr. 2015/2205	62
§ 2 Anwendbarkeit und Anwendungsbereich der EMIR-Verordnung	62
A. Unmittelbare nationale Anwendung der EMIR als EU-Verordnung	62
B. EMIR-Ausführungsgesetz	65
I. Gesetzgebungsverfahren	65
II. Inhaltliche Änderungen durch das EMIR-Ausführungsgesetz	66
C. Anwendungsbereich der EMIR-Verordnung	69
I. Räumlicher Anwendungsbereich	69
II. Sachlicher Anwendungsbereich	69
1. Der Derivatebegriff der EMIR-Verordnung	69
2. Warentermingeschäfte als Derivate i. S. d. EMIR-Verordnung	71
III. Persönlicher Anwendungsbereich	72
1. Die zentrale Gegenpartei	72
2. Die finanzielle Gegenpartei	75
3. Die nichtfinanzielle Gegenpartei	76
4. Die gleich zu bewertende Nicht-EU-Partei	78
a. Regelungen der EMIR-Verordnung zur Nicht-EU-Partei	78

- aa. Vertragsschlüsse zwischen Marktteilnehmern aus der EU und einem Drittstaat 78
 - bb. Vertragsschlüsse zwischen Marktteilnehmern aus Drittstaaten. 79
 - b. Ergänzende Regelungen der delegierten VO (EU) Nr. 285/2014 79
 - aa. unmittelbare, wesentliche und unvorhersehbare Auswirkung 79
 - bb. Umgehungsgeschäfte. 81
 - 5. Gruppeninterne Geschäfte. 82
 - 6. Umfassende und teilweise Anwendungsausschlüsse. 84
- § 3 Wesentliche Zwischenergebnisse 87
- Kapitel 5: Die Clearingpflicht 89**
 - § 1 Clearingbegriff und Clearingpflicht 89
 - A. Der Clearingbegriff der EMIR 90
 - B. Die Clearingpflicht 91
 - I. Clearingpflichtige Derivatekategorien. 91
 - II. Clearingpflichtige Marktteilnehmer. 94
 - 1. Clearingpflicht für Kontrakte zwischen finanziellen Gegenparteien 95
 - 2. Clearingpflicht für Kontrakt unter Beteiligung nichtfinanzieller Gegenparteien. 95
 - 3. Marktteilnehmer aus Drittstaaten 99
 - 4. Ausnahme gruppeninterner Geschäfte von der Clearingpflicht 99
 - III. Zeitliches Einsetzen der Clearingpflicht 101
 - IV. Systemrelevanzbewertung durch die persönliche Anwendungsdifferenzierung der EMIR 104
 - § 2 Am System des zentralen Clearings beteiligte Parteien 104
 - A. Die zentrale Gegenpartei. 104
 - B. Am CCP-Clearing teilnehmende Akteure 105
 - I. Clearingmitglieder. 106
 - 1. Das Generalclearingmitglied. 107
 - 2. Das einfache/direkte Clearingmitglied 107
 - II. Kunden und indirekte Kunden eines Clearingmitglieds 107
 - § 3 Vertragsschluss und Vertragsdurchführung clearingpflichtiger Finanzderivate. 109
 - A. Vertragsschluss zwischen der CCP und zwei CM. 109
 - I. Bestehende Vertragsschlussmodelle 109
 - 1. Börsliche Vertragsschlussmodelle. 109
 - a. Matchingmodell. 110
 - b. Antizipationsmodell. 110
 - c. Stellvertretermodell 111
 - d. Übermittlungsmodell. 111

2. Novationsmodell (als außerbörsliches Vertragsschlussmodell)	111
II. Bewertung und Modifizierung der Vertragsabschlussmodelle unter den Vorgaben der EMIR . .	113
1. Börsliche Kontrahierungsmodelle	113
2. außerbörsliche Kontrahierungsmodelle	115
a. Einbeziehung der CCP durch Forderungs- oder Vertragsübernahme	115
aa. Abtretung und gesetzlicher Forderungsübergang . .	115
bb. Gesetzliche oder rechtsgeschäftliche Vertragsübernahme	116
b. Übertragbarkeit der Novation auf das Clearing i. S. d. EMIR-Verordnung	117
aa. Zwingender Vertragsschluss über eine zentrale Gegenpartei	118
bb. Vereinbarung der Novation in der Praxis am Beispiel der Vertragsbedingungen der EUREX Clearing AG	120
cc. Freiwilliger Vertragsschluss über eine zentrale Gegenpartei	122
aaa. Clearingpflicht gemäß Art. 4 Abs. 1 b) EMIR	123
bbb. Clearingpflicht gemäß Art. 4 Abs. 1 a) EMIR	123
3. Modifiziertes Antizipationsmodell im Vertragsschluss bei unmittelbarer Einbeziehung einer CCP	127
a. Rechtsbeziehung zwischen den wirtschaften (End-)Parteien	127
aa. Gefälligkeitsverhältnis	127
bb. Gesetzliches Schuldverhältnis gemäß § 311 Abs. 2 BGB	128
cc. Rechtsgeschäftlicher Vorvertrag	129
b. Vertragsschluss mit der CCP	130
B. Vertragsschluss unter Einbeziehung von Kunden und indirekten Kunden	133
§ 4 Risikoabsicherung im Rahmen des CCP-Clearings	135
A. Intention des Gesetzgebers und Verhältnis zur Insolvenzordnung	135
B. Regelungen zur Sicherstellung einer ausreichenden Liquidität der CCP	138
I. Einschussforderungen	138
II. Anforderung und Verwertung von Beiträgen des ausfallenden CM zum Ausfallfonds	141
III. Anforderung und Verwertung von sonstigen Finanzmitteln i. S. d. Art. 43 EMIR	141

IV. Kredite und sonstige Möglichkeiten zur Deckung des Liquiditätsbedarfs	142
C. Ausfallverfahren und Sicherheitenverwertung	144
I. Verfahren bei Ausfall eines Clearingmitglieds gemäß Art. 48	144
II. Sicherheitenverwertung nach dem Wasserfallprinzip gemäß Art. 45 EMIR	146
§ 5 Regulierungseinflüsse der Handelsplatz- und Clearingpflichten der Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR) auf den OTC-Derivatehandel	149
A. Einführung	149
B. Handel über geregelte Märkte und Handelsplattformen	150
I. Regelungssystematik des Titels V der MiFIR	150
II. Zugewiesene Handelsplätze	151
1. Geregelte Märkte	152
2. Multilaterale Handelsplattformen	153
3. Organisiertes Handelssystem	154
4. Drittlandhandelsplätze	156
III. Verpflichtete Marktteilnehmer und Derivatekategorien	157
1. Handelsplatzpflichtige Marktteilnehmer	157
2. Handelsplatzpflichtige Derivatekategorien	159
a. Voraussetzungen der Handelsplatzpflicht einer Derivatekategorie	159
b. Handelsplatzpflichtverzeichnis der ESMA	162
IV. Aktueller Umsetzungsstand	163
C. Clearingpflicht für über geregelte Märkte und Handelsplattformen gehandelte Derivate	164
I. Clearingpflichtige Handelsplätze	164
II. Clearingverfahren	164
1. Clearing unter nachträglicher Einbeziehung der CCP	165
2. Clearing unter unmittelbarer Einbeziehung einer CCP	166
3. Indirekte Clearingvereinbarungen	167
§ 6 Änderung des OTC-Derivatemarkts durch das zentrale Clearing	168
A. Marktsituation vor und nach Inkrafttreten der Clearingpflicht	168
B. Chancen und Risiken des zentralen Clearings	169
§ 7 Wesentliche Zwischenergebnisse	173
Kapitel 6: Die Pflicht zur Risikominderung bei nicht-clearingpflichtigen OTC-Derivatekontrakten	181
§ 1 Risikominderungstechniken des Art. 11 Abs. 1 EMIR	183
A. Anwendungsbereich des Art. 11 Abs. 1 EMIR	183
B. Bestätigung von Einzelabschlüssen	184
I. Begriff und Funktion der Bestätigung	184
II. Bestätigungserklärung	185
1. Inhalt der Bestätigungserklärung	185

2. Form der Bestätigungserklärung	186
III. Bestätigungszeitpunkt und Bestätigungsfrist.	188
C. Portfolioabgleich	189
D. Portfoliokomprimierung	191
E. Streitbeilegung	193
§ 2 Ergänzende Risikominderungsstechniken für persönlich clearingpflichtige Gegenparteien	194
A. Anwendungsbereich des Art. 11 Abs. 2 – 4 EMIR	194
B. Kursermittlung ausstehender Kontrakte	196
C. Sicherheitenaustausch	196
D. Eigenkapitalunterlegung	198
§ 3 Gruppeninterne Geschäfte	198
§ 4 Anwendung auf Marktteilnehmer aus Drittstaaten	201
§ 5 Umsetzungen in der Praxis	203
A. AGB-Kontrolle und Regelungstechnik	204
B. Begriffsdefinitionen.	205
C. Statusfeststellung.	206
D. Bestätigungspflicht	207
I. Regelung im EMIR-Anhang zum deutschen Rahmenvertrag.	207
II. Bestätigungserklärung durch Schweigen.	208
E. Portfolioabgleich und Portfoliokompression.	211
F. Streitbeilegung	213
§ 6 Wesentliche Zwischenergebnisse	213
Kapitel 7: Die Meldepflicht	219
§ 1 Intention der Meldepflicht.	219
§ 2 Anwendungsbereich des Art. 9 EMIR	220
A. Meldepflichtige Derivatekontrakte und Parteien.	220
B. Zeitliches Einsetzen der Meldepflicht	223
C. Das Transaktionsregister	224
§ 3 Inhalt und Umfang der Meldepflicht.	225
A. Inhaltliche Erfüllung der Meldepflicht	225
B. Abstimmung des gemeldeten Inhalts.	227
C. Delegation der Meldepflicht	228
§ 4 Vertragliche Umsetzung der Meldepflicht in der Praxis.	229
§ 5 Wesentliche Zwischenergebnisse	231
Kapitel 8: Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Vorgaben des Titels II der EMIR-Verordnung	235
§ 1 Unmittelbare und mittelbare Pflichten	235
§ 2 Rechtsfolge von Pflichtverstößen	236
A. Sanktionsregelungen des Art. 12 Abs. 1 EMIR.	236
B. Nichtigkeit des Derivatekontrakts als Rechtsfolge eines Verstoßes gegen den Titel II der EMIR.	240

I. Regelungen in EU-Verordnungen als Verbotsgesetz	
i. S. d. § 134 BGB	240
1. Gesetzlichkeit des Verbots einer EU-Verordnung im Anwendungsbereich des § 134 BGB.	241
2. Beispiele für Verbotsgesetze in Europäischen Sekundärrechtsakten und ihre Rechtsfolgenbestimmung	242
3. Ausschluss der Nichtigkeit als Rechtsfolge i. S. d. § 134 2. Hs. BGB	243
II. Nichtigkeit von Finanzderivaten aufgrund von Verstößen gegen Rechtsvorschriften außerhalb der EMIR-Verordnung.	245
1. Nichtigkeit als Rechtsfolge von Verstößen gegen ein öffentlich-rechtliches Spekulationsverbot.	247
2. Nichtigkeit gemäß §§ 134, 138 BGB	248
III. Rechtsfolgen der Unwirksamkeit von Finanzderivaten.	248
1. Nichtigkeit bilateraler OTC-Derivatekontrakte und ihre Rechtsfolgen.	248
2. Nichtigkeit von OTC-Derivatekontrakten im Clearing durch eine CCP	250
a. Rückabwicklung des ursprünglichen, bisher bilateral geführten nichtigen Derivatekontrakts.	251
b. Auswirkungen und Rechtsfolgen einer Nichtigkeit auf spiegelbildliche Derivatekontrakte zwischen CCP und CM	252
aa. Nichtigkeit der weiteren Verträge einer Clearingvertragskette infolge einer Unwirksamkeit gemäß § 134 BGB	252
bb. Nichtigkeit weiterer Verträge einer Clearingvertragskette infolge einer Unwirksamkeit gemäß § 138 BGB	254
cc. Fortbestand und Handlungsmöglichkeiten der Parteien der verbliebenen Clearing-Vertragskette	258
aaa. Rücktritt vom Vertrag.	258
bbb. Wegfall der Geschäftsgrundlage	259
ccc. Vereinbarung einer aufschiebenden Bedingung	260
C. Zivilrechtliche Schadenersatzansprüche	262
I. Schadenersatzansprüche bei Verstößen gegen unmittelbare Pflichten aus der EMIR-Verordnung.	262
II. Schadenersatzansprüche bei Verstößen gegen mittelbare Pflichten oder außerhalb der Verordnung stehende Regelungen	264
§ 3 Wesentliche Zwischenergebnisse	264

- Kapitel 9: Schlussbetrachtung** 267
 - § 1 Abschließendes Fazit 267
 - § 2 Wesentliche Ergebnisse 271
 - A. Allgemein 271
 - B. Clearingpflicht bei OTC-Derivatekontrakten 274
 - C. Risikominderungstechniken bei nichtclearingpflichtigen
OTC-Derivatekontrakten 280
 - D. Meldepflicht bei börslichen und außerbörslichen
Derivatekontrakten 284
 - E. Rechtsfolge von Verstößen gegen den Titel II der
EMIR-Verordnung 286
- Auszüge EU-Verordnungen (Einschl. delegierter Rechtsakte)** 289
- Literatur** 331

Abkürzungsverzeichnis

AIF	Alternativer Investmentfonds
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungs-Aufsicht
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision.
BDB	Bundesverband deutscher Banken
CCP	Zentrale Gegenpartei (engl. central counterparty)
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit default swap
CM	Clearingmitglied
CRR	Capital Requirements Regulation/Kapitaladäquanzverordnung
del. VO	Delegierte Verordnung
DRV	Deutscher Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte
durchf. VO	Durchführungsverordnung
EFSF	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
EMIR	Verordnung 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister vom 04.07.2012 (engl. European Market Infrastructure Regulation)
ErwGr.	Erwägungsgrund
ESM	Europäischer Stabilisierungsmechanismus
ESMA	European Markets and Securities Authority
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EUREX	Eurex Clearing AG
EURIBOR	European Interbank Offered Rate
EZB	Europäische Zentralbank
FAQs	Frequently Asked Questions
FC	Finanzielle Gegenpartei
Fn.	Fussnote
FRA	Forward Rate Agreement
G 20	Gruppe der zwanzig wichtigsten Industrie- und Schwellenländer
IOSCO	International Organization of Securities and Exchange Commissions
ISDA	International Swap and Derivative Association

MiFID I	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EU Nr. L 145/1 vom 30.04.2004 (engl. Markets in Financial Instruments Directive)
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU ABl. EU Nr. L 173/349 vom 12.06.2014
MiFID-DVO	Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie, ABl. EU Nr. L 241/1 vom 02.09.2006.
MiFIR	Verordnung 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente vom 15.05.2014 (engl. Markets in Financial Instruments Regulation)
MTF	Multilateral Trading Facility/multilaterales Handelssystem
NCM	Nichtclearingmitglied
NFC	Nichtfinanzielle Gegenpartei
NFC+	clearingpflichtige nichtfinanzielle Gegenpartei
NINJA	no income, no jobs or assets
OTC	Außerbörslichen (engl. over the counter)
OTF	Organisiertes Handelssystem (engl. Organised Trading Facility)
Q&As	questions and answers
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
RTS	Technischer Regulierungsstandard
SI	Systematischer Internalisierer
VO	Verordnung

Kapitel 1: Thematische und wissenschaftliche Einführung



§ 1 Darstellung des Untersuchungsgegenstands

Derivative Finanzinstrumente¹ fanden lange Zeit – trotz ihrer erheblichen wirtschaftlichen Bedeutung – kaum Beachtung in der Rechtswissenschaft. Die von der Immobilienkrise in den USA im Jahr 2007 ausgehende Weltwirtschaftskrise hat jedoch eine erhebliche und in gefährlicher Weise intransparente Risikoverzahnung der Märkte offenbart, die unter anderem der Spekulation mit Finanzderivaten (etwa dem Handel mit Kreditderivaten auf sogenannte NINJA-Loans „*no income, no jobs or assets*“) zugesprochen wird.² Die sich hieran anschließende Diskussion über die wirtschaftlichen und mittelbar damit auch gesellschaftlichen Risiken derivativer Finanzgeschäfte mündete in weitreichende Regelungsbestrebungen internationaler und nationaler Gesetzgeber. Parallel hierzu rückte das Thema Derivatehandel auch in den Fokus des kapitalmarktbezogenen rechtswissenschaftlichen Diskurses.

Die aktuelle Dynamik lässt Finanzderivate und deren – zumindest in der Breite als überraschend wahrgenommene – Rolle in der ersten Finanz- und Wirtschaftskrise des 21. Jahrhunderts als neuzeitliches Finanzinstrument erscheinen, dessen Gefahr nunmehr erkannt und durch entsprechende Maßnahmen weitest möglich unter Kontrolle gebracht werden solle. Tatsächlich sind Finanztermingeschäfte jedoch ein bereits seit Jahrtausenden verwandtes Handlungsmittel, dessen Ursprünge bereits

¹ Die Begriffe des „*Derivats*“, des „*Derivatekontrakts*“, des „*Finanztermingeschäfts*“ und des „*derivativen Finanzgeschäfts*“ werden in dieser Arbeit synonym verwendet.

² So etwa Brunnermeier, *Journal of Economic Perspectives* 2009, 77 (82); Kessler-Mügge, *Ökonomie der Weltfinanzkrise*, 53 (54 u. 57); O'Hare, *University of Richmond Law Review* 2014, 667 (677); Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmundt-Wilhelmi/Bluhm, *Hdb. EMIR*, S. 22 Rn. 2 f.; eine allg. mangelhafte Finanzmarktkultur kritisierend Herrmann, *VersR* 2015, 275 (276 f.); a. A. Scherer, *CFL* 2010, 93.

den ersten Hochkulturen der Antike zu finden sind.³ Auch die aktuell geäußerte Kritik und die Forderungen nach dem (teilweisen) Verbot derivativer Termingeschäfte entsprechen in ihren Grundlagen dem bereits historisch Dagewesenen.⁴ Dies gilt ebenso für die hieraus resultierenden marktinternen oder staatlichen Regulierungen – vor allem in Bezug auf die Prävention vom Terminhandel ausgehender Risiken.⁵

Im modernen Europa erlebte der Handel mit Finanzderivaten bedingt durch eine seit 1975 zunehmende Marktliberalisierung einen stetigen Aufstieg, der neben quantitativen Mehrabschlüssen vor allem eine Vielzahl neuer Gestaltungen von Derivatekontrakten hervorbrachte. Als Ausgangspunkt ist hierbei insbesondere die Einführung schwankender Wechselkurse im Jahr 1973 und die hierdurch ermöglichte Variationsfähigkeit zuvor existenter kapitalmarktbezogener Handlungsmöglichkeiten zu nennen.⁶ Die teilweise Komplexität der Produkte erschwert deren Einordnung und rechtliche Erfassung ebenso wie der Umstand, dass die Kontrakttypen im Rahmen der Vertragsfreiheit sowohl ständigen individuellen Abweichungen als auch grundlegenden marktbedingten Änderungsentwicklungen unterliegen.

Dies gilt insbesondere für den außerbörslichen Handel. Die bis zum Tätigwerden des europäischen Gesetzgebers weitestgehend fehlende Markttransparenz und häufig mangelhafte Risikobesicherung hat dazu geführt, dass einzelne Marktteilnehmer unerkannt überproportionale, teilweise systemgefährdende Risiken angehäuft haben.⁷ Dies soll entweder durch einzelne Händler geschehen sein (vergleiche die medial zwischenzeitlich stark beachteten Fälle der Händler Jérôme Kerviel der Société Générale⁸ und Kweku Adoboli der Schweizer UBS⁹) oder durch eine verfehlte

³ Vgl. Zerey-Schüwer/Steffen, 4. Aufl., § 1 Rn. 2 f. m. w. N.; zur Einführung von Finanztermingeschäfte in Deutschland im Jahr 1885 vgl. Theewen-Ehlen, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 552 Rn. 149.

⁴ Johanning, Bankhistorisches Archiv, Beih. 48, S. 59.

⁵ Vgl. zum Risikomanagement im niederländischen Derivatehandel des 17. Jhr.: Petram, Bankhistorisches Archiv, Beih. 48, S. 11 ff.; zur Regulierung des Börsenterminhandels und dessen Ursprünge im deutschen Kaiserreich: Engel, Bankhistorisches Archiv, Beih. 48, S. 27 ff.

⁶ Schimansky/Bunte/Lwowski-Jahn, 5. Aufl., § 114 Rn. 1; Derleder/Knops/Bamberger-Klinger-Schmidt, 2. Aufl., § 55 Rn. 2.

⁷ Vgl. zur grundsätzlichen Konzentrationstendenz auf den einzelnen Derivatmärkten Droll/Ockler, Kreditwesen 2013, 173.

⁸ Siehe etwa Spiegel Online, Artikel vom 06.02.2008: „Société-Générale-Skandal – Skandalhändler Kerviel hat jetzt einen PR-Berater“, abgerufen am 28.06.2017 unter <http://www.spiegel.de/wirtschaft/societe-generale-skandal-skandalhaendler-kerviel-hat-jetzt-einen-pr-berater-a-533568.html>; Süddeutsche Zeitung, Artikel vom 04.06.2012: „Zocker spielt verfolgte Unschuld“, abgerufen am 28.06.2017 unter <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/fuenf-jahre-haft-fuer-jerme-kerviel-zocker-spielt-verfolgte-unschuld-1.1374321>; Handelsblatt, Artikel vom 23.09.2016: „Société Générale – Urteil gegen Jérôme Kerviel drastisch abgesenkt“, abgerufen am 28.06.2017 unter <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen/societe-generale-urteil-gegen-gerome-kerviel-drastisch-abgesenkt/14593084.html>.

⁹ Siehe etwa Süddeutsche Zeitung, Artikel vom 15.09.2011: „Polizei nimmt Händler der Schweizer Großbank UBS fest“, abgerufen am 28.06.2017 unter <http://www.sueddeutsche.de/geld/schweizer-grossbank-haendler-beschert-ubs-verlust-von-zwei-milliarden-dollar-1.1144015>; Frankfurter Allgemeine Zeitung, Artikel vom 20.11.2012: „UBS-Händler Adoboli muss ins Gefängnis“, abgerufen am 28.06.2017 unter <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/anlagebetrug-ubs-haendler-adoboli-muss-ins-gefaengnis-11966138.html>; Handelsblatt, Artikel vom 26.11.2012: „Millionenstrafe

Unternehmensstrategie (wie im Fall der American International Group, AIG¹⁰), wobei jedoch regelmäßig ein Gesamtversagen der Anlagestrategie und des unternehmensinternen Risikomanagements anzunehmen sein wird.

Die sich in diesem Zusammenhang vor allem als kritisch erwiesenen Punkte einer fehlenden Risikoabsicherung und mangelhaften Transparenz prägen nunmehr auch die internationalen Regelungsvorhaben. In Europa geschieht dies insbesondere durch die Umsetzung der Vorgaben des Basler Ausschusses der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Basel III) und die am 16.08.2012 in Kraft getretene und ab dem 01.01.2013 Anwendung findende EU-Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (VO (EU) Nr. 648/2012).¹¹ Insbesondere letztere Verordnung, die als „EMIR“ (*European Market Infrastructure Regulation*) bezeichnet wird, richtet sich dabei speziell an den außerbörslichen Handel derivativer Finanzinstrumente und stellt den Untersuchungsgegenstand der Arbeit dar. Die auf den Beschlüssen des G 20-Gipfels von Pittsburgh im Jahr 2009 beruhende EMIR-Verordnung weist mit der Clearingpflicht von OTC-Derivatekontrakten über zentrale Gegenparteien, der Festlegung von Risikominderungstechniken für nichtclearingpflichtige OTC-Derivatekontrakte und einer Meldepflicht sämtlicher Derivatekontrakte an ein Transaktionsregister drei Regelungsschwerpunkte auf.¹²

§ 2 Methodik und Zielsetzung der Arbeit

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, die rechtlichen Änderungen im Rahmen des OTC-Derivatehandels durch die EMIR-Verordnung herauszuarbeiten und zu prüfen, inwiefern die Umsetzung in der Praxis den Verordnungsvorgaben entspricht und was hier insbesondere zu beachten ist. Um eine ausreichende und tiefer gehende Auseinandersetzung mit Einzelfragen zu ermöglichen, ist es vor dem Hintergrund der weiten Neuregelung des OTC-Derivatehandels durch die EMIR-Verordnung und die hierzu mittlerweile ergangenen 15 delegierten Verordnungen und Durchführungsverordnungen notwendig, die Untersuchung thematisch einzugrenzen. Die Einbeziehung sämtlicher Rechtskomplexe – insbesondere des Aufsichtsrechts – würde den

für UBS nach Adoboli-Skandal“, abgerufen am 28.06.2017 unter <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen/aufseher-millionenstrafe-fuer-ubs-nach-adoboli-skandal/7437376.html>.

¹⁰ Vgl. Möllers/Christ/Harrer, NZG 2010, 1124 f.; Balz, Finanzmarktregulierung nach der Finanzmarktkrise, Studie im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung, S. 90, abgerufen am 28.06.2017 unter www.boeckler.de/pdf/mbf_fininvest_studie_balz_2010.pdf; BIS Quarterly Review, September 2009, S. 45, abgerufen am 28.06.2017 unter http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0909.htm.

¹¹ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl. EU Nr. L 201/1 vom 27.07.2012.

¹² Insofern abweichend Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn-König, 3. Aufl., Rn. VIII 20, der die bilateralen Risikominderungstechniken des Art. 11 EMIR uneigenständig unter die neu eingeführte Clearingpflicht fasst.

Rahmen einer Dissertation überschreiten, zumal die aufsichtsrechtlichen Aspekte rechtsvergleichend bereits Mituntersuchungsgegenstand einer im Jahr 2015 veröffentlichten Dissertation waren.¹³ Vor diesem Hintergrund erfolgt die Auseinandersetzung mit der Neuregelung der EMIR-Verordnung¹⁴ ausschließlich in Bezug auf das Zivilrecht und die hiermit im Zusammenhang stehenden insolvenzrechtlichen Aspekte. Mit der Untersuchung aus Sicht des Zivilrechts konzentriert sich der Forschungsgegenstand auf die interaktive rechtliche Beziehung zwischen den einzelnen Marktteilnehmern bei regulärer und gestörter Vertragsdurchführung.

Da die EMIR als Verordnung gemäß Art. 288 Abs. 2 AEUV unmittelbare Geltung im deutschen Recht entfaltet,¹⁵ kommt der Frage der Auslegung und der Rechtswirkung der einzelnen Artikel eine deutlich unmittelbarere Bedeutung zu, als dies etwa bei einer umsetzungsbedürftigen Richtlinie der Fall wäre. Im Rahmen der teleologischen Auslegung sind dabei die grundsätzliche Intention der G 20-Beschlüsse von Pittsburgh und der Wille des EU-Verordnungsgebers, keinen Finanzmarktakteur, kein Finanzprodukt und keinen Finanzplatz in Zukunft unreguliert zu lassen,¹⁶ grundlegend miteinzubeziehen.

Gleiches gilt für das mit der EMIR verfolgte Ziel, die Krisenfestigkeit des Derivatemarkts nachhaltig zu stärken und ein Übergreifen der Schieflage einzelner Marktteilnehmer auf den Gesamtmarkt zu verhindern.¹⁷ Diese beiden Faktoren bilden insofern den sinnbezogenen Kern der Auslegung, an dem sich sämtlicher Regelungsinhalt in Bezug auf dessen Verständnis und sämtliche korrelierenden nationalen Regelungen in Bezug auf deren Vereinbarkeit zu messen haben. Ausgehend von den Regelungsschwerpunkten der EMIR-Verordnung steht neben der Auseinandersetzung der mit der Verordnung neu eingeführten Begrifflichkeiten insbesondere die Clearingpflicht aus Sicht des Zivilrechts im Fokus. Hierbei sollen die sich aus der Verordnung ergebenden Rechtspflichten der einzelnen Vertragsparteien ermittelt und ausgelegt werden. Im Wege der Gegenüberstellung mit bereits existierenden Vertragsschlussmodellen sollen sodann aus den zuvor gewonnenen

¹³ *Gergen*, Rechtsfragen der Regulierung außerbörslicher derivativer Finanzinstrumente.

¹⁴ Unter Einbeziehung der die EMIR konkretisierenden delegierten Verordnungen, soweit in diesen zivilrechtsrelevante Regelungen getroffen wurden.

¹⁵ *Von Hall*, WM 2013, 673 (676); *Jaskulla*, BKR 2012, 441; allg. zum Anwendungsvorrang von EU-Verordnungen ggü. nationalem Recht EuGH, Slg. 1978, 99; Slg. 2006, I-5341; BGHZ 125, 27 (30) = NJW 1994, 858 (859).

¹⁶ Erklärung der Staats- und Regierungschefs Gipfeltreffen in Pittsburgh 24./25. September 2009, abgerufen am 05.07.2017 unter <http://www.bundesregierung.de/Content/DE/StatischeSeiten/Breg/G8G20/Anlagen/G20-erklaerung-pittsburgh-2009-en.html;jsessionid=51470C37584379FEA74F96B4F0C2E34D.s2t2?nn=393164>; Interview mit dem EU-Kommissar Michel Barnier, *Der Tagesspiegel*, 19.03.2012, abgerufen am 05.07.2017 unter <http://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/kein-finanzprodukt-bleibt-unreguliert-eu-wettbewerbskommissar-michel-barnier-ueber-lehren-aus-der-krise-und-deutschland-als-vorbild/6342464.html>; vgl. auch Plenardebatte des EU-Parlaments vom 16.09.2009, abgerufen am 05.07.2017 unter [http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+CRE+20090916+ITEM-004+DOC+XML+V0//DE;Harrer, S. 9; Baur, jurisPR-BKR 6/2017 Anm. 1 \(E. I.\)](http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+CRE+20090916+ITEM-004+DOC+XML+V0//DE;Harrer, S. 9; Baur, jurisPR-BKR 6/2017 Anm. 1 (E. I.)).

¹⁷ Vgl. ErwGr. (1), (4) EMIR.

Erkenntnissen eigene Ansätze zum Vertragsschluss und zur Vertragsdurchführung im OTC-Derivatehandel erarbeitet werden. In Bezug auf clearingpflichtige Derivatekontrakte sind dabei auch insolvenzrechtliche Aspekte einzubeziehen, soweit diese Auswirkung auf die zivilrechtliche Gestaltung oder Forderungsdurchsetzung haben. Dazu werden die neuen ausfallbezogenen Regelungen der EMIR-Verordnung dargestellt und diese jeweils hinsichtlich einer Vereinbarkeit dem deutschen Insolvenzrecht gegenübergestellt.

Die Notwendigkeit einer dezidierten rechtlichen Auseinandersetzung ergibt sich im Vergleich zu der bereits vor 2013 möglichen Einbeziehung eines Clearingdienstleisters aus der nunmehr zwingenden und sehr weitgreifenden Anwendungspflicht eines zentralen Clearings außerbörslicher Finanzderivate. Weiterhin sollen die allgemein geltende Meldepflicht (Art. 9 EMIR) und die Risikoabsicherung bilateraler Vertragsschlüsse (Art. 11 EMIR) in Bezug auf ihre zivilrechtlichen Auswirkungen auf den OTC-Derivatehandel untersucht und die sich hieraus ergebenden Pflichten der beteiligten Parteien herausgearbeitet werden. Auf die primär auf das Zivilrecht bezogenen gewonnenen Erkenntnisse aufbauend ist ein weiteres Ziel der Arbeit die Ermittlung und Bewertung der Rechtsfolgen von Verstößen gegen die Regelungen der EMIR-Verordnung bevor in einer Gesamtbetrachtung die einzelnen Ergebnisse der Untersuchung noch einmal zusammengefasst werden.

§ 3 Stand der Forschung

Die Neuregelung des OTC-Derivatehandels durch die EMIR-Verordnung stößt im Vergleich zu anderen EU-Verordnungen auf ein mittlerweile reges wissenschaftliches Interesse im Bereich des Bank- und Kapitalmarktrechts. Dies mag vor allem durch den wirtschaftlich enormen Umfang und die entsprechende gesamtwirtschaftliche Bedeutung des Handels mit Finanzderivaten bedingt sein. Veröffentlichungen zum Forschungsgegenstand der vorliegenden Arbeit finden sich vor allem in Form von Aufsätzen in Fachzeitschriften.¹⁸

Tiefer gehende Auseinandersetzungen mit der EMIR-Verordnung in größeren Werken, wie etwa in Kommentierungen¹⁹ oder bank- und kapitalmarktrechtsbezogenen Handbüchern²⁰ finden sich hingegen nur vereinzelt und meist in Form grober

¹⁸ Beispielfhaft zu nennen sind etwa die Aufsätze von *Köhling/Adler*, WM 2012, 2126 ff. und 2174 ff.; *Diekmann/Fleischmann*, WM 2011, 1105 ff.; *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 ff.; *Jaskulla*, BKR 2012, 441 ff.; *Lerch/Veil*, WM 2012, 1557 ff. und 1606 ff.; *Pankoke/Wallus*, WM 2014, 4 ff. und *Roberts*, NJOZ 2010, 1717 ff.

¹⁹ Vgl. *Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn-König*, 3. Aufl., Rn. VIII 16 – VIII 28; zur Insolvenzfestigkeit bestimmter EMIR-Maßnahmen *MünchKomm/InsO-Jahn/Fried*, 3. Aufl., § 104 Rn. 1081-180t.

²⁰ Etwa *Schwintowski-Köhler*, 4. Aufl., § 21 Rn. 255 – 287; *Schimansky/Bunte/Lwowski-Jahn*, 5. Aufl., § 114 Rn. 81 ff., 122 ff., 202 ff.

Zusammenfassungen des Verordnungsinhalts oder bestimmter Teilaspekte. In dem Rechtshandbuch Finanzderivate²¹ finden sich in der 2016 erschienen 4. Auflage nun erstmals tiefer gehende Abhandlungen über die sich aus der EMIR ergebende Rechtslage.²² So setzt sich das Kapitel § 33 mit den Clearing-, Reporting- und Risikominderungspflichten der EMIR auseinander.²³ In Kapitel § 18 wird darüber hinaus das Netting von clearingpflichtigen OTC-Derivaten behandelt.²⁴ Insbesondere § 33 ist dabei für die Arbeit aufgrund der überschneidenden Themenschwerpunkte von besonderer Bedeutung.²⁵ Umfassend setzt sich das kurz vor inhaltlicher Fertigstellung der Dissertation erschienene Handbuch EMIR²⁶ mit den gesetzlichen Änderungen und Neuvorgaben durch die EMIR-Verordnung auseinander.

Bei der Ersten zur EMIR-Verordnung im Jahr 2015 erschienen Dissertation von *Gergen*²⁷ steht vor allem der Rechtsvergleich der Umsetzung der zugrunde liegenden G 20-Beschlüsse von Pittsburgh in Europa, den USA und Singapur im Mittelpunkt. *Gergen* setzt sich dafür mit den auch für die vorliegende Dissertation grundlegenden Fragen der Begriffs- und Parteibestimmung auseinander und erarbeitet ein auf das zentrale Clearing der EUREX Clearing AG bezogenes Vertragsschlussmodell. Andere Aspekte, wie etwa die Meldepflicht oder die Risikominderung bei nichtclearingpflichtigen OTC-Derivaten finden sich in der Arbeit dagegen nicht.

Eine weitere Dissertation von *Brambring*²⁸ war zum Zeitpunkt der Fertigstellung der vorliegenden Arbeit lediglich zur Veröffentlichung angekündigt. Zu beachten ist, dass die Regelungen zum OTC-Derivatehandel trotz Inkrafttretens der EMIR-Verordnung im Jahr 2012 nach wie vor im Fluss sind und entweder durch stetig

²¹ Zerey (Hrsg.), Rechtshandbuch Finanzderivate, 4. Aufl.

²² *Zerey-Fried*, 4. Aufl., § 18 („Netting und Clearing von OTC-Derivaten“) u. *Zerey-Dittrich/Fried*, 4. Aufl., § 33 („Clearing, Reporting und Risikominderung“); in der 2. Auflage fand sich zuvor lediglich eine kurze Übersicht über den Hauptregelungsinhalt und eine ausblickartige Darstellung der anstehenden Änderungen auf dem OTC-Derivatemarkt durch das Inkrafttreten der EMIR-Verordnung; in der 3. Aufl. wurden zumindest die regulatorischen Vorgaben zum Clearing von OTC-Derivaten und die sich hieraus ergebenden Parteibeziehungen kursorisch dargestellt – Hauptaugenmerk lag jedoch auf der insolvenzrechtlichen Privilegierung des CCP-Clearings, während die weiteren Regelungsaspekte der EMIR-Verordnung noch keinen Eingang fanden, *Zerey-Fried*, 3. Aufl., § 16.

²³ *Zerey-Dittrich/Fried*, 4. Aufl., § 33.

²⁴ *Zerey-Fried*, 4. Aufl., § 18.

²⁵ Die ca. 50seitigen Ausführungen im Rechtshandbuch Finanzderivate zur EMIR-Verordnung verdeutlichen vor dem Gesamtumfang von 1.081 Seiten jedoch, dass der Schwerpunkt des Gesamtwerkes eher auf der umfassenden Darstellung von Finanzderivaten, deren Unterarten und Einsatzmöglichkeiten sowie der übergeordneten insolvenzrechtlichen Behandlung im deutschen Recht und dem Vergleich mit anderen Rechtsordnungen liegt.

²⁶ *Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmund* (Hrsg.), Handbuch EMIR – Europäische Regulierung der OTC-Derivate.

²⁷ *Gergen*, Rechtsfragen der Regulierung außerbörslicher derivativer Finanzinstrumente.

²⁸ *Brambring*, Zentrales Clearing von OTC-Derivaten unter EMIR – Zugleich ein Beitrag zur Regulierung systematischer Risiken im Finanzmarktrecht.

neu erlassene delegierte Verordnungen und Durchführungsverordnungen weiter konkretisiert²⁹ oder etwa durch im Erlassprozess befindliche anderweitige EU-Rechtsakte (etwa die Richtlinien der CRD-IV) erheblichen Neuvorgaben unterliegen werden. Auch die von der ESMA ausgegebenen *Questions and Answers* befinden sich als Auslegungsleitfaden in einer laufenden Aktualisierung und Erweiterung.³⁰ Dies war auch für den Bearbeitungszeitraum der Dissertation zwischen 2012 bis 2016 prägend, da wiederholt neue europarechtliche Vorgaben, Auslegungshilfen, sowie Fachaufsätze und zuletzt mit dem Werk von Wilhelmi/Achtelik/Kunschke/Sigmundt ein spezielles Handbuch einzuarbeiten waren.

§ 4 Gang der Untersuchung

Nach einer Einführung in das Thema der Arbeit werden die Zielsetzung und Methodik und der Stand der Forschung (Kap. 1) dargestellt. Im Kap. 2 werden die Grundlagen und die Funktionsweise des Finanzderivats einschließlich der rechtlichen Einordnung und der Bedeutung des außerbörslichen Handels mit derivativen Finanzinstrumenten erarbeitet. Dazu werden nach einer Auseinandersetzung mit den unterschiedlichen Definitionsansätzen zunächst die grundsätzlichen Charakteristika eines Derivategeschäfts dargestellt (§ 1). Hierauf aufbauend erfolgt in § 2 eine allgemeine Auseinandersetzung mit den einzelnen Typen derivativer Finanzgeschäfte. Dazu werden zunächst die Frage einer grundsätzlichen Rechtsverbindlichkeit von Finanzderivaten vor dem Hintergrund des Spiel- und Spekulationseinwands des § 762 BGB untersucht (§ 2 A.) und im Anschluss mit Forwards, Swaps, Optionen, Kreditderivaten und sonstigen derivativen Begrenzungs geschäften die Hauptderivatearten inhaltlich dargestellt und rechtlich bewertet. Der letzte Abschnitt des Teils 2 (§ 3) definiert und beleuchtet sodann den außerbörslichen Handel von Finanzderivaten und dessen wirtschaftliche Bedeutung.

In Kap. 3 der Arbeit werden die rechtspolitischen Grundlagen und das der EMIR-Verordnung und den hieran anknüpfenden ergänzenden Regelungsakte zugrunde liegende Gesetzgebungsverfahren dargestellt. Dies ist für das grundlegende Verständnis der EMIR von besonderer Bedeutung und bildet die Basis der im Hauptteil der Arbeit (Kap. 4 bis 8) stattfindenden Auslegung und Diskussion des Inhalts der einzelnen Verordnungsregelungen.

Im Kap. 4 beginnt die inhaltliche und rechtliche Auseinandersetzung mit der als EMIR bezeichneten Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale

²⁹ Vgl. zum Erlass technischer Regulierungs- und Durchführungsstandards *Rötting/Lang*, EuZW 2012, 8 (10); *Hitzer/Hauser*, BKR 2015, 52 (54) jeweils m. w. N.; zu Abgrenzungsproblemen zwischen delegierter Rechtssetzung und Durchführungsverordnungen *Stelkens*, EuR 2012, 511 (536).

³⁰ *ESMA*, Questions and Answers Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, 30 central counterparties and trade repositories (EMIR), St. 04.02.2016, ESMA/2016/242.

³¹ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl. EU Nr. L 201/1 vom 27.07.2012.

Gegenparteien und Transaktionsregister.³¹ Dazu wird zunächst in § 1 der systematische Aufbau der Verordnung und der für die Arbeit wichtigsten delegierten Verordnungen und Durchführungsverordnungen dargestellt. Im Anschluss wird in § 2 der Anwendungsbereich der EMIR anhand der sich aus deren Titel I und der del. VO (EU) Nr. 285/2014 ergebenden Vorgaben in persönlicher, sachlicher und zeitlicher Hinsicht entwickelt. Im Rahmen des persönlichen Anwendungsbereichs werden insbesondere die der EMIR-Verordnung zugrunde liegenden Parteibegriffe (zentrale Gegenpartei, finanzielle und nichtfinanzielle Gegenpartei) dargestellt und erläutert und eine Anwendbarkeit auch auf Marktteilnehmer aus Drittstaaten untersucht.

Hierauf aufbauend erfolgt eine Auseinandersetzung mit den sich aus der EMIR ergebenden Hauptpflichten der Teilnehmer am OTC-Derivatemarkt, die sich in der Reihenfolge den Regelungskomplexen des Titels II entsprechend in [Kap. 5](#) („Die Clearingpflicht“), [Kap. 6](#) („Die Pflicht zur Risikominderung bei nichtclearingpflichtigen OTC-Derivatekontrakten“) und [Kap. 7](#) („Die Meldepflicht“) aufgliedern. Im Rahmen des zentralen Clearings ([Kap. 5](#)) wird nach der Darstellung der beteiligten Parteien sowie deren Rolle und Pflichten, auf den Vertragsschluss und die unterschiedlichen Abschlussmöglichkeiten eingegangen. Dazu werden die bisher im Zusammenhang mit dem Clearing entwickelten Vertragsschlussmodelle dargestellt und bewertet, um auf Basis der so gewonnenen Erkenntnisse eigene auf die neue Rechtslage bezogene Ansätze zum Vertragsschluss zu entwickeln. Im Zusammenhang mit dem Clearing der EMIR-Verordnung werden sodann die Risikoabsicherung und die insolvenzrechtlichen Besonderheiten im Rahmen des zentralen Clearings gemäß Art. 40 ff. EMIR näher untersucht und in einem abschließenden Ausblick die Chancen und Risiken des durch die EMIR verpflichtend eingeführten zentralen Clearings kritisch bewertet. Abschließend werden in einem Exkurs die flankierenden Clearingpflichten der MiFIR untersucht, die ab dem 03.01.2018 einen erheblichen Teil nach der EMIR bisher nicht clearingpflichtiger OTC-Derivate einer gesetzlichen Pflicht zum Clearing unterwirft und insofern bei der Frage einer Clearingpflicht von OTC-Derivaten nicht unbeachtet bleiben kann.

Im [Kap. 6](#) der Arbeit werden die besonderen Risikominderungstechniken des Art. 11 EMIR für nicht clearingpflichtige derivative Finanzgeschäfte hinsichtlich ihrer Anforderungen und Handlungspflichten im Einzelnen herausgearbeitet und deren Umsetzung in Rahmenvertragsmustern am Beispiel des EMIR-Anhangs zum deutschen Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte kritisch geprüft.

Im Mittelpunkt des Teils 7 steht die Meldepflicht von Abschlüssen, Änderungen und Beendigungen von Derivatekontrakten an ein Transaktionsregister. Nach grundlegender Darstellung der der Meldepflicht zugrunde liegenden Intention des Verordnungsgebers erfolgt dazu zunächst eine Erarbeitung des Anwendungsbereichs der Meldepflicht und deren Inhalts. Hierauf aufbauend wird die in der Praxis im EMIR-Anhang zum deutschen Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte verwandte vertragliche Umsetzung geprüft und bewertet.

Im [Kap. 8](#) werden die Rechtsfolgen von Verstößen gegen Vorgaben des Titels II der EMIR im Einzelnen untersucht. Ausgehend von den verordnungseigenen Vorgaben zur Sanktionierung von Rechtsverstößen wird insbesondere die Möglichkeit

einer Nichtigkeit als Rechtsfolge eines unmittelbaren Verstoßes gegen die EMIR sowie gegen außerhalb der EMIR liegende nationale Rechtsvorschriften (und hier insb. §§ 134, 138 BGB) thematisiert. Hieran anschließend werden Handlungsmöglichkeiten der Parteien erarbeitet, auf die Unwirksamkeit eines Einzelvertrages im Rahmen einer aus eigenständigen Vertragsverhältnissen bestehenden Clearingvertragskette zu reagieren. Im Vordergrund steht dabei die Frage einer Lösungsmöglichkeit vom Vertrag bevor auf die mögliche Entstehung von Schadenersatzansprüchen im Lichte des Art. 12 Abs. 3 S. 2 EMIR näher eingegangen wird.

Im Schlusskapitel ([Kap. 9](#)) werden die wesentlichen Ergebnisse der Arbeit noch einmal thesenhaft zusammengefasst und ein abschließendes Fazit zum Thema der Arbeit gezogen.

Kapitel 2: Aufbau, Funktionsweise und Rechtscharakter von OTC-Finanzderivaten



§ 1 Bedeutung des außerbörslichen Derivatehandels (OTC-Handel)

Der Abschluss von Derivaten findet sowohl innerhalb organisierter Handelsbörsen, als auch außerhalb, also unmittelbar zwischen den Marktteilnehmern (englisch *over the counter*, OTC¹), statt. Dabei wird der Handel *over the counter* nunmehr erstmals in Art. 2 Nr. 7 EMIR legaldefiniert. Gemäß Art. 2 Nr. 7 EMIR sind „*OTC-Derivate*“ oder „*OTC-Derivatekontrakte*“ *Derivatekontrakte, deren Ausführung nicht auf einem geregelten Markt i. S. d. Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 der RL 2004/39/EG oder auf einem Markt in Drittstaaten, der gemäß Art. 19 Abs. 6 der RL 2004/39/EG als einem geregelten Markt gleichwertig angesehen wird, erfolgt*“.

Dem börslichen Handel gleichstehend und damit nicht *over the counter* abgeschlossen sind hingegen Derivate, die zwar nicht unter die Definition des Art. 2 Nr. 7 EMIR fallen, jedoch über eine Terminbörse in einem Drittstaat geschlossen wurden, die gemäß Art. 19 Abs. 6 der MiFID-Richtlinie den geregelten europäischen Märkten gleichsteht.² Ausgenommen sind zudem bestimmte Blocktrades, die nur aus organisatorischen Gründen nicht unmittelbar an der Börse vorgenommen wurden, soweit diese in Übereinstimmung mit den börslichen Regelungen geschlossen und unmittelbar nach Abschluss in das Clearingsystem der Börse überführt worden sind.³ Der Abschluss eines Derivatekontrakts über ein multilaterales Handelssystem (MTF) im Sinne der MiFID II⁴ schließt dagegen eine Subsumtion unter die Definition des

¹ Assis/Beule/Heise/Strube-Böhm/Bergfort, 4. Aufl., Kap. 7 Rn. 550.

² Hartenfels, ZHR 178 (2014), 173 (190); Gstädtner, RdF 2012, 145 (150).

³ Regulierungseinflüsse der Handels- und Clearingpflicht der MiFIR auf den OTC-Derivatehandel vgl. ESMA, Q&As vom 01.10.2015, S. 10 f. (Antwort zu Frage 1 (d)); Hartenfels, ZHR 178 (2014), 173 (190).

⁴ Ausführlich zum Begriff des multilateralen Systems Güllner, WM 2017, 938 (941); vgl. bzgl. der Handelsplatzpflicht des Art. 28 Abs. 1 MiFIR Ausführungen in Kapitel 4, § 2 C. III. 5.

OTC-Handels des Art. 2 Nr. 7 EMIR aus, sodass auf diese Weise zustande gekommene Kontrakte keine OTC-Derivate darstellen.⁵

Der Handel mit Finanzterminkontrakten fand zwar auch in der Vergangenheit bereits an geregelten Börsen statt, der um ein Vielfaches überwiegender Anteil an Geschäftsabschlüssen lag und liegt jedoch im Bereich außerbörslicher Geschäfte.⁶ So betrug im Dezember 2014 das Volumen sämtlicher ausstehender OTC-Derivate nach Erhebungen der Bank für internationale Zusammenarbeit zusammengefasst US-\$ 629.124.000.000.000. Für das erste Halbjahr 2015 wurde ein Durchschnittswert von US-\$ 552.909.000.000.000 ermittelt.⁷ Das Gesamtvolumen ausstehender börslich gehandelter Derivate betrug dagegen im Dezember 2014 lediglich Mrd. US-\$ 57.599.000.000.000 (Futurs: mrd. US-\$ 25.582/Options: mrd. US-\$ 32.017) und im Juni 2015 Mrd. US-\$ 62.212.000.000.000 (Futurs: mrd. US-\$ 26.349/Options: Mrd. US-\$ 35.863).⁸

Bei diesen Werten handelt es sich jedoch lediglich um die Nominalwerte der Kontrakte, deren Wert sich durch die Anknüpfung an schwankende Basiswerte erheblich verändert haben kann. Zudem findet das aus den Kontrakten resultierende Ausfallrisiko – also das Risiko der Nichterfüllung und der sich hieran anschließenden Mehrkosten – keinen Eingang in die Statistik.⁹ Dieses könnte im Vergleich zum Nominalwert in einem worst-case-Szenario noch deutlich über den dargestellten Zahlen liegen. Umgekehrt liegt das Ausfallrisiko im normalen wirtschaftlichen Verlauf deutlich unter dem Gesamtvolumen der Nominalwerte der ausstehenden Derivatekontrakte.¹⁰ Erschwerend kommt hinzu, dass die von der BIZ dargestellten Volumina auch aktuell noch weitestgehend auf freien statistischen Erhebungen beruhen. Diese können jedoch aufgrund des bilateralen Abschlusses nicht alle OTC-Derivatekontrakte erfassen, weshalb hinsichtlich der außerbörslichen

⁵ Eine Trennung zwischen MTF und OTC-Handel ergibt sich aus Art. 28 Abs. 1 a) MiFIR, dessen erklärtes Ziel es ist, mit einer künftigen Handelsplatzpflicht den außerbörslichen Handel auf geregelte Handelsplätze i. S. d. Art. 28 Abs. 1 MiFIR, zu denen auch OTF zählen, zu verschieben, vgl. ErwGr. (6) MiFIR; *Baur*, jurisPR-BKR 6/2017 Anm. 1 (E. IV.); *Ostermann/Sickermann*, RdF 2017, 100; *a. A. Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 173 (190); *Geier/Mirtschink*, CFB 2013, 102 (104).

⁶ *Schimansky/Bunte/Lwowski-Jahn*, 5. Aufl., § 114 Rn. 1 ff.; *Trepte/Byentsa*, CFL 2010, 260; *Gstädtner*, RdF 2012, 145; *Mühlhaus*, ErbStB 2008, 303 (304); *Droll/Ockler*, Kreditwesen 2013, 173 (274); *Europäische Kommission*, Presserklärung vom 15.09.2010, abgerufen am 05.07.2017 unter <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/10/1125&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en>, nach der Stand Dez. 2009 OTC-Derivate einen Anteil von 80 % des Gesamthandels ausmachten; *Kümpel/Wittig-Rudolf*, 4. Aufl., Rn. 19.24, der Stand 2011 davon ausgeht, dass ca. 90 % als Derivatekontrakte außerbörslich geschlossen werden.

⁷ *BIZ*, Semiannual OTC-Derivatives Statistics at End-December, abgerufen am 28.06.2017 unter www.bis.org/statistics/derstats.htm.

⁸ *BIZ*, Exchange-traded derivatives statistics, abgerufen am 28.06.2017 unter <http://www.bis.org/statistics/extderiv.htm>.

⁹ Mit Kritik an der statistischen Erhebung der BIZ *Köhling/Adler*, WM 2012, 2125; *Gstädtner*, RdF 2012, 145 (146); *Hartenfels*, ZHR 178 (2014), 174 (175 Fn. 6).

¹⁰ Zu der adäquaten Risikodarstellung durch das Gross Credit Exposure *Gstädtner*, RdF 2012, 145 (146).

Nominalbeträge ein tatsächlich noch höheres Gesamtvolumen wahrscheinlich ist. Interessant dürften insofern die statistische Entwicklung mit zunehmender weltweiter Meldepflicht gegenüber den Transaktionsregistern und die Frage sein, ob und inwieweit sich der bisher außerbörsliche Handel durch die neuen Regelungen in Richtung eines börslichen Handels bewegen wird.

Vorteil des außerbörslichen Abschlusses von Derivatekontrakten ist, dass diese aufgrund des deutlich geringeren Standardisierungsbedürfnisses (das Grundvoraussetzung für eine börsliche Handelbarkeit ist), einen individuellen Zuschnitt des derivativen Finanzgeschäfts auf die Bedürfnisse der vertragsschließenden Parteien ermöglichen.¹¹ Zudem ist bzw. war¹² der außerbörsliche Handel aufgrund des fehlenden Einbeziehungserfordernisses Dritter bislang auch kostengünstiger als der Abschluss an der Börse.¹³ Kehrseite dieser (aus einer fehlenden Regulierung resultierenden) Vorteile war bis zum Inkrafttreten der EMIR-Verordnung eine vollständige Intransparenz und das Fehlen einer aufsichtsbezogenen Kontrolle.¹⁴ Wie der börsliche Handel unterliegt jedoch auch der OTC-Derivatehandel in der Breite in gewissem Grad einem Standardisierungsbedürfnis. Es kann nicht für jedes Geschäft ein vollständig neues und individuelles Vertragswerk ausgearbeitet werden. Aus diesem Grund wird im außerbörslichen Handel regelmäßig auf Musterrahmenverträge zurückgegriffen.¹⁵ Das verbreitetste Mustervertragswerk sind die von der International Swap and Derivative Association (abgekürzt ISDA) herausgegebenen Standardverträge.¹⁶ Dabei wird das ISDA-Masteragreement zwischen den Parteien in einer durch Auswahl entsprechend individualisierten Form geschlossen und durch spezielle Ergänzungsformularverträge weiter angepasst. Zudem bestehen nationale Mustervertragswerke wie der in Deutschland vom Bundesverband deutscher Banken e.V. herausgegebene „*Deutscher Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte*“. Auch hier erfolgt die Ausgestaltung des OTC-Derivatekontrakts durch den Abschluss eines Grundrahmenvertrags, der durch den Abschluss weiterer Anhänge und Zusatzvereinbarungen erweitert und/oder modifiziert wird.¹⁷ Dabei stellen die

¹¹ Staub-Grundmann, HGB, 5. Aufl., Band 11, 5. Teil, Rn. 75 f.; Reiner, ISDA Master Agreement, Einl. Rn. 7; Trepte/Byentsa, CFL 2010, 260 (261); Buck-Heeb, § 2 Rn. 90; vgl. auch Assis/Beule/Heise/Strube-Böhm/Bergfort, 4. Aufl., Kap. 7 Rn. 550.

¹² Ob der OTC-Handel auf Dauer kostengünstiger als der börsliche Handel verbleiben wird, wird stark von den künftigen Besicherungsanforderungen für OTC-Derivategeschäfte abhängen, vgl. Assis/Beule/Heise/Strube-Böhm/Bergfort, 4. Aufl., Kap. 7 Rn. 607; Gommel/Gomber, Kreditwesen 2012, 867 (868); Trepte/Byentsa, CFL 2010, 260 (261 f.); krit. insofern Scherer, CFL 2010, 93 (100).

¹³ Mühlhaus, ErbStB 2008, 303 (305).

¹⁴ Trepte/Byentsa, CFL 2010, 260.

¹⁵ Vgl. zur Wirkung standardisierter Rahmenverträge Ohler, DVBl 2011, 1061 (1062).

¹⁶ Abgedruckt in Reiner, ISDA Master Agreement, Text des 2002 ISDA Master Agreement (jedoch nur in der Fassung bis 2013).

¹⁷ Der Deutsche Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte, sowie dessen Anhänge und Zusatzvereinbarungen ist abrufbar unter <https://bankenverband.de/service/rahmenvertraege-fuer-finanzgeschaefte/deutscher-raahmenvertrag-fuer-finanztermingeschaefte/>.

Anhänge und Zusatzvereinbarungen Änderungsverträge dar,¹⁸ durch die der zuvor von den Parteien abgeschlossene Grundrahmenvertrag inhaltlich durch ein Bezugnehmendes weiteres Vertragswerk erweitert, ergänzt und/oder abgeändert wird.¹⁹

§ 2 Begriff, Grundstruktur und Prinzipien derivativer Finanzinstrumente

A. Gesetzliche Definition

Der Begriff des Derivats im kapitalmarktrechtlichen Sinne war lange Zeit umstritten. Wörtlich lässt sich dieser auf das lateinische „*derivare*“ zurückführen, was übersetzt „*ableiten*“ oder „*herleiten*“ bedeutet.²⁰ Die Tatsache, dass der Abschluss von Derivaten in der Praxis sehr unterschiedlichen Interessen dient, deren Spannweite von reinen Spekulationsgeschäften²¹ bis hin zu einer gewinnneutralen Risikoabsicherung²² reicht,²³ macht eine einheitliche Begriffserfassung jedoch sehr schwer. Entsprechend umfangreich fiel die auch für die EMIR-Verordnung maßgebende Legaldefinition im Anhang I Absch. C Nr. 4 – 10 der Finanzmarkttrichtlinie²⁴ aus, die nachfolgend durch Art. 38 f. der VO (EG) Nr. 1287/2006 noch um weitere Basiswerte und Definitionszusätze erweitert wurde.

Die europarechtliche Definition, auf die die EMIR-Verordnung in Art. 2 Nr. 5 Bezug nimmt, wurde im deutschen Recht in § 2 Abs. 2 WpHG und wortgleich in § 1 Abs. 11 S. 3 KWG implementiert. Anders als in der Richtlinie sind im WpHG und KWG jedoch nicht mehr einzelne Derivatetypen („*Option*“, „*Swap*“), sondern in § 2

¹⁸ Vgl. Schimansky/Bunte/Lwowski-Jahn, 4. Aufl., § 114 Rn. 63, der (in der Voraufgabe) bzgl. des AFB/FBF-Rahmenvertrags feststellt, dass durch den Abschluss der Zusatzvereinbarung für grenzüberschreitende Geschäfte die Art. 7.2 und 10 des Rahmenvertrags abgeändert würden.

¹⁹ Vgl. etwa Nr. 1 des EMIR-Anhangs zum Dt. Derivatrahmenvertrag: „*Ergänzend zu den Bestimmungen des Rahmenvertrags vereinbaren die Parteien [...]*“.

²⁰ Vgl. Buck-Heeb, 7. Aufl., § 2 Rn. 89; Barth, Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht 2015, 1 (7).

²¹ Zu den unterschiedlichen aus Derivategeschäften erwachsenden Risiken Schwintowski-Köhler, 4. Aufl., § 21 Rn. 20 ff.; Kessler, Das Strukturrisiko von Finanzderivaten, 2012, S. 68; ders., BB 2013, 1098 jeweils m. w. N.

²² Den Absicherungscharakter derivativer Finanzgeschäfte betonend Steinbrenner/Schulz, Kreditwesen 2013, 179 (180); Habersack/Mülbert/Schlitt-Steiner, 3. Aufl., § 28 Rn. 3.

²³ Vgl. zu den Einsatzmöglichkeiten derivativer Finanzgeschäfte Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, §§ 6–8; Gstädtner, RdF 2012, 145 (146).

²⁴ Anhang I Absch. C Nr. 4 – 10, RL 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates:

„4. Optionen, Terminkontrakte, Swaps, Zinsausgleichsvereinbarungen und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Wertpapiere, Währungen, Zinssätze oder -erträge, oder andere

Abs. 2 Nr. 1 WpHG²⁵ allgemeine Merkmale genannt, die grundsätzliche Voraussetzung für das Vorliegen eines (Finanz-) Derivats sein sollen. Hiernach sind Derivate Geschäfte, deren Erfüllung unabhängig von ihrer rechtlichen Ausgestaltung²⁶ erst zeitlich verzögert eintreten soll und deren Wert sich mittelbar oder unmittelbar von dem Wert oder Maß eines Basiswerts ableitet. Differenzierend nach der Art des Basiswerts, der Erfüllung, des Abschlusses und dem Zweck gliedert § 2 Abs. 2 WpHG den Derivatebegriff weiter auf. Die sich aus Abs. 2 Nr. 1 Hs. 1 ergebende Ausgestaltung als Termingeschäft ist jedoch als Grundvoraussetzung für das Vorliegen eines Derivats zu verstehen, das insofern lediglich durch Abs. 2 Nr. 1 Hs. 2, Nr. 2–5 weitergehend definitorisch eingegrenzt wird.²⁷

Derivat-Instrumente, finanzielle Indizes oder Messgrößen, die effektiv geliefert oder bar abgerechnet werden können

5. *Optionen, Terminkontrakte, Swaps, Termingeschäfte und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die bar abgerechnet werden müssen oder auf Wunsch einer der Parteien (anders als wegen eines zurechenbaren oder anderen Beendigungsgrunds) bar abgerechnet werden können*
Optionen, Terminkontrakte, Swaps und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die effektiv geliefert

werden können, vorausgesetzt, sie werden an einem geregelten Markt und/oder über ein MTF gehandelt

7. *Optionen, Terminkontrakte, Swaps, Termingeschäfte und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die effektiv geliefert werden können, die sonst nicht in Abschnitt C Nummer 6 genannt sind und nicht kommerziellen Zwecken dienen, die die Merkmale anderer derivativer Finanzinstrumente aufweisen, wobei unter anderem berücksichtigt wird, ob Clearing und Abrechnung über anerkannte Clearingstellen erfolgen oder ob eine Margin-Einschussforderung besteht*

8. *derivative Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken*

9. *finanzielle Differenzgeschäfte*

10. *Optionen, Terminkontrakte, Swaps, Termingeschäfte und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Klimavariablen, Frachtsätze, Emissionsberechtigungen, Inflationsraten und andere offizielle Wirtschaftsstatistiken, die bar abgerechnet werden müssen oder auf Wunsch einer der Parteien (anders als wegen eines zurechenbaren oder anderen Beendigungsgrunds) bar abgerechnet werden können, sowie alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Vermögenswerte, Rechte, Obligationen, Indizes und Messwerte, die sonst nicht im vorliegenden Abschnitt C genannt sind und die die Merkmale anderer derivativer Finanzinstrumente aufweisen, wobei unter anderem berücksichtigt wird, ob sie auf einem geregelten Markt oder einem MTF gehandelt werden, ob Clearing und Abrechnung über anerkannte Clearingstellen erfolgen oder ob eine Margin-Einschussforderung besteht.“*

²⁵ Aufgrund der wortgleichen Formulierung des § 2 Abs. 2 WpHG und des § 1 Abs. 11 S. 3 KWG wird im Folgenden nur noch auf § 2 Abs. 2 WpHG abgestellt – die getroffenen Aussagen sind jedoch auf beide Normen gleichermaßen anwendbar.

²⁶ § 2 Abs. 2 Nr. 1 Hs. 1 WpHG „als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte ...“; so im Ergebnis auch Schwark/Zimmer-Kumpan, 4. Aufl., § 2 WpHG Rn. 37; MünchKomm/HGB-Ekkenga, 3. Aufl., Effektengeschäft Fn. 155; eine Beschränkung des Derivatebegriffs auf kauf- und tauschartige Verträge wäre im Übrigen mit der Definition der RL 2004/39/EG auch nicht vereinbar, da diese der Art der typisierten vertraglichen Ausgestaltung keine Bedeutung zuspricht, mit der Beschränkung auf Kauf- und Tauschverträge zahlreiche Derivate jedoch nicht mehr erfasst würden.

²⁷ Vgl. RegE, BT-Drucks. 16/4028, S. 54 ff.; MünchKomm/HGB-Ekkenga, 3. Aufl., Effektengeschäft Rn. 38.

Die aufgezeigten Abweichungen des § 2 Abs. 2 WpHG von dem Wortlaut der in der Anlage I zur Finanzmarkttrichtlinie enthaltenen europäischen Definition beschränken sich damit primär auf Fragen der Formulierung und der Herangehensweise. Mit den Begriffen des „Festgeschäfts“ und des „Optionsgeschäfts“ wird auf die beiden Möglichkeiten des Eintritts der Erfüllungsbedürftigkeit (automatisch/nach Wahl einer Partei) abgestellt, worin sich diese im Übrigen auch erschöpfen.²⁸ Der Hinweis auf eine kauf-, tausch- oder anderweitig vertragliche Ausgestaltung, soweit dieser denn überhaupt erforderlich ist, indiziert darüber hinaus die Möglichkeit unterschiedlichen Leistungsaustauschs und unterschiedlicher Leistungshäufigkeit und der Einordnung eines Termingeschäfts als Derivate unabhängig von dessen zivilrechtlicher Ausgestaltung.²⁹ Zudem bringt § 2 Abs. 2 WpHG – wie die zugrunde liegenden Richtlinienvorgaben – zum Ausdruck, dass es sich bei einem Derivat nicht um ein standardisiertes oder handelbares Produkt handeln muss³⁰ und auch eine erfolgte Verbriefung ohne Bedeutung ist.³¹ Eine ausdrückliche Benennung einzelner Derivatetypen – wie im Anhang der Richtlinie – war vor diesem Hintergrund nicht mehr erforderlich.³²

B. Verzögerte Erfüllung

Grundvoraussetzung für das Vorliegen eines Finanzderivats ist die zeitliche Verzögerung zwischen Vertragsschluss und Vertragserfüllung. Dabei kann der künftige Erfüllungszeitraum entweder zwischen den Parteien datumsmäßig bestimmt oder alternativ an einem ungewissen Bedingungseintritt festgemacht werden.³³ Die verzögerte Erfüllung ist Abgrenzungskriterium zu Verträgen am Kassamarkt, auf dem eine Erfüllung regelmäßig sofort nach Vertragsschluss fällig ist (§ 271 Abs. 1 BGB). So definiert Art. 38 Abs. 2 UAbs. 1 MiFID-DVO³⁴ Kassageschäfte entsprechend auch als solche, bei denen eine Erfüllung mit fester Frist von zwei Handelstagen oder der hierfür üblichen alternativen Standardlieferfrist zu erfolgen

²⁸ Schwark/Zimmer-Kumpan, 4. Aufl., § 2 WpHG Rn. 37; Melzer, BKR 2003, 366 (369).

²⁹ Schwark/Zimmer-Kumpan, 4. Aufl., § 2 WpHG Rn. 38.

³⁰ Schwark/Zimmer-Kumpan, 4. Aufl., § 2 WpHG Rn. 38; a. A. MünchKomm/HGB-Ekkenga, 3. Aufl., Effktengeschäft Rn. 43, der das Vorliegen eines Derivats im Sinne des § 2 Abs. 2 WpHG bei reinen Einzelprodukten abgelehnt.

³¹ Schwark/Zimmer-Kumpan, 4. Aufl., § 2 WpHG Rn. 26, 38; vgl. zur Funktion und Rolle der Verbriefung von Derivaten Scherer, CFL 2010, 93 (96 f.).

³² RegE, BT-Drucks. 16/4028, S. 55.

³³ Baumbach/Hopt-Kumpan, 37. Aufl., § 2 WpHG Rn. 35.

³⁴ Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie, ABl. EU Nr. L 241/1 vom 02.09.2006.

hat.³⁵ Tatbestandsmerkmal für das Vorliegen eines Derivats ist daher das gewollte zeitliche Auseinanderfallen von Verpflichtungs- und Erfüllungsgeschäft.³⁶ Andere Faktoren (wie etwa ein Spekulationswille hinsichtlich der späteren Wertentwicklung des Erworbenen) sind für die Abgrenzung zwischen Derivate- und Kassageschäft hingegen ohne Bedeutung und können nicht zu einer Wandlung des Kassageschäfts in einen Derivatekontrakt führen.³⁷ Folge der verzögerten Erfüllungspflicht ist, dass weder „Käufer“ noch „Verkäufer“ des Derivats zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses über die liquiden Mittel oder Güter zu dessen Erfüllung verfügen müssen.³⁸ Dies verschafft den Parteien Handlungsfreiheiten; kann jedoch bei Eintritt der späteren Erfüllungspflicht auch zu erheblichen Schwierigkeiten führen, soweit das Geschuldete am Markt nicht oder nur zu höheren Kosten erhältlich ist, als dies der Schuldner kalkuliert hatte oder sogar zu bewirken in der Lage ist.³⁹

C. Abhängigkeit vom Basiswert

Ein derivatives Finanzgeschäft ist weiterhin dadurch gekennzeichnet, dass sich nicht zwei statische Leistungspflichten gegenüberstehen (etwa wie beim Kauf einer Sache gegen einen feststehenden Kaufpreis), sondern mindestens eine vertragliche Leistungspflicht in Höhe oder Umfang variabel ist. Dies folgt aus dem Umstand, dass die variable Leistungspflicht unmittelbar oder mittelbar an einen oder mehrere Basiswerte (sog. *underlying*) geknüpft wird, die ihrerseits einer Wert- oder Kurschwankung am Kassamarkt unterliegen.⁴⁰ Als Basiswerte kommen etwa Waren und Rohstoffe, Wertpapiere, Devisen, Zinssätze oder andere Geldmarktinstrumente in Betracht. Auch Indizes möglicher Basiswerte oder wiederum der Wert anderer derivativer Finanzinstrumente können als *underlying* herangezogen werden.⁴¹ Da Letztere ihren Wert selbst aus einem anderen Basiswert herleiten, spricht man bei

³⁵ Zur Erfüllungsfrist am Kassamarkt BGHZ 103, 84 (87) = NJW 1988, 1592; Schimansky/Bunte/Lwowski-Jahn, 5. Aufl., § 114 Rn. 195; Baumbach/Hopt-Kumpan, 37. Aufl., § 2 WpHG Rn. 5; Melzer, BKR 2003, 366 (369); kritisch bzgl. der Abgrenzung zwischen Kassa- und Termingeschäften anhand von Erfüllungsfristen Binder, ZHR 169 (2005), 329 (352).

³⁶ Mühlhaus, ErbStB 2008, 303.

³⁷ BGH, NJW 1988, 1592 (1593).

³⁸ Zerey-Schüwer/Steffen, 2. Aufl., § 1 Rn. 1; Mühlhaus, ErbStB 2008, 303.

³⁹ Trouet, Derivate und Wirtschaftsaufsicht, S. 17 m. w. N.; Reiner, Derivative Finanzinstrumente, S. 42, der insofern von „*Termindruck*“ spricht.

⁴⁰ Einsele, Bk&KapR, § 8 Rn. 86; zur Einordnung einzelner Derivatetypen nach dem zugrunde liegenden Basiswert vgl. Kümpel/Wittig-Rudolf, 4. Aufl., Rn. 19.23.

⁴¹ Vgl. Kümpel/Wittig-Rudolf, 4. Aufl., Rn. 19.75; Albrecht/Karahan/Lenenbach-Lenenbach, § 36 Rn. 520; Einsele, Bk&KapR, § 8 Rn. 86; Hartenfels, ZHR 178 (2014), 173 (174); Gstädtner, RdF 2012, 145; Gergen, Rechtsfragen der Regulierung außerbörslicher derivativer Finanzinstrumente, S. 6 f.

einer derartigen Referenzierung von einer mittelbaren Abhängigkeit.⁴² Underlyings, deren Wert sich unmittelbar aus einem eigenen Markt- oder Börsenpreis herleitet, begründende hingegen eine unmittelbare Abhängigkeit des Derivatekontrakts vom Basiswert.⁴³

Die Anknüpfung an einen Basiswert stellt die flexible Anpassung an eine bestimmte Kursentwicklung sicher, ohne dass hierdurch das Geschäft inhaltlich abgeändert werden müsste. Dies ermöglicht es Parteien, etwa durch den Abschluss eines Finanzderivats Zinsschwankungen in Bezug auf ein anderes Vertragsverhältnis auszugleichen.⁴⁴ Gleichzeitig bildet die Anknüpfung an eine ex ante nicht sicher bestimmbare Entwicklung auch die Grundlage für Spekulationen, die prägend sind für fast sämtliche Derivate von Kreditabsicherungen bis hin zu wettgleichen Differenzgeschäften.

Einen besonderen Anreiz bildet dabei die sogenannte Hebelwirkung, die es durch entsprechende Multiplikatoren ermöglicht, mit nur sehr geringem Kapitaleinsatz überproportional an Kursschwankungen zu partizipieren.⁴⁵ Dies kann zu erheblichen Gewinnen einer Partei führen. Gleichzeitig erfasst der Multiplikator jedoch auch Verlustentwicklungen, wenn sich der Basiswert zum Nachteil der anderen Partei entwickelt, und kann schnell eine weit über einen Totalverlust der erworbenen eigenen Forderungen hinausgehende erhebliche Leistungsverpflichtung der durch die Kursentwicklung belasteten Partei bedeuten.⁴⁶

§ 3 Einzelne Derivateklassen

Derivate können in einer Vielzahl unterschiedlicher Gestaltungen auftreten, die ihrem Grundcharakter nach als Termingeschäfte ausgestaltet sind, ansonsten jedoch je nach Willen und Bedarf der vertragsschließenden Parteien einer starken und sich stetig weiter entwickelnden Diversifikation unterliegen. Die folgende Darstellung und rechtliche Einordnung unterschiedlicher Derivate bezieht sich daher auf bestimmte Grundtypen, die am Markt von besonderer Bedeutung sind.

⁴² Schwark/Zimmer-Kumpan, 4. Aufl., § 2 WpHG Rn. 36.

⁴³ Schwark/Zimmer-Kumpan, 4. Aufl., § 2 WpHG Rn. 36.

⁴⁴ Bzgl. der ökonomischen Funktionen derivativer Finanzinstrumente vgl. *Barth*, Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht 2015, 9 m. w. N.

⁴⁵ Kumpel/Wittig-Rudolf, 4. Aufl., Rn. 19.15; Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn-König, 3. Aufl., Rn. VIII 5; MünchKomm/HGB-Ekkenga, 3. Aufl., Effektingeschäft Rn. 40; *Reiner*, Derivative Finanzinstrumente, S. 39 ff.; *Samtleben*, ZBB 2003, 69 (71).

⁴⁶ Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn-König, 3. Aufl., Rn. VIII 5 m. w. N.; *Reiner*, Derivative Finanzinstrumente, S. 39 ff.

A. Rechtsverbindlichkeit derivativer Finanzinstrumente

Vor der rechtlichen Einordnung der einzelnen Derivatetypen ist jedoch aufgrund der stets möglichen spekulativen Einsatzmöglichkeit auf deren grundsätzliche Rechtsverbindlichkeit im Lichte des § 762 BGB einzugehen. Zu bedenken ist dabei, dass die sich aus einer Differenzauszahlung ergebende Möglichkeit spekulativer Geschäfte⁴⁷ in Form von Glücksspiel oder von Wetten auf die Entwicklung eines Basiswerts einen erheblichen Anreiz zur Eingehung von Risiken ergibt.⁴⁸

Insbesondere die Tatsache, dass die zur möglichen künftigen Erfüllung erforderliche Substanz zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses noch nicht vorhanden sein muss, verleitet zu einer Kontrahierung im „blinden Vertrauen“ auf eine einen Gewinn bedeutende Kursentwicklung und damit die vermeintlich fehlende Notwendigkeit, sich mit einer eigenen Leistungspflicht im Fall eines Negativverlaufs ausreichend auseinanderzusetzen. Tatsächlich kann die Entwicklung des Basiswerts jedoch kaum sicher vorhergesagt und so jedes Geschäft in einen nur schwer oder gar nicht im Voraus bezifferbaren Verlust münden. Der vor diesem Hintergrund naheliegende Rechtsfolgedanke des § 762 BGB wird dabei durch den Umstand gestützt, dass bestimmte Derivate auf Tatbestandsebene tatsächlich als Spiel oder Wette⁴⁹ eingeordnet werden können.⁵⁰ Zu beachten ist dabei jedoch, dass gemäß § 37e WpHG⁵¹ die Anwendung des § 762 BGB auf Finanztermingeschäfte und damit auf Derivate unter bestimmten Voraussetzungen ausgeschlossen sein kann. Die Anknüpfung in § 37e S. 1 WpHG an eine gewerbsmäßige oder im Umfang zumindest mit einer kaufmännischen Tätigkeit (§ 1 Abs. 2 HGB) vergleichbare

⁴⁷ Eine vor dem Hintergrund der Differenzzahlung als Vertragszweck lange diskutierte Unwirksamkeit derivativer Finanzgeschäfte gem. § 764 BGB a. F. hat sich mit der vollständigen Streichung des Paragraphen durch Art. 9 4.FMFG erledigt, vgl. Habersack/Mülbert/Schlitt-Steiner, 3. Aufl., § 28 Rn. 26, m. N. hinsichtlich des zuvor geführten Meinungsstreits.

⁴⁸ Dies gilt insb. vor dem Hintergrund, dass Differenzgeschäfte heute die gängigste Form derivativer Finanzinstrumente darstellen, Albrecht/Karahan/Lenenbach-Lenenbach, § 36 Rn. 519; Habersack/Mülbert/Schlitt-Steiner, 3. Aufl., § 28 Rn. 8.

⁴⁹ Bsp. etwa ein Forward, der auf die einseitige Differenzzahlung der Partei abzielt, zu deren Nachteil sich der Basiswert vom Forwardpreis abweichend entwickelt und der insofern einer Wette auf die steigende oder fallende Kursentwicklung darstellt.

⁵⁰ Vgl. RegE BT-Drucks. 14/8017, S. 96; LG Dortmund, Urt. v. 05.07.2013, Az. 6-O/85/12, Rn. 49 – zitiert nach juris; OLG Frankfurt, BeckRS 2010, 11197 (unter II. 1. a); Roberts, DStR 2010, 1082 (1085 f.).

⁵¹ § 37e WpHG *Ausschluss des Einwands nach § 762 des Bürgerlichen Gesetzbuchs Gegen Ansprüche aus Finanztermingeschäften, bei denen mindestens ein Vertragsteil ein Unternehmen ist, das gewerbsmäßig oder in einem Umfang, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, Finanztermingeschäfte abschließt oder deren Abschluss vermittelt oder die Anschaffung, Veräußerung oder Vermittlung von Finanztermingeschäften betreibt, kann der Einwand des § 762 des Bürgerlichen Gesetzbuchs nicht erhoben werden. Finanztermingeschäfte im Sinne des Satzes 1 und der §§ 37g und 37h sind die Derivate im Sinne des § 2 Abs. 2 und Optionsscheine.*

Aktivität im Derivatehandel begründet hier die Vermutung einer professionellen und nicht auf ein Spiel oder eine Wette gerichteten Abschlussintention.⁵² Hierfür spricht auch der in diesem Zusammenhang vorliegende, dem Spiel jedoch fremde wirtschaftliche Zweck, mit dem Unternehmen am Derivatemarkt agieren.⁵³

Rechtlich ist der Spieleinwand des § 762 BGB in Bezug auf Finanzderivate, die tatbestandlich als Spiel oder Wette ausgestaltet sind, damit nicht komplett durch die Regelung des § 37e WpHG ausgeschlossen. Vielmehr bleibt dieser in Bezug auf Derivatekontrakte ohne Beteiligung eines Unternehmens mit den in § 37e WpHG genannten Merkmalen erhalten und kann einem Erfüllungsbegehren entgegengehalten werden.⁵⁴ In der Praxis finden am Markt jedoch kaum Derivategeschäfte statt, an denen nicht mindestens ein gewerblich oder (quasi-)kaufmännisch handelndes Unternehmen beteiligt wäre. Vor diesem Hintergrund begründet § 37e WpHG so einen praktischen Anwendungsausschluss des § 762 BGB bzgl. aller wirtschaftlichen relevanter Abschlüsse von derivativen Finanzgeschäften.⁵⁵

Dies gilt auch, soweit sich der Differenzanspruch erst aus einer Wandlung des Erfüllungssubstrats von einer tatsächlichen Erfüllung in eine Differenzauszahlung durch § 104 Abs. 2, 3 InsO vollzieht. Die Differenzzahlung im Sinne einer Wette war hier nicht primärer Vertragszweck, sondern stellt einen gemäß § 104 Abs. 3 InsO am Maßstab der Differenz zu berechnenden Wertersatzanspruch dar.⁵⁶ Aufgrund des so fehlenden Spiel- oder Wettwillens findet § 762 BGB keine Anwendung auf i. S. v. § 104 Abs. 3 InsO gewandelte Forderungen.⁵⁷ Im Ergebnis kann daher auch bei insolvenzrechtlicher Wandlung von Derivatekontrakten nur dann der Spieleinwand ausnahmsweise erhoben werden, wenn das Geschäft bereits in seiner ursprünglichen Form unter den § 762 BGB subsumierbar war und dessen Anwendung nicht bereits durch § 37e WpHG ausgeschlossen ist.⁵⁸

B. Forwards

I. Struktur und Aufbau des Forwards

Ein Forward ist die Vereinbarung, die einen einmaligen, zukünftigen Leistungsaustausch zum Inhalt hat. Dabei verpflichtet sich der Verkäufer, die bestimmte Menge eines Basiswerts (etwa Waren, Wertpapiere oder auch andere Derivate) an einem

⁵² Vgl. RegE BT-Drucks. 14/8017, S. 96; Schwark/Zimmer-Zimmer, 4. Aufl., § 37e WpHG Rn. 1, 3.

⁵³ Vgl. BGHZ 69, 295 (301) = NJW 1977, 2356 (2357); LG Münster, NJOZ 2005, 4615 (4618); Schimansky/Bunte/Lwowski-Jahn, 5. Aufl., § 114 Rn. 151; Salewski, BKR 2012, 100 (104 f.); krit. MünchKomm/BGB-Habersack, 6. Aufl., § 762 Rn. 4.

⁵⁴ Habersack/Mülbert/Schlitt-Steiner, 3. Aufl., § 28 Rn. 24.

⁵⁵ Schimansky/Bunte/Lwowski-Jahn, 5. Aufl., § 114 Rn. 150; MünchKomm/BGB-Habersack, 6. Aufl., § 762 Rn. 10.

⁵⁶ Uhlenbruck-Lüer, 14. Aufl., § 104 InsO Rn. 43; Nerlich/Römermann-Balthasar, 28. Erglfg. (Januar 2015), § 104 InsO Rn. 45.

⁵⁷ Mit übertragbarer Argumentation zu § 104 Abs. 1 InsO Uhlenbruck-Lüer, 14. Aufl., § 104 InsO Rn. 8.

⁵⁸ Jaeger-Jacoby, § 104 InsO Rn. 74.

vorbestimmten Termin an den Käufer zu übertragen. Der Käufer zahlt hierfür einen bereits bei Abschluss des Derivatekontrakts in der Höhe festgelegten Terminpreis (auch als *Forwardpreis* bezeichnet).⁵⁹

Der Forward wird dabei je nach Parteiwillen entweder nur zwischen den ursprünglichen Vertragsparteien geschlossen und abgewickelt oder aber auf diesen folgende Marktteilnehmer übertragen und so eigenständig gehandelt. In diesen Fällen ergibt sich der Spekulationswert eines Forwards aus der Differenz des aktuellen oder zukünftig erwarteten Werts des zugrunde liegenden Basiswerts einerseits und dem feststehenden Terminpreis andererseits. Der Forwardkäufer (sog. *long-position*) profitiert hier von einem den Terminpreis übersteigenden Wert des zugrunde liegenden Basiswerts am Kassamarkt.⁶⁰ Der Verkäufer (sog. *short-position*) kann dagegen einen Gewinn realisieren,⁶¹ soweit die Beschaffungskosten für den Basiswert am Abrechnungstag unterhalb des zu zahlenden Terminpreises liegen.⁶² Charakteristisch für den Forward ist entsprechend, dass Gewinn und Verlust der Vertragsparteien einander grundsätzlich spiegelbildlich gegenüberstehen. Eine abschließende Durchführung des Derivatevertrags durch tatsächlichen Leistungsaustausch am Termin tag findet in der Realwirtschaft teilweise,⁶³ auf dem Finanzmarkt dagegen lediglich in Ausnahmefällen tatsächlich statt. Der Regelfall ist hier, dass die Parteien den Kontrakt vor dem Terminzeitpunkt glattstellen und zu diesem Zeitpunkt bestehende Leistungspflichten (z. B. in Geld) gegeneinander aufrechnen.⁶⁴

II. Zivilrechtliche Einordnung des Forwards

Die rechtliche Einordnung des Forwards richtet sich primär nach dem zwischen den Parteien vereinbarten Vertragszweck. Soweit der Vertrag auf die tatsächliche Übergabe und Übertragung körperlicher Gegenstände gerichtet ist, handelt es sich um einen Kaufvertrag i. S. d. § 433 BGB.⁶⁵ Bei einem Devisen-⁶⁶ oder Zinsforward, der ausschließlich den einmaligen Austausch von Buchgeldpositionen vorsieht,

⁵⁹ Haisch/Helios-Haisch, 1. Aufl., § 1 Rn. 41; Einsele, Bk&KapR, § 8 Rn. 86; zur steuerrechtlichen Behandlung von Forwards Haisch/Helios-Haisch, 1. Aufl., § 6 Rn. 169 ff.

⁶⁰ Zerey-Schüwer, 4. Aufl., § 1 Rn. 5.

⁶¹ Vgl. zur steuerrechtlichen Behandlung von Umsätzen aus Finanzderivaten Dahm/Hamacher, DStR 2008, 1910.

⁶² Zerey-Schüwer, 4. Aufl., § 1 Rn. 5.

⁶³ Haisch/Helios-Haisch, 1. Aufl., § 1 Rn. 41.

⁶⁴ Vgl. zu börsengehandelten Forwards (Futurs) MünchKomm/HGB-Ekkenga, 3. Aufl., Effekten-geschäft Rn. 49, der schätzt, dass 90 bis 99 % aller Futurs vor Endfälligkeit durch die Parteien glattgestellt werden.

⁶⁵ Kümpel/Wittig-Rudolf, 4. Aufl., Rn. 19.87; Schwintowski-Köhler, 4. Aufl., § 21 Rn. 96; Haisch/Helios-Haisch, 1. Aufl., § 1 Rn. 42; bzgl. vergleichbarer Futurs Derleder/Knops/Bamberger-Müller, 3. Aufl., § 59 Rn. 26; Peter, FR 1998, 545 (547).

⁶⁶ Vgl. zur Definition des Devisengeschäfts BGHZ 75, 120 (124) = NJW 1979, 1879, 1880 (Herstatt Bank).