



# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:  
Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

## Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XII



# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

---

Herausgeber:  
Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

## Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XII

Schulthess § 2017

---

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2017  
ISBN 978-3-7255-7767-5

[www.schulthess.com](http://www.schulthess.com)

# Inhaltsübersicht

|   |     |
|---|-----|
| <b>From Bail-out to Bail-in – Sinn oder Unsinn</b>  | 7   |
| <i>Dr. Benjamin K. Leisinger, Rechtsanwalt, LL.M., Homburger AG, Zürich</i>   |     |
| <b>Fragen im Zusammenhang mit der Offenlegung von Rechtsstreitigkeiten</b>  | 37  |
| <i>PD Dr. Thomas Werlen, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Quinn Emanuel Urquhart &amp; Sullivan GmbH, Schweiz</i>   |     |
| <b>Die vorzeitige Beendigung des ISDA Master Agreements – Erfahrungen aus der Praxis</b>  | 63  |
| <i>Dr. Markus Guggenbühl, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei VISCHER AG, Zürich, und<br/>Dr. Jana Essebier, Rechtsanwältin, Partnerin bei VISCHER AG, Zürich</i>  |     |
| <b>Kapitalbeschaffung mittels Accelerated Bookbuilding</b>  | 101 |
| <i>Hans-Jakob Diem, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Lenz &amp; Staehelin, Zürich, und<br/>Annina Lippuner, MLaw, Substitutin, Lenz &amp; Staehelin, Zürich</i> |     |
| <b>Cryptocurrencies, Blockchain, Handelsplätze &amp; Co. – Digitalisierte Werte unter Schweizer Recht</b>   | 145 |
| <i>Dr. Martin Hess, Rechtsanwalt, Partner bei Wenger Vieli AG, Zürich, und<br/>Patrick Spielmann, MLAW, Substitut, Wenger &amp; Vieli AG, Zürich</i>            |     |
| <b>Sanktionierung von Offenlegungspflichten unter FinfraG</b>   | 203 |
| <i>Fritz Ammann, Rechtsanwalt, Leiter Rechtsdienst EFD, Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, Bern</i>   |     |

# Die vorzeitige Beendigung des ISDA Master Agreements – Erfahrungen aus der Praxis

Markus Guggenbühl/Jana Essebier \*

## Inhalt

|      |  |    |
|------|--|----|
| I.   | Der OTC-Derivatemarkt.....   | 64 |
| 1.   | OTC-Derivate .....   | 64 |
| 2.   | ISDA Master Agreement .....  | 66 |
| 3.   | Anwendbares Recht und Gerichtsstand .....                            | 68 |
| II.  | Die Finanzmarktkrise und der Zusammenbruch von Lehman Brothers ..... | 69 |
| 1.   | Lehman Brothers im Strudel der Finanzmarktkrise .....                | 69 |
| 2.   | Die Rolle von Lehman Brothers im OTC-Derivatemarkt.....              | 71 |
| III. | Die vorzeitige Beendigung des ISDA Master Agreements .....           | 72 |
| 1.   | Überblick .....  | 72 |
| 2.   | Rechtsfolgen der vorzeitigen Beendigung .....                        | 74 |
| 3.   | Zinsen .....   | 75 |
| a)   | 1992 ISDA Master Agreement.....                                      | 75 |
| b)   | 2002 ISDA Master Agreement.....                                      | 76 |
| 4.   | Besondere Aspekte bei Schweizer Konkursfällen .....                  | 76 |
| IV.  | Die Abwicklungszahlung .....   | 78 |
| 1.   | Überblick .....  | 78 |
| a)   | 1992 ISDA Master Agreement.....                                      | 78 |
| b)   | 2002 ISDA Master Agreement.....                                      | 79 |
| c)   | Gerichtspraxis .....   | 79 |
| 2.   | Market Quotation.....  | 80 |
| 3.   | Loss.....  | 82 |
| 4.   | Close-out Amount.....  | 85 |
| 5.   | Calculation Statement .....  | 86 |
| 6.   | Zeitpunkt der Ermittlung des Abwicklungsbetrages .....               | 87 |

---

\* Die Autoren danken Dominic A. Wyss für die Unterstützung bei der Erstellung dieses Artikels.

|      |  |    |
|------|--|----|
| V.   | Relevanz der Bewertungsmodelle .....                               | 89 |
| 1.   | Überblick über die Bewertung von Derivaten.....                    | 89 |
| 2.   | Optionsbewertung .....   | 89 |
| a)   | Bewertung anhand von kotierten Optionen .....                      | 89 |
| b)   | Bewertung anhand von Modellen.....                                 | 89 |
| aa)  | Black-Scholes-Modell .....   | 90 |
| bb)  | Monte-Carlo-Simulation .....                                       | 92 |
| 3.   | Relevanz von Bewertungsmodellen in der Praxis und vor Gericht..... | 92 |
| VI.  | Empfehlungen bei Eintritt eines Early Termination Events .....     | 94 |
| VII. | Die neue Finanzmarktinfrastrukturregulierung .....                 | 95 |
| 1.   | Initiative der G-20 zur Regulierung des OTC-Derivatehandels.....   | 95 |
| 2.   | Vom Dodd-Frank Act über EMIR hin zum FinfraG .....                 | 96 |
| a)   | Meldepflicht .....   | 96 |
| b)   | Abrechnungspflicht (Clearing).....                                 | 97 |
| c)   | Risikominderungspflicht .....                                      | 97 |
| aa)  | Confirmations .....  | 98 |
| bb)  | Portfolioabstimmung und Portfoliokompression .....                 | 98 |
| cc)  | Bewertung und Besicherung .....                                    | 98 |
| 3.   | Ausblick .....   | 99 |

## I. Der OTC-Derivatemarkt

### 1. OTC-Derivate

Ein Derivat ist ein Finanzinstrument, dessen Wert von einem anderen Wert, dem sogenannten Basiswert (*Underlying*) abgeleitet ist.<sup>1</sup> Eine Derivattransaktion ist ein zweiseitiger Vertrag. Es werden folgende Grundformen unterschieden:

- Forwards
- Swaps
- Optionen

---

<sup>1</sup> Siehe Art. 2 lit. c FinfraG.

Ein Forward ist ein unbedingtes Termingeschäft, bei welchem sich eine Vertragspartei verpflichtet, der anderen Vertragspartei per Verfall einen Basiswert zu einem vorbestimmten Preis zu verkaufen. Die andere Vertragspartei ist verpflichtet, den Basiswert per Verfall zu diesem Preis zu kaufen.

Bei einem Swap schliessen die Vertragsparteien ein Tauschgeschäft über Zahlungsströme ab. Zu den vorbestimmten Terminen ist jede Partei verpflichtet, den Tausch zu vollziehen. Ein typisches Beispiel ist ein Zinsswap, bei welchem sich eine Partei verpflichtet, jeweils einen vorbestimmten Festzins an die andere Vertragspartei zu zahlen und diese Vertragspartei im Gegenzug verpflichtet ist, einen flexiblen Zins, z.B. in Abhängigkeit vom LIBOR, zu zahlen.<sup>2</sup>

Eine Option ist im Unterschied zu einem Forward und einem Swap ein bedingtes Termingeschäft. Ein Beispiel ist das Recht einer Vertragspartei, eine Aktie per Verfall zu einem vorbestimmten Preis zu kaufen. Wer eine Option erwirbt, kann jeweils entscheiden, ob er die Option ausüben möchte oder nicht. Die Gegenpartei ist demgegenüber verpflichtet, die Option zu erfüllen, wenn der Käufer der Option von seinem Erfüllungsrecht Gebrauch macht. Der Käufer zahlt für das Optionsrecht eine Prämie, welche auch dann zu zahlen ist, wenn er von seinem Erfüllungsrecht keinen Gebrauch macht.

In der Praxis werden insbesondere europäische und amerikanische Optionen unterschieden. Europäische Optionen können nur per Verfall ausgeübt werden. Amerikanische Optionen können jederzeit bis einschliesslich Verfall ausgeübt werden. Als exotische Optionen werden Optionen bezeichnet, deren Auszahlungsstruktur von den als Standardoptionen bezeichneten europäischen und amerikanischen Optionen abweicht. So hängt z.B. bei asiatischen Optionen die Auszahlung von der Differenz zwischen dem Ausübungspreis und einem Mittelwert der vergangenen Kurse des Basiswertes ab.

Die meisten Derivate werden nicht an der Börse, sondern ausserbörslich gehandelt. Ausserbörslich gehandelte Derivate werden auch als „Over the counter“ (OTC)-Derivate bezeichnet.

---

<sup>2</sup> In der einfachen Standardform werden Derivate in der Finanzsprache auch als *Plain Vanilla* und in diesem Fall als *Plain Vanilla Swap* bezeichnet.

Forwards, welche an Börsen gehandelt werden, werden als Futures bezeichnet. Optionen, welche verbrieft sind, werden als Warrants bezeichnet.

## 2. ISDA Master Agreement

Das ISDA *Master Agreement* ist eine durch die *International Swaps and Derivatives Association, Inc.* (ISDA), mit Hauptsitz in New York, entwickelte Standarddokumentation für OTC-Derivate. In der Praxis sind zwei Versionen dieser Standarddokumentation im Umlauf – das (*Multicurrency Cross-border*) 1992 ISDA Master Agreement und das 2002 ISDA Master Agreement.<sup>3</sup>

ISDA Master Agreements werden weltweit verwendet. Zwar gibt es auch verschiedene lokale Standarddokumentationen, wie den Schweizer Rahmenvertrag für OTC-Derivate der Schweizerischen Bankiervereinigung oder den Deutschen Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte des Bundesverbands deutscher Banken, der weit überwiegende Teil von OTC-Derivaten wird jedoch unter einem ISDA Master Agreement dokumentiert.<sup>4</sup>

Das ISDA Master Agreement ist als Rahmenvertrag konzipiert. Im Anhang zum ISDA Master Agreement, dem sogenannten Schedule, sind Wahlmöglichkeiten für die Vertragsparteien vorgesehen.

Im Schedule können zudem ergänzende oder abweichende Regelungen aufgenommen werden, um das ISDA Master Agreement auf die besonderen Bedürfnisse der Vertragsparteien abzustimmen.

Die ISDA hat zusätzlich Standardsicherheitenverträge entwickelt. In der Praxis ist insbesondere der Credit Support Annex englischen Rechts von Bedeutung. Er sieht vor, dass das Eigentum an den Sicherheiten auf die Ge-

---

<sup>3</sup> Handbuch Finanzderivate-VON SACHSEN-ALTENBURG, § 7 N 9, wonach sich das 2002 ISDA Master Agreement erst langsam im gleichen Mass als Marktstandard durchsetzen kann wie das 1992 ISDA Master Agreement.

<sup>4</sup> Siehe Handbuch Finanzderivate-VON SACHSEN-ALTENBURG, § 7 N 10 mit Hinweisen auf weitere Standarddokumentationen.



genpartei übertragen wird. Demgegenüber sieht der *Credit Support Deed* englischen Rechts eine bloße Verpfändung vor.<sup>5</sup>

Die ISDA hat *User's Guides* zum 1992 ISDA Master Agreement und zum 2002 ISDA Master Agreement veröffentlicht, welche die Bestimmungen der Rahmenverträge und insbesondere auch die Änderungen des 2002 ISDA Master Agreement gegenüber dem 1992 ISDA Master Agreement erläutern. Darüber hinaus hat die ISDA User Guides zu den Standardsicherheitenverträgen publiziert. Die User's Guides können grundsätzlich bei der Auslegung der Standardverträge herangezogen werden.<sup>6</sup> Zu berücksichtigen ist jedoch, dass vom Wortlaut des ISDA Master Agreements auch dann nicht abgewichen werden kann, wenn im ISDA User's Guide das Gegenteil stehen sollte.<sup>7</sup>

Die einzelnen Transaktionen unter einem ISDA Master Agreement werden in Bestätigungen, den sogenannten Confirmations dokumentiert.

Die ISDA hat umfangreiche Definitionssammlungen für verschiedene Arten von Derivaten, z.B. *Credit Derivatives Definitions* und *Equity Derivatives Definitions*, herausgegeben. Diese Definitionen können in den Confirmations verwendet werden und sollen die Erstellung der Confirmations vereinfachen.

Darüber hinaus publiziert die ISDA von Zeit zu Zeit Protokolle, um aktuellen Entwicklungen Rechnung zu tragen.<sup>8</sup> Vertragsparteien können bilateral vereinbaren, dass ein Protokoll in die Vertragsbeziehung einbezogen werden soll. Alternativ können sie sich einem Protokoll auch generell anschließen.<sup>9</sup> In diesem Fall gilt das Protokoll für bereits abgeschlossene und zukünftige ISDA Master Agreements, vorausgesetzt die Gegenpartei hat das Protokoll

---

<sup>5</sup> Der Standardvertrag für die Besicherung nach dem Recht von New York (*Credit Support Annex*) sieht nur eine Verpfändung vor.

<sup>6</sup> *Greenclose Ltd v. National Westminster Bank Plc* [2014] 2 Lloyd's Law Rep. 169.

<sup>7</sup> *Lehman Brothers Holdings Inc v. Intel Corp (In re Lehman Brothers Holdings Inc)*, Adv. No. 13-01340, Doc. 57-1 (Bankr. S.D.N.Y. Jan. 22, 2015).

<sup>8</sup> Zuletzt etwa das ISDA 2016 Bail-in Art. 55 BRRD Protocol oder das ISDA Resolution Stay Jurisdictional Modular Protocol.

<sup>9</sup> Durch Zustellung eines Adherence-Letter.

ebenfalls unterzeichnet. Welche Parteien ein bestimmtes Protokoll unterzeichnet haben, ist auf der Website der ISDA aufgeführt.<sup>10</sup>

Das ISDA Master Agreement fasst alle unter diesem Vertrag abgeschlossenen Transaktionen zu einem einzigen Vertrag zusammen. Diesem Umstand kommt besondere Bedeutung zu, wenn das ISDA Master Agreement und damit alle unter ihm abgeschlossenen Transaktionen vorzeitig beendet werden.

Als Standardvertrag ist das ISDA Master Agreement grundsätzlich normativ auszulegen.<sup>11</sup> Den Parteien bleibt es jedoch unbenommen, im Schedule oder in den Confirmations davon abweichende, parteispezifische Vereinbarungen zu treffen. Auf diese sind die allgemeinen Regeln der Vertragsauslegung anwendbar.

### **3. Anwendbares Recht und Gerichtsstand**

Im Schedule zum ISDA Master Agreement müssen die Vertragsparteien entscheiden, ob englisches Recht oder das Recht von New York Anwendung finden soll.<sup>12</sup>

Wird das Recht von New York gewählt, dann sind im Fall von Rechtsstreitigkeiten grundsätzlich die Gerichte von New York zuständig. Wird englisches Recht gewählt, sieht das ISDA Master Agreement die Zuständigkeit der englischen Gerichte vor.

Die Gerichte berücksichtigen, dass das ISDA Master Agreement weltweit verwendet wird und dass die Anwender davon ausgehen, dass das ISDA Master Agreement unabhängig vom anwendbaren Recht im Kern gleich aus-

---

<sup>10</sup> Siehe <<http://www2.isda.org/functional-areas/protocol-management/open-protocols/>> beim jeweiligen Protokoll unter „View Adhering Parties“.

<sup>11</sup> Lomas v. JFB Firth Rixson Inc [2010] EWHC 3372 (Ch), Rz 53; Greenclose Ltd v. National Westminster Bank Plc [2014] EWHC 1156 (Ch), Rz 90.

<sup>12</sup> In der Praxis kommt es gelegentlich vor, dass die Parteien ein anderes als das standardmässig vorgesehene Recht von New York oder England wählen. Dabei ist zu beachten, dass die Regelungen des ISDA Master Agreements auf die letztgenannten Rechtsordnungen zugeschnitten sind. Die Wahl eines anderen Rechts kann daher zu Unsicherheiten bei der Rechtsanwendung führen.

gelegt werden sollte. Da jedes Gericht jedoch vor dem Hintergrund seiner Rechtsordnung entscheidet, sind unterschiedliche Ergebnisse in Abhängigkeit vom anwendbaren Recht nicht ausgeschlossen.

Denkbar, wenn auch bisher in der Praxis noch wenig verbreitet, ist die Möglichkeit, eine Schiedsklausel aufzunehmen. Die ISDA hat hierfür mit dem ISDA Arbitration Guide 2013<sup>13</sup> Musterklauseln für verschiedene Sitze des Schiedsgerichts und Institutionen zur Verfügung gestellt. Dazu gehört neben einer Musterklausel für die *Rules of Arbitration of the International Chamber of Commerce* (ICC-Rules) auch eine Musterklausel für die *Swiss Rules of International Arbitration* (Swiss Arbitration Rules).

## **II. Die Finanzmarktkrise und der Zusammenbruch von Lehman Brothers**

### **1. Lehman Brothers im Strudel der Finanzmarktkrise**

Ausgangspunkt der Finanzmarktkrise war die US-Immobilienkrise. Diese Krise führte zu einer weltweiten Bankenkrise, welche eine Weltwirtschaftskrise und damit verbunden die europäische Schuldenkrise auslöste.

Am 15. September 2008 beantragte die Muttergesellschaft des Lehman Brothers Konzerns, Lehman Brothers Holding Inc., die Eröffnung eines US-amerikanischen Chapter 11 Verfahrens. Warum kam es soweit?

Vorausgegangen waren schwere Verluste von Banken mit Investitionen in Wertpapiere, welche durch US-Immobilien besichert waren. So meldeten bereits im Juni 2007 zwei Hedgefonds der New Yorker Investmentbank Bear Stearns hohe Verluste mit Wertpapieren, welche durch Immobilien besichert waren.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> Der Guide ist auf der Webiste der ISDA abrufbar unter <[http://www.isda.org/publications/pdf/ISDA\\_Arbitration\\_Guide\\_Final\\_09.09.13.pdf](http://www.isda.org/publications/pdf/ISDA_Arbitration_Guide_Final_09.09.13.pdf)>.

<sup>14</sup> Vgl. dazu die Übersicht der Ereignisse auf folgender Website <[http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales\\_Finanzmarkt/Finanzmarktpolitik/076\\_Entwicklung\\_Finanzmarktkrise.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/Finanzmarktpolitik/076_Entwicklung_Finanzmarktkrise.html)>.

Die Kunden begannen in der Folge, den Banken zu misstrauen. Die Banken begannen, einander zu misstrauen. Im September 2007 stürmten Kunden die Schalter der britischen Bank Northern Rock. Die Bank wurde daraufhin verstaatlicht. Im Oktober 2007 musste auch die UBS Milliardenverluste im US-amerikanischen Subprime-Geschäft<sup>15</sup> bekannt geben. Weitere Banken mussten durch (zum Teil staatliche) Kredite gerettet werden oder wurden von Konkurrenten übernommen. So übernahm JP Morgan im März 2008 Bear Stearns. Am 6. September 2008 übernahm die US-Regierung die Kontrolle bei den US-Hypothekenfinanzierern Fannie Mae<sup>16</sup> und Freddie Mac.<sup>17</sup>

Von den Verlusten im Immobiliensektor und dem Vertrauensverlust waren auch die Gesellschaften des Lehman Brothers-Konzerns betroffen. Am 15. September 2008 endete die Geschichte der 1850 gegründeten Bank. Teile der Bank wurden anschliessend von Barclays und Nomura übernommen.

Zwei Tage nach dem Zusammenbruch der Lehman Brothers-Gruppe rettete die US-Notenbank die American International Group, Inc. (AIG), ein international tätiger Versicherungskonzern, mit einem Kredit in Milliardenhöhe.

Dies wirft die Frage auf, warum Lehman Brothers nicht gerettet wurde. Die Übernahme durch Barclays vor dem Zusammenbruch scheiterte nach Presseinformationen wohl daran, dass die USA nicht bereit waren, Garantien für die unbekanntenen Risiken auszustellen.<sup>18</sup> Notkredite wurden laut dem damaligen Präsidenten der amerikanischen Notenbank,<sup>19</sup> BEN BERNANKE, deshalb nicht an Lehman Brothers gewährt, weil dies das US-amerikanische Recht nicht vorgesehen habe.<sup>20</sup> Diese Begründung erscheint zweifelhaft. Eine neu-

---

<sup>15</sup> Als Subprime-Darlehen werden Hypothekendarlehen zum Erwerb von Immobilien an Privatpersonen mit schlechter Bonität bezeichnet.

<sup>16</sup> Federal National Mortgage Association, FNMA.

<sup>17</sup> Federal Home Loan Mortgage Corporation.

<sup>18</sup> <<https://www.nzz.ch/das-wochenende-des-grossen-versagens-1.3542794>>.

<sup>19</sup> Federal Reserve System, kurz FED.

<sup>20</sup> So die Aussage von BEN BERNANKE vom 20. April 2010 vor dem Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C., zu den „Lessons from the failure of Lehman Brothers“, abrufbar unter <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100420a.htm>>.

ere Untersuchung<sup>21</sup> deutet vielmehr darauf hin, dass Lehman Brothers aus politischen Gründen nicht gerettet wurde. Laut dieser Untersuchung habe die US-Regierung geglaubt, dass es dem Wähler nicht vermittelbar gewesen wäre, mit Lehman Brothers ein weiteres Finanzinstitut zu retten. Eine Rolle mag dabei auch gespielt haben, dass Lehman Brothers mit Ausnahme von wenigen Ländern keine Bank war, bei der Privatkunden Gelder einlegten, sondern im Wesentlichen ein Broker. Was man damals vermutlich unterschätzte, waren die Auswirkungen, die der Zusammenbruch aufgrund der Vernetzung mit anderen Finanzinstituten haben sollte.

## 2. Die Rolle von Lehman Brothers im OTC-Derivatemarkt

Lehman Brothers war im Wesentlichen ein Broker und damit eine bedeutende Gegenpartei von OTC-Derivatstransaktionen. Eine grosse Zahl von OTC-Derivatstransaktionen bestand nicht nur mit Drittparteien, sondern auch zwischen Lehman Brothers-Gruppengesellschaften. Eine wichtige Rolle im Geschäft mit Equity Derivaten spielte hierbei die Schweizer Lehman Brothers Finance AG, welche von der damaligen Eidgenössischen Bankenkommission<sup>22</sup> nicht beaufsichtigt wurde. Zwei Wochen nach dem Chapter 11-Antrag der Konzernobergesellschaft, Lehman Brothers Holding Inc., unterstellte die Eidgenössische Bankenkommission die Lehman Brothers Finance AG ihrer Aufsicht. Mit Wirkung zum 22. Dezember 2008 wurde über diese Gesellschaft ein Bankenkonzursverfahren eröffnet.

Der Fall Lehman Brothers erwies (und erweist) sich als Praxistest für das ISDA Master Agreement. Die Praxis hat gezeigt, dass das ISDA Master Agreement in einer solchen Situation grundsätzlich wie gewünscht funktioniert. Die im Nachgang zum Zusammenbruch von Lehman Brothers weltweit ergangenen Gerichtsentscheide haben zudem zu einer Klärung wichtiger Fragen geführt. Denn bis 2008 gab es nur wenige Gerichtsentscheide, welche sich mit der Funktionsweise des ISDA Master Agreements auseinandergesetzt hatten.

---

<sup>21</sup> Laurence Ball, The Fed and Lehman Brothers, Juli 2016, abrufbar unter <<http://www.econ2.jhu.edu/People/Ball/Lehman.pdf>>.

<sup>22</sup> Heute Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

### III. Die vorzeitige Beendigung des ISDA Master Agreements

#### 1. Überblick

Das ISDA Master Agreement sieht vor, dass der Vertrag vorzeitig beendet werden kann oder wird, wenn ein Termination Event oder ein Event of Default eingetreten ist. Grundsätzlich wird das ISDA Master Agreement nicht automatisch beendet, sondern setzt eine Kündigungserklärung voraus. Hintergrund ist die Annahme, dass die von dem Ereignis nicht betroffene Partei (die *Non-defaulting Party*) in der Regel ein Interesse hat, dass die unter dem ISDA Master Agreement abgeschlossenen Derivatstransaktionen nicht vorzeitig beendet werden.

Zu den Termination Events gehören z.B. *Illegality*<sup>23</sup>, d.h. der Umstand, dass Änderungen des Rechts dazu führen, dass eine Partei ihre Pflichten nicht mehr erfüllen darf, und ein *Tax Event*<sup>24</sup>, d.h. wenn die Transaktion unerwartete Steuerlasten auslöst. Die Parteien sind zudem frei, im Schedule sogenannte *Additional Termination Events* zu vereinbaren.<sup>25</sup>

In der Praxis von grösserer Bedeutung sind die Event of Defaults.<sup>26</sup> Erfasst sind insbesondere folgende Ereignisse:

- *Failure to Pay or Deliver*<sup>27</sup>, also die Nichterfüllung vertraglicher Verpflichtungen
- *Cross Default*<sup>28</sup>, d.h. insbesondere der Verzug mit Zahlungsverpflichtungen unter Kreditverträgen

---

<sup>23</sup> Section 5(b)(i) 1992 ISDA Master Agreement.

<sup>24</sup> Section 5(b)(ii) 1992 ISDA Master Agreement.

<sup>25</sup> Section 5(b)(v) 1992 ISDA Master Agreement.

<sup>26</sup> Section 5(a) 1992 ISDA Master Agreement.

<sup>27</sup> Section 5(a)(i) 1992 ISDA Master Agreement.

<sup>28</sup> Section 5(a)(vi) 1992 ISDA Master Agreement.

- *Bankruptcy*<sup>29</sup>

Ein *Bankruptcy Event* liegt nicht nur vor, wenn ein Konkursverfahren eröffnet wird, sondern umfasst werden u.a. auch die freiwillige Liquidation, die Zahlungsunfähigkeit, die Einsetzung eines Sachwalters und die Eröffnung eines Nachlassverfahrens. Für bestimmte *Bankruptcy Events*<sup>30</sup> sieht der Schedule vor, dass die Parteien wählen können, dass das ISDA Master Agreement automatisch beendet wird. Dies gilt insbesondere im Konkursfall. Die automatische Beendigung erfolgt mit Wirkung unmittelbar vor der Konkurseröffnung.<sup>31</sup> Damit soll sichergestellt werden, dass die Beendigung auch im Konkursfall wirksam ist.

Die nachfolgenden Ausführungen beschränken sich auf den Eintritt eines *Event of Default*.

Sofern im Schedule zum ISDA Master Agreement vorgesehen, kann ein *Event of Default* auch dann vorliegen, wenn eine andere Gruppengesellschaft oder ein Sicherheitengeber der Vertragspartei von einem entsprechenden Ereignis betroffen ist.

So wurden zahlreiche ISDA Master Agreements, welche die Schweizer Lehman Brothers Finance AG abgeschlossen hatte, bereits am 15. September 2008 infolge des Chapter 11-Antrags von Lehman Brothers Holdings Inc. automatisch beendet, obwohl über Lehman Brothers Finance AG erst per 22. Dezember 2008 der Konkurs eröffnet wurde. Hintergrund war, dass diese ISDA Master Agreements vorsahen, dass ein *Bankruptcy Event* auch dann vorliegen sollte, wenn ein solches Ereignis Lehman Brothers Holdings Inc. als Garantiegeber und damit als *Credit Support Provider* betraf. Zugleich sahen viele ISDA Master Agreements, da Lehman Brothers Finance AG eine

---

<sup>29</sup> Section 5(a)(vii) 1992 ISDA Master Agreement und 2002 ISDA Master Agreement.

<sup>30</sup> Section 5(a)(vii)(1), (3), (5), (6) oder vergleichbare Ereignisse oder eines sich auf die Eröffnung eines solchen Verfahrens beziehende Anträge gemäss Section 5(a)(vii)(4) 1992 ISDA Master Agreement und 2002 ISDA Master Agreement.

<sup>31</sup> Section 6(a) Satz 2 1992 ISDA Master Agreement und 2002 ISDA Master Agreement.

Schweizer Gesellschaft war, die automatische Beendigung beim Eintritt eines solchen Konkursereignisses vor.<sup>32</sup>

Gemäss Section 6(a) des 1992 sowie des 2002 ISDA Master Agreements muss die *Non-defaulting Party* in ihrer Kündigungserklärung ein *Early Termination Date* bestimmen<sup>33</sup>. Dieses Datum darf nicht vor der Wirksamkeit der Kündigungserklärung liegen. In der Kündigungserklärung muss die *Non-defaulting Party* angeben, welcher *Event of Default* eingetreten ist. Die Kündigungserklärung wird mit der Zustellung wirksam.

## 2. Rechtsfolgen der vorzeitigen Beendigung

Wird das ISDA Master Agreement vorzeitig beendet, werden auch sämtliche unter dem ISDA Master Agreement abgeschlossenen und noch laufenden Transaktionen beendet. Gemäss den Vorgaben des ISDA Master Agreements ist ein Abwicklungsbetrag zu ermitteln. Die verschiedenen Positionen werden automatisch verrechnet (*Close-out Netting*), so dass am Ende nur noch eine einzige Schlusszahlung zu erfolgen hat. Damit wird das Kreditrisiko verringert.

Die Abwicklungszahlung muss in der Abwicklungswährung, also der im ISDA Master Agreement bestimmten *Termination Currency* erfolgen.

Im *Event of Default* erfolgt die Ermittlung der Abwicklungszahlung durch die *Non-defaulting Party*. Die *Non-defaulting Party* ist dann verpflichtet, der *Defaulting Party* ein sog. *Calculation Statement* zu übermitteln.

---

<sup>32</sup> Die automatische Beendigung wurde in der Regel deshalb vorgesehen, weil die von der ISDA eingeholte Schweizer Legal Opinion die automatische Beendigung bei Schweizer Gegenparteien empfiehlt, da Zweifel bestehen, ob eine nach Konkurs erklärte Kündigungserklärung wirksam wäre. Die Empfehlung betrifft zwar nur den Eintritt eines Konkursereignisses in Bezug auf die Schweizer Gegenpartei. Die meisten ISDA Master Agreements differenzierten jedoch nicht danach, ob Lehman Brothers Finance AG selbst oder eine Gruppengesellschaft, insbesondere Lehman Brothers Holdings Inc., davon betroffen war.

<sup>33</sup> Anders im Fall von *Automatic Early Termination*.



Erst mit der Übermittlung des *Calculation Statements* wird der Abwicklungsbetrag zahlbar. Auch wenn der Betrag erst dann zahlbar wird, läuft der Zinslauf rückwirkend seit dem Early Termination Date.

### 3. Zinsen

#### a) 1992 ISDA Master Agreement

Im 1992 ISDA Master Agreement ist vorgesehen, dass Zinsen vom Early Termination Date bis zur Erfüllung der Forderung geschuldet sind.<sup>34</sup> Der anwendbare Zinssatz ergibt sich wie folgt:<sup>35</sup>

- Ist die *Defaulting Party* die Schuldnerin, dann ist vom Early Termination Date bis zur tatsächlichen Zahlung die Default Rate zu zahlen. Die Default Rate ist der Zinssatz, welchen die *Non-defaulting Party* bei einer Kreditaufnahme hätte zahlen müssen plus 1% p.a.
- Ist die *Non-defaulting Party* die Schuldnerin, dann sind zwei verschiedene Zeiträume zu unterscheiden. Vom Early Termination Date bis zum Datum, an welchem der Abwicklungsbetrag zahlbar wurde, ist die Non-default Rate zu zahlen. Die Non-default Rate ist der Zinssatz, welchen die *Non-defaulting Party* bei einer Kreditaufnahme hätte zahlen müssen. Vom Datum, an welchem der Abwicklungsbetrag zahlbar wurde bis zur Erfüllung, ist die Default Rate zu zahlen. Die Default Rate ist der Zinssatz, welchen die *Defaulting Party* bei einer Kreditaufnahme hätte zahlen müssen plus 1% p.a. Der Abwicklungsbetrag wird in der Regel mit dem Wirksamwerden des *Calculation Statements* zahlbar.

Die tatsächlichen Kreditkosten müssen nicht nachgewiesen werden. Die Ermittlung der *Default Rate* erweist sich in der Praxis insbesondere dann als schwierig, wenn die *Defaulting Party* am *Early Termination Date* oder kurze Zeit später Konkurs gegangen ist.

---

<sup>34</sup> Section 6(d)(ii) 1992 ISDA Master Agreement.

<sup>35</sup> Section 6(d)(ii) i.V.m. der Definition von Applicable Rate in Section 14 1992 ISDA Master Agreement, welche wiederum auf die Definitionen von Default Rate und Non-default Rate in Section 14 1992 ISDA Master Agreement verweist.

b) *2002 ISDA Master Agreement*

Das 2002 ISDA Master Agreement bestimmt nur noch einen Zinssatz, welcher vom *Early Termination Date* bis zur Erfüllung zu zahlen ist. Die Höhe des Zinssatzes hängt davon ab, wer Gläubiger ist:<sup>36</sup>

- Ist die *Non-defaulting Party* Gläubiger, dann ist die *Non-default Rate* der Zinssatz. Die *Non-default Rate* ist der Zinssatz, welchen die *Non-defaulting Party* von einer bedeutenden Bank im Interbankenmarkt für Übernachteinlagen in der anwendbaren Währung erhalten hätte.
- Ist die *Defaulting Party* Gläubiger, dann ist die *Default Rate* der Zinssatz. Die *Default Rate* ist der Zinssatz, welchen die *Defaulting Party* bei einer Kreditaufnahme hätte zahlen müssen plus 1% p.a.

#### 4. **Besondere Aspekte bei Schweizer Konkursfällen**

Im Schedule zum ISDA Master Agreement ist vorgesehen, dass die Parteien für den Fall des Eintritts bestimmter *Bankruptcy Events*<sup>37</sup> die automatische Beendigung vereinbaren können. Für die Schweiz empfiehlt die von der ISDA eingeholte *Legal Opinion* die Wahl der automatischen Beendigung, um Zweifel über die Wirksamkeit einer Kündigung nach Konkurseröffnung auszuräumen.

Resultiert aus der Ermittlung des Abwicklungsbetrages durch die *Non-defaulting Party* eine Forderung zu ihren Gunsten, so ist diese im Konkurs über die Schweizer Gegenpartei anzumelden.<sup>38</sup> Aus Sicht des Schweizer Rechts sind die Schweizer Gerichte ausschliesslich zuständig, über Forderungen gegen die konkursite Schweizer Partei zu entscheiden.<sup>39</sup>

---

<sup>36</sup> Section 9(h)(ii) i.V.m. der Definition von *Applicable Close-out Rate* in Section 14 2002 ISDA Master Agreement, welche wiederum auf die Definitionen von *Default Rate* und *Non-default Rate* in Section 14 2002 ISDA Master Agreement verweist.

<sup>37</sup> Section 5(a)(vii) (1), (3), (4), (5) und (6) bzw. (8) 1992 ISDA Master Agreement.

<sup>38</sup> Art. 232 Abs. 2 Ziff. 2 SchKG, Art. 11 Abs. 2 lit. e BIV-FINMA.

<sup>39</sup> BGer 5A\_491/2013 E. 5.4; vgl. auch OETIKER CHRISTIAN/ESSEBIER JANA, *Jurisdictional clauses: Exclusive or not? The example of the English Courts' jurisdiction*

Gemäss Art. 1 Ziff. 2 lit. b Lugü ist das Lugano-Übereinkommen auf Konkurse und ähnliche Verfahren nicht anwendbar. Das Lugano-Übereinkommen findet daher auf Kollokationsprozesse keine Anwendung. Es ist aus Schweizer Sicht auch auf Urteile, welche Forderungen gegen eine konkursite Partei betreffen, nicht anwendbar.<sup>40</sup> Urteile englischer (und anderer ausländischer) Gerichte über Forderungen gegen die konkursite Schweizer Partei, welche nach Konkurseröffnung ergangen sind, sind daher in der Schweiz nicht anerkennungsfähig.<sup>41</sup> Für Aktivprozesse der konkursiten Schweizer Partei gilt jedoch weiterhin die Gerichtsstandsklausel gemäss ISDA Master Agreement. Da es bei Streitigkeiten über die Höhe des Abwicklungsbetrages nicht selten ist, dass beide Parteien der Auffassung sind, dass ihnen eine Forderung zusteht, kann dies zu parallelen Prozessen vor Gerichten verschiedener Staaten führen.

Mit der Konkurseröffnung endet im Konkurs einer Schweizer Gegenpartei grundsätzlich der Zinslauf.<sup>42</sup> Eine Ausnahme besteht dann, wenn ein Pfandrecht zugunsten der *Non-defaulting Party* besteht und der Verwertungserlös über den Hauptbetrag der Forderung hinausgeht. In diesem Fall laufen die Zinsen bis zur vollständigen Erfüllung der Forderung der *Non-defaulting Party*. Erfolgte die Besicherung der *Non-defaulting Party* unter einem Credit Support Annex nach englischem Recht, besteht hierfür keine Notwendigkeit.

---

under the 1992 ISDA Master Agreement, Dispute Resolution International, Oktober 2015, 149.

<sup>40</sup> Im Fall der Eröffnung eines Konkursverfahrens über ein Unternehmen mit Sitz in der EU oder im EWR ist ein englisches Gericht zu einem vergleichbaren Ergebnis, wenn auch mit anderer Begründung gelangt. Das Gericht hat festgehalten, dass die EU-Richtlinie über die Sanierung und Liquidation von Kreditinstituten (Richtlinie 2001/24/EU) und die EU-Insolvenzverordnung (Verordnung 1346/2000), welche auch für den EWR-Raum gelten, gegenüber dem Lugano-Übereinkommen Vorrang haben. Das Gericht führte aus, dass es gute Gründe gibt, warum die Prozesse gegen eine konkursite Partei bei einem Gericht konzentriert werden und Klageerhebung ausserhalb eines strukturierten Verfahrens verboten sein können. Sofern also das nationale Recht des Konkursortes (im konkreten Fall das isländische Konkursrecht) ein bestimmtes Gericht als ausschliesslich zuständig erachtet, verdrängt diese Zuständigkeit das Lugano-Übereinkommen. Siehe Vincent Aziz Tehenguiz & Ors v. Kaupthing Bank HF and Johannes Runar Johannson [2017] EWCA Civ 83.

<sup>41</sup> BGE 140 III 320; BGE 141 III 382.

<sup>42</sup> Art. 209 SchKG.

Denn die als Sicherheiten gestellten Vermögenswerte wurden an die *Non-defaulting Party* zu Eigentum übertragen und werden bei der Ermittlung des Abwicklungsbetrages automatisch verrechnet.

Die Kollokation einer Forderung gegen eine Schweizer Gegenpartei und Ausschüttungen an die *Non-defaulting Party* erfolgen in Schweizer Franken.<sup>43</sup> Der Abwicklungsbetrag unter dem ISDA Master Agreement ist somit wie im Vertrag vorgesehen zunächst in die *Termination Currency* umzuwandeln. Anschliessend muss die Forderung per Datum der Konkursöffnung in Schweizer Franken umgewandelt werden.

## IV. Die Abwicklungszahlung

### 1. Überblick

#### a) 1992 ISDA Master Agreement

Das 1992 ISDA Master Agreement enthält die Wahlmöglichkeit zwischen der *First Method* und der *Second Method*. Gemäss der *First Method* kann nur die *Non-defaulting Party* eine Abwicklungszahlung geltend machen. Gemäss der *Second Method* kann entweder der *Non-defaulting Party* oder der *Defaulting Party* eine Forderung zustehen. Da fraglich ist, ob die *First Method* im Konkursfall durchsetzbar wäre, ist in der Praxis fast ausschliesslich die *Second Method* anzutreffen.

Die Parteien müssen darüber hinaus im Schedule zum ISDA Master Agreement entscheiden, ob der Abwicklungsbetrag anhand der *Market Quotation*- oder der *Loss-Method*e zu ermitteln ist.

---

<sup>43</sup> Art. 247, 264 SchKG analog.

b) *2002 ISDA Master Agreement*

Das 2002 ISDA Master Agreement enthält keine Wahlmöglichkeiten mehr. Der Abwicklungsbetrag wird gemäss der *Close-out-Methode* ermittelt.<sup>44</sup> Eine Forderung kann dabei sowohl der *Non-defaulting Party* als auch der *Defaulting Party* zustehen.

c) *Gerichtspraxis*

Bis zur Finanzmarktkrise gab es kaum Urteile, welche sich mit der Auslegung dieser Abwicklungsmethoden und folglich der Ermittlung der Abwicklungszahlung auseinandergesetzt hatten. In den letzten Jahren sind nun verschiedene Urteile ergangen, welche erste Grundsätze für eine Auslegung enthalten.

Anerkannt ist, dass es bei der Abwicklungszahlung nicht um einen Schadenersatz geht:

„The termination payment formulae under Section 6(e) are not to be equated with, or interpreted rigidly in accordance with, the quantification of damages at common law for breach of contract. They are methods of calculating close-out positions on the termination of a derivative transaction or series of transaction(...).“<sup>45</sup>

Anerkannt ist des Weiteren, dass das ISDA Master Agreement

„darauf ausgerichtet [ist], eine möglichst einfache und möglichst schnelle Auseinandersetzung zwischen den Parteien herbeizuführen.“<sup>46</sup>

---

<sup>44</sup> Diese ist flexibler gefasst und enthält Elemente beider im 1992 ISDA Master Agreement vorgesehenen Methoden. Es bleibt den Parteien jedoch weiterhin unbenommen, eine individuelle Vereinbarung zu treffen.

<sup>45</sup> Anthracite Rated Investments (Jersey) Ltd v. Lehman Brothers Finance SA [2011] EWHC 1822 (Ch), Rz.116; Britannia Bulk Plc v. Pioneer Navigation Ltd [2011] EWHC 692 (Comm), Rz. 37.

<sup>46</sup> OGer ZH, Geschäfts-Nr. NE160001-O, Vor-Urteil und Rückweisungsbeschluss vom 11. August 2016 E. 8.3, nicht rechtskräftig.

Was diese Leitlinien im konkreten Einzelfall bedeuten, ist jedoch nach wie vor offen. Es kann weiterhin nicht von einer gefestigten Gerichtspraxis gesprochen werden, wie der Abwicklungsbetrag konkret zu ermitteln ist.

## 2. Market Quotation

Der Abwicklungsbetrag setzt sich aus zwei Elementen zusammen. Zum einen ist der Betrag von Zahlungen zu ermitteln, welche vor oder am Early Termination Date fällig geworden wären. Diese werden als *Unpaid Amounts* bezeichnet. Darüber hinaus ist der Abwicklungsbetrag für die wegfallende Transaktion zu ermitteln.

Um den Abwicklungsbetrag zu ermitteln, muss die *Non-defaulting Party* von mindestens vier sogenannten *Reference Market-makers* Offerten für Ersatztransaktionen einholen. *Reference Market-makers* sind führende Händler im relevanten Markt mit hoher Kreditwürdigkeit.

Die *Non-defaulting Party* kann wählen, bei welchen führenden Händlern sie Offerten einholt. Die *Non-defaulting Party* ist also nicht verpflichtet, die Marktteilnehmer zu suchen, welche die günstigsten Preise offerieren.

Wenn die *Non-defaulting Party* mehr als drei Offerten erhält, dann muss sie den arithmetischen Durchschnitt nach Streichung der günstigsten und der teuersten Offerte ermitteln. Wenn die *Non-defaulting Party* nur drei Offerten erhält, ist ausschliesslich die mittlere Offerte relevant.

Wenn die *Non-defaulting Party* weniger als drei Offerten erhältlich machen kann, dann ist davon auszugehen, dass *Market Quotation* nicht ermittelt werden kann. In diesem Fall ist (subsidiär) die Loss-Methode anzuwenden.

Die *Loss-Methode* ist auch dann anzuwenden, wenn *Market Quotation* aus anderen Gründen nach vernünftiger Ansicht der *Non-defaulting Party* zu keinem wirtschaftlich vernünftigen Ergebnis führt.

Section 6(e)(iv) des 1992 ISDA Master Agreements hält fest, dass der gemäss der *Market Quotation-Methode* bestimmte Abwicklungsbetrag eine vernünftige Schätzung der durch den Wegfall der Transaktion bedingten Verluste ist und keine Vertragsstrafe darstellt („*is a reasonable pre-estimate of loss and not a penalty*“).

Es gibt bisher nur wenig Rechtsprechung zu der Frage, welche Anforderungen an Offerten zu stellen sind. In einem erstinstanzlichen englischen Urteil<sup>47</sup> wurden folgende Grundsätze aufgestellt:

- Es müssen Offerten und nicht nur Bewertungen eingeholt werden.
- Offerten müssen per Early Termination Date oder, wenn dies vernünftigerweise nicht möglich ist, per ein Datum unmittelbar danach eingeholt werden, jedoch nicht per ein Datum unmittelbar vor dem Early Termination Date.
- Entscheidend ist das Datum, per welches diese Offerten hätten eingeholt werden können.
- Wenn der Markt, an dem der Basiswert gehandelt wird, am Early Termination Date geschlossen ist, dann können die Offerten per den nächsten Handelstag eingeholt werden.

In diesem Urteil wurde zudem festgehalten, dass es sich um Offerten handeln muss, welche unmittelbar angenommen werden könnten, so genannte *live quotations*. Dieses Erfordernis ist umstritten. Unklar ist auch, wann eine Offerte diese Voraussetzungen erfüllt, d.h. ob eine *live quotation* voraussetzt, dass die Vertragsdokumentation bereits vorbereitet ist oder unverzüglich vorbereitet werden könnte.

Das Obergericht des Kantons Zürich hat zur Market Quotation ausgeführt:

„Die „Market Quotation“ ist eine abstrakte Schadensberechnungsmethode, die auf einem hypothetisch und zu Marktpreisen abgeschlossenen Ersatzgeschäft beruht.“<sup>48</sup>

Das Obergericht versucht somit, die im Vertrag vorgesehene Methode zur Ermittlung des Abwicklungsbetrages in dem Schweizer Recht bekannte Kategorien einzuordnen. Unklar bleibt, wie dies in Einklang mit dem generellen Verständnis bei der Auslegung des ISDA Master Agreements zu bringen

---

<sup>47</sup> Lehman Brothers Finance SA v. Sal. Oppenheim [2014] EWHC 2627 (Comm), Rz 17.

<sup>48</sup> OGer ZH, Geschäfts-Nr. NE160001-O, Vor-Urteil und Rückweisungsbeschluss vom 11. August 2016 E. 8.2.1, nicht rechtskräftig.

ist, dass es gerade nicht um Schadenersatz geht, und was dies somit im Einzelfall bedeutet.

Unbestritten ist, dass es für die Ermittlung des Abwicklungsbetrages mittels *Market Quotation* nicht erforderlich ist, dass die *Non-defaulting Party* tatsächlich Ersatztransaktionen abschliesst.

### 3. Loss

Die *Loss-Methode* ist, wie dargestellt, zum einen eine Alternative, welche die Parteien beim Abschluss des 1992 ISDA Master Agreements wählen können, und zum anderen eine Auffangmethode, falls die *Market Quotation-Methode* nicht funktioniert.

*Loss* ist in Section 14 des 1992 ISDA Master Agreements wie folgt definiert:

„Loss means, with respect to this Agreement or one or more Terminated Transactions, as the case may be, and a party, the Termination Currency Equivalent of an amount that a party reasonably determines in good faith to be its total losses and costs (or gain, in which case expressed as a negative number) in connection with this Agreement or that Terminated Transaction or group of Terminated Transactions, as the case may be, including any loss of bargain, cost of funding or, at the election of such party but without duplication, loss or cost incurred as a result of its terminating, liquidating, obtaining or re-establishing any hedge or related trading position (or any gain resulting from any of them). Loss includes losses and costs (or gains) in respect of any payment or delivery required to have been made (assuming satisfaction of each applicable condition precedent) on or before the relevant Early Termination Date and not made, except, so as to avoid duplication, if Section 6(e)(i)(1) or (3) or 6(e)(ii)(2)(A) applies. Loss does not include a party's legal fees and out-of-pocket expenses referred to under Section 11. A party will determine its Loss as of the relevant Termination Date, or, if that is not reasonably practicable, as of the earliest date thereafter as is reasonably practicable. A party may (but need not) determine its Loss by reference to quotations of relevant rates or prices from one or more leading dealers in the relevant markets.”

Dies kann wie folgt übersetzt werden:

„Loss bedeutet, je nach den Umständen in Bezug auf diesen Vertrag oder eine oder mehrere beendete Transaktionen, und in Bezug auf eine Partei, denjenigen Betrag in der Termination Currency, welchen diese



Partei vernünftig und in guten Treuen als ihre vollständigen Verluste und Kosten (oder Gewinne, in diesem Fall ausgedrückt als negative Zahl) im Zusammenhang mit, je nach den Umständen, diesem Vertrag oder der beendeten Transaktion oder Gruppe von beendeten Transaktionen ermittelt, einschliesslich jeglicher entgangener Gelegenheit, Finanzierungskosten oder, nach Wahl dieser Partei aber ohne Mehrfachberücksichtigung, den Verlust oder die Kosten, welche als Folge der Beendigung, der Liquidierung, des Erhalts oder der Wiederherstellung einer Absicherungsposition oder einer anderen verwandten Handelsposition (oder den Gewinn, der daraus resultiert) entstehen. Loss beinhaltet Verluste und Kosten (oder Gewinne) in Bezug auf sämtliche Zahlungen und Lieferungen, welche am oder vor dem massgeblichen Early Termination Date hätten geleistet werden müssen (unter der Annahme, dass sämtliche Vollzugsvoraussetzungen erfüllt worden wären), aber nicht geleistet wurden, vorbehalten, um Vervielfachungen zu vermeiden, der Anwendbarkeit von Ziffer 6(e)(i)(1) oder (3) oder 6(3)(ii)(2)(A). Loss beinhaltet nicht die Kosten für Rechtsberatung bzw. -durchsetzung und sonstige Auslagen gemäss Ziffer 11. Eine Partei wird ihren Loss per dem massgeblichen Termination Date oder, wenn dies vernünftigerweise nicht praktikabel ist, per dem Datum ermitteln, welches so unmittelbar wie vernünftigerweise möglich darauf folgt. Eine Partei hat das Recht (aber nicht die Pflicht), ihren Loss unter Bezugnahme auf Offerten von Kursen oder Preisen von einem oder mehreren führenden Händlern in den massgeblichen Märkten zu ermitteln.“

Anders als Market Quotation gibt die Definition von Loss nicht eine spezifische Vorgehensweise für die Ermittlung des Abwicklungsbetrages vor. Es besteht somit keine spezifisch durch das 1992 ISDA Master Agreement vorgegebene Einschränkung der *Non-defaulting Party* in der Wahl der konkreten Methode zur *Loss*-Ermittlung.<sup>49</sup> Loss ist somit flexibler als *Market Quotation*. Dies betont auch der ISDA User's Guide zum 1992 ISDA Master Agreement.<sup>50</sup> Damit steigt jedoch auch das Risiko von Rechtsstreitigkeiten.

Was unter der *Loss*-Methode tatsächlich erlaubt ist, ist bisher ungeklärt.

---

<sup>49</sup> Lehman Brothers Holdings Inc v. Intel Corp (In re Lehman Brothers Holdings Inc), Adv. No. 13-01340, Doc. 57-1 (Bankr. S.D.N.Y. Jan. 22, 2015), 37.

<sup>50</sup> ISDA User's Guide zum 1992 ISDA Master Agreement, 23.

In der Rechtsprechung der englischen Gerichte ist anerkannt, dass *Market Quotation* und *Loss* weitgehend zum selben Ergebnis führen sollen.<sup>51</sup> Nunmehr hat auch ein Gericht für das New Yorker Recht festgehalten, dass dieser Grundsatz gilt. Dies jedoch mit der Einschränkung, dass er nur für die Ermittlung des Abwicklungsbetrages für zukünftige Lieferungen und Zahlungen nach dem *Early Termination Date* gilt. Soweit der Abwicklungsbetrag Zahlungen oder Lieferungen betrifft, welche vor oder am *Early Termination Date* fällig waren, können *Market Quotation* und *Loss* je nach den konkreten Umständen des Falles zu unterschiedlichen Ergebnissen führen.<sup>52</sup>

Ein New Yorker Gericht hat festgehalten, dass die *Non-defaulting Party* den Abwicklungsbetrag nicht anhand von Marktpreisen ermitteln muss, sondern auch eine andere Methode anwenden kann.<sup>53</sup> Im konkreten Fall lag dem ISDA Master Agreement nur eine Transaktion zugrunde. In der *Confirmation* hatten die Parteien eine spezifische Definition für den Wert der Transaktion vorgesehen. Das Gericht war der Auffassung, dass die *Non-defaulting Party* berechtigt war, auf diesen Wert per *Early Termination Date* abzustellen.

Das Obergericht des Kantons Zürich geht davon aus, dass es sich bei *Loss* um eine konkrete Berechnungsmethode handelt:<sup>54</sup>

„Die Methode ‘Loss’ entspricht mehr oder weniger der auch dem schweizerischen Recht bekannten Schadensberechnungsmethode. (...) Grundsätzlich wird der ‘Loss’ anhand von tatsächlichen Ersatzbeschaffungskosten ermittelt.“<sup>55</sup>

---

<sup>51</sup> Peregrine Fixed Income Ltd v. Robinson Dep’t Store Plc [2000] Lloyd’s Rep. Bank 304 (Q.B.), Rz 30; Britannia Bulk Plc (in liquidation) v. Pioneer Navigation Limited [2011] EWHC 692, Rz. 44; Australian & New Zealand Banking Group Ltd v. Société Générale [2000] CLC 833, Rz 2, 15, 29.

<sup>52</sup> Lehman Brothers Holdings Inc v. Intel Corp (In re Lehman Brothers Holdings Inc), Adv. No. 13-01340, Doc. 57-1 (Bankr. S.D.N.Y. Jan. 22, 2015), 29 ff.

<sup>53</sup> Lehman Brothers Holdings Inc v. Intel Corp (In re Lehman Brothers Holdings Inc), Adv. No. 13-01340, Doc. 57-1 (Bankr. S.D.N.Y. Jan. 22, 2015), 35.

<sup>54</sup> OGer ZH, Geschäfts-Nr. NE160001-O, Vor-Urteil und Rückweisungsbeschluss vom 11. August 2016 E. 8.2.2, nicht rechtskräftig.

<sup>55</sup> OGer ZH, Geschäfts-Nr. NE160001-O, Vor-Urteil und Rückweisungsbeschluss vom 11. August 2016 E. 8.2.2, nicht rechtskräftig.

Die *Loss*-Ermittlung muss vernünftig und in guten Treuen erfolgt sein. Eine *Loss*-Ermittlung ist jedenfalls dann nicht vernünftig, wenn sie willkürlich erfolgt ist. Die *Non-defaulting Party* darf nicht auf Umstände abstellen, die sachfremd sind, und muss andererseits die relevanten Tatsachen berücksichtigen. Die *Non-defaulting Party* darf ihren Handlungsspielraum nicht missbrauchen.

Umstritten ist, ob bei der *Loss*-Ermittlung zu prüfen ist, ob das Vorgehen und das Resultat im Rahmen dessen liegt, was eine vernünftige Person in derselben Situation getan hätte (objektiver Standard). In einem *obiter dictum* hat ein englisches erstinstanzliches Gericht dies verneint.<sup>56</sup> Ein New Yorker erstinstanzliches Gericht<sup>57</sup> hat demgegenüber einen strengeren Standard an die Prüfung angelegt:

„Reasonable means ‘fair, proper, or moderate under the circumstances’“.

Auch bei der *Loss*-Methode ist die *Non-defaulting Party* nicht verpflichtet, eine Ersatztransaktion abzuschliessen. Die bisherige Gerichtspraxis zeigt jedoch, dass die Gerichte von der Vermutung ausgehen, dass die *Loss*-Ermittlung korrekt und vernünftig ist, wenn eine *Non-defaulting Party* tatsächlich eine Ersatztransaktion abgeschlossen hat und den *Loss* anhand dieser Kosten ermittelt hat.

#### 4. Close-out Amount

Das 2002 ISDA Master Agreement sieht nur noch eine Methode für die Ermittlung des Abwicklungsbetrages vor. Im Kern soll die *Non-defaulting Party* ermitteln, was der Ersatz der vorzeitig beendeten Transaktion die *Non-defaulting Party* gekostet hätte. Die *Non-defaulting Party* soll wirtschaftlich vernünftige Verfahren anwenden, um ein wirtschaftlich vernünftiges Ergebnis zu erzielen.

---

<sup>56</sup> *Fondazione Enasarco v. Lehman Brothers Finance SA and Anthracite Rated Investments (Cayman) Limited* [2015] EWHC 1307 (Ch).

<sup>57</sup> *Lehman Brothers Holdings Inc v. Intel Corp (In re Lehman Brothers Holdings Inc)*, Adv. No. 13-01340, Doc. 57-1 (Bankr. S.D.N.Y. Jan. 22, 2015), 37 f. unter Verweis auf *Black’s Law Dictionary*, 1456 (10th Ed. 2014).

Die neue Definition von *Close-out Amount* im 2002 ISDA Master Agreement hat u.a. verschiedene Auslegungsfragen zum 1992 ISDA Master Agreement beantwortet:

- Das 2002 ISDA Master Agreement enthält im Unterschied zur Definition von Loss im 1992 ISDA Master Agreement eine Liste von Informationen, welche die *Non-defaulting Party* verwenden darf, und von Anhaltspunkten, wie dabei vorgegangen werden kann.
- Das 2002 ISDA Master Agreement hält explizit fest, dass eine *Non-defaulting Party* Offerten und externe Marktdaten berücksichtigen muss, es sei denn sie kann vernünftigerweise davon ausgehen, dass solche nicht sofort verfügbar sind oder kein wirtschaftlich vernünftiges Ergebnis produzieren.
- Im Unterschied zum 1992 ISDA Master Agreement hält die Definition des *Close-out Amount* explizit fest, dass die Kreditwürdigkeit der *Non-defaulting Party* im Zeitpunkt einer Offerte berücksichtigt werden darf.
- Da die Definition von *Close-out Amount* explizit verlangt, dass wirtschaftlich vernünftige Verfahren angewendet werden, um ein wirtschaftlich vernünftiges Ergebnis zu erzielen, wird daraus abgeleitet, dass ein objektiver Standard an die Prüfung, ob der Abwicklungsbetrag vernünftig ermittelt wurde, anzulegen ist.<sup>58</sup>
- Die Kosten für den Ersatz von Transaktionen dürfen für einzelne Transaktionen oder für Gruppen von Transaktionen ermittelt werden.

## 5. Calculation Statement

Das *Calculation Statement* muss Transparenz schaffen. Die *Defaulting Party* muss auf der Basis des *Calculation Statements* verstehen können, wie die *Non-defaulting Party* ihr Ergebnis ermittelt hat.<sup>59</sup> Wenn eine *Non-defaulting*

---

<sup>58</sup> Lehman Brothers International (Europe) v. Lehman Brothers Finance [2012] EWHC 1072 (Ch); vgl. auch Barclays v. Unicredit [2012] EWHC 3655 (Comm).

<sup>59</sup> Goldman Sachs International v. Videocon Global Ltd [2013] EWHC 2843 (Comm), Rz 45 und Videocon Global Ltd v. Goldman Sachs International [2016] EWCA Civ 130, Rz 21.

Party Offerten eingeholt hat, dann muss sie im *Calculation Statement* angeben, von wem sie Offerten eingeholt hat und warum sie den Abwicklungsbetrag gestützt auf welche Offerte ermittelt hat. Wenn die *Non-defaulting Party* ein Bewertungsmodell verwendet hat, dann muss sie angeben, welches sie verwendet hat. Nicht nur die verwendeten Marktdaten, sondern auch die Berechnung an sich muss für die *Defaulting Party* klar nachvollziehbar aus dem *Calculation Statement* hervorgehen.

Das *Calculation Statement* muss am *Early Termination Date*, oder so schnell wie danach vernünftigerweise möglich, der *Defaulting Party* übermittelt werden.<sup>60</sup> Ein verspätet zugestelltes *Calculation Statement* ist jedoch nicht unwirksam, sondern kann allenfalls zu einer Schadenersatzpflicht führen.<sup>61</sup> In der Praxis dürfte es jedoch regelmässig schwierig sein, einen kausalen Schaden nachzuweisen.

Enthält das *Calculation Statement* nicht genügend Informationen, um der *Defaulting Party* eine Überprüfung zu ermöglichen, ist das *Calculation Statement* dennoch grundsätzlich wirksam. Die fehlenden Informationen können im Falle eines Prozesses nachträglich an die *Defaulting Party* übermittelt werden.<sup>62</sup>

## 6. Zeitpunkt der Ermittlung des Abwicklungsbetrages

Das ISDA Master Agreement unterscheidet zwischen dem Zeitpunkt, an welchem der Abwicklungsbetrag ermittelt wird, und dem Zeitpunkt, per welchem der Abwicklungsbetrag zu ermitteln ist.

Der Abwicklungsbetrag muss so schnell wie vernünftigerweise möglich ermittelt und der *Defaulting Party* entsprechend das *Calculation Statement* übermittelt werden.

---

<sup>60</sup> Section 6(d)(i) 1992 ISDA Master Agreement und 2002 ISDA Master Agreement.

<sup>61</sup> Goldman Sachs International v. Videocon Global Ltd [2013] EWHC 2843 (Comm), Rz 33 und Videocon Global Ltd v. Goldman Sachs International [2016] EWCA Civ 130, Rz 64.

<sup>62</sup> Fondazione Enasarco v. Lehman Brothers Finance SA and Anthracite Rated Investments (Cayman) Limited [2015] EWHC 1307 (Ch).

Selbst wenn der Abwicklungsbetrag erst an einem späteren Zeitpunkt ermittelt wird, gilt der Grundsatz, dass er per Early Termination Date zu ermitteln ist. Von diesem Grundsatz kann nur abgewichen werden, wenn eine Ermittlung per Early Termination Date vernünftigerweise nicht möglich ist. Dann ist der Abwicklungsbetrag per dem frühesten Datum nach dem Early Termination Date zu ermitteln, per welches dies vernünftigerweise möglich ist. Nach der bisherigen Gerichtspraxis obliegt es der Non-defaulting Party zu beweisen, warum vom Early Termination Date abgewichen werden soll. Entscheidend sind hier die konkreten Umstände des Einzelfalles.<sup>63</sup>

Insbesondere in volatilen Märkten hat das Datum, per welches der Abwicklungsbetrag zu ermitteln ist, eine erhebliche Relevanz für die Höhe des Abwicklungsbetrages, denn dessen Höhe hängt typischerweise vom Kurs des Basiswertes und dessen Volatilität ab. Innerhalb weniger Tage kann sich der Betrag deshalb substantiell ändern und sogar aus einem Gläubiger ein Schuldner werden und umgekehrt.

Vieles ist in Bezug auf den Zeitpunkt der Ermittlung des Abwicklungsbetrags gerichtlich noch nicht geklärt. Die bisherige Gerichtspraxis tendiert dazu, der Frage, ob ein Basiswert liquid ist oder nicht, und ob ein Ersatzgeschäft tatsächlich abgeschlossen wurde oder nicht, besondere Bedeutung zuzumessen. Wenn kein Ersatzgeschäft abgeschlossen wurde und der Basiswert liquid ist, dann muss danach der Abwicklungsbetrag grundsätzlich per Early Termination Date ermittelt werden.<sup>64</sup>

---

<sup>63</sup> BezGer ZH, FO130016-L, Urteil vom 16. September 2016 E. 1.2, nicht rechtskräftig.

<sup>64</sup> BezGer ZH, FO130016-L, Urteil vom 16. September 2016 E. 1.2, nicht rechtskräftig.

## V. Relevanz der Bewertungsmodelle

### 1. Überblick über die Bewertung von Derivaten

Nur ein geringer Teil von Derivaten wird an Börsen gehandelt. Der Preis von Derivaten kann daher in der Regel nicht direkt am Markt beobachtet werden. Er kann jedoch grundsätzlich anhand des Preises des Basiswertes abgeleitet werden.

Der Wert zukünftiger unbedingter Verpflichtungen lässt sich durch die Abdiskontierung des Wertes dieser Verpflichtungen auf den Zeitpunkt der Bewertung ermitteln (sogenannte Barwertermittlung). Im Zeitpunkt des Abschlusses eines Swaps zu marktüblichen Konditionen sollte dieser Swap einen Marktwert von Null haben. Schwierig ist die Ermittlung des Wertes von bedingten Verpflichtungen und damit insbesondere bei Optionen.

### 2. Optionsbewertung

#### a) *Bewertung anhand von kotierten Optionen*

Sofern dieselben oder ähnliche Optionen kotiert sind und somit die Preise transparent sind, kann der Wert einer Option auf der Basis dieser publizierten Preise ermittelt werden. Nur der kleinste Teil von Optionen ist jedoch kotiert, so dass diese Bewertungsmethode in der Regel nicht anwendbar ist. Der Wert kann jedoch anhand von Modellen ermittelt werden.

#### b) *Bewertung anhand von Modellen*

Der Preis einer Option ist die Summe aus dem inneren Wert der Option und dem Zeitwert.

Als innerer Wert wird der Betrag bezeichnet, den der Optionsinhaber bei sofortiger Ausübung erzielen könnte. Bei einer *Call-Option* entspricht der innere Wert der Differenz zwischen dem aktuellen Kurs des Basiswertes und dem Ausübungspreis der Option. Bei einer *Put-Option* entspricht der innere Wert der Differenz zwischen dem Ausübungspreis der Option und dem aktuellen Kurs des Basiswertes.

Wer eine Option erwirbt, erwirbt die Möglichkeit, dass die Option bei Verfall im Geld ist und der Käufer der Option somit einen Gewinn erzielen kann. Je wahrscheinlicher der Eintritt dieser Möglichkeit ist, umso höher ist der Zeitwert der Option.

Die Bewertungsmethoden für Optionen basieren daher auf Wahrscheinlichkeitsrechnungen.

aa) *Black-Scholes-Modell*

Das *Black-Scholes-Modell* ist ein mathematisch fundiertes Modell zur Bewertung von Optionen unter Berücksichtigung der verschiedenen Faktoren, die grundsätzlich auf den Optionspreis einwirken. Der Zweck des Modells besteht im Ermitteln der Preise von Optionen. Das *Black-Scholes-Modell* ist ein Grenzfall des Binomialmodells.

Es basiert auf der Überlegung, dass ein Portfolio aus dem Basiswert und einer geschriebenen *Call-Option* in der Theorie den gleichen Ertrag erbringen sollte wie eine risikolose Anlage. Wäre dies nicht der Fall, würden Anleger diese Differenz durch Arbitrage ausnutzen und damit in der Theorie dafür sorgen, dass die Differenz verschwindet. Auf dieser konzeptionellen Grundlage kann dann durch Verfahren der Wahrscheinlichkeitsrechnung der Preis der Option bestimmt werden.

Die Formeln für eine *Call Option* (C) und für eine *Put Option* (P) lauten wie folgt:

$$C_{BS}(0) = S N [d_1(S,t)] - Ke^{-rt} N [d_2(S,t)]$$

$$d_1(S,t) = \frac{\log\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d_2(S,t) = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

$$P_{BS}(0) = Ke^{-rt} N [-d_2(S,t)] - S N [-d_1(S,t)]$$



In die Berechnung fließen somit fünf Faktoren ein:

- der Kurs der Aktie ( $S$ ),
- der Ausübungspreis oder „Strike“ der Option ( $K$ ),
- deren Laufzeit ( $t$ ),
- der risikolose Zins ( $r$ ) und
- die Volatilität der Aktie ( $\sigma$ ).

Grundsätzlich dient der Aktienkurs am Bewertungsdatum als Referenzkurs für die Berechnung des Optionspreises mit Hilfe des Black-Scholes-Modells. Steigt der Aktienkurs, dann steigt auch der Wert einer *Call-Option*. Der Wert einer *Put-Option* steigt hingegen, wenn der Aktienkurs sinkt.

Die Volatilität ist eine Kennzahl für die Schwankungsbreite der Werte, die der Preis der Aktie bis zur Fälligkeit der Option annehmen kann. Je höher die Volatilität, umso höher ist die Schwankungsbreite. Die Volatilität einer Anlage wird stets auf eine bestimmte Zeitspanne angegeben. Beispielsweise weiss niemand sicher, bei welchem Kurs die Nestlé-Aktie morgen schliessen wird. Die Ein-Tages-Volatilität gibt aber einen Hinweis auf die ungefähre Bandbreite, in der der Schlusskurs zu liegen kommen dürfte. Anders als der Aktienkurs ist die Volatilität nicht direkt messbar, sondern kann nur geschätzt werden. Die Volatilität kann entweder auf der Basis historischer Volatilitätsdaten des Basiswertes geschätzt oder aus anderen Marktdaten, wie z.B. den aktuellen Preisen von gehandelten Optionen, abgeleitet werden. Steigt die Volatilität, so steigen auch der Wert einer *Call-Option* und einer *Put-Option*.

Wird die *Black-Scholes*-Formel nach einem der oben genannten Faktoren abgeleitet (mathematisch: partiell differenziert), beschreibt das Ergebnis, wie stark der Wert der Option steigt oder fällt, wenn sich nur dieser Faktor ändert. Diese Ableitungen sind somit Sensitivitäten des Optionspreises in Bezug auf die fünf Faktoren und werden mit griechischen Buchstaben benannt, daher kommt die Bezeichnung „*Greek Letters*“, kurz „*Greeks*“. Diese *Greeks* sind für das Risikomanagement wichtig.

So gibt das Delta an, um wieviel sich der Preis einer Option verändert, wenn der Kurs des Basiswertes um einen Franken steigt. Ein Delta von 0.4 bei einem Call auf UBS etwa bedeutet: Steigt die UBS-Aktie um einen Franken, verteuert sich der Optionspreis um 40 Rappen. Ist eine Option „weit aus dem

Geld“ (d.h. geringe Ausübungswahrscheinlichkeit), liegt ihr Delta nahe Null. Je weiter sie „ins Geld“ kommt (d.h. steigende Ausübungswahrscheinlichkeit), desto mehr nähert sich ihr Delta einem Wert von 1 (beim Call) beziehungsweise minus 1 (beim Put) an. Wichtig ist das Delta z.B. für das Absichern von Aktienpositionen. Sein Kehrwert gibt etwa an, wie viele Put Optionen ein Anleger benötigt, um eine Aktie des Basiswerts gegen moderate Kurseinbrüche abzusichern.

### *bb) Monte-Carlo-Simulation*

Die Monte-Carlo-Simulation ist eine numerische Methode, die anhand der Simulation zukünftiger möglicher Ereignisse und der Wahrscheinlichkeit ihres Eintritts eine approximative Lösung aufzeigt. Je mehr Ereignisse simuliert werden, umso genauer wird die Lösung. Da heute Datenverarbeitungsprogramme zur Berechnung eingesetzt werden können, können auch in kurzer Zeit mehrere tausend Ereignisse simuliert werden.

Die Monte-Carlo-Simulation kann auch für die Bewertung von Optionen eingesetzt werden. Für europäische Optionen sollte die Monte-Carlo-Simulation bei einer genügend grossen Anzahl von Simulationen zum gleichen Ergebnis wie das *Black-Scholes*-Modell führen. In der Praxis wird sie insbesondere auch für die Bewertung von exotischen Optionen eingesetzt.

## **3. Relevanz von Bewertungsmodellen in der Praxis und vor Gericht**

Marktteilnehmer bewerten regelmässig ihre ausstehenden Derivattransaktionen. Die Bewertungsmodelle dienen dazu, dass die Marktteilnehmer ihre Risiken einschätzen sowie bewirtschaften und Risiken durch Besicherungen reduzieren können. In der Praxis der Marktteilnehmer sind Bewertungsmodelle daher nicht wegzudenken. Die neue Finanzmarktregulierung verpflichtet die Marktteilnehmer sogar, ihre Positionen anhand von aktuellen Kursen täglich zu bewerten und sofern dies, wie in der Praxis häufig, nicht möglich ist, eine Bewertung nach anerkannten Bewertungsmodellen vorzunehmen.<sup>65</sup>

---

<sup>65</sup> Art. 109 Abs. 1 und Abs. 3 FinfraG.

Die Ermittlung des *Loss* oder *Close-out* anhand von Bewertungsmodellen ist eine mögliche Methode. Bewertungsmodelle sind zudem häufig die Grundlage für Offerten, welche Marktteilnehmer stellen. Anhand von Bewertungsmodellen kann daher auch überprüft werden, ob Offerten Fehler enthalten und angemessen sind.

Die Bewertung von Derivaten ist jedoch keine exakte Wissenschaft, denn jedes Modell basiert auf Annahmen. Hinzu kommt, dass das Ergebnis im konkreten Fall von den Marktdaten abhängt, welche in das Modell eingegeben werden. Die Bandbreite der Ergebnisse der Modelle kann daher sehr gross sein. Je grösser die Bandbreite der Ergebnisse der Modelle, umso geringer ist die Überzeugungskraft der Bewertungen vor Gericht.

Die Bewertungsmodelle stossen zudem an ihre Grenzen, wenn es für den Basiswert keine Marktdaten gibt oder sich die verfügbaren Marktdaten nur auf wenige tatsächlich beobachtbare Daten stützen können.

In der Gerichtspraxis sind die Unterschiede zwischen den verschiedenen Zivilprozessordnungen zu beachten. Vor englischen Gerichten ziehen die Parteien Parteigutachter bei, welche Bewertungsgutachten erstellen. Solchen Bewertungsgutachten kommt vor einem Schweizer Gericht nur eine sehr eingeschränkte Bedeutung zu. Als Beweismittel sind sie, obwohl in der Praxis gebräuchlich, grundsätzlich ungeeignet. Wenn das Gericht eine Bewertungsfrage als relevant erachtet, muss der Beweis durch ein vom Gericht anzuordnendes Sachverständigengutachten angetreten werden.<sup>66</sup>

---

<sup>66</sup> OGer ZH, Geschäfts-Nr. NE160001-O, Vor-Urteil und Rückweisungsbeschluss vom 11. August 2016 E. 9.2.5, nicht rechtskräftig.

## **VI. Empfehlungen bei Eintritt eines *Early Termination Events***

Der Eintritt eines *Early Termination Events* ist (fast) immer eine ungewöhnliche Situation. Das Monitoring der abgeschlossenen ISDA Master Agreements und der laufenden Transaktionen kann helfen, sich rasch einen Überblick darüber zu verschaffen, welche Ereignisse eine Beendigung auslösen können und welche Parteien davon betroffen sind. Dazu gehört auch, zu vermerken, welche Verträge eine automatische Beendigung im Konkursfall vorsehen und ob dies nur im Konkurs der Gegenpartei oder auch allfälliger Sicherheitengeber gilt.

Der Zugang von Konzerntochtergesellschaften zu den sie betreffenden Vertragsdokumentationen und Daten sollte auch ausserhalb des *Going-Concerns* des Konzerns sichergestellt werden.

Die Gesamtsituation ist zuerst zu analysieren, auch wenn schnelles Handeln erforderlich sein kann. Denn eine spätere Abkehr von der einmal eingenommenen Position kann im Streitfall Unsicherheiten schaffen.

Jedes Abweichen von der Ermittlung des Abwicklungsbetrages per *Early Termination Date* erhöht das Risiko, dass es zu Streitigkeiten kommt. Anders ist die Sachlage nur, wenn die Märkte am *Early Termination Date* geschlossen sind.

Die Gründe für eine allfällige Verzögerung bei der Ermittlung des Abwicklungsbetrages sollten daher dokumentiert und der *Defaulting Party* in angemessener Weise kommuniziert werden. Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass Entscheidungsträger das Unternehmen verlassen und somit bei späteren Prozessen nicht mehr zur Verfügung stehen könnten.

## VII. Die neue Finanzmarktinfrastrukturregulierung

### 1. Initiative der G-20 zur Regulierung des OTC-Derivatehandels

Bis zur Finanzmarktkrise bestand weder in der EU, den USA noch in der Schweiz ein allgemeiner Regelungsrahmen für OTC-Derivate. Ein Regelungsbedürfnis wurde verneint, da die OTC-Derivate in der Regel von professionellen und somit nicht schutzbedürftigen Marktteilnehmern verwendet werden. So war und ist im Schweizer Recht für den Handel mit Effekten eine Bewilligung der FINMA notwendig. Derivate können Effekten sein, jedoch nur, wenn sie hinreichend standardisiert sind, so dass sie zum massenweisen Handel geeignet sind. Bei OTC-Derivaten war und ist dies trotz der zunehmenden Standardisierung in der Regel zu verneinen.

Die Finanzmarktaufsichtsbehörden verfügten daher bis zur Finanzmarktkrise in der Regel nur dann über Informationen über OTC-Derivate, wenn eine Vertragspartei aus anderen Gründen beaufsichtigt wurde.

Die nützliche Rolle von Derivaten für die Volkswirtschaft ist anerkannt. Die Finanzmarktkrise hat jedoch die Risiken und Schwächen des OTC-Derivatehandels offengelegt:<sup>67</sup>

- Mangelnde Transparenz
- Hohes Gegenparteiausfallrisiko
- Systemisches Risiko durch Vernetzung der Marktteilnehmer
- Hohes operationelles Risiko

Die Regierungsvertreter der G-20 Länder beschlossen daher im September 2009 auf ihrem Treffen in Pittsburgh:<sup>68</sup>

All standardised OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and

---

<sup>67</sup> Botschaft zum FinfraG, 7.

<sup>68</sup> Zitiert in Mitteilung der EU-Kommission vom 20. Oktober 2009, Gewährleistung effizienter, sicherer und solider Derivatemärkte: Künftige politische Massnahmen, KOM (2009) 563 endgültig, 2.

cleared through central counterparties by end-2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements.

## 2. Vom Dodd-Frank Act über EMIR hin zum FinfraG

Die Industriestaaten reagierten auf den Beschluss der G-20. Bereits am 5. Januar 2010 verabschiedeten die USA im Rahmen des *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Acts* (Dodd-Frank Act) eine Regulierung von OTC-Derivaten. Die EU erliess die Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR). Am 19. Juni 2015 wurde in der Schweiz das Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (FinfraG) verabschiedet, welches am 1. Januar 2016 in Kraft getreten ist.

Im Mittelpunkt der neuen Regulierung stehen folgende Pflichten:

- Meldepflicht
- Abrechnungspflicht
- Risikominderungspflicht

### a) *Meldepflicht*

Im Grundsatz müssen sämtliche Derivattransaktionen Transaktionsregistern gemeldet werden. Transaktionsregister erhöhen die Transparenz und können so das interne Risikomanagement der Marktteilnehmer unterstützen.

In der EU bestehen Transaktionsregister und die Marktteilnehmer nehmen die entsprechenden Meldungen bereits vor. In der Schweiz hat die FINMA am 1. April 2017 mit der SIX Trade Repository AG dem ersten schweizerischen Transaktionsregister gemäss Art. 74 FinfraG die Bewilligung zum Betrieb erteilt und die Regis-TR S.A. als ausländisches Transaktionsregister gemäss Art. 80 FinfraG für die Entgegennahme von Meldungen über Deri-

vatgeschäfte nach FinfraG<sup>69</sup> anerkannt. Die Meldepflicht beginnt in der Schweiz ab dem 1. Oktober 2017 gestaffelt zu greifen.<sup>70</sup>

*b) Abrechnungspflicht (Clearing)*

Sofern Umsetzungserlasse dies vorsehen, müssen bestimmte Derivatkategorien über zentrale Gegenparteien abgewickelt werden. Die Clearingpflicht sorgt für die davon erfassten Derivate durch das Einschalten einer zentralen Gegenpartei (CCP) für eine Risikominderung. Den Absicherungsmechanismen ist daher besondere Aufmerksamkeit zu schenken, denn den CCPs wird eine systemische Bedeutung zukommen. Dies gilt umso mehr, wenn in verstärktem Masse Interoperabilitätsvereinbarungen zwischen verschiedenen CCPs getroffen werden. Eine CCP könnte im Konkursfall nicht nur ihre eigenen Teilnehmer beeinträchtigen, sondern auch einen Dominoeffekt auf andere, verbundene CCPs haben.

*c) Risikominderungspflicht*

Der Risikominderung dienen folgende Pflichten:

- Bestätigung der Vertragsbedingungen innerhalb kurzer Fristen
- Portfolioabstimmung
- Portfoliokompression
- Streitbeilegung
- Bewertung ausstehender Geschäfte
- Pflicht zum Austausch von Sicherheiten

---

<sup>69</sup> Nicht aber nach EMIR.

<sup>70</sup> FINMA-Aufsichtsmittelung 02/2017, Finanzmarktinfrastrukturgesetz: Meldepflichten / Transaktionsregister vom 3. April 2017.

*aa) Confirmations*

Gemäss Art. 95 FinfraV müssen die Vertragsbedingungen spätestens am übernächsten Geschäftstag nach dem Abschluss der OTC-Derivattransaktion gegenseitig bestätigt werden. Bei komplexen Transaktionen und bei kleinen Gegenparteien verlängert sich die Frist um einen Geschäftstag.

Die zeitlichen Vorgaben für den Austausch von *Confirmations* sorgen dafür, dass die Dokumentation rechtzeitig vorliegt. Zudem dürfte die Wahrscheinlichkeit erhöht werden, dass Fehler in den *Confirmations* zeitnah festgestellt werden.

*bb) Portfolioabstimmung und Portfoliokompression*

Je höher die Anzahl an Derivaten, welche zwischen Gegenparteien aussteht, umso häufiger müssen diese Parteien die wesentlichen Bedingungen der abgeschlossenen OTC-Derivattransaktionen miteinander abstimmen.<sup>71</sup> Wenn 500 oder mehr Transaktionen zwischen zwei Parteien ausstehend sind, dann muss die Abstimmung täglich erfolgen. Damit wird im Krisenfall der Aufwand verringert, festzustellen, welche Transaktionen mit einer bestimmten Gegenpartei abgeschlossen wurden.

Die Pflicht zur Portfoliokompression<sup>72</sup> bei gegenläufigen Geschäften reduziert das operationelle Risiko und verringert die Anzahl ausstehender Transaktionen. Diese Pflicht besteht jedoch nur, wenn zwei Parteien 500 oder mehr nicht zentral abgerechnete OTC-Derivatgeschäfte offenstehen haben.

*cc) Bewertung und Besicherung*

Gemäss Art. 109 Abs. 1 FinfraG müssen Gegenparteien ihre Derivate täglich bewerten. Ausgenommen sind Transaktionen mit kleinen Gegenparteien. Die Pflicht zur fortlaufenden Bewertung und Besicherung reduziert das Kreditrisiko, sollte die Gegenpartei in den Konkurs fallen. In Anbetracht der darge-

---

<sup>71</sup> Art. 96 FinfraV.

<sup>72</sup> Art. 108 lit. d FinfraG.



stellten Unsicherheit, wie der Abwicklungsbetrag im Konkursfall tatsächlich zu berechnen ist, bleibt jedoch ein Restrisiko bestehen.

Die ISDA hat ein ISDA Variation Margin Protocol publiziert, um den Marktteilnehmern die Anpassung an die neuen Besicherungspflichten zu erleichtern.

Die Umsetzung der Pflichten zum Austausch von Sicherheiten erfolgt sowohl in der EU als auch in der Schweiz in zeitlich gestaffelten Schritten bis zum Jahr 2020.<sup>73</sup>

Am 4. Januar 2017 sind in der EU die definitiven Ausführungsvorschriften zum Austausch von Sicherheiten bei OTC-Derivaten in Kraft getreten. Das EFD hat in der Folge eine Vernehmlassung zur Anpassung der entsprechenden Schweizer Bestimmungen der FinfraV an die Regelungen der EU eröffnet.<sup>74</sup>

### **3. Ausblick**

Die neue Finanzmarktinfrastrukturregulierung adressiert einen Teil der Probleme, welche sich im Nachgang zum Zusammenbruch von Lehman Brothers gezeigt haben. Insbesondere die Transparenz und das Bewusstsein der Marktteilnehmer für die Risiken wurden wirksam erhöht.

Der überwiegende Teil der Pflichten unter der neuen Finanzmarktinfrastrukturregulierung setzt jedoch voraus, dass die zuständigen Behörden Umsetzungserlasse verabschieden. Dies ist bisher erst teilweise geschehen. Die Folgen der neuen Regulierung sind somit nicht in vollem Umfang absehbar. Insbesondere bleibt daher abzuwarten, ob die Ausfallrisiken wirksam reduziert werden.

---

<sup>73</sup> FINMA-Aufsichtsmitteilung 01/2017, Finanzmarktinfrastrukturgesetz: Fristen betreffend Pflichten zum Austausch von Sicherheiten vom 31. Januar 2017, 3.

<sup>74</sup> Siehe zum Ganzen EFD, Änderung der Finanzmarktinfrastrukturverordnung (Austausch von Sicherheiten), Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage vom 13. Februar 2017. Die vorgeschlagenen Änderungen betreffen insbesondere Ausnahmen von der Besicherungspflicht und die Erweiterung der Liste von zulässigen Sicherheiten. Die Verordnungsänderung soll bis zum 15. August 2017 in Kraft gesetzt werden.

Dennoch gibt es bereits eine Tendenz, das Ausmass der neuen Regulierung in Frage zu stellen. So wird die EU-Kommission prüfen, ob die neuen Pflichten für Nichtfinanzielle Gegenparteien und insbesondere auch für Pensionskassen angemessen sind.<sup>75</sup> Der neu gewählte amerikanische Präsident Donald Trump hat gar angekündigt, Teile des Dodd Frank-Acts zurückzunehmen zu wollen.<sup>76</sup> Die Regulierung der Finanzmarktinfrastrukturen dürfte daher im Fluss bleiben.

---

<sup>75</sup> Die EU-Kommission hatte eine Anhörung zu den Auswirkungen von EMIR durchgeführt (vgl. den entsprechenden Bericht in COM [2016] 857 final). In der Zusammenfassung, 11, kommt die EU-Kommission zu folgendem Ergebnis: „In particular, further assessment is needed in order to determine how to alleviate the challenges identified to allow for a streamlined application of EMIR that could remove excessive regulatory burdens on market participants and enable smoother implementation of the requirements, whilst ensuring that the objectives of EMIR are nonetheless fulfilled. This process should carefully consider the international principles in the derivatives markets field in order to ensure an efficient functioning of global markets. In addition, this initiative would support the Commission’s Better Regulation agenda by eliminating unnecessary costs that are currently carried by companies and that could release funds for investing.“

<sup>76</sup> DONALD TRUMP wird mit folgenden Worten in <[https://www.nytimes.com/2017/02/03/business/dealbook/trump-congress-financial-regulations.html?\\_r=0](https://www.nytimes.com/2017/02/03/business/dealbook/trump-congress-financial-regulations.html?_r=0)> zitiert: „We expect to be cutting a lot out of Dodd-Frank, because frankly I have so many people, friends of mine, that have nice businesses and they can’t borrow money [...] They just can’t get any money because the banks just won’t let them borrow because of the rules and regulations in Dodd-Frank“ (siehe die in diesem Zusammenhang erlassene Presidential Executive Order unter <<https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/02/03/presidential-executive-order-core-principles-regulating-untied-states>>). Es bleibt abzuwarten, ob es dazu kommt und was die internationalen Folgen wären.