

## Rechtliche Probleme mit OTC-Derivaten in Russland: Anmerkungen eines Außenstehenden

(Правовые проблемы OTC дериватов в России: замечания постороннего)

Erstveröffentlichung in:

Siberian Federal University, Institute of Law (Hrsg.), Russian Financial System: experience and prospects of legal regulation, materials of International Scientific Practical Conference, Krasnoyarsk (Russia), September 4-5, 2008, Krasnoyarsk 2008, ISBN 978-7638-1011-0, S. 219 - 265 [Финансовая система России: опыт и перспективы правового регулирования: материалы междунаро. науч.-практич. конф., Красноярск, 4-5 сентября, 2008 г./ Сиб. Федер. юрид. ин-т. Красноярск: ИПК СФУ, 2008, ISBN 978-7638-1011-0, с. 219 - 265]

### Übersicht

A. Funktionsweise und Bedeutung von Derivaten.....	2
B. Derivate und Spieleinwand (Verbindlichkeit der Einzelverträge) .....	7
I. Ausgangslage: Art. 1062 a.F. ZGB.....	7
II. Reform 2007 .....	10
III. Bewertung .....	11
1. Kreis der erfassten Instrumente.....	11
a. Russische Regelung.....	11
b. Vergleich mit dem deutschen Recht.....	12
2. Persönlicher Anwendungsbereich .....	13
a. Russische Regelung.....	13
b. Vergleich mit dem deutschen Recht.....	14
3. Rechtssystematische Einordnung der Neuregelung .....	15
a. Zweckverfehlerungsansatz .....	15
b. Deutsche Regelung.....	17
c. Russische Regelung.....	19
C. Derivate und Insolvenzgesetze (Wirksamkeit von Beendigungs- und Verrechnungsklauseln in Rahmenverträgen) .....	20
I. Ziele der üblichen Verrechnungsabreden in Rahmenverträgen.....	21
II. Insolvenzzrechtliche Ausgangslage in Russland.....	23
1. Insolvenzverwalterwahlrecht .....	23
2. Aufrechnungsverbote in der Insolvenz .....	24
3. Möglichkeit der Insolvenzanfechtung.....	24
4. Ergebnis.....	25
III. Bewertung .....	25
1. Insolvenzzrechtliche Besonderheiten von Derivaten.....	25
2. Berücksichtigung im deutschen Recht .....	26

---

\* Dr. jur., Professor an der Helmut-Schmidt-Universität – Universität der Bundeswehr Hamburg, Richter am Hanseatischen Oberlandesgericht Hamburg.

3. Übertragbarkeit auf das russische Recht? .....	28
a. Behandlung einzelner Derivate .....	29
b. Behandlung von Rahmenverträgen .....	30
c. Regelungsbedarf für den Gesetzgeber .....	31
d. Vergleich mit Reformentwurf 2007 .....	32
aa. Gesetzestechnische Ansatzpunkte .....	32
bb. Arten der erfassten Geschäfte .....	33
Zusammenfassung .....	33
Аннотация .....	35

Vor rund dreieinhalb Jahren ist in Moskau die russische Übersetzung meiner 2002 in Deutschland veröffentlichten Habilitationsschrift „Derivative Finanzinstrumente im Recht“ erschienen.<sup>1</sup> Schon damals gab es in Russland intensive Bemühungen, mit Hilfe einer geeigneten Gesetzgebung den aufstrebenden Terminmarkt international konkurrenzfähig zu machen. Bis dahin jedenfalls galt es für ausländische Unternehmen unter verschiedenen Gesichtspunkten als rechtlich riskant, außerbörsliche („over the counter“, kurz: OTC) Termingeschäfte (Derivate) mit russischen Vertragspartnern abzuschließen. Die ausgesprochen ehrenvolle Einladung der Sibirischen Föderalen Universität nach Krasnoyarsk zur Konferenz mit dem Thema „Russian Financial System: Experience and Prospects of Legal Regulation“ gibt mir Gelegenheit zu schauen, wie sich der rechtliche Rahmen für den Abschluss von OTC-Derivaten in Russland in den letzten Jahren entwickelt hat und ob vielleicht sogar die eine oder andere meiner Ideen dort auf fruchtbaren Boden – oder zumindest auf fruchtbareren Boden als zuhause! – gestoßen ist.

Leider bin ich der russischen Sprache (noch) nicht mächtig. Meine Erkenntnisse zum russischen Recht stützen sich weitgehend auf von dritter Seite übersetzte Quellen, teils vom Russischen ins Englische und teils direkt vom Russischen ins Deutsche.<sup>2</sup> Ferner fehlt mir (noch) ein Gesamtüberblick über die russische Rechtsordnung. Auch von daher stehen meine nachfolgenden Ausführungen, soweit sie sich auf das russische Recht beziehen, unter dem Vorbehalt der Nachprüfung.

## **A. Funktionsweise und Bedeutung von Derivaten**

Ein funktionierender Terminmarkt ist Voraussetzung für die Entwicklung der Kredit- und Finanzmärkte und für die Versorgung der Unternehmen mit modernen Risikomanagement-Instrumenten und somit ein „Muss“ für jede aufstrebende Volkswirtschaft. Seit der russischen Finanzkrise im Jahre 1998 und ausgehend von einem schwachen Niveau haben vor allem die börsengehandelten, aber auch die außerbörslichen Derivate in Russland einen enormen Zuwachs erfahren.<sup>3</sup> Allein im Zeitraum vom 1.3.2005 bis zum 1.3.2007 hat sich die Gesamtsumme der Ansprüche und Verbindlichkeiten russischer Kreditinstitute aus

<sup>1</sup> Reiner, *Derivative Finanzinstrumente im Recht*, Baden-Baden 2002, [http://www.gunterreiner.de/-reiner2002\\_derivative-finanzinstrumente-im-recht.pdf](http://www.gunterreiner.de/-reiner2002_derivative-finanzinstrumente-im-recht.pdf); ders. *Деривативы и право*, Moskau 2005. Soweit im vorliegenden Beitrag auf diese Arbeit Bezug genommen wird, beziehen sich die Seitenangaben auf das deutsche Original. Die Paginierung der russischen Übersetzung ist allerdings fast identisch, so dass die betreffenden Stellen auch dort leicht zu finden sind.

<sup>2</sup> Meiner Mitarbeiterin Frau Ref. jur. *Liubov Dvoskina* danke ich für die Unterstützung bei der Auswertung der russischen Quellen sowie für die Übersetzung der Zusammenfassung ins Russische.

<sup>3</sup> Näheres siehe bei *Rotfuß*, *Options, Futures, and Other Derivatives in Russia: An Overview*, ZEW Discussion Paper No. 07-059, <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp07059.pdf>, S. 3 ff., Abruf vom 1.8.2008.

Termingeschäften fast vervierfacht. Im darauffolgenden Zeitraum bis zum Ende Februar 2008 sind die Ansprüche aus Derivaten nochmals um den Faktor 1,4 auf ca. 3,6 Billionen Rubel (ca. 100 Mrd. Euro) gewachsen.<sup>4</sup> Das sind beeindruckende Zahlen, ein Vergleich etwa mit den deutschen Banken, die im Dezember 2007 OTC-Derivate mit einem Marktwert von fast 1,2 Billionen Euro hielten, zeigt aber, dass es für Russland noch erhebliches Steigerungspotential gibt.<sup>5</sup> Diesbezüglich kommt dem *Rechtsrahmen* für den russischen Terminmarkt eine entscheidende Bedeutung zu. Bevor ich näher darauf eingehe, möchte ich denjenigen, die bislang bei „Derivaten“ eher an chemische als an Finanzprodukte denken, noch so knapp wie möglich darlegen, um was es eigentlich geht.

Unter Derivaten oder derivativen Finanzinstrumenten versteht man im wohl allgemeinsten Sinne gegenseitige Verträge (bzw. durch Verbriefung verselbstständigte Rechte aus solchen Verträgen), deren Leistungspflichten bewusst so bestimmt sind, dass ihr wirtschaftlicher Ertrag für beide Seiten von einem Zufallselement in Gestalt eines zukünftigen quantifizierbaren Ereignisses abhängt, also stochastisch bedingt ist.<sup>6</sup> Bei den ersten unter der Bezeichnung „Derivate“ bekannt gewordenen Finanzinstrumenten dienten als zukünftige „Ereignisse“, an die zumindest eine der gegenseitigen Leistungspflichten anknüpften bzw. von denen deren Werthaltigkeit abhing, die Entwicklung von Wechselkursen (Währungs- bzw. Devisen-Derivate), von Zinssätzen (Zins-Derivate) und später auch von Aktienkursen (Aktien-Derivate) und Marktpreisen börsengehandelter Waren (Waren-Derivate). Die Gegenstände, auf die sich die betreffenden „Ereignisse“ beziehen, damit sie quantifizierbar sind (z.B. Wechselkurse, Zinssätze, Aktienkurse, Warenpreise), nennt man „Basiswerte“ (englisch: „underlyings“). Der wirtschaftliche Erfolg eines Derivats hängt somit von dem Wert (z.B. Aktienkurs) ab, den so ein Basiswert (z.B. Aktie) zum vertraglichen definierten Termin annimmt. Insoweit ist der Wert des Derivats vom Wert des Basiswerts „deriviert“ (abgeleitet). Diesem Umstand verdankt das „Derivat“ seine Bezeichnung.

Wegen des Zukunftselements, das darin zum Ausdruck kommt, dass mindestens eine Vertragsseite ihre Leistung erst zu einem zukünftigen Zeitpunkt erbringen muss, spricht man auch von „Termingeschäft“. Die Grundformen der Termingeschäfte sind der Terminkauf (z.B. eines Zinstitels, einer Devisen etc.) mit einmaligem (ein- oder beidseitigem) Leistungszeitpunkt, der Termintausch mit periodischen Zahlungsterminen (allgemein bekannt unter seiner englischen Bezeichnung „Swap“) und die potestativ bedingte Option, bei der der einmalige oder periodische Leistungsaustausch (zu den vorher bestimmten Bedingungen) allein vom Willen einer Vertragsseite (des „Käufers“ der Option) abhängt.<sup>7</sup> Während sich Terminkäufe und Swaps durch beiderseitig fest vereinbarte (wenn auch vom Umfang oder Wert her zufallabhängige) zukünftige Leistungspflichten und spiegelbildliche (symmetrische) Gewinn- und Verlustchancen auf beiden Seiten des Vertrags auszeichnen (sog. „Festgeschäfte“), ist das Risikoprofil bei Optionen asymmetrischer Natur. Dort ist auf der einen Vertragsseite (Optionskäufer) der mögliche Verlust und auf der anderen Seite (sog. „Stillhalter“) der mögliche Gewinn von vornherein auf einen bestimmten Betrag (die sog. Optionsprämie) beschränkt.

---

<sup>4</sup> Quelle: Russische Zentralbank, [http://www.cbr.ru/eng/statistics/credit\\_statistics/](http://www.cbr.ru/eng/statistics/credit_statistics/).

<sup>5</sup> Quelle: Deutsche Bundesbank, <http://www.bundesbank.de/statistik>.

<sup>6</sup> Für einen engeren, ausschließlich auf Verträge über Geldleistungspflichten abstellenden und den Derivaten die „derivateähnlichen“ Geschäfte gegenüberstellenden Begriff siehe *Reiner*, S. 12, 18.

<sup>7</sup> Näheres zu Arten und Funktionsweise von Derivaten z.B. bei *Reiner*, S. 1 ff., mit Beispielen, oder in fast jedem anderen Buch über Derivate; jüngst z.B. *Schüwer/Steffen*, Funktionen und Einsatz von Finanzderivaten, in: Zerey (Hrsg.), *Außerbörsliche (OTC) Finanzderivate: Rechtshandbuch*, 2008, S. 33 ff.

Die einfachste Art, den wirtschaftlichen Erfolg eines Geschäfts von der Entwicklung eines Basiswertes abhängig zu machen, ist das Differenzgeschäft (Termingeschäft mit Barausgleich). Im Beispiel des Terminkaufs einer Aktie mit Differenzausgleich ist nicht etwa die Aktie zum Termin gegen Zahlung des fest vereinbarten Preises zu liefern (Termingeschäft mit Erfüllung in Natur), sondern der Terminkäufer verspricht dem Terminverkäufer, dass er ihm bei Fälligkeit (zum Termin) die Differenz zwischen dem vereinbarten Preis (Terminpreis) und dem Kassapreis der Aktie zum Termin bezahlt, soweit sie über Null liegt. Da sich der Terminpreis am Kassapreis zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses und an den damaligen Erwartungen zur Entwicklung des Kassakurses orientiert, wird dieser Fall immer dann eintreten, wenn der tatsächliche Kassapreis zum Termin „niedriger“ ausfällt als der Terminkäufer erwartet hat. Gleichzeitig verspricht der Terminverkäufer dem Terminkäufer seinerseits, die aus seiner Sicht nun negative Differenz zwischen dem vereinbarten Preis und dem Kassapreis zum Termin zu bezahlen, sollte der Aktienpreis – entgegen den Erwartungen des Terminverkäufers - über den Terminpreis hinaus gestiegen sein.

Zum gleichen wirtschaftlichen Ergebnis – abgesehen von den höheren Transaktionskosten – würden die Parteien auch bei Vereinbarung einer Erfüllung in Natur (Leistungsaustausch Aktien gegen Geld) gelangen, wenn der Terminkäufer seine vom Verkäufer bezogene Aktie anschließend am (notwendigerweise liquiden) Kassamarkt wieder veräußert und sich der Terminkäufer seinerseits nach der Lieferung am Kassamarkt wieder mit einer Aktie des gleichen Typs eindeckt. Ebenfalls zu dem gleichen finanzwirtschaftlichen Ergebnis (einschließlich des Hebeleffekts) würde der Terminkäufer gelangen, wenn er die Aktie nicht auf Termin, sondern sofort kassa kauft, wobei er sich den hierzu erforderlichen, sofort zahlbaren Kaufpreis am Kreditmarkt ausleiht, in seinem Depot lagert und später bei Eintritt des Termins aus obigen Beispiel ebenfalls kassa wieder verkauft, wobei er mit dem Erlös das Darlehen zurückzahlt. Die Laufzeit des Darlehens würde dabei der Laufzeit des Termingeschäfts entsprechen („synthetischer“ Terminkauf). Die spiegelbildliche Position des Terminverkäufers ließe sich ebenfalls am Kassamarkt durch eine Wertpapierleihe in Verbindung mit einer Darlehensgewährung darstellen („synthetischer“ Terminverkauf).

Diese Beispiele zeigen bereits die Zusammenhänge, die zwischen dem Kassa- und dem Terminmarkt für ein und denselben Basiswert bestehen können und auf denen zwei wichtige finanzwirtschaftliche Eigenschaften von Derivaten beruhen: ihre Reproduzierbarkeit durch Geschäfte am Kassamarkt (sofern so ein Markt vorhanden ist) und damit zusammenhängend der Umstand, dass der positive oder negative Marktwert („fair value“) von Derivaten für jeden Zeitpunkt ihrer Laufzeit theoretisch auf der Grundlage des Erlöses aus einer finanzwirtschaftlich gleichwertigen Transaktion am Kassamarkt bzw. der Kosten für so eine Transaktion, d.h. auf der Grundlage des Kassapreises für den Basiswert und des Marktzinses errechnet werden kann.<sup>8</sup>

Daraus folgt, dass die *Risikostruktur* von Derivaten einschließlich des Hebeleffekts für sich genommen im Vergleich zur Risikostruktur von (kreditfinanzierten) Anlagen am Kassamarkt keine Besonderheiten aufweist und insoweit unter Risikoschutzgesichtspunkten auch keine rechtliche Sonderbehandlung erfordert. Die europäische Finanzmarkt-Richtlinie 2004/39/EG,<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> Näheres z.B. bei *Reiner*, S. 60 ff.

<sup>9</sup> Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates „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“ vom 21.4.2004, ABIEU Nr. L 145/1 vom 30.4.2004.

die in allen EU-Mitgliedstaaten umzusetzen ist,<sup>10</sup> berücksichtigt diesen Zusammenhang speziell unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes. Die *Werthaltigkeit* laufender Derivate unterscheidet Ansprüche bzw. Verpflichtungen aus solchen Verträgen dagegen von unsicheren Positionen anderer Art (z.B. Spielen, hierzu unten unter B., insbesondere III.) und stellt ein Kriterium dar, dem – wie ich in meiner Habilitationsschrift für das deutsche Recht darzulegen versucht habe – eine maßgebliche Bedeutung für die rechtliche Behandlung dieser Instrumente zukommen kann.

In dem Maße, wie sich Derivate auf Basiswerte beziehen, die Markt- bzw. Kreditpreisschwankungen unterliegen, eignen sie sich zur *Übertragung von Markt- oder Kreditrisiken* von einem Vertragspartner auf den anderen. Dies ist ein Effekt, der sowohl zur Absicherung als auch zur Spekulation verwendet werden kann. Ein Investor, der ausländische Aktien kaufen und eine Zeit lang halten, aber das Währungsrisiko vermeiden möchte, kann schon zu Beginn seines Aktienengagements ausländische Währung in passender Höhe zu einem festen (am gegenwärtigen Wechselkurs orientierten) Preis auf Termin zum Ende der geplanten Investition verkaufen. Durch die Kombination beider Verträge (Aktienkauf, Währungsverkauf) schafft er eine „synthetische“ Anlage in die gewünschten Aktien, ohne dem Währungsrisiko ausgesetzt zu sein. Der Vertragspartner, der die ausländische Aktie auf Termin kauft, sichert sich damit möglicherweise seinerseits gegen Währungsrisiken ab, etwa wenn er zum selben Termin eine Zahlungspflicht in dieser Währung gegenüber einem Dritten erfüllen muss. Es könnte aber auch sein, dass er die zum Terminpreis auf Termin gekaufte Währung gar nicht benötigt, sondern nur darauf spekuliert, sie später mit Gewinn zum zukünftigen (höheren) Kassapreis wieder zu verkaufen. Diese Ambivalenz zwischen risikomindernder *Absicherung* und riskanter *Spekulation*, noch zu ergänzen durch die Möglichkeit einer bewusst risikoneutralen *Finanzarbitrage*, und die fehlende Erkennbarkeit des Zwecks, zu dem Derivate eingesetzt werden, für Dritte außerhalb des Unternehmens, insbesondere wenn die Instrumente Teil komplexer Portfolios sind, führt immer in solchen Rechtsgebieten zu besonderen Schwierigkeiten, wo es auf die Risikobewertung ankommt (siehe z.B. im Rechnungslegungsrecht bei der Abbildung von Risiken; im Finanzinstitutsaufsichtsrecht bei der Eigenkapitalunterlegung von Risiken).

Im Laufe der Zeit nahm und nimmt die Vielfalt der Basiswerte weiter zu, der Phantasie sind in diesem Bereich kaum Grenzen gesetzt. Beispielhaft sei hier auf die Aufzählung in Anhang I Abschnitt C Nr. 10 der Finanzmarkt-Richtlinie und in Art. 39 der Durchführungsverordnung (EG) 1287/2006 zu dieser Richtlinie<sup>11</sup> verwiesen. In der Richtlinie werden als Basiswerte u.a. auch „Klimavariablen, Frachtsätze, Emissionsberechtigungen, Inflationsraten und andere offizielle Wirtschaftsstatistiken“, „Vermögenswerte, Rechte, Obligationen, Indizes und Messwerte“ genannt. Die Verordnung ergänzt diese Liste um die folgenden Größen: „Telekommunikations-Bandbreite“, „Lagerkapazität für Waren“, „Übertragungs- oder Transportkapazität in Bezug auf Waren, sei es nun über Kabel, Rohrleitung oder auf sonstigem Wege“, „eine Erlaubnis, ein Kredit, eine Zulassung, ein Recht oder ein ähnlicher Vermögenswert, der bzw. die direkt mit der Lieferung, der Verteilung oder dem Verbrauch von Energie in Verbindung stehen, die aus erneuerbaren Energiequellen gewonnen wird“, „eine geologische, eine umweltbedingte oder eine sonstige physikalische Variable“, „ein

<sup>10</sup> In Deutschland geschehen durch das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz („FRUG“) vom 16.7.2007, BGBl. I 2007, 1330 vom 19.7.2007, das größtenteils am 1.11.2007 in Kraft getreten ist und einige Änderungen im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und Kreditwesengesetz (KWG) mit sich brachte, auf die bezüglich des WpHG noch zurückzukommen sein wird.

<sup>11</sup> Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10.8.2008 „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“, ABIEU Nr. L 241/1 vom 2.9.2006.

sonstiger Vermögenswert oder ein sonstiges Recht fungibler Natur, bei dem es sich nicht um ein Recht auf Dienstleistung handelt, der bzw. das übertragbar ist“, und schließlich einen „Index oder ein Maßstab, der mit dem Preis, dem Wert oder dem Volumen von Geschäften mit einem Vermögenswert, einem Recht, einer Dienstleistung oder einer Verpflichtung in Verbindung steht“.

Dabei stellt sich die Frage, inwieweit Derivate über Basiswerte der genannten Art, für die zum Teil keine liquiden oder gar keine Kassamärkte bestehen (Wo kann man z.B. Inflationsraten „kaufen“?), überhaupt noch die *bis dato* Derivate prägende finanzwirtschaftliche Eigenschaft der jederzeitigen Bewertbarkeit aufweisen, und verneinendenfalls, welche Konsequenzen sich für die nationalen Rechtsordnungen daraus ergeben oder richtigerweise ergeben müssten.

Darauf werde ich nachstehend nur noch am Rande eingehen. Den Fokus will ich auf zwei für das russische Recht besonders praktische Probleme legen, die zunächst einmal alle Derivate unabhängig von ihrem Basiswert betreffen oder zumindest zu betreffen scheinen und die von der internationalen Finanzpraxis, nicht zuletzt vertreten von ihrer mitgliedermäßig größten und im Bereich der Derivate wichtigsten Organisation, der International Swaps and Derivatives Association, Inc. (“ISDA”),<sup>12</sup> seit Anfang des Jahrzehnts (und Jahrtausends) beanstandet werden bzw. wurden:

- die Wirksamkeit der Verträge vor dem Hintergrund des Spieleinwands (Art. 1062 des russischen Zivilgesetzbuchs – ZGB) und
- die Wirksamkeit bestimmter Vertragsklauseln in Rahmenverträgen über Derivate, die das Ausfallrisiko (Kreditrisiko) in der Insolvenz einer Vertragspartei reduzieren sollen.

Bezüglich des ersten Problems hat der russische Gesetzgeber Anfang 2007 mit der Ergänzung des Art. 1062 ZGB um einen Absatz 2 durch das Gesetz 5-FZ vom 26.1.2007 reagiert. Die Marktteilnehmer, insbesondere die ausländischen, sind damit aber noch nicht vollständig zufrieden gestellt.

Zur Lösung des zweiten Problems gibt es bisher nur einige gescheiterte Reformvorschläge.

*Ziel* meiner nachstehenden Ausführungen ist es, die Probleme und – soweit vorhanden – die Lösungsversuche näher darzustellen und, freilich aus Sicht eines Außenstehenden zu bewerten. Als *Außenstehender* sehe ich mich aus zweierlei Gründen: Zum einen bin ich Deutscher und Kenner des deutschen, nicht aber des russischen Rechts. Das deutsche Recht ist in Bezug auf Spezialgesetze für Termingeschäfte – anders als das US-amerikanische – keineswegs führend,<sup>13</sup> es gibt aber immerhin schon jahre-, bzw. jahrzehnte lange Erfahrungen und Diskussionen in Bezug auf die angesprochenen Probleme.

Zum anderen geht es mir entgegen einer weit verbreiteten Tendenz nicht um gesetzgeberischen Aktionismus und Symbolpolitik, sondern um Systembildung. Die wesentliche Aufgabe der Juristen sehe ich darin, die immer komplexere soziale Wirklichkeit

---

<sup>12</sup> Näheres unter <http://www.isda.org>.

<sup>13</sup> Allerdings soll es in Art. 111 des kroatischen Insolvenzgesetzes eine Regelung geben, die dem deutschen „Netting“-Gesetz (§ 104 InsO) ähnelt (berichtet nach *Falke*, *Insolvency Law Reform in Transition Economies*, Diss. Frankfurt (Oder) 2003, S. 208, Fn. 850, <http://siteresources.worldbank.org/GILD/Resources/-InsolvencyLawReforminTransitionEconomies.pdf>).

auf möglichst einfache Grundstrukturen zurückzuführen. Bevor nach dem Gesetzgeber gerufen wird, sollte aus meiner Sicht sorgfältigst geprüft werden, ob sich neue soziale Phänomene nicht ebenso gut oder sogar besser mit dem vorhandenen Instrumentarium bewältigen lassen. Vor diesem Hintergrund sehe ich übrigens keinerlei Bedarf für ein Gesetz, das versucht, Derivate als Vertragstyp von ihrem Zustandekommen bis zu ihrer Beendigung inklusiver haftungsrechtlich sanktionierter Aufklärungspflichten professioneller gegenüber unerfahrenen Vertragspartnern und (sonstiger) aufsichtsrechtlicher Verhaltenspflichten professioneller Vertragspartner durchzunormieren.<sup>14</sup>

## **B. Derivate und Spieleinwand (Verbindlichkeit der Einzelverträge)**

Die Frage, ob es Derivaten mit russischen Vertragspartnern wegen Art. 1062 ZGB an der rechtlichen Durchsetzbarkeit in Russland oder gar an der Wirksamkeit fehlt,<sup>15</sup> hat die Finanzpraxis – wegen der Sonderanknüpfung zwingender Normen nach Art. 1192 ZGB unabhängig von dem kollisionsrechtlich anwendbaren Vertragsstatut - jahrelang beschäftigt.

### **I. Ausgangslage: Art. 1062 a.F. ZGB**

Die Vorschrift des Art. 1062 ZGB („Anforderungen an die Veranstaltung von Spielen und Wetten und an die Teilnahme daran“) befindet sich im 1995 verabschiedeten zweiten Teil, Abschnitt IV („Besondere Arten von Pflichten“), Kapitel 58 („Spiel und Wette“) des Gesetzes. Absatz 1, bis zur Gesetzesreform 2007 einziger Absatz und Satz des Artikels, lautet wie folgt:

„Ansprüche von natürlichen und juristischen Personen in Zusammenhang mit der Veranstaltung von Spielen und Wetten oder der Teilnahme daran sind gerichtlich nicht durchsetzbar mit Ausnahme der Ansprüche solcher Personen, die an Spielen und Wetten aufgrund von Täuschung, Gewalt, Drohung oder Kollusion ihres Vertreters mit dem Veranstalter der Spiele oder Wetten teilgenommen haben, sowie mit Ausnahme der Ansprüche nach Art. 1063 Nr. 5 dieses Gesetzes“.

Derivate mit Erfüllung in Natur fallen nach wohl einhelliger Meinung nicht unter diese Vorschrift.<sup>16</sup> Solche Verträge werden als normale Handelsgeschäfte behandelt und genießen als solche uneingeschränkten rechtlichen Schutz. Ausnahmen, in denen solche Geschäfte von der Rechtsprechung mangels ernsthafter Lieferabsicht als verdeckte Spiele („Differenzgeschäfte“, vgl. § 764 Sätze 1 und 2 des deutschen Bürgerlichen Gesetzbuchs alter Fassung - BGB a.F.<sup>17</sup>) behandelt worden wären, sind nicht bekannt.

Beginnend mit dem Jahre 1999 wurden mehrere letztinstanzliche Gerichtsentscheidungen bekannt, die außerbörslichen Terminkäufen (sog. „Forwards“ im Gegensatz zu

---

<sup>14</sup> Siehe den unter diesem Aspekt – unabhängig von einer inhaltlichen Bewertung - durchaus zu Recht gescheiterten Entwurf eines Bundesgesetzes über Derivate (Федеральный закон «О производных финансовых инструментах») des Duma Ausschusses für Eigentum unter Leitung von *Victor S. Pleskachevsky* vom 18.3.2003.

<sup>15</sup> Zur Unterscheidung zwischen der bloßen fehlenden „Verbindlichkeit“ und der in Bezug auf die Eignung des Vertrags als Rechtsgrund im Sinne der Rechtsfigur der ungerechtfertigten Bereicherung (§ 812 Abs. 1 Satz 1 Fall 1 BGB) weiter gehenden Unwirksamkeit sowie dem damit verbundenen Meinungsstreit bei § 762 BGB siehe *Reiner*, S. 85 f.

<sup>16</sup> Siehe *Davidovski/Runova*, Derivatives and insolvency in Russia: recent developments, EBRD, Law in transition online, Ausgabe Oktober 2007, [www.ebrd.com/country/sector/law](http://www.ebrd.com/country/sector/law), S.2, ohne Nachweis.

<sup>17</sup> Hierzu *Reiner*, S. 104 ff.

börsennotierten „Futures“) mit Barausgleich unter Berufung auf Art. 1062 ZGB die gerichtliche Durchsetzbarkeit versagten.

- Zu nennen ist hier z.B. die Entscheidung des Präsidiums des Oberhandelsgerichts (wörtlich: „Oberschiedsgericht“<sup>18</sup>) der Russischen Föderation Nr. 5347/98 vom 8.6.1999. Es ging um eine beim Moskauer Handelsgericht („Schiedsgericht“) eingereichte Klage der Moskauer Bank *Moskomprivatbank* gegen die Bank *Russkij Bank Razvitija* (Russische Entwicklungsbank) mit dem Antrag, den fälligen Saldo aus einer Reihe von Devisen-Forwards (Ankauf und Verkauf der Währungseinheiten) in Höhe von insgesamt ca. 9 Mio USD zuzüglich Zinsen zu begleichen. Den Einzeltransaktionen lag eine Rahmenvereinbarung zugrunde, die festlegte, dass der Differenzausgleich einheitlich in Rubel zu bezahlen war. Mit Entscheidung vom 22.4.1998 hatte bereits das erstinstanzliche Gericht die Klage mit der Begründung abgewiesen, die zwischen den Parteien geschlossene Vereinbarung falle unter den Begriff der „Wette“ und unterliege aufgrund § 1062 ZGB nicht dem gerichtlichen Schutz. Das Berufungsgericht hatte diese Entscheidung am 15.6.1998 aus den gleichen Gründen bestätigt. Das Oberhandelsgericht folgte den Vorinstanzen und stellte fest, die Parteien hätten mit dem Abschluss eines solchen Geschäftes bewusst Risiken auf sich genommen. Es fehlen Anhaltspunkte und Beweise für die Annahme, dass das Geschäft der Sicherung, Investitionen oder sonstigen (schutzwürdigen) Zielen diene. In dieser Argumentation kommt das auch im deutschen Recht in Zusammenhang mit § 762 BGB<sup>19</sup> bekannte, durchaus umstrittene Merkmal des „berechtigten Zwecks“ zum Ausdruck, der den Spieleinwand ausschließt.<sup>20</sup>

Die Qualifizierung als „Wette“ überrascht demgegenüber aus deutscher Sicht, weil man hierzulande die Wette als „Bekräftigung eines ernst gemeinten Meinungsstreits“ definiert, dessen Gewinner durch einen Vorteil „belohnt“ werde.<sup>21</sup> Soweit man in russischen Kommentierungen zur Abgrenzung zwischen Spiel und Wette gerne auf das Schneckenbeispiel zurückgreift, scheint durchaus ein ähnliches Unterscheidungskriterium zugrunde zu liegen. Danach handelt es sich um eine Wette, wenn zwei Leute, die jeweils eine Schnecke besitzen, sich gegenseitig Geld für den Fall versprechen, dass die Schnecke des anderen das Ziel erreicht, aber um ein Spiel, wenn derjenige bezahlen muss, dessen Schnecke als letzte das Ziel erreicht.<sup>22</sup> Bei genauer Betrachtung erscheint das Differenzierungskriterium des „Meinungsstreits“ ungeeignet, denn auch beim typischen Spiel (z.B. Würfeln) rechnet jede Partei damit zu gewinnen, so dass hier ebenfalls Meinungsstreit herrscht.<sup>23</sup> Praktisch relevant ist die Unterscheidung zwischen Spiel und Wette im vorliegenden Kontext des Art. 1062 Abs. 1 ZGB (oder § 762 Satz 1 BGB) allerdings nicht.

- Zwischenzeitlich befand das Verfassungsgericht der Russischen Föderation in der Entscheidung Nr. 282-0 vom 16.12.2002 auf die Beschwerde der *Bank Société Générale Vostok* gegen zwei vorausgegangene letztinstanzliche Urteile in zwei Zivilverfahren gegen die *Avtobank* und gegen die *Onesim Bank*, dass Art. 1062 ZGB mit der Verfassung der Russischen Föderation vereinbar ist und verfassungsgemäß ausgelegt wurde und damit die Rechtsprechung der Handelsgerichte zur Qualifizierung von Forwards als Spiel oder Wette bestätigt. In den Zivilverfahren, die Gegenstand der Beschwerde waren, waren die auf

<sup>18</sup> Bei den russischen „Арбитражные Суды“ handelt es sich um staatliche Gerichte, weshalb die Übersetzung als „Schiedsgericht“ aus deutscher Sicht irreführend ist.

<sup>19</sup> Eine aktuelle Fassung des BGB findet sich unter <http://bundesrecht.juris.de/bundesrecht/bgb/>.

<sup>20</sup> Z.B. Erman/*Terlau*, Kommentar zum BGB, 12. Aufl. 2008, § 762, Rz. 2, mit weiteren Nachweisen.

<sup>21</sup> So z.B. MünchKommBGB/*Habersack*, 4. Aufl. 2004, § 762, Rz. 7.

<sup>22</sup> Z.B. *Abova/Kabalkin*, Kommentar zum Zivilgesetzbuch der Russischen Föderation, 3. Aufl. 2006, Art. 1062, Anm. 1.

<sup>23</sup> So schon *Reiner*, S. 133, Fn. 250.



Forward-Vereinbarungen gestützten Klagen der *Bank Société Générale Vostok* jeweils mit Hinweis auf Art. 1062 ZGB abgewiesen worden.

Gerügt wurde die Verletzung des Art. 34 Abs. 1 der Verfassung („Jeder hat das Recht auf freie Nutzung seiner Fähigkeiten und seines Vermögens für die unternehmerische und sonstige dem Gesetz nicht widersprechende wirtschaftliche Tätigkeit“). Das Verfassungsgericht stellte fest, im Zivilrecht gebe es bislang keine besonderen Regelungen für Forward-Geschäfte, die Handelsgerichte hätten aber durch Auslegung der dem jeweiligen Geschäft zugrunde liegenden Vereinbarungen und Ermittlung des gemeinsamen Willens der Parteien und des Geschäftszieles gemäß Art. 431 ZGB („Auslegung eines Vertrags) in nicht zu beanstandender Weise darauf erkannt, dass die Geschäfte als „Wette oder Spiel“ im Sinne des Art. 1062 ZGB zu qualifizieren seien. Damit seien die Gerichte den Anforderungen des Art. 8 Abs. 1 der Verfassung („Grundlagen der Entstehung der bürgerlichen Rechte und Pflichten“) und des Art. 421 Abs. 2 („Vertragsfreiheit“) ZGB gerecht geworden.<sup>24</sup> Ein Eingriff in Art. 34 Abs. 1 der Verfassung liege nicht vor. Schließlich erteilt das Föderale Verfassungsgericht dem Gesetzgeber sogar einen Gestaltungsauftrag: „Ausgehend vom Entwicklungsstand des Finanzmarktes, von seinem Bedarf an Kontrolle sowie von der Bedeutung von Forwards für die Besteuerung und für die Stabilität des Rubel“ solle er „den Zugang der Teilnehmer zum Terminmarkt regeln und Formerfordernisse sowie Kontroll- und Sicherungsmechanismen schaffen“.<sup>25</sup>

In einer ergänzenden Stellungnahme des Verfassungsrichters *Gadzhieva* heißt es unter anderem, Forwardgeschäfte fielen unter den Begriff der unternehmerischen Tätigkeit im Sinne des Art. 34 Abs. 1 der Verfassung. Es stehe den Handelsgerichten im Rahmen ihrer Zuständigkeit frei, Forwardgeschäfte unter dem Begriff „Spiel, Wette“ zu subsumieren. Die momentane Versagung des Rechtsschutzes für die Forwardgeschäfte schränke die Freiheiten des Art. 34 Abs. 1 aber durchaus ein. Dabei wird auch die Tatsache berücksichtigt, dass die Klagen aus den Jahren 1998/99 stammten und das Verfassungsgericht erst im Jahr 2002 angerufen wurde. Der Entwicklungsstand des Terminmarktes habe sich in diesem Zeitraum stark verändert, womit auch das nunmehr größere finanzwirtschaftliche Know How und damit verbundenen die geringere Schutzwürdigkeit der Banken angesprochen zu sein scheint. Außerdem entwickelt *Gadzhieva* eine bemerkenswerte gesetzessystematische Argumentation: Diese Geschäfte würden mittlerweile vom Gesetzgeber (an einer anderen Stelle der Rechtsordnung) durchaus anerkannt, wie Art. 301 des Steuergesetzbuches der Russischen Föderation („Termingeschäfte: besondere Voraussetzungen der Besteuerung“) zeige, wo unter anderen Finanzinstrumenten auch Forwardgeschäfte genannt würden.

Die Finanzpraxis bedauerte die auch nach der Entscheidung des Verfassungsgerichts verbleibende Rechtsunsicherheit.<sup>26</sup> Ihr fehlten eindeutige Kriterien zur Beurteilung der Frage, ob Termingeschäfte als Spiele zu qualifizieren sind.<sup>27</sup>

- Bestätigung fand der Eindruck der fortdauernden Rechtsunsicherheit etwa durch die Entscheidung des föderalen Handelsgerichts („Schiedsgerichts“) des Moskauer Bezirkes vom 15.9.2004 (N КГ-А40/8309-04). Hier hatte die *Nezavisimaja strahovaja Kompanija* Aktiengesellschaft (unabhängige Versicherungsgesellschaft) gegen die *Nefteprombank* auf Auszahlung von Gewinnen aus Forwards geklagt, die auf dem Konto der Klägerin bei der

---

<sup>24</sup> Punkt 3 der Entscheidung.

<sup>25</sup> Unter Punkt 4, Abs. 2 der Entscheidung.

<sup>26</sup> Siehe *Davidovski/Runova* (Fn. 16), S. 2.

<sup>27</sup> Zur Qualifizierung von Optionen mit Barausgleich als Spiele im Sinne des Art. 1062 ZGB siehe *Menshenin*, Optionsvertrag, Recht und Wirtschaft (Право и экономика), Heft Mai 2008, Nr. 5.

beklagten Bank hätten gutgeschrieben werden müssen. In der zitierten Entscheidung weist das föderale Handelsgericht die Klage wie bereits die beiden Vorinstanzen ab, weil es die am 18.6.1997 zustande gekommene Vereinbarung mit der Bank als „Wette bzw. Spielvertrag“ einstuft.

## **II. Reform 2007**

Nach einer Reihe von vergeblichen Anläufen trat schließlich das Reformgesetz Nr. 5-FZ vom 26.1.2007 mit Wirkung zum 9.2.2007 in Kraft. Inhalt der Reform ist die Ergänzung des Art. 1062 ZGB um einen Abs. 2.

Wörtlich lautet der neue Absatz wie folgt:

„На требования, связанные с участием в сделках, предусматривающих обязанность стороны или сторон сделки уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты, величины процентных ставок, уровня инфляции или от значений, рассчитываемых на основании совокупности указанных показателей, либо от наступления иного обстоятельства, которое предусмотрено законом и относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит, правила настоящей главы не распространяются. Указанные требования подлежат судебной защите, если хотя бы одной из сторон сделки является юридическое лицо, получившее лицензию на осуществление банковских операций или лицензию на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, либо хотя бы одной из сторон сделки, заключенной на бирже, является юридическое лицо, получившее лицензию, на основании которой возможно заключение сделок на бирже. Требования, связанные с участием граждан в указанных в настоящем пункте сделках, подлежат судебной защите только при условии их заключения на бирже.“

Auf Deutsch sollte dies annähernd wie folgt lauten:

„Die Regelungen dieses Kapitels sind nicht anwendbar auf Forderungen aus Geschäften, die Zahlungsverpflichtungen einer Partei oder beider Parteien in Abhängigkeit von Waren- und Wertpapierpreisen, Wechselkursen, Zinssätzen, Inflationsraten, Indices, die auf der Basis einer Verbindung der vorausgehenden Indikatoren berechnet werden, oder in Abhängigkeit vom Eintritt eines anderen von einem Gesetz vorgesehenen Umstands, in Bezug auf den unklar ist, ob er eintritt oder nicht. Die genannten Forderungen unterliegen gerichtlichem Schutz, wenn zumindest eine der Parteien juristische Person ist, die über eine Erlaubnis, Bankoperationen durchzuführen oder Wertpapiergeschäfte abzuschließen, oder zumindest über eine Börsenzulassung verfügt. Forderungen in Zusammenhang mit der Teilnahme natürlicher Personen [wörtlich: „mit Teilnahme der Bürger“, с участием граждан] an den vorstehend aufgeführten Geschäften unterliegen nur gerichtlichem Schutz, wenn das Geschäft an einer Böse zustande gekommen ist.“

Die Vorschrift birgt, wie noch zu zeigen ist, an mehreren Stellen Auslegungsschwierigkeiten. Je nach Auslegung gibt sie darüber hinaus – mit allen durch meine Außenseiterrolle verbundenen Vorbehalten – Anlass zu rechtssystematischer und rechtspolitischer Kritik.

### III. Bewertung

#### 1. Kreis der erfassten Instrumente

##### a. Russische Regelung

Zunächst hat sich die Reform wegen des Kreises der erfassten Transaktionen der Kritik der Finanzpraxis ausgesetzt. So wird kritisiert, die Vorschrift decke bezüglich ihres sachlichen Anwendungsbereichs nicht alle Transaktionen ab, die russische Banken oder russische Unternehmen benötigten, um ihre Finanz- und Warenpreisrisiken abzudecken, und sei insbesondere im Hinblick auf zukünftige Entwicklungen des Marktes nicht flexibel genug.<sup>28</sup>

Unabhängig davon wird gerügt, der Anwendungsbereich der Vorschrift sei nicht ausreichend klar definiert. Die Formulierung „any event governed under this Law“<sup>29</sup> lasse offen, ob mit Gesetz lediglich die eingefügte Vorschrift, der ganze Art. 1062 oder gar das gesamte ZGB gemeint sei.<sup>30</sup>

Tatsächlich scheint die Bedeutung des gesamten zugehörigen Merkmals „oder vom Eintritt eines anderen von einem Gesetz vorgesehenen Umstands, in Bezug auf den unklar ist, ob er eintritt oder nicht“ („либо от наступления иного обстоятельства, которое предусмотрено законом и относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит“) auch für russische Juristen nicht auf Anhieb verständlich. Die einschlägigen Kommentierungen zum ZGB geben hierzu, jedenfalls soweit sie mir über elektronische Datenbanken zugänglich sind, keinen Aufschluss. Einen plausiblen Anhaltspunkt für das Verständnis liefert ein ebenfalls 2007 vorgelegter Gesetzesvorschlag für eine Reform des Art. 27 des Bankeninsolvenzgesetzes Nr. 40-FZ, der eine insolvenzrechtliche Sonderbehandlung von Rahmenverträgen über Derivate vorsieht (zum Reformvorschlag noch eingehend unten unter C.I. und III.). Dessen Definition des Begriffs „Rahmenvertrag“ lehnt sich begrifflich erkennbar an Art. 1062 Abs. 2 Satz 1 ZGB an, und hier kann man das Merkmal des „anderen von einem Gesetz vorgesehenen Umstands“ wiederfinden, allerdings in einem Kontext, der es erst verständlich macht und sich – mangels einer besseren Erklärungsmöglichkeit – für die Auslegung des Art. 1062 nutzbar machen lässt. Dem fraglichen Merkmal geht nämlich als möglicher Basiswert für die in einem Rahmenvertrag im Sinne dieser Vorschrift zusammengefassten Derivate der „Umstand“ voraus, „dass eine Rechtsperson gemäß den Verfahrensvorschriften der maßgeblichen Rechtsordnung für insolvent erklärt worden ist“. Dieses Merkmal zielt erkennbar auf die Erfassung von Kreditderivaten nach Art etwa eines Credit Default Swap ab, bei dem ein Vertragspartner das Kreditrisiko eines zuvor bestimmten Referenzschuldners übernimmt und dafür eine in der Regel ratenweise Zahlung erhält.<sup>31</sup> Demnach spricht einiges dafür, dass unter die „anderen von einem Gesetz vorgesehenen Umstände im Sinne des Art. 1062 Abs. 2 Satz 1 ZGB ebenfalls gesetzliche Insolvenztatbestände sowie vergleichbare normative Tatbestandsmerkmale fallen. Dabei erschließt sich mir die Ratio des Abstellens speziell auf *gesetzlich* definierte Umstände und damit der Maßstab der Vergleichbarkeit allerdings zugegebenermaßen nicht vollständig. Sollte dahinter die Überlegung stecken, dass gesetzliche Tatbestandsmerkmale im Rahmen des Kreises möglich Basiswerte eine größere Rechtssicherheit bieten als andere Umstände,

<sup>28</sup> Siehe die Stellungnahme der ISDA zum entsprechenden Gesetzentwurf, Schreiben vom 8.6.2006 (S. 3) an *Vladislav Reznik*, Vorsitzender des Duma-Ausschusses für Banken und Finanzmärkte.

<sup>29</sup> Die englische Übersetzung dürfte insoweit fehlerhaft sein, als sie die Worte „которое предусмотрено законом“ mit „any event governed under *this* Law“ [Hervorhebung durch Verf.] wiedergibt. Zutreffender erscheint die hier gewählte Übersetzung „ein anderer von *einem* Gesetz vorgesehener Umstand“.

<sup>30</sup> ISDA, Stellungnahme vom 8.6.2006, S. 3.

<sup>31</sup> Zur Funktionsweise von Credit Default Swaps siehe z.B. *Brandt*, Kreditderivate: Zentrale Aspekte innovativer Kapitalmarktprodukte, BKR 2002, 243 (243).

wäre dies sicherlich ein Trugschluss, denn Tatbestandsmerkmale können ziemlich unscharf (z.B. die von Art. 1062 wohl erfasste Zahlungsunfähigkeit als Basiswert) und nicht verrechtliche Begriffe sehr präzise sein (z.B. das wohl nicht erfasste Ergebnis eines Fußballspiels als Basiswert).

## **b. Vergleich mit dem deutschen Recht**

Das deutsche Vertragsrecht der Termingeschäfte hat sich seit Erscheinen meiner Habilitationsschrift 2002 in zwei Etappen weiterentwickelt. Wie bereits im Vorwort der Arbeit angesprochen stand noch 2002 die Aufhebung des bisherigen Börsentermineinwands und der Rechtsfigur der Börsentermingeschäftsfähigkeit an. Danach waren alle Geschäfte zwischen „Kaufleuten“ im speziellen börsenrechtlichen Sinn (= Kaufleute im handelsrechtlichen Sinn und Profis im Terminhandel) und Geschäfte von Nicht-Kaufleuten mit Finanzinstituten, wenn sie von den Finanzinstituten zuvor eine standardisierte Risikoauflärung erhalten hatten, vom Spiel- und vom speziellen Börsentermineinwand befreit (§§ 52, 53 und 58 Börsengesetz alter Fassung - BörsG a.F.).<sup>32</sup>

Statt dessen eingeführt wurde ein Regelungsansatz, der dem Art. 1062 ZGB rechtstechnisch insoweit ähnelte, als er mit § 37e Wertpapierhandelsgesetz alter Fassung (WpHG a.F.) nunmehr formal unabhängig von der vollzogenen Risikoauflärung bestimmte, enumerativ über eine Reihe von Basiswerten (Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Zinssätzen oder andere Erträge, Waren oder Edelmetalle, Devisen) definierte sog. Finanztermingeschäfte (§ 2 Abs. 2a WpHG a.F.) bzw. - als Teilmenge hiervon - „Derivate“ (§ 2 Abs. 2 WpHG a.F.) mit qualifizierten Vertragspartnern vom Spieleinwand befreite. Mindestens auf einer Seite des Vertrags musste ein Unternehmen (qualifizierter Vertragspartner) stehen, „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“.

Nicht de jure, aber de facto bestand wie zuvor schon beim „Informationsmodell“ des Börsentermineinwands insoweit eine Verbindung zwischen der Befreiung vom Spieleinwand und dem Informationsstand speziell von *Verbrauchern* als Unterfall der Gruppe der nicht-qualifizierten Vertragspartner, als die qualifizierten Vertragspartner nach § 37d WpHG a.F. vor Vertragsschluss aufsichtsrechtlich dazu verpflichtet waren, Verbrauchern eine Risikoinformation zu erteilen, die mit derjenigen nach dem alten § 53 Abs. 2 BörsG wörtlich fast übereinstimmte. Wurde die Risikoinformation versäumt, konnte daraus für den Verbraucher nach § 37d Abs. 4 WpHG a.F. ein Schadensersatzanspruch entstehen, der ihm ein Leistungsverweigerungsrecht bzw. ein Recht auf Rückabwicklung des Geschäfts verschaffte. Wirtschaftlich betrachtet hatte das ähnliche Folgen wie die Versagung der Börsentermingeschäftsfähigkeit mangels Information und damit zusammenhängend die Unverbindlichkeit des Vertrags nach dem alten Modell.

Im Rahmen der jüngsten WpHG-Reform durch das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz 2007 (FRUG) wurde § 37d WpHG gestrichen, der Befreiungstatbestand des § 37e WpHG blieb aber im Wortlaut unverändert. Lediglich die bisher in § 2 Abs. 2a WpHG a.F. enthaltene Definition des Finanztermingeschäfts wurde in § 37e (Satz 2) WpHG n.F. verlagert, weil dort der Kern des Anwendungsbereichs dieser Vorschrift liegt.<sup>33</sup> Eine beträchtliche inhaltliche Ausweitung des Anwendungsbereichs der Vorschrift ergibt sich aber durch die Neufassung des Derivatebegriffes in § 2 Abs. 2 WpHG und seine Ergänzung um die zahlreichen vorgenannten (siehe oben unter A.) Basiswerte der Finanzmarkt-Richtlinie, da

<sup>32</sup> Näheres bei *Reiner*, S. 86 ff.

<sup>33</sup> Eine aktuelle Fassung des WpHG findet sich unter <http://bundesrecht.juris.de/bundesrecht/wphg/>.

Finanztermingeschäfte nach § 37e Satz 2 WpHG „Derivate“ im Sinne des § 2 Abs. 2 und Optionsscheine sind.<sup>34</sup> Diese Erweiterung erfolgte sozusagen „auf kaltem Wege“ als gesetzessystematisch bedingte automatische Nebenfolge der Erweiterung des Derivatebegriffs, bei der der deutsche Gesetzgeber primär den aufsichtsrechtlichen Anlegerschutz der Finanzmarkttrichtlinie im Blick hatte, die er umzusetzen hatte. Die Bundesregierung bezeichnet in ihrer Begründung des Gesetzentwurfs die Auswirkungen der Ausweitung des Begriffs der Derivate „auf den Anwendungsbereich anderer Vorschriften“ seltsamerweise als „nur geringfügig“.<sup>35</sup> Ein „einheitlicher Begriff der Finanzinstrumente“ erleichtere „die Anwendung des Gesetzes“ und stärke somit das „Anlegervertrauen.“ Diese Begründung ist im Hinblick auf die Einschränkung des Spieleinwands doch etwas leichtgewichtig, zumal § 37e WpHG gar nicht auf Sammelbegriff des Finanzinstruments (§ 2 Abs. 2b WpHG ) abstellt.

## 2. Persönlicher Anwendungsbereich

### a. Russische Regelung

Der persönliche Anwendungsbereich des russischen Befreiungstatbestands wird durch Art. 1062 Abs. 2 Satz 2 ZGB definiert. Danach muss auf mindestens einer Seite des Geschäfts eine „juristische Person“ stehen, „die über eine Erlaubnis, Bankoperationen durchzuführen oder Wertpapiergeschäfte abzuschließen, oder zumindest über eine Börsenzulassung verfügt“. Geschäfte mit Privatpersonen sind selbst dann nur wirksam, wenn sie über die Börse abgeschlossen werden.

Der Sinn dieser Regelung ist zum einen Verhinderung von Spekulationen durch Nicht-Banken, zum anderen der besondere Schutz von Privatanlegern, der dadurch hergestellt werden soll, dass sie Termingeschäfte nur mit hoheitlich beaufsichtigten Vertragspartnern und nur an hoheitlich beaufsichtigten Märkten (Börsen) abgeschlossen werden dürfen.<sup>36</sup> Sie mag zwar der bisherigen russischen Finanzpraxis gerecht werden, nach der Derivate fast ausschließlich über russische Finanzinstitute oder Börsenunternehmen abgeschlossen wurden. Auf Dauer ist sie aber zu eng, denn schon heute besteht Bedarf nach direkten Verträgen zwischen Industrieunternehmen (Nicht-Banken und Nicht-Börsenunternehmen).

Die Anwendung der Vorschrift bereitet zudem in Bezug auf ihren persönlichen Anwendungsbereich Auslegungsschwierigkeiten. Zunächst ist unklar, ob auch ausländische Finanzinstitute von der Regelung profitieren. Als Mindestvoraussetzung ist zu verlangen, dass sie nach russischem Kollisionsrecht als „juristische Personen“ anerkannt werden. Gemäß Art. 1202 ZGB folgt Russland der Gründungstheorie. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob eine ausländische Bank- oder Börsenlizenz genügt, oder ob es eine russische sein muss. Das Gesetz bestimmt nicht, wo die Lizenz erworben werden muss. Es wäre aber merkwürdig davon auszugehen, dass eine internationale Bank, die bereits über eine Lizenz verfügt, eine weitere in Russland bekommen müsste.<sup>37</sup> Teilweise wird bezüglich ausländischer Institute auch eine Analogie (ausdrücklich zugelassen in Art. 6 ZGB) zu Art. 1062 ins Spiel gebracht.<sup>38</sup>

---

<sup>34</sup> Optionsscheine wurden aus gesetzessystematischen Gründen separat genannt, weil sie nach § 2 Abs. 1 Nr. 1 WpHG unter den Wertpapierbegriff fallen (Begr. RegE 4. FinMFG, BT-Drucks 14/8017, S. 85.

<sup>35</sup> Begr. RegE FRUG BT-Drucks. 16/4028, S. 55.

<sup>36</sup> *Davidovski/Runova* (Fn. 16), S. 5.

<sup>37</sup> So *Yury Kovschov* auf einem Vortrag der Konferenz vom 25.9.2007 zu „Zustand und Entwicklungsperspektiven des Terminmarktes in Russland“, zit. nach *Smirnov I. E.*, Neues auf dem Termingeschäftsmarkt in Russland, in: Reglementierung der Bankoperationen: Dokumente und Kommentierungen, November-Dezember 2007, Nr. 6, S. 9 f.

<sup>38</sup> *Kovschov*, siehe vorausgehende Fn.

Dieser Gedanke geht aber, zumindest nach deutschem Methodenverständnis fehl, weil eine Analogie nur dann erforderlich ist, wenn der noch mögliche Wortlaut überschritten ist, was aber - jedenfalls in der deutschen Übersetzung - nicht der Fall ist. Auch ausländische Lizenzen sind Lizenzen. Dennoch besteht durchaus die Gefahr, dass die Gerichte diese Norm so auslegen, dass der Schutz ausländischen Unternehmen, die über eine ausländische Lizenz verfügen, versagt wird. Bezeichnenderweise nicht durch den Gesetzgeber übernommen wurde eine von der ISDA in das Gesetzgebungsverfahren eingebrachte Empfehlung dahingehend, klarzustellen, dass auch ausländische und internationale (völkerrechtliche) Finanzinstitute erfasst werden (“including any such legal entity licensed under the laws of a foreign jurisdiction or an international financial institution”).<sup>39</sup>

Im Übrigen ist unklar, ob Geschäfte mit der russischen Zentralbank oder mit Gebietskörperschaften privilegiert sind. Hier dürfte der Wortlaut der Vorschrift tatsächlich überschritten sein, so dass man an eine Analogie (Art. 6 ZGB) denken könnte.

### **b. Vergleich mit dem deutschen Recht**

§ 37e WpHG setzt wie gesehen voraus, dass mindestens ein Vertragspartner 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 (vgl. Satz 1 der Vorschrift).

Sinn einer solchen Einschränkung ist die Stärkung des Verkehrsschutzes<sup>40</sup> bei gleichzeitiger Marktöffnung gegenüber Privatanlegern.<sup>41</sup> Vergleichbar mit dem russischen Recht ist dabei der Ansatz, dass Geschäfte nur befreit sind, wenn ein in bestimmter Weise qualifiziertes Unternehmen an ihnen teilnimmt. Unterschiede gibt es bei der Art der erforderlichen Qualifikation. Die russische Regelung ist im Detail aber formaler, indem er auf die Lizenzen bzw. bei Privatanlegern zusätzlich auf den Handelsort (Börse) abstellt,<sup>42</sup> der deutsche Ansatz ist - um den Preis der Unschärfe - inhaltlich zielgenauer, indem er auf das Vorliegen von Erfahrungen speziell im Bereich des Terminhandels abstellt. Privatanleger genießen im deutschen (und europäischen) Recht als nicht „professionelle“ Kunden (vgl. die Definition in § 31a Abs. 2 WpHG) genauso wie kleinere Unternehmen den Schutz der aufsichtsrechtlichen Informationspflichten nach den §§ 31 ff. WpHG. Speziell bei Termingeschäften über Waren und Emissionsberechtigungen oder „sonstige Vermögenswerte“ mit Erfüllung in Natur kommt das deutsche dem russischen Recht in Bezug auf den Handelsort besonders nahe, denn Derivate im Sinne des § 2 Abs. 2 WpHG und damit auch des § 37e Satz 2 WpHG liegen hier im Hinblick auf die besonderen Schwierigkeiten der Glattstellung von Liefer- und Abnahmepflichten nur vor, wenn die Geschäfte an einem „organisierten Markt oder in einem multilateralen Handelssystem geschlossen werden“. Im Gegensatz zu Art. 1062 Abs. 2 Satz 3 ZGB gilt diese Beschränkung (der Befreiung vom Spieleinwand) aber nicht nur für Privatanleger, sondern für Akteure aller Art.

---

<sup>39</sup> ISDA, Stellungnahme zum Memorandum of Working Group on Legal Matters of the ARB Committee for Standards and Uniform Rights of the Forward Market ("ARB Memorandum"), Schreiben vom 15.12.2005 an *Dr. Ekaterina Sidorova* und *Oleg Ivanov*, S. 2 f.; ebenso ISDA, Schreiben vom 8.6.2006 (siehe oben Fn. 28), S. 3.

<sup>40</sup> *Roth*, Kölner Kommentar zum WpHG, § 37e, Rz. 1.

<sup>41</sup> Vgl. *Metzger*, Der Begriff des Finanztermingeschäfts, BKR 2003, 366, 368.

<sup>42</sup> Hierzu *Ambarzymjan*, Novelle über die Regulierung der Derivative: Derivative bekommen den gerichtlichen Schutz, Theorie und Praxis („ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА“) 2007, Nr. 5/43, S. 20 f.: Sinn des Börsenzwangs Art. 1062 Abs. 2 Satz 2 sei der Gedanke, dass eine Privatperson nicht über hinreichende Kenntnisse verfüge. Dabei stellt sich allerdings die Frage, inwieweit speziell der Börsenhandel dazu in der Lage ist, dieses Informationsdefizit auszugleichen.

Der Kreis der qualifizierten Unternehmen ist im deutschen Recht begrifflich weiter gezogen, weil es dort keine Beschränkung auf Finanz- oder Börseninstitute gibt. Allerdings ist das Kriterium des Abschlusses von Finanztermingeschäften in „gewerbsmäßigem“ Umfang bzw. das dem Handelsrecht entlehnte Kriterium eines Umfangs, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert, letztlich unklar,<sup>43</sup> erfasst aber unstreitig auch Nicht-Finanzinstitute. Regelmäßig allerdings werden doch nur Finanzinstitute die Tatbestandsvoraussetzungen (Unternehmerbegriff; Umfang der Geschäftstätigkeit in Finanztermingeschäften bzw. Derivaten) erfüllen,<sup>44</sup> so dass insoweit eine Konvergenz mit dem russischen Recht feststellbar ist.

Allerdings gibt es im deutschen Recht bezüglich der qualifizierten Vertragspartner keine Beschränkung auf juristische Personen; im Unterschied zum russischen Recht können also auch Einzelunternehmer erfasst sein, sofern sie eine ausreichende Professionalität im Umgang mit Derivaten vorzuweisen haben. Auch eine Beschränkung auf inländische Unternehmen, die möglicherweise in die russische Regelung hineininterpretiert werden könnte, ist § 37e WpHG fremd. Schon wegen des europarechtlichen Diskriminierungsverbots kann sich durch die jüngste Streichung der speziell für den Vertrieb von Finanztermingeschäften geschaffenen Aufklärungspflicht nach § 37d, dessen personellem Anwendungsbereich § 37e nachgebildet war und der in seinem Abs. 6 ausdrücklich ausländische Unternehmen in die Pflicht nahm,<sup>45</sup> nichts geändert haben.

Insgesamt wurde das (erklärte) Ziel, Rechtssicherheit herbeizuführen, in beiden Rechtsordnungen nur teilweise erreicht.

### **3. Rechtssystematische Einordnung der Neuregelung**

Sind die geltenden Beschränkungen des Spieleinwands in Deutschland und Russland aus Sicht meines spezifischen Ansatzes zur Deutung der Unverbindlichkeit bestimmter Risikoverträge sachgerecht?

#### **a. Zweckverfehlungsansatz**

In meiner Habilitationsschrift hatte ich dargelegt, dass die Unverbindlichkeit des Spiels, die soweit überschaubar in allen wichtigen Rechtsordnungen unabhängig vom politischen System bekannt ist, frei von jeder rechtspolitischen und moralischen Bewertung bereits auf den Willen der Parteien und die Grundstrukturen der Vertragsautonomie selbst zurückzuführen ist.<sup>46</sup> Ausgangspunkt der Überlegungen war die Erkenntnis, dass ein Spiel unweigerlich immer einen Verlierer hat und für diese Partei daher ebenso unweigerlich seinen Zweck verfehlt. Dadurch entfällt auf Seiten des Verlierers der Rechtsgrund (causa) für die Teilnahme am Spiel, weshalb es sachgerecht ist, ihn nicht am Spielvertrag festzuhalten (causa-Ansatz, Zweckverfehlungsansatz).

Man kann es auch so beschreiben: Die Besonderheit des Spielvertrags besteht in dem Umstand, dass sich zwar beide Parteien wie beim normalen Austauschvertrag gegenseitig verpflichten, um aus der Auszahlung des Gewinns einen Vorteil zu ziehen (Leistungszweck), dass aber wegen der sich gegenseitig ausschließenden Struktur der beiderseitigen Leistungspflichten ein Leistungsaustausch nicht möglich ist. Aus diesem Dilemma kommt

---

<sup>43</sup> Siehe zu diesen Merkmalen die 13-seitige, eng bedruckte Kommentierung von *Roth* im Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 37e, Rz. 47 – 71.

<sup>44</sup> *Roth*, a.a.O., § 37d, Rz. 62.

<sup>45</sup> Hierzu *Roth*, in: Kölner Kommentar zum WpHG, § 37e, Rz. 9.

<sup>46</sup> Siehe zusammenfassend *Reiner*, S. 181 f.

der aleatorische Vertrag nur dann heraus, wenn die beiden wechselseitigen Verpflichtungen schon für sich genommen einen subjektiven Wert für die Parteien, insbesondere einen Marktwert besitzen. Dann kommt es bereits auf dieser Ebene zu einem erfolgreichen Leistungsaustausch unabhängig davon, wie das Spiel später ausgeht.

Bei Termingeschäften mit liquidem Sekundärmarkt oder aber bei Derivaten mit liquidem und lagerfähigem Basiswert, die sich jederzeit am Kassamarkt reproduzieren lassen, ist diese Voraussetzung erfüllt. Hier haben die Vertragsparteien anders als beim Spiel bereits mit Vertragsschluss eine Position erlangt, die sie durch Glattstellung zu Geld machen können. Dazu muss - freilich wie immer im Vertragsrecht in einer nach außen erkennbaren, objektivierten Weise - sichergestellt sein, dass die Vertragsparteien aufgrund ihrer persönlichen Qualifikation in der Lage sind, diese Vorteile ihrer stochastischen Position auch tatsächlich zu nutzen.

Eine gründliche Auseinandersetzung mit diesem Ansatz zur Unterscheidung zwischen verbindlichen und unverbindlichen Risikoverträgen hat, soweit überschaubar, bislang in der deutschen Rechtswissenschaft nicht stattgefunden. *Chalioulias* beschäftigt sich in seiner Untersuchung über den Swap-Vertrag<sup>47</sup> zwar durchaus ambitioniert mit den Grundlagen der Vertragstheorie und geht dabei auch kurz im Fußnotenbereich auf meinen Ansatz ein, scheint ihn aber nicht wirklich verstanden zu haben. Ansonsten hätte er sich nicht damit begnügt, meinen Gedankengang sprachlich auf einen Satz höchst kondensiert in eine (angesichts der sonstigen Zitate eher beliebig wirkende) Fußnote in Zusammenhang mit dem Grundsatz „casum sentit dominus“ zu packen, ohne Stellung zu beziehen. *Kind*<sup>48</sup> hält mir auf wenigen Zeilen entgegen, es sei eine „sehr gekünstelte Vorstellung, der Spieler schließe den Spielvertrag um des sicheren Gewinns willen ab. Wer spiele wisse, dass er nicht sicher gewinne, sondern nur die Chance auf den Gewinn habe. Natürlich weiß der Spieler, dass er nicht sicher gewinnen wird. Dennoch lässt sich nicht bestreiten, dass der Vertrag (mit Ausnahme von unechten „Spielen“, bei denen der Unterhaltungswert dominiert) aus seiner Sicht gescheitert ist, wenn er verliert, und dass er den Vertrag nicht abgeschlossen hätte, wenn er das gewusst hätte. Im Unterschied zu einem normalen Umsatzvertrag mit Risikoelementen (z.B. im Rahmen der Gefahrtragung für den Zustand der Kaufsache), wo es gelegentlich auch zur Verfehlung des Vertragszwecks kommen kann, wenn sich die zu tragende Gefahr realisiert (z.B. Kaufsache wird direkt nach der Übergabe zerstört), steht beim Spiel wie schon gesagt *immer* unweigerlich von vornherein fest, dass einer der beiden Vertragspartner den angestrebten Zweck nicht erreichen wird.

Im Übrigen lässt sich auch unabhängig vom inneren Grund für die Differenzierung nach der Werthaltigkeit jedenfalls nicht bestreiten, dass es verbindliche und unverbindliche aleatorische Verträge gibt, und dass die Werthaltigkeit der von den Vertragsparteien übernommenen Positionen ein griffigeres Unterscheidungskriterium darstellt als die „Gefährlichkeit“ des Spiels sowie das „Fehlen eines ernsthaften sittlichen oder wirtschaftlichen Zwecks“. Mehr noch: Gemessen an den gesetzlich geregelten Risikoverträgen (insbesondere dem Versicherungsvertrag) ist das Kriterium der Werthaltigkeit auch treffsicherer, wenn es darum geht, ohne Blick in das Gesetz vorherzusagen, ob ein Risikovertrag wohl wirksam ist oder nicht.

---

<sup>47</sup> *Chalioulias*, Der Swap im System aleatorischer Verträge, Baden-Baden 2007, S. 133 ff., insb. 152 f., Fn. 537: „anders: *Reiner* ...“.

<sup>48</sup> *Kind*, Börsen- und Finanztermingeschäfte: zur Neuregelung des Rechts der Termingeschäfte in den §§ 37d. WpHG sowie zur Rückabwicklung unverbindlicher Börsentermingeschäfte und dem verbleibenden Anwendungsbereich unverbindlicher Spekulationsgeschäfte nach der Terminrechtsreform 2002, 2004, S. 62 f.



Auch das zweite Argument *Kinds*, der Rückforderungsausschluss nach § 762 Abs. 1 Satz 2 BGB, bereite meiner Zweckverfehlungstheorie „Erklärungsnot“, schlägt nicht durch. Der Umstand nämlich, dass sich die Rechtsfolge des § 762 Abs. 1 Satz 2 BGB auch mit § 814 BGB erklären lässt und daher streng genommen überflüssig ist, spricht genauso wenig gegen meine Deutung dieser Vorschrift wie der Umstand, dass sich die Rechtsfolge des § 762 Abs. 1 Satz 1 auch auf § 812 Abs. 1 BGB zurückführen lässt. Es ist gängige Gesetzgebungspraxis, allgemeine Grundprinzipien ggf. in speziellen Anwendungsbereichen zur Klarstellung nochmals speziell zu normieren, obwohl es eigentlich nicht notwendig wäre. Im Übrigen behaupte ich gar nicht, dass dem Gesetzgeber der systematische Zusammenhang zwischen Spiel und Bereicherungsrecht bewusst war, sondern stelle lediglich fest, dass sich der Gesetzgeber im Ergebnis (wohl im Wege einer intuitiven Mustererkennung) bei der Ausgestaltung des Spieleinwands an der Interessenabwägung des Bereicherungsrechts orientiert hat.

## **b. Deutsche Regelung**

Das vierte Finanzmarktförderungsgesetz (FinMFG) hatte bereits auf Ebene der Rechtsfolgen eine Trennung zwischen dem termingeschäftsspezifischen Risikoschutz der Anleger vom systematischen Umfeld des Spieleinwands und teilweise eine die Beseitigung der dem Börsentermineinwand eigenen norminternen Zielkonflikte erreicht.

Es verblieb die Verknüpfung auf Tatbestandsebene, denn der Ausschluss des Spieleinwands - in seiner herkömmlichen Auslegung - beim Terminhandel hing nach wie vor von der Verwirklichung desselben Tatbestandsmerkmals ab, das auch die Pflicht zur Risikoaufklärung auslöste, nämlich eines gemeinsamen Begriffs des Termingeschäfts (jetzt „Finanztermingeschäft“ anstatt „Börsentermingeschäft“).

Durch die Beseitigung der verbraucherschützenden und derivativespezifischen Aufklärungspflicht gemäß § 37d WpHG a.F. im Zuge der jüngsten Gesetzesreform wurde diese angesichts unterschiedlicher Normzwecke ungute tatbestandliche Verknüpfung zwar entfernt; Zielkonflikte bestehen aber nach wie vor zwischen § 37e WpHG einerseits und den zahlreichen, teilweise europarechtliche Vorgaben umsetzenden aufsichtsrechtlichen Verhaltenspflichten andererseits, die allgemein an den Vertrieb von „Finanzinstrumenten“ und damit gemäß der Definition des Finanzinstruments in § 2 Abs. 2b WpHG auch denselben Derivatebegriff (§ 2 Abs. 2 WpHG) anknüpfen, auf dem auch § 37e (Satz 2) WpHG aufbaut.

Daher überrascht es kaum, dass die jüngste massive Ergänzung des *Derivatebegriffs* im Bereich der möglichen Basiswerte entsprechend den Vorgaben der Finanzmarkt-Richtlinie die „Befreiung“<sup>49</sup> vom Spieleinwand in einem Maße ausdehnt, das vom Gesetzgeber quasi als Nebenfolge der vorhandenen Gesetzessystematik eher hingenommen, als beabsichtigt wurde (siehe oben unter B.III.1.b.). Während die früheren Regelungen zur Unvollkommenheit bzw. Verbindlichkeit von Börsentermingeschäften sich dank des noch ungeklärten Begriffs des Börsentermingeschäfts einigermaßen in die von mir entwickelte Systematik einordnen ließ und mein Modell sogar Auslegungshilfe bei der Abgrenzung der möglichen Basiswerte leistete,<sup>50</sup> lässt sich angesichts der gesetzgeberischen „Flurbereinigung“ im Bereich der möglichen Basiswerte nur noch feststellen, dass die Kriterien der *Liquidität* des Marktes und

---

<sup>49</sup> Aus Sicht des Zweckverfehlungsansatzes ist es eigentlich keine echte „Befreiung“, weil sich die fehlende Anwendbarkeit des Spieleinwands schon von selbst ergibt. Der Vorteil einer gesetzlichen Regelung besteht aber, da dieser Ansatz noch weit davon entfernt ist, sich durchgesetzt zu haben, in der dadurch bewirkten Rechtssicherheit.

<sup>50</sup> *Reiner*, S. 163 f., zum Merkmal der „Möglichkeit der Glattstellung“.

der *Lagerfähigkeit* in Zukunft offensichtlich keine Rolle mehr spielen. Der deutsche Gesetzgeber ist in Bezug auf den Kreis der erfassten Instrumente meinem Konzept nicht gefolgt, sondern hatte, wenn überhaupt, bei der Privilegierung vom Spieleinwand allein die Erwartungen der Marktteilnehmer im Blick.

Zum personellen Anwendungsbereich (Kreis der privilegierten Marktteilnehmer) ist Folgendes zu sagen: Die mit der Rechtsfigur der Börsentermingeschäftsfähigkeit (einschließlich des sog. Informationsmodells des § 53 Abs. 2 BörsG a.F.<sup>51</sup>) verbundenen personengebundenen Einschränkungen der Befreiung vom Spieleinwand (früher: § 58 BörsG; jetzt: § 37e WpHG) ließen sich als – freilich stark typisierte – Ausprägungen des Gedankens der von mir so genannten „Qualifikation“ der Vertragsparteien deuten. Diese Eigenschaft der Vertragsparteien ist vorauszusetzen, damit sie auch *tatsächlich* dazu in der Lage sind, den theoretischen Marktwert der erhaltenen Gegenleistung, nämlich des stochastisch bedingten Zahlungsanspruchs, jederzeit zu realisieren.<sup>52</sup>

Die Reform 2002 gemäß dem 4. FinMFG setzte den Ansatz des Informationsmodells insoweit fort, als Verträge von (nicht professionellen) Privatleuten nur dann vom Börsentermin- bzw. Spieleinwand ausgenommen wurden, wenn sie mit Unternehmen abgeschlossen werden, die als Finanzinstitut (so der Ansatz nach § 53 Abs. 2 BörsG) bzw. als Profi im Bereich von Termingeschäften (§ 37d Abs. 1 WpHG a.F. 2002) aufsichtsrechtlich dazu verpflichtet sind, ihre Vertragspartner über die Risiken dieser Geschäfte zu informieren. Dazu gehörte auch eine Aufklärung darüber, dass Geschäfte, mit denen die Risiken aus eingegangenen Geschäften „ausgeschlossen oder eingeschränkt werden sollen, möglicherweise nicht oder nur zu einem verlustbringenden Preis getätigt werden können“ (§ 53 Abs. 2, Satz 1 dritter Spiegelstrich BörsG alter Fassung; § 37d Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG in der Fassung des 4. FinMFG). Das berührt zwar die Frage der Glattstellung; eine umfassende theoretische und marktpraktische Aufklärung über die Möglichkeiten zur jederzeitigen Realisierung des Marktwertes dieser Geschäfte war damit aber nicht verbunden.<sup>53</sup>

Die jüngste Neuregelung durch FRUG führte nun bekanntlich zu einer Aufhebung des § 37d WpHG, der inhaltlich dem § 53 Abs. 2 BörsG weitgehend entsprach; nach dem Willen des Gesetzgebers sollte damit aber keine Einschränkung der Informationspflichten gegenüber „Verbrauchern“ in Bezug auf Termingeschäfte verbunden sein. Die Vorschrift sei aufgehoben worden, so heißt es in der Regierungsbegründung,<sup>54</sup> da die „Anforderungen an eine ordnungsgemäße Beratung von Anlegern auch im Bereich des Handels mit Derivaten bereits mit den durch die Umsetzung der Finanzmarkttrichtlinie erweiterten Verhaltenspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 31 ff. [WpHG n.F.] hinreichend bestimmt“ seien. Die Streichung der Vorschrift diene „dem Bürokratieabbau [!] und der Flexibilisierung im Bereich der Anlageberatung durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen“.

Durch die Reform wurde aber der personelle Anwendungsbereich der aufsichtsrechtlichen Aufklärungspflichten (früher § 37d WpHG, jetzt §§ 31 – 31e WpHG) vom personellen Anwendungsbereich der Befreiung vom Spieleinwand gemäß § 37e WpHG abgekoppelt. Dadurch ist zumindest aufsichtsrechtlich nicht mehr – möglicherweise im Rahmen des § 242 BGB aber noch vertragsrechtlich – sichergestellt, dass bei vom Spieleinwand befreiten Termingeschäften zwischen Unternehmen und Verbrauchern in jedem Fall dem Verbraucher eine aufsichtrechtlich gebotene Risikoaufklärung nach § 31 WpHG zuteil wurde. Denn die

---

<sup>51</sup> Hierzu *Reiner*, S. 87 f., 149 ff., 156 ff.

<sup>52</sup> *Reiner*, S. 147 ff., insbesondere S. 149 ff.

<sup>53</sup> Kritisch schon *Reiner*, S. 151.

<sup>54</sup> BT-Drucks. 16/4028, S. 78.

Informationsverpflichtung nach den §§ 31 ff. WpHG n.F. trifft nur (noch) Wertpapierdienstleistungsunternehmen und nicht mehr alle in § 37e WpHG genannten qualifizierten Personen. Der Gedanke des obligatorischen Informationstransfers zwischen Profi und Kunden als Rechtfertigung für die Befreiung speziell von Geschäften mit Profis vom Spieleinwand entfällt damit.

Aus systematischer Sicht besitzt die *de facto* weitgehend bewirkte Beschränkung der „Befreiung“ auf Geschäfte mit Finanzinstituten immerhin den Vorteil, dass professionelle Finanzintermediäre bereits aufsichtsrechtlich dazu verpflichtet sind, ihre Vertragspartner umfassend über Risiken und damit immerhin zum Teil wohl auch über Glattstellungsmöglichkeiten aufzuklären (insbesondere § 31 Abs. 3 und 5 WpHG n.F.), so dass bei Beteiligung solcher Vertragspartner typisierend sichergestellt ist, dass letztlich beide Seiten die erforderliche Qualifikation aufweisen.

Soweit sich der Anwendungsbereich des § 37e WpHG nunmehr auf Instrumente erstreckt, die angesichts ihrer Basiswerte (siehe weiter oben in diesem Abschnitt) und mangels eines ausreichend liquiden Sekundärmarktes keinen jederzeit realisierbaren Marktwert aufweisen, liegt die Vorschrift ohnehin außerhalb des durch meinen systematischen Ansatz erklärbaren Bereichs, so dass sich die weitere Frage, ob – auch – der personelle Anwendungsbereich der Vorschrift systemkonform ist, dann gar nicht mehr stellt.

### **c. Russische Regelung**

Ohne die Details zu kennen, denke ich, dass meine Überlegungen zur Rechtsnatur des Spieleinwands so eng mit dem überall gleichen Wesen des vertraglichen Leistungsaustausches verknüpft sind, dass sie sich auf das russische Recht übertragen lassen müssten. Art. 1102 Abs. 1 ZGB drückt den Grundsatz aus, dass Leistungen, die ohne Rechtsgrundlage erlangt werden, keinen rechtlichen Bestand haben und zurückzugeben sind. Diese Regelung kann -selbstverständlich- auch angewendet werden, wenn - wie in meinem Modell aus Sicht des Verlierers - der rechtliche Grund später wegfällt,<sup>55</sup> und eignet sich daher als Baustein in meiner Argumentationskette. Weiter, und ohne diese Frage mit den mir momentan zugänglichen Quellen vertiefen zu können, gehe ich davon aus, dass auch nach Art. 1102 Abs. 1 ZGR jede Art von Leistung einschließlich Leistungsversprechen kondiziert werden kann. Damit wären die wichtigsten Grundlagen für die Übertragung meines Zweckverfehlungsansatzes bereits vorhanden.

Aus der systematischen Sicht des Zweckverfehlungsansatzes ist die russische Befreiungsvorschrift der deutschen in Bezug auf den deutlich engeren Kreis der ausdrücklich genannten *Basiswerte* (Waren- und Wertpapierpreise, Wechselkurse, Zinssätze, Inflationsrate, Indices) überlegen, die mit Ausnahme der Inflationsrate, vielleicht - je nach Auslegung - auch bestimmter Indices, sämtlich die für eine Werthaltigkeit der davon abgeleiteten Termingeschäfte aufzustellenden Anforderungen an Liquidität und Lagerfähigkeit erfüllen. Diese Aussage steht freilich unter dem Vorbehalt der Auslegungsschwierigkeiten bezüglich des Merkmals des „von einem Gesetz vorgesehenen Umstands“, die für mich im Rahmen meiner bislang nur recht flüchtigen Beschäftigung mit dem einschlägigen Schrifttum verbleiben. Jedenfalls soweit dieses Merkmal, wie dargelegt (oben B.III.1.a.), den Umstand der Eröffnung des Insolvenzverfahrens über eine bestimmte Person und damit einen für Kreditderivate typischen Basiswert abdeckt, geht es über den Zweckverfehlungsansatz, nicht aber über die deutsche Regelung hinaus. In der Derivatedefinition des § 2 Abs. 2 WpHG

---

<sup>55</sup> *Abova/Kabalkin*, Kommentar zum Zivilgesetzbuch der Russischen Föderation, 3. Aufl. 2006, Art. 1120, unter 1.

werden Kreditderivate sogar ausdrücklich genannt und definiert („Derivate im Sinne dieses Gesetzes sind .... 4. als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und dem Transfer von Kreditrisiken dienen (Kreditderivate);...“).

Der Gesichtspunkt der Existenz eines liquiden Sekundärmarktes für die betreffenden Derivate, unter dem sich die für die Rechtfertigung der Wirksamkeit solcher Geschäfte erforderliche Werthaltigkeit selbst bei nicht liquiden und nicht lagerfähigem Basiswert ergeben kann, findet weder in §§ 37e, 2 Abs. 2 WpHG noch in Art. 1062 Abs. 2 Satz 1 ZGB Berücksichtigung. In dem Maße, wie sich die Terminmärkte in Zukunft weiter entwickeln, wird er aber dazu beitragen, dass sich die Einbeziehung von Derivaten mit nicht liquiden und nicht lagerfähigen Basiswerten in die deutsche Regelung nach und nach besser in das System des Vertragsrechts aus Sicht meines Zweckverfehlungsansatzes einordnen lassen.

Die weitere Frage ist, inwieweit sich für das russische Recht die Beschränkungen des personellen Anwendungsbereichs der „Befreiung“ vom Spieleinwand auf den Gesichtspunkt der „Qualifikation“ zurückführen lassen. *Juristische Personen* mit aufsichtsrechtlicher Erlaubnis zum Betreiben von Bank-, Wertpapier- oder Börsengeschäften besitzen zweifelsohne ein Mindestmaß an Professionalität im Finanzbereich, die ihnen das Verständnis der finanzwirtschaftlichen Eigenschaften von Termingeschäften und des Terminmarktes erleichtert. Dass sie die für eine Realisierung des Marktwertes aus Derivaten erforderlichen Kenntnisse auch tatsächlich besitzen, ist aber keineswegs sichergestellt. *Insofern* erscheint der bisherige und immer noch gültige deutsche Ansatz, der eine – nicht auf Finanzinstitute beschränkte – Professionalität speziell im Bereich der Termingeschäfte voraussetzt, zielführender. Zugunsten der russischen Regelung mag aber der Gesichtspunkt sprechen, dass die (von mir so genannten) „qualifizierten“ Vertragspartner nach Art. 1062 Abs. 1 Satz 2 ZGB möglicherweise aufsichtsrechtlich bereits dazu verpflichtet sind oder zumindest dazu verpflichtet werden können, ihre Vertragspartner über die Möglichkeiten der Glattstellung aufzuklären. Inwieweit das geltende russische Aufsichtsrecht entsprechende Informationspflichten bereits enthält, habe ich bislang nicht überprüft. In personeller Hinsicht erinnert das russische Recht an das frühere deutsche „Informationsmodell“ des inzwischen aufgehobenen § 53 (Abs. 2 Satz 1) BörsG a.F., nach dem Privatleute nur durch Finanzinstitute per Aufklärung „börsentermingeschäftsfähig“ gemacht werden konnten.

Die Beschränkung der (vertragsrechtlich wirksamen) Teilnahme natürlicher Personen am Terminhandel auf Börsengeschäfte nach Art. 1062 Abs. 2 Satz 3 ZGB lässt sich mit dem Aspekt der „Qualifikation“ gut begründen, denn typisierend betrachtet kennen sich Privatanleger im Bereich der Termingeschäfte nicht aus, so dass der Möglichkeit, zur Glattstellung an der Börse jederzeit passgenaue Gegengeschäfte abschließen zu können, eine besondere Bedeutung zukommt. Überhaupt nicht mit rechtssystematischen, zumindest vertragsrechtlichen Argumenten zu rechtfertigen wäre eine Beschränkung der Befreiung in Art. 1062 Abs. 2 Satz 2 ZGB auf *russische* Finanzinstitute, sollte man die Vorschrift tatsächlich in diesem Sinne auslegen wollen.

### **C. Derivate und Insolvenzgesetze (Wirksamkeit von Beendigungs- und Verrechnungsklauseln in Rahmenverträgen)**

Die zweite für das russische Recht besonders praktische Frage betrifft die Wirksamkeit von Beendigungs- und Verrechnungsklauseln in Rahmenverträgen über Finanztermingeschäfte.

## I. Ziele der üblichen Verrechnungsabreden in Rahmenverträgen

Die komplexe Struktur und die Dynamik der Risikoexposition von Unternehmen machen es häufig erforderlich, eine Vielzahl von Termingeschäften gleichzeitig abzuschließen und das Portfolio ständig anzupassen. Wegen der beschränkten Anzahl an ausreichend kreditwürdigen Geschäftspartnern, zur Minimierung der Transaktionskosten und wegen der Möglichkeit, entstehende gegenseitige Zahlungsansprüche aus unterschiedlichen Einzelgeschäften miteinander zu verrechnen (sog. „Payment Netting“), bleiben die Unternehmen dabei häufig bei ein und demselben Vertragspartner. Die Geschäftsbeziehung wird dann regelmäßig in einen schriftlichen „Rahmenvertrag“ eingebettet („Master Agreement“, z.B. die international führenden Master Agreements der ISDA<sup>56</sup>). Ein Zweck dieses Vorgehens ist neben der Rationalisierung des Dokumentations- und Abwicklungsaufwands für die Einzeltransaktionen durch Bezugnahme auf den Rahmenvertrag und Realisierung des „Payment Netting“ eine weitere Reduzierung des gegenseitigen Kreditrisikos (Ausfallrisikos). Dazu dienen neben der Zusammenfassung aller Einzeltransaktionen zu einem „einheitlichen“, bei Leistungsstörungen einheitlich zu beendenden Vertrag (Einheitlichkeitsklausel) die Klauseln zum sog. Liquidations-Netting („Close-out Netting“<sup>57</sup>). Sie bestimmen insbesondere für den Fall der Insolvenz einer der Vertragsparteien die automatische Beendigung oder Kündbarkeit sämtlicher gegenseitiger Einzeltransaktionen unter dem Rahmenvertrag und deren Abrechnung über einen einheitlichen Ausgleichsanspruch auf der Basis ihrer aktuellen, in eine einheitliche Währung umgerechneten positiven und negativen Marktwerte. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die bei Eintritt der Insolvenz noch nicht entstandenen und in Abhängigkeit von der Entwicklung des Basiswerts noch unsicheren gegenseitigen Zahlungsansprüche nicht bereits im Rahmen des „Payment Netting“ aufgerechnet werden können.

Darüber hinaus soll das Close-out Netting nach dem Kalkül seiner „Erfinder“ vermeiden, dass der Insolvenzverwalter im Rahmen seines Wahlrechts, laufende Verträge entweder fortzuführen oder zu beenden, zu Lasten des nicht insolventen (vertragstreuen) Vertragspartners selektiv vorgeht. Er könnte sich darauf beschränken, diejenigen laufenden Derivate fortzusetzen, die angesichts ihres gegenwärtigen positiven Marktwertes einen zukünftigen Gewinn für die Insolvenzmasse versprechen, bei Geschäften mit negativem Marktwert die weitere Erfüllung aber ablehnen und den Vertragspartner bezüglich seiner daraus entstehenden Schadensersatzforderung wegen Nichterfüllung auf die Insolvenzquote verweisen (sog. „Rosinenpicken“ oder „cherry picking“).<sup>58</sup> Im Vergleich dazu können die möglichen Quotenverluste durch eine sofortige Liquidierung aller offenen Geschäfte und deren Abrechnung auf Basis einer Saldierung ihrer Marktwerte niedriger ausfallen.

Bereits an anderer Stelle habe ich ausführlich dargelegt, dass mich die eben vorgetragene, von der Praxis ständig wiederholte und dank des knackigen Schlagworts vom „cherry picking“ auch eingängige Argumentation, nicht überzeugt, und zwar nicht nur aus rechtlicher Sicht (dazu später), sondern schon rein praktisch.<sup>59</sup> Es erscheint realitätsfern zu glauben, dass ein

---

<sup>56</sup> Hierzu *Reiner*, OTC-Derivate nach dem ISDA Master Agreement, in: Münchener Vertragshandbuch, Internationales Wirtschaftsrecht, hrsg. von Rolf A. Schütze und Lutz Weipert, C.H. Beck, München, Kapitel VII.7, 3. Bearbeitung 2007, Bd. 4, 6. Aufl., Anm. 1 ff., S. 709 ff. (zum 1992 ISDA Master Agreement) und Anm. N1 ff., S. 827 ff. (zum 2002 ISDA Master Agreement).

<sup>57</sup> Siehe als Bsp. jeweils § 6 des 1992 und 2002 ISDA Master Agreement. Der Begriff „Close-out netting“ findet sich z.B. in Art. 7 Abs. 1 der englischen Fassung der Richtlinie 2002/47/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6.6.2002 „über Finanzsicherheiten“, ABIEU Nr. L 168/43 vom 27.6.2002. In der deutschen Fassung heißt es „Aufrechnung infolge Beendigung“.

<sup>58</sup> Siehe hierzu die Begründung (S. 11) des Gesetzentwurfs des ARB-Ausschusses für Bankengesetzgebung vom 5.5.2007 (hierzu gleich näher im Text); ebenso dargestellt z.B. bei *Davidovski/Runova* (Fn. 16), S. 6.

<sup>59</sup> *Reiner*, S. 196 ff.

Insolvenzverwalter mit finanzwirtschaftlichen Grundkenntnissen sich bei der Frage, in welcher Weise er sein Wahlrecht ausübt, ganz schematisch danach richtet, ob ein Geschäft gerade einen positiven („in the money“) oder einen negativen („out of the money“) Marktwert besitzt, schon weil sich dieser Marktwert bis zum Ende der Laufzeit noch ändern oder sogar umdrehen kann. Aus demselben Grund bedeutet die Entscheidung des Insolvenzverwalters, einen Vertrag mit (aus seiner Sicht) „in-the-money“-Position fortzusetzen, noch keineswegs, dass dieser Vertrag auch so endet, dass also der Gläubiger in die Masse bezahlen muss. Daher stimmt auch die in der „cherry-picking“-Argumentation implizit enthaltene Behauptung, dass der Vertragspartner durch eine Selektion des Insolvenzverwalters nach dem genannten Schema benachteiligt wird, in dieser Allgemeinheit keineswegs. Im Einzelfall und *ex post* betrachtet je nach Entwicklung der Basiswerte kann es durchaus sein, dass der Vertragspartner durch diese Vorgehensweise trotz Insolvenzquote besser dasteht als er es täte, wenn alle Verträge bis zum Laufzeitende fortgesetzt worden wären. Der Insolvenzverwalter kann sich insofern auch leicht „verspekulieren“. Weiter spricht aus Sicht des Schuldners bzw. Insolvenzverwalters viel dafür, ein Termingeschäft, das eine andere Position absichert (Hedge), aufrecht zu erhalten, obwohl es gerade „out-of-the-money“ ist, solange diese Position im Rahmen des Insolvenzverfahrens noch nicht beendet worden ist. Im Übrigen werden verantwortliche Vertragspartner ihr Portfolio an Termingeschäften nach ihrem Gesamtrisiko bewerten müssen, so dass es aus Sicht des Insolvenzverwalters geradezu fahrlässig, ja willkürlich wäre, aus dem Gesamtportfolio unabhängig von ihrem Beitrag zur Gesamtrisikoeexposition gerade diejenigen Geschäfte durch Beendigung herauszunehmen, die zur Zeit zufälligerweise einen positiven Marktwert besitzen.

Wie dem auch sei: Jedenfalls ist die entscheidende Frage, die die Benutzer von Rahmenverträgen dabei unabhängig von der vereinbarten Vertragsrechtsordnung regelmäßig umtreibt, diejenige, ob die Vertragsklauseln über das Liquidations-Netting im Zweifel nach der maßgeblichen Insolvenzrechtsordnung der Vertragspartner auch durchsetzbar (wirksam) sind. Als Unwirksamkeitsgründe in Betracht kommen in den unterschiedlichsten Insolvenzrechtsordnungen der Welt immer Verstöße gegen drei, ihrer Natur nach zwingende Regelungsbereiche:

- das Insolvenzverwalterwahlrecht
- spezielle insolvenzrechtliche Aufrechnungsverbote und
- Vorschriften über die Insolvenzanfechtung

In drei Bereichen werden - soweit überschaubar - auch für das russische Insolvenzrecht, und zwar je nach dem in Bezug auf das allgemeine Insolvenzrecht oder in Bezug auf das Bankeninsolvenzgesetz, Schwierigkeiten mit Close-out-Netting-Klauseln befürchtet.

Beginnend mit den Vereinigten Staaten schon in den 80er des letzten Jahrhunderts haben nach und nach die meisten Industrieländer, darunter auch Deutschland, sowie auch immer mehr Schwellenländer mit aufstrebenden Finanzmärkten (z.B. Mexiko, Südafrika) spezielle insolvenzrechtliche Gesetze verabschiedet, um sicherzustellen und dies nach außen zu dokumentieren, dass rahmenvertragliche Close-out-Netting-Klauseln wirksam sind.<sup>60</sup>

In Russland wird bis heute an einem „Netting“-Gesetz gearbeitet, das die beiden genannten Insolvenzgesetze an die Erfordernisse des Close-out Netting anpassen soll. Zuletzt ist ein umfangreicher Vorschlag des Ausschusses für Bankengesetzgebung der Vereinigung der

---

<sup>60</sup> Zum neuesten Stand der „Netting“-Gesetzgebung siehe die Übersicht auf der Seite [http://www.isda.org/docproj/stat\\_of\\_net\\_leg.html](http://www.isda.org/docproj/stat_of_net_leg.html).

Regionalbanken Russlands (ARB - Ассоциация региональных банков России)<sup>61</sup> vom 5.5.2007 zur Änderung des Insolvenzgesetzes für Kreditinstitute, der noch zwei weitere Modernisierungsvorschläge in den Bereichen Verbriefung von Darlehensforderungen und Investment-Fonds enthielt, gescheitert. Für Oktober 2008 will dieser Ausschuss eine überarbeitete Fassung vorlegen, die sich allein auf OTC-Derivate bezieht, die aber inhaltlich weiter geht und neben dem Bankeninsolvenzgesetz auch das allgemeine Insolvenzgesetz für das Close-out Netting öffnen will. Die Beschränkung der Reformarbeiten auf das Bankeninsolvenzgesetz wird zum Teil bedauert,<sup>62</sup> aber damit begründet, Kreditinstitute seien von den vorgeschlagenen Änderungen am meisten betroffen, sie seien die aktivsten Teilnehmer am OTC-Terminmarkt.<sup>63</sup>

Parallel zum vorgenannten Projekt arbeitet eine zum Teil personengleiche Gruppe von Bankenvertretern an der Erstellung eines geeigneten, an den ISDA Master Agreements orientierten Rahmenvertrags. Diese Initiative hängt etwas in der Luft, solange keine Klarheit über die zukünftige Gesetzeslage besteht.

## II. Insolvenzrechtliche Ausgangslage in Russland

Maßgebend sind in Russland das allgemeine Insolvenzgesetz Nr. 127-FZ vom 26.10.2002 sowie das ältere Bankeninsolvenzgesetz Nr. 40-FZ vom 25.2.1999.

### 1. Insolvenzverwalterwahlrecht

Das Insolvenzverwalterwahlrecht ergibt sich aus Art. 27 sowie Art. 50.34 des Bankeninsolvenzgesetzes Nr. 40-FZ und aus Art. 102 des allgemeinen Insolvenzgesetzes Nr. 127-FZ. Speziell die Art. 27 und 50.34 Nr. 2 des Gesetzes Nr. 40-FZ waren auch Hauptansatzpunkte des erwähnten Reformvorschlags 2007. Diese Vorschrift sollte nach dem Vorschlag komplett ersetzt werden durch eine sehr umfangreiche Regelung, in deren Kern festgehalten wird, dass Verweigerung der Fortführung einer Einzeltransaktion unter einem Rahmenvertrag als Ablehnung der Fortführung des gesamten Rahmenvertrags gelten soll. Dieser Ansatz ging etwas an der Zielrichtung der üblichen Rahmenverträge vorbei, die ja in der Regel ohnehin auf die Beendigung sämtlicher Einzeltransaktionen im Insolvenzfall gerichtet sind, so dass die nach dem Vorschlag denkbar erscheinende *Fortführung* sämtlicher Einzeltransaktionen gar keine ernsthafte Perspektive ist. In diesem Zusammenhang wurde beanstandet, dass die vorgeschlagene Formulierung den Anschein erweckt, als solle der Rahmenvertrag als solcher beendet werden, was aber gar nicht erforderlich und auch gefährlich ist.<sup>64</sup> Die vorgeschlagene Neufassung des Art. 27 FZ-40 enthält schließlich eine umfangreiche Definition des Rahmenvertrags, u.a. mit einer umfangreichen, an Art. 1062 Abs. 2 ZGB orientierten, aber den Wünschen der Finanzpraxis nicht entsprechenden<sup>65</sup> Auflistung von möglichen Basiswerten der durch den Rahmenvertrag abgedeckten Derivate.

---

<sup>61</sup> Näheres unter <http://www.asros.ru>.

<sup>62</sup> Siehe ISDA-Stellungnahme vom 21.9.2008, S. 3 f.; *Davidovski/Runova* (Fn. 16), S. 7, die von der Erwartung seitens des Marktes berichten, dass für das allgemeine Insolvenzgesetz eine Reform in Angriff genommen wird.

<sup>63</sup> Siehe Begründung des Gesetzesentwurfs, S. 2.

<sup>64</sup> Siehe die Stellungnahme der ISDA vom 21.9.2007, Schreiben an *Vladislav M. Reznik* und *Anatolij G. Aksakov*, S. 5.

<sup>65</sup> Siehe die Stellungnahme der ISDA vom 21.9.2007, S. 5, wo beanstandet wird, dass die sachliche Begrenzung auf bestimmte Arten von Transaktionen auf eine indirekte Regulierung des Derivatehandels (über den Weg des Zivilrechts) hinauslaufe, die - wenn schon - besser aufsichtsrechtlich durch direkte Verbote oder Erlaubnisvorbehalte geregelt werden sollten; durchaus verständnisvoll gegenüber dem Gesetzesvorschlag erscheinen dagegen *Davidovski/Runova* (Fn. 16), S. 7: Der Entwurf beabsichtige nicht, die gesamte Bandbreite

## 2. Aufrechnungsverbote in der Insolvenz

Zunächst ist festzustellen, dass das russische Zivilrecht ähnlich wie das deutsche BGB die Möglichkeit kennt, gegenseitige Forderungen durch Erklärung aufzurechnen (Art. 410 ZGB), und nicht etwa – wie andere Rechtsordnungen – von einer Legalaufrechnung ausgeht. Spezielle insolvenzrechtliche Aufrechnungsverbote, mit denen Close-out-Netting-Klauseln in Konflikt geraten könnten, existieren im russischen Recht ebenfalls.

Nach Art. 63 Nr. 1, 142 Nr. 8 des allgemeinen Insolvenzgesetzes Nr. 127-FZ ist es u.a. verboten, die Verbindlichkeiten des Schuldners durch Aufrechnung zum Erlöschen zu bringen, wenn dadurch die Rangordnung der Insolvenzgläubiger nach Art. 134 Nr. 4 des Gesetzes verletzt wird. Insofern könnte die Wirksamkeit des Close-out-Netting im Einzelfall davon abhängen, ob die Forderungen des Gläubigers, gegen die aufgerechnet wird und die sich im dritten Rang befinden, in Konkurrenz zu höherrangigen Forderungen (z.B. von Arbeitnehmern) befinden.<sup>66</sup>

Das Bankeninsolvenzgesetz Nr. 40-FZ enthält in Art. 50.40 Nr. 10 Satz 3 ein eigenes Aufrechnungsverbot ohne einen Art. 142 Nr. 8 des Gesetzes 127-FZ entsprechenden Vorbehalt der Rangordnung. Zudem ist das Aufrechnungsverbot gemäß Art. 63 Nr. 1, 142 Nr. 8 des Gesetzes Nr. 127-FZ über die Auffangvorschrift des Art. 180 des Gesetzes Nr. 127-FZ mit den Besonderheiten des Gesetzes Nr. 40-FZ auch auf Kreditinstitute anwendbar.<sup>67</sup>

## 3. Möglichkeit der Insolvenzanfechtung

Schließlich gibt es im russischen Insolvenzrecht wie wohl in den meisten Insolvenzrechtsordnungen auch das Rechtsinstitut der Insolvenzanfechtung. Einschlägig sind Art. 103 des allgemeinen Insolvenzgesetzes Nr. 127-FZ sowie ergänzend Art. 28, 50.34 Nr. 1 des Gesetzes Nr. 40-FZ für Kreditinstitute.

In Bezug auf Rahmenverträge besteht die Gefahr, dass Regelungen, die Termingeschäfte im Insolvenzfall beenden, als gläubigerbenachteiligend eingestuft werden.<sup>68</sup> Für eine Anfechtung von Klauseln, die die Verrechnung der einzelnen Ausgleichsansprüche aus den Einzeltransaktionen zu einem einheitlichen Ausgleichsbetrag und unterstützend die Zusammenfassung dieser Transaktionen zu einem einheitlichen Vertrag (vgl. die „Single Agreement“, § 1 (c) ISDA Master Agreement) vorsehen, dürfte demgegenüber kein Raum sein, soweit gleichzeitig Aufrechnungsverbote ins Spiel kommen. Die Regeln über die Insolvenzaufrechnung stellen insoweit den spezielleren und deshalb vorrangigen Gläubigerschutzmechanismus dar.

Der Reformentwurf 2007 sah zwar eine Überarbeitung der Anfechtungsbestimmungen (Art. 28, Art. 50.34 des Gesetzes Nr. 40-FZ) vor, allerdings nur im Hinblick auf die übrigen Reformprojekte, nicht im Hinblick auf das Close-out-Netting. Das wäre durchaus sinnvoll gewesen, denn - anders als z.B. im deutschen § 104 Abs. 2 Satz 3 Insolvenzordnung (InsO)<sup>69</sup> -

---

an weltweit gehandelten Finanzderivaten zu erfassen, könne aber mit den derzeit auf dem russischen Markt verfügbaren Instrumenten gut mithalten; ähnlich schon die Begründung des Entwurfs, S. 3.

<sup>66</sup> Vgl. *Davidovski/Runova* (Fn. 16), S. 6: Wirksamkeit des Close out Netting sei insofern einzelfallabhängig.

<sup>67</sup> So im Ergebnis, ohne konkrete Vorschriften zu benennen, auch *Davidovski/Runova* (Fn. 16), S. 6.

<sup>68</sup> *von Wilmowsky*, Termingeschäft und Insolvenz: Die gesetzliche Regelung, WM 2002, 2264, 2270, zum deutschen Recht.

<sup>69</sup> Eine aktuelle Fassung der InsO findet sich unter <http://bundesrecht.juris.de/bundesrecht/ins/o/>.



an keiner (anderen) Stelle des Reformvorschlags kommt deutlich zum Ausdruck, dass vertragliche Beendigungsklauseln rechtmäßig sind.

## 4. Ergebnis

Nach bisheriger Rechtslage ist nicht auszuschließen, dass rahmenvertragliche Klauseln zum Liquidations-Netting wegen Verstoßes gegen zwingende Vorschriften des Insolvenzrechts für unwirksam erklärt werden. Das muss aber schon im Eigeninteresse des Insolvenzverwalters nicht unbedingt zu einem „cherry picking“ führen, und ein „cherry picking“ muss für den Vertragspartner auch nicht immer nachteilig sein.

## III. Bewertung

### 1. Insolvenzrechtliche Besonderheiten von Derivaten

Ausgehend vom deutschen Insolvenzrecht, mich dabei aber auf elementare insolvenz- und vertragsrechtliche Grundprinzipien (Gleichbehandlung der Gläubiger und Einzelvollstreckungsverbot; Berücksichtigung des vertragsrechtlichen Synallagma) stützend hatte ich in meiner Habilitationsschrift dargelegt, dass laufende Derivate (im üblichen Sinne, also einschließlich solcher mit Erfüllung in Natur) mit jederzeit bestimmbarem Marktwert *keine* „vom Schuldner und vom anderen Teil nicht oder nicht vollständig erfüllten“ (sog. „schwebenden“) Geschäfte im Sinne des Insolvenzverwalterwahlrechts (§ 103 Abs. 1 InsO) darstellen und im Gegenteil mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens als beendet und reduziert auf den in ihnen verkörperten Marktwert für die eine oder andere Seite behandelt werden sollten. Der synallagmatische Austausch hat sich nämlich bei ihnen mit der Entstehung der stochastisch bedingten Leistungspflichten bzw., speziell bei Optionen, zusätzlich mit der Bezahlung der Prämie bereits vollständig verwirklicht. Ein Bedarf nach Fortsetzung der Verträge wegen eines besonderen und schutzwürdigen Interesses der Masse an der Erbringung der vom vertragstreuen Vertragspartner noch geschuldeten Leistung besteht nicht.<sup>70</sup> Das Vorliegen eines jederzeit bestimmbareren Marktwertes ist dabei, wie schon im Kontext des Spieleinwands erwähnt, immer dann anzunehmen, wenn die Geschäfte auf einem liquiden und lagerfähigen Basiswert aufbauen oder wenn für sie ein ausreichend liquider Sekundärmarkt existiert.

In der mit dieser Sichtweise verbundenen *Reduzierung* des wirtschaftlichen und rechtlichen Gehalts laufender Derivate für die Zwecke des Insolvenzverfahrens auf eine sofort fällige Forderung bzw. Verbindlichkeit in Höhe des zum schnellstmöglichen Zeitpunkt einer Ersatzbeschaffung aktuellen Marktwertes der Position besteht die eigentliche sachliche Rechtfertigung einer gesetzlichen Beendigung und Liquidierung dieser Geschäfte, nicht etwa in der Vermeidung der Spekulation<sup>71</sup> oder des „cherry picking“ durch den Insolvenzverwalter<sup>72</sup> (hierzu schon oben). Der Gedanke einer unzulässigen Gläubigerbenachteiligung durch vertragliche Beendigungsklauseln und damit verbunden einer insolvenzrechtlichen *Anfechtung* solcher Klauseln liegt bei dieser Sichtweise fern, und zwar

---

<sup>70</sup> Reiner, S. 203 ff., 206 ff.

<sup>71</sup> So aber der Bericht des Rechtsausschusses zum RegE der deutschen InsO in Zusammenhang mit der vorgeschlagenen Sonderregelung für Finanztermingeschäfte, BT-Drucks. 12/7302 vom 19.4.1994, S. 149, 167 f.

<sup>72</sup> So sinngemäß der Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 12/7302, S. 149, 167: Danach „soll sichergestellt werden, dass alle noch nicht erfüllten Ansprüche aus zwischen zwei Parteien bestehenden Finanztermingeschäften saldiert werden können (»Netting«)“.

wohl selbst dann, wenn sie den Zeitpunkt der Beendigung der Termingeschäfte vor die Eröffnung des Insolvenzverfahrens vorverlegen.<sup>73</sup>

Eine weitere rechtliche Erkenntnis ist in diesem Zusammenhang, dass die (durch das Netting-Gesetz oder vertraglich begründete) Ausgleichsforderung aus der Abwicklung eines (einzelnen) Derivats als bereits *vor* Eröffnung des Insolvenzverfahrens begründet angesehen werden kann. Denn sie reflektiert lediglich den Marktwert des Vertrags, der nicht etwa erst durch die Eröffnung des Insolvenzverfahrens entstanden ist, sondern sich kontinuierlich vom Zeitpunkt des Vertragsschlusses bis zu dem Zeitpunkt entwickelt hat, der für die Berechnung der Ausgleichsforderung maßgebend ist. Von Bedeutung ist diese Feststellung für insolvenzrechtliche Vorschriften (wie im deutschen Recht die §§ 94 ff. InsO), welche die Aufrechenbarkeit von Forderungen in der Insolvenz an ihren Entstehungszeitpunkt knüpfen und möglicherweise der Zusammenfassung der Ausgleichsansprüche aller Geschäfte unter einem Rahmenvertrag zu einem einheitlichen Ausgleichsanspruch entgegen stehen könnten.

## 2. Berücksichtigung im deutschen Recht

Die frühere deutsche „Netting“-Regelung des § 104 InsO mit der automatischen Beendigung von Waren- und „Finanztermingeschäften“ (§ 104 Abs. 1, Abs. 2 Satz 1 und 2 InsO), ihrer Abrechnung auf Basis der Markt- und Börsenpreise (§ 104 Abs. 3 InsO) und auch aufrechnungsrechtlich bedeutsamen der Anerkennung der Einheit der unter einem Rahmenvertrag zusammengefassten Geschäfte (§ 104 Abs. 2 Satz 3 InsO) lässt sich, wie an anderer Stelle ausführlich gezeigt,<sup>74</sup> bei entsprechender Auslegung insbesondere ihres sachlichen Anwendungsbereichs, d.h. der erfassten Typen von Termingeschäften, mit der vorstehend skizzierten Sichtweise vereinbaren. Während die Regelung für Warendermingeschäfte (in der Gesetzesüberschrift „Fixgeschäfte“ genannt) mit Erfüllung in Natur gemäß § 104 Abs. 1 in Verbindung mit Abs. 3 InsO in ähnlicher Weise bereits in der alten Konkursordnung von 1877 enthalten war, verstand sich die Regelung für „Finanztermingeschäfte“ (so die Bezeichnung in der ursprünglichen Gesetzesüberschrift von 1999) gemäß § 104 Abs. 2 InsO als Antwort auf die Erfordernisse moderner Terminmärkte.<sup>75</sup> Eine tiefere, über den Gedanken der angeblich unbedingt zu vermeidenden „Kurspekulation durch den Insolvenzverwalter“<sup>76</sup> hinausgehende Auseinandersetzung mit der Frage nach der inneren Rechtfertigung der insolvenzrechtlichen Sonderbehandlung von Waren- und Finanztermingeschäften lässt sich den Gesetzesmaterialien nicht entnehmen.

Seit Erscheinen meiner Habilitationsschrift hat sich die Rechtslage zum Close-out Netting von Derivaten in Deutschland aus Sicht meiner damaligen systematischen Erwägungen nicht entscheidend verändert. Einschlägige Gerichtsurteile sind nicht bekannt geworden.

---

<sup>73</sup> Vgl. die einzelnen Fallgruppen des Beendigungsgrundes („Event of Default“) der Insolvenz („Bankruptcy“) nach § 5(a)(vii) 1992 und 2002 ISDA Master Agreement“, wo neben der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens u.a. auch der Eintritt der Zahlungsunfähigkeit oder sogar nur die schriftliche Erklärung des Schuldners, nicht mehr bezahlen zu können, genannt werden.

<sup>74</sup> Reiner, S. 208 ff.

<sup>75</sup> Siehe oben die Nachweise in Fn. 71 f.

<sup>76</sup> Bericht des Rechtsausschuss zum RegE InsO, BT-Drucks. 12/7302, S. 167 (hierzu siehe oben unter 1.); bestätigt durch die Begr. RegE zum Finanzsicherheiten-Umsetzungsgesetz, Begr. RegE, BT-Drucks. 15/1853, S. 15: „Maßgebliche Absicht des Gesetzgebers für die Einführung der Norm“ sei es gewesen, „das Wahlrecht des Verwalters bei diesen Geschäften auszuschließen, um Unsicherheiten und Spekulationen über die künftige Entwicklung zu vermeiden“.

Nachzutragen sind aber die Änderungen in § 104 InsO durch das Gesetz zur Umsetzung der Finanzsicherheitenrichtlinie 2002/47/EG<sup>77</sup> aus dem Jahre 2004.<sup>78</sup> Es hat unter anderem die beispielhafte Aufzählung der möglichen „Finanzleistungen“ in § 104 Abs. 2 Satz 2 InsO entsprechend den Vorgaben der genannten EG-Richtlinie um eine Nr. 6 („Finanzsicherheiten im Sinne des § 1 Abs. 17 des Kreditwesengesetzes“) erweitert.

„Finanzsicherheiten“ sind nach § 1 Abs. 17 Satz 1 des Kreditwesengesetzes (KWG)<sup>79</sup> „Barguthaben, Geldbeträge, Wertpapiere, Geldmarktinstrumente sowie sonstige Schuldscheindarlehen einschließlich jeglicher damit in Zusammenhang stehender Rechte oder Ansprüche“, die bereitgestellt werden „als Sicherheit in Form eines beschränkten dinglichen Sicherungsrechts oder im Wege der Überweisung oder Vollrechtsübertragung auf Grund einer Vereinbarung zwischen einem Sicherungsnehmer und einem Sicherungsgeber“, die einer der in Art. 1 Abs. 2 lit. a bis e der Finanzsicherheiten-Richtlinie aufgeführten Kategorien angehören und die in Satz 2 bis Satz 4 des § 1 Abs. 17 KWG genannten weiteren sachlichen Voraussetzungen erfüllen. Folglich geht der Gesetzgeber mit dem Begriff der Finanzleistungen eindeutig über den bisherigen, auf Termingeschäfte begrenzten Rahmen des § 104 InsO hinaus. Dieser Umstand bedeutet für sich genommen aber noch keinen Systembruch, denn die Finanzsicherheiten verdanken ihre Einbeziehung in die Vorschrift ausschließlich dem Umstand, dass sie Leistungsansprüche aus Verträgen nach § 104 Abs. 2 Satz 2 Nr. 1 bis 5 absichern, also ihrer Hilfsfunktion,<sup>80</sup> nicht aber etwa wie die Termingeschäfte dem besonderen Charakter des bei ihnen angestrebten und durchgeführten Leistungsaustauschs. Im Gegenteil läuft das Merkmal des Leistungsaustauschs bei dinglichen (sachenrechtlichen) Verträgen (Übertragung, Verpfändung), auf denen Finanzsicherheiten ja beruhen, von vornherein ins Leere.

Schon weil der Begriff des „Geschäfts über Finanzleistungen“ (vgl. § 104 Abs. 2 Satz 3 InsO alter und neuer Fassung) damit über den Bereich von Termingeschäften hinausging, musste der Gesetzgeber den Begriff des „Finanztermingeschäfts“ aus der bisherigen Überschrift des § 104 InsO verbannen und durch den neutraleren Begriff „Finanzleistungen“ ersetzen. Darüber hinaus war es ausweislich der Regierungsbegründung ein Anliegen des Gesetzgebers, durch die Anpassung der Überschrift klarzustellen, dass auch sog. „Kassageschäfte“ mit Erfüllungsfristen von wenigen Tagen – im Gegensatz zu den sog. Bargeschäften mit taggleicher Erfüllung<sup>81</sup> – unter die Regelung fallen.<sup>82</sup> Zudem legte der Gesetzgeber „klarstellend“ Wert darauf, dass die Vorschrift auch auf Wertpapierpensions- und -darlehensgeschäfte anwendbar ist, die für einen anfänglich unbestimmten Zeitraum geschlossen werden, wenn für sie vereinbart wird, dass sie jederzeit auf Verlangen zu beenden sind.<sup>83</sup> Allerdings wollte der Gesetzgeber auf das *Terminelement* nicht vollständig verzichten und eine „eine völlige Abkoppelung der Norm von den eigentlichen Termingeschäften“ vermeiden.<sup>84</sup> Er stellte sich daher vor, dass für die Erbringung der Finanzleistung, also etwa auch für die Rückerstattung eines Wertpapierdarlehens, ein

---

<sup>77</sup> Siehe oben Fn. 57.

<sup>78</sup> BGBl I 2004, S. 502.

<sup>79</sup> Eine aktuelle Fassung des KWG findet sich unter <http://bundesrecht.juris.de/bundesrecht/kredwg/>.

<sup>80</sup> Vgl. die Begr. RegE, BT-Drucks. 15/1853, S. 15: Diese Ergänzung des § 104 Abs. 2 InsO-E stelle klar, „dass auch für die Bestellung von Finanzsicherheiten, die anders als die in § 104 Abs. 2 Nr. 1 bis 5 InsO genannten Finanzleistungen *nicht Hauptleistungen im Rahmen eines gegenseitigen Vertrages*“ seien, „die besonderen Regelungen des § 104 InsO“ gälten [Hervorhebung durch Verf.].

<sup>81</sup> Zur Begrifflichkeit siehe *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, 3. Aufl. 2007, Bd. 3, § 114, Rz. 140.

<sup>82</sup> Begr. RegE, BT-Drucks. 15/1853, S. 14: Die bisherige Überschrift habe diesbezüglich zu „Fehlinterpretationen“ Anlass gegeben.

<sup>83</sup> Begr. RegE, BT-Drucks. 15/1853, S. 15.

<sup>84</sup> Begr. RegE, BT-Drucks. 15/1853, S. 15.

Endtermin vereinbart werden müsste, damit sie unter § 104 Abs. 2 InsO fallen.<sup>85</sup> Mit dieser Einschränkung jedenfalls entsprechen Wertpapierdarlehen und Pensionsgeschäfte hinsichtlich ihrer Risikostruktur Optionen (amerikanischen Typs<sup>86</sup>), so dass sie nach den gleichen Grundsätzen bewertbar sind wie Termingeschäfte. Von daher erscheint ihre Einbeziehung in den Kreis der durch § 104 Abs. 2 InsO privilegierten Finanzgeschäfte sachgerecht.

In Zusammenhang mit der Reform von 2004 zu erwähnen ist schließlich eine nunmehr ausdrückliche Öffnung der bisherigen Regelung zur Berechnung des Ausgleichsanspruchs bei vorzeitiger Beendigung der Geschäfte gemäß § 104 Abs. 3 InsO für abweichende Vereinbarungen.<sup>87</sup>

Die konzeptionellen Unterschiede zwischen der insolvenzrechtlichen Sondervorschrift für (im Wesentlichen) Termingeschäfte in Gestalt des § 104 InsO einerseits und der vertragsrechtlichen Sondervorschrift für Termingeschäfte in Form des § 37e WpHG (in Verbindung mit § 2 Abs. 2 WpHG) andererseits bestehen nach der Reform von 2004 fort, insbesondere bezüglich des eingeschränkten Kreises möglicher Vertragspartner bei § 37e WpHG, haben sich aber in Bezug auf die erfassten Arten von Termingeschäften durch die erhebliche Ausweitung des Derivatebegriffs in § 2 Abs. 2 WpHG einander angenähert.<sup>88</sup> Die größten Abweichungen bestehen hier noch bei sog. Kassageschäften, die ausdrücklich aus der wertpapierhandelsrechtlichen Derivate-Definition herausgenommen werden (§ 2 Abs. 2 Nr. 2 am Ende WpHG) sowie bei Warentermingeschäften mit Erfüllung in Natur, die gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 2 lit. b WpHG grundsätzlich börsennotiert sein müssen. Der zuletzt genannte Punkt spielt aber im Kontext des § 37e WpHG keine Rolle, weil seit Abschaffung des § 764 Satz 2 BGB der Spieleinwand auf sog. „unechte“ Differenzgeschäfte nicht mehr anwendbar ist.<sup>89</sup>

### 3. Übertragbarkeit auf das russische Recht?

Bei allen Vorbehalten wegen meiner fehlenden Expertise im russischen Recht wage ich dennoch die Aussage, dass mein oben (unter C.III.1.) dargestelltes Konzept zur insolvenzrechtlichen Behandlung von Derivaten auf das russische Recht übertragbar ist.

Alle drei insolvenzrechtlichen Grundprinzipien, auf denen die Argumentation aufbaut, scheinen auch in Russland zu gelten. Das Verbot der Einzelzwangsvollstreckung ergibt sich aus Art. 50.19 Nr. 4 des Bankeninsolvenzgesetzes Nr. 40-FZ sowie aus Art. 63 Nr. 1 des allgemeinen Insolvenzgesetzes Nr. 127-FZ. Der Gleichbehandlungsgrundsatz kommt z.B. in Art. 50.18 des Gesetzes 40-FZ zum Ausdruck, wo vom „gleichen Zugang aller Gläubiger zu den Informationen über den Verfahrensablauf“ die Rede ist, oder in Art. 18 Nr. 2 des Gesetzes 127-FZ, wonach die Gläubiger bei der Wahl der Mitglieder des Gläubigerausschusses ein entsprechend dem Betrag ihrer Forderungen verhältnismäßig gleiches Stimmrecht besitzen. Die insolvenzrechtliche Berücksichtigung des

<sup>85</sup> Begr. RegE, BT-Drucks. 15/1853, S. 15.

<sup>86</sup> Zur Unterscheidung zwischen Optionen europäischen und amerikanischen Typs siehe z.B. *Reiner*, S. 13.

<sup>87</sup> Zur umfassenden Dispositivität dieser Vorschrift bereits vor der Reform siehe *Reiner*, in: Münchener Vertragshandbuch, Kapitel VII.7, 3. Bearbeitung 2007, Bd. 4, 6. Aufl., Anm. 19(b); einschränkend selbst zur gegenwärtigen Rechtslage *Jahn*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, 3. Aufl. 2007, Bd. 3, § 114, Rz. 142: Die Ausgleichsforderung sei nach § 104 Abs. 3 S. 1 InsO zu berechnen, „wenn die Geschäfte nach § 104 Abs. 1 oder 2 InsO [von Gesetzes wegen] durch die Eröffnung der Insolvenz beendet worden“ seien. „Diese gesetzliche Methode“ gehe „einer eventuell abweichenden vertraglichen Berechnungsmethode in diesen Fällen vor“ [Hervorhebung durch Verf.].

<sup>88</sup> Siehe MünchKommInsO/*Jahn*, 2. Aufl. 2008, § 104, Rz. 51: Der Begriff „Derivate“ komme dem Terminus „Finanzleistungen“ am nächsten.

<sup>89</sup> Hierzu *Reiner*, S. 105.

vertragsrechtlichen Synallagma schließlich ergibt sich aus Art. 102 Nr. 4 des Gesetzes 127-FZ, der bestimmt, dass Vertragspartner des Insolvenzschuldners vom ihm Schadensersatz verlangen können, wenn der Insolvenzverwalter sein Wahlrecht dahingehend ausübt, die entsprechenden Verträge nicht weiterzuführen.<sup>90</sup> Es kommt ferner z.B. darin zum Ausdruck, dass Verbindlichkeiten des Schuldners, die erst während des Insolvenzverfahrens entstehen, also insbesondere durch Fortführung laufender Verträge, nach dem Gesetz den Status als privilegierte Masseschulden erhalten (Art. 134 Nr. 1 des Gesetzes 127-FZ).

### **a. Behandlung einzelner Derivate**

Das russische Insolvenzverwalterwahlrecht scheint sich anders als in Deutschland (§ 103 Abs. 1 InsO) nur auf solche Verträge zu beziehen, die beidseitig noch gar nicht - weder vollständig noch teilweise - erfüllt wurden (vgl. Art. 102 Nr. 2 des allgemeinen Insolvenzgesetzes Nr. 127-FZ: „Geschäfte, die nicht vollständig oder teilweise von den Parteien erfüllt wurden“; Art. 50.34 des Bankeninsolvenzgesetzes Nr. 40-FZ: „Geschäfte eines Kreditinstituts, die von den Parteien nicht vollständig oder teilweise erfüllt wurden“).

In seiner Ausgestaltung unterscheidet sich das russische Wahlrecht gesetzestechnisch ferner dadurch vom deutschen Recht (vgl. § 103 Abs. 2 Satz 2 InsO), dass die Fortführung schwebender Verträge die Regel und ihre Beendigung die Ausnahme ist, so dass die Fortführungsverweigerung einer besonders Rechtfertigung bedarf. Dies ergibt sich aus Art. 50.34 Nr. 2 und – für den vorläufigen Insolvenzverwalter - Art. 27 des Gesetzes Nr. 40-FZ sowie Art. 102 Nr. 1 des Gesetzes Nr. 127-FZ, die dem Insolvenzverwalter anders als in Deutschland § 103 Abs. 1 InsO nicht etwa ein Recht gewähren, die Erfüllung solcher Verträge zu verlangen, sondern ein Recht, die Erfüllung abzulehnen.<sup>91</sup>

Zudem fällt auf, dass dieses Ablehnungsrecht jeweils unter der Bedingung steht, dass die Fortführung des Geschäfts für den Schuldner nachteilig ist, und zwar, wenn man es wörtlich nimmt, speziell verglichen mit „ähnlichen Geschäften unter vergleichbaren Umständen“ (Art. 102 Nr. 2 des Gesetzes Nr. 127-FZ: „in comparison with similar transactions concluded in comparable circumstances“; Art. 28 Nr. 2 des Gesetzes Nr. 40-FZ: „the price and other terms under which similar deals are made under comparable circumstances“<sup>92</sup>). Das erinnert stark an den Drittvergleich im Rahmen der aus dem (internationalen) Steuerrecht bekannten „arm’s-length“-Regel. Nach dem Wortlaut scheint es hier ausschließlich um den Schutz vor Verträgen zu nicht marktgerechten Bedingungen, also um das sog. Austausch- oder Äquivalenzinteresse, zu gehen, wie er auch vom Rechtsinstitut der Insolvenzanfechtung bekannt ist, und nicht um den Schutz vor Verträgen, die zwar marktgerecht, aber ökonomisch nicht opportun sind. Das ist seltsam, denn jedenfalls Art. 102 Nr. 4 des Gesetzes Nr. 127-LZ gewährt dem Vertragspartner einen Schadensersatzanspruch mit dem Ergebnis, dass der Insolvenzschuldner den ökonomischen Nachteil unausgewogener Austauschverträge auch dann zu tragen hat, wenn der Insolvenzverwalter sich für deren Beendigung entscheidet. Dieser Gedanke spricht dafür, das russische Insolvenzverwalterwahlrecht trotz des – zumindest in der mir vorliegenden englischen Übersetzung missverständlichen Gesetzeswortlauts dahingehend auszulegen, dass es - insoweit wie in Deutschland - generell entsprechend seiner Zweckmäßigkeit im Hinblick auf die ökonomischen Ziele des Insolvenzverfahrens ausüben ist und nicht speziell unter dem Gesichtspunkt, ob ein Vertrag dem Drittvergleich standhält. Das russische Insolvenzverwalterwahlrecht würde also, wenn man es auf laufende Derivate anwenden würde, ebenso wenig zwangsläufig zu einem „cherry

<sup>90</sup> Vgl. auch die entsprechende Regelung nach § 103 Abs. 2 der deutschen InsO.

<sup>91</sup> Zu einer entsprechenden Sichtweise in Deutschland in Zusammenhang mit § 17 der noch bis zum 31.12.1998 geltenden Konkursordnung (KO) siehe *Reiner*, S. 201 f.

<sup>92</sup> Die englische Übersetzung ist der Datenbank *Garant* entnommen (<http://www.garant.ru>).

picking“ führen wie in Deutschland oder in den zahllosen anderen Ländern mit vergleichbarem Wahlrecht des Insolvenzverwalters, weil ein rational handelnder Insolvenzverwalter seine Entscheidung nicht ausschließlich nach dem aktuellen Marktwert der Verträge richtet (siehe oben unter C.I.).

Vor allem aber gibt es in Russland ebenso wenig wie in Deutschland Raum für das Insolvenzverwalterwahlrecht, wenn die Verträge bereits beidseitig voll erfüllt sind. Daher greift hier meine obige Überlegung (unter C.I.): Der synallagmatische Leistungsaustausch bei laufenden Derivaten hat sich bereits durch die Begründung der gegenseitigen Leistungspflichten, deren Wert jederzeit am Markt realisierbar ist, vollständig verwirklicht. Ein Bedarf nach Fortsetzung der Verträge wegen eines besonderen und schutzwürdigen Interesses der Masse an der Erbringung der vom vertragstreuen Vertragspartner noch geschuldeten Leistung besteht nicht.

### **b. Behandlung von Rahmenverträgen**

Die Einordnung von Rahmenverträgen mit Klauseln zur einheitlichen Beendigung aller Einzeltransaktionen und zur Verrechnung der gegenseitigen Ausgleichsansprüche zu einem einheitlichen Anspruch in das bisherige russische Insolvenzrecht aus dem Blickwinkel meines Konzepts bereits indessen gewisse Schwierigkeiten.

Wie gesehen (oben C.II.2.), gibt es in Russland zwar insolvenzrechtliche Aufrechnungsverbote. Diese unterliegen aber anderen Voraussetzungen als im deutschen Insolvenzrecht. Insbesondere ist eine Unterscheidung danach, ob die Aufrechnungslage vor oder nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens entstanden ist, nicht ersichtlich, so dass mein für das deutsche Recht entwickelter Ansatz zur Begründung der Aufrechenbarkeit der einzelnen Ausgleichsforderungen im russischen Recht leer zu laufen scheint. Die Reichweite des sehr allgemein gefassten Aufrechnungsverbots nach Art. 50.40 Nr. 10 Satz 3 des Gesetzes Nr. 40-FZ hat sich mir im Übrigen bislang nicht erschlossen.

Allerdings gibt es eine Ersatzargumentation, mit der sich die Zulässigkeit rahmenvertraglicher Close-out-Netting-Klauseln unabhängig von den noch unklaren Einzelheiten der Aufrechnungsverbote des russischen Insolvenzrechts bereits de lege lata durchaus begründen lässt. Denn jedenfalls beziehen sich diese Verbote nur auf die Aufrechnung *während* des Insolvenzverfahrens. Danach entsteht jedenfalls immer dann kein Konflikt mit den Aufrechnungsverböten, wenn die rahmenvertraglichen Close-out-Netting-Klauseln die Einzelgeschäfte *vor* Eröffnung des Insolvenzverfahrens beenden und die sich ergebenden Einzelausgleichsansprüche miteinander verrechnen (Art. 410 ZGB). Die 1992 und 2002 ISDA Master Agreements erfüllen diese Voraussetzung (jeweils § 5(a)(vii)), indem sie unter anderem bereits das Vorliegen des maßgeblichen materiellen Insolvenzkriteriums nach russischem Recht, nämlich der Zahlungsunfähigkeit (vgl. die Definition des Begriffs „Insolvenz (Konkurs)“, „несостоятельность (банкротство)“ in Art. 2 des Gesetzes Nr. 127-FZ) zum „Event of Default“ machen. Gründe, warum eine solche Vertragsgestaltung als Umgehung der insolvenzrechtlichen Aufrechnungsverböte anzusehen sein sollten, sind nicht zuletzt vor dem Hintergrund des Prinzips der Vertragsfreiheit (Art. 421 ZGB) nicht ersichtlich. Die Erkenntnis, dass der Marktwert aus Positionen in laufenden Derivaten annahmegemäß entsprechend meinem Modell jederzeit realisierbar ist, verbietet es, die vorzeitige Beendigung und Verrechnung solcher Geschäfte als künstliche, einer wirtschaftlichen Betrachtung sowie dem Telos der Aufrechnungsverböte widersprechenden Vorverlagerung „eigentlich“ erst nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens entstehender Ansprüche zu betrachten.

Mit allen Vorbehalten bezüglich meines fehlenden Gesamtüberblicks und Grundverständnisses über bzw. für das russische Recht erscheint somit jedenfalls nach dem Wortlaut der einschlägigen Vorschriften eine insolvenzrechtliche Anerkennung des Close-out Netting in Bezug auf Derivate *mit jederzeit realisierbarem Marktwert* schon nach geltendem Recht denkbar.

### **c. Regelungsbedarf für den Gesetzgeber**

Selbst auf der Grundlage des vorliegenden Befunds lässt sich für Russland der Bedarf nach einer ausdrücklichen gesetzlichen Regelung der insolvenzrechtlichen Wirksamkeit des Close-out Netting schon allein aus Gründen der Rechtssicherheit nicht bestreiten, solange die Rechtsprechung nicht eindeutige Signale in Richtung einer Anerkennung entsprechender Klauseln gegeben hat.

Wie sollte eine solche Neuregelung nun aussehen? Entsprechend meinem Anliegen, als Jurist zur Systembildung beizutragen, und meiner Abneigung gegenüber gesetzgeberischen Aktionismus und Symbolpolitik entgegen zu wirken (siehe oben A., am Ende), plädiere ich dafür, die Wirksamkeit des Close-out Netting nur insoweit (klarstellend) zu regeln, wie sie sich ohnehin entsprechend den obigen Überlegungen mit den allgemeinen insolvenzrechtlichen Prinzipien vereinbaren lässt.

Demzufolge sollte ein russisches „Netting“-Gesetz nur solche Derivate erfassen, die über einen jederzeit bestimmbaren Marktwert verfügen, d.h. Derivate mit liquiden und lagerfähigen Basiswerten und/oder Derivate, für die ein liquider Sekundärmarkt existiert.

Eine weitere Erkenntnis ist, dass es keinen insolvenzrechtlichen Grund dafür gibt, das Gesetz auf insolvente Kreditinstitute („Banken“) zu beschränken. Vielmehr sollte die insolvenzrechtliche Anerkennung des Close-out Netting für alle Arten von Vertragspartnern, also auch für sonstige Unternehmen und sogar für Privatpersonen gelten. Neben dem Bankeninsolvenzgesetz Nr. 40-FZ ist also das allgemeine Insolvenzgesetz Nr. 127-FZ anzupassen. Dies entspricht im Übrigen einem praktischen Bedürfnis, denn selbst wenn der Großteil aller derivativen Verträge zur Zeit noch – nicht zuletzt wegen Art. 1062 Abs. 2 ZGB - über (russische) Kreditinstitute abgeschlossen wird, hilft eine Anerkennung des Close-out Netting im Bankeninsolvenzgesetz schon immer dann nicht weiter, wenn nicht das Kreditinstitut, sondern ein dem allgemeinen Insolvenzgesetz unterworfenen Vertragspartner insolvent wird.

Unabhängig von gesetzgebungstechnischen Einzelheiten, auf die ich mich hier nicht einlassen will, sollten Derivate mit jederzeit feststellbarem Marktwert (siehe oben) ausdrücklich vom Insolvenzverwalterwahlrecht ausgenommen werden und automatisch mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens beendet werden.

Zudem sollte das „Netting“-Gesetz entsprechend der gängigen Marktpraxis den Parteien die Freiheit einräumen, durch rahmenvertragliche Vereinbarung den Beendigungszeitpunkt vorzulegen. Eine zusätzliche Klarstellung, dass solche Klauseln wegen des Umstands der Beendigung nicht der Insolvenzanfechtung unterliegen, könnte die Rechtssicherheit weiter erhöhen.

Schließlich ist klarzustellen, dass Vertragsklauseln in Rahmenverträgen, die eine Reihe von Einzeltransaktionen zusammenfassen und vorsehen, dass diese Transaktionen insolvenzbedingt einheitlich beendet werden, weder gegen Aufrechnungsverbote verstoßen noch als unzulässige Gläubigerbenachteiligung im Sinne der Vorschriften über die

Insolvenzanfechtung gewertet werden können, wenn sie zusätzlich bestimmen, dass die gegenseitigen Ausgleichsansprüche aus diesen Einzeltransaktionen zu einem einheitlichen Ausgleichsanspruch des Schuldners oder der Gegenseite verrechnet werden. Die deutsche Vorschrift des § 104 Abs. 2 Satz 3 InsO könnte hierzu als Anhaltspunkt dienen

#### **d. Vergleich mit Reformentwurf 2007**

Abschließend möchte ich, soweit noch nicht geschehen, noch kurz auf den Reformentwurf 2007 eingehen, soweit er die Anerkennung des Close-out Netting in Rahmenverträgen zum Gegenstand hatte.

##### **aa. Gesetzestechnische Ansatzpunkte**

Der Entwurf – unnötigerweise beschränkt auf die Insolvenz von Kreditinstituten – wählte gemäß Art. 50.34 Nr. 2 Satz 2 des Gesetzes Nr. 40-FZ in der Fassung des Entwurfs die folgenden beiden gesetzestechnischen Ansatzpunkte:

(1) Die Ablehnung der Fortsetzung eines Teils der Pflichten unter einem Rahmenvertrag durch den Insolvenzverwalter sollte als Ablehnung des gesamten Rahmenvertrags gelten.

(2) Die rahmenvertraglichen Beendigungsvorschriften sollten die Methode festlegen, nach der der einheitliche Ausgleichsanspruch in Geld zu bestimmen war.

Zum Punkt 1 gab es in Gestalt des Art. 27 Nr. 3 des Gesetzes Nr. 40-FZ in der Fassung des Entwurfs eine entsprechende Regelung für den vorläufigen Insolvenzverwalter.

Wie sind diese Ansatzpunkte aus Sicht meiner vorstehenden Empfehlungen zu beurteilen?

Der Ansatzpunkt (1) führt zwar zum richtigen Ergebnis, setzt aber rechtssystematisch an der falschen Stelle an. Das Wahlrecht des (vorläufigen) Insolvenzverwalters sollte (bei Einzelgeschäften und beim Rahmenvertrag) von vornherein ausgeschlossen sein, so dass sich die Situation, dass der Insolvenzverwalter nur die Beendigung einzelner Geschäfte verlangt, gar nicht ergeben kann.

Dem Ansatzpunkt (2) ist darin beizupflichten, dass es aus systematischen Gründen keinen Anlass gibt, den Parteien eine bestimmte Methode zur Berechnung des Ausgleichsanspruchs vorzugeben. Allerdings enthält die genannte Vorschrift eine regelungstechnisch ungewöhnliche „Pflicht“, vertraglich etwas (nämlich die Berechnungsmethode) festzulegen, die überdies „in der Luft hängt“, weil die Rechtsfolgen im Falle ihrer Nichtbeachtung im Unklaren bleiben. Die Vorschrift ist außerdem überflüssig, weil das Vorhandensein einer vertraglichen Regelung zur Berechnung des Ausgleichsanspruchs gleichzeitig nach Art. 27 Nr. 4 des Gesetzes Nr. 40-FZ in der Fassung des Entwurfs Voraussetzung für die Anerkennung einer Vereinbarung als „Rahmenvertrag“ im Sinne dieses Gesetzes ist. Dies ist regelungstechnisch zwar nicht zu beanstanden, die Versagung der Anerkennung einer Rahmenvereinbarung mit Netting-Klausel als „Rahmenvertrag“ im Sinne des Insolvenzgesetzes ist aber eine ziemlich harte Sanktion. Für die Praxis freundlicher wäre eine gesetzliche, aber dispositiven Regelung, wie es sie im deutschen Recht gibt.<sup>93</sup>

---

<sup>93</sup> Vgl. § 104 Abs. 3 Sätze 1 und 2 InsO: „Die Forderung wegen der Nichterfüllung richtet sich auf den Unterschied zwischen dem vereinbarten Preis und dem Markt- oder Börsenpreis, der zu einem von den Parteien vereinbarten Zeitpunkt, spätestens jedoch am fünften Werktag nach der Eröffnung des Verfahrens am Erfüllungsort für einen Vertrag mit der vereinbarten Erfüllungszeit maßgeblich ist. Treffen die Parteien keine



Die Ausdehnung der insolvenzrechtlichen Anerkennung des Liquidations-Netting auf den Fall eines aufsichtsrechtlichen Zahlungsmoratoriums gemäß Art. 26 Nr. 5 des Gesetzes Nr. 40-FZ in der Fassung des Entwurfs ist insoweit nicht zu beanstanden, als sie eine Sonderregelung für Banken schafft. Regelungstechnisch hätte es aber wieder näher gelegen, den Erlass eines Moratoriums für einzelne Zahlungspflichten aus Geschäften unter einem Rahmenvertrag, der für den Fall eines Moratoriums die einheitliche Beendigung vorsieht, von vornherein auszuschließen zu verbieten, als – wie schon bei der Ausübung des Insolvenzverwalterwahlrechts gemäß Art. 27 Nr. 3 in der Fassung des Entwurfs – zu fingieren, dass sich das Moratorium in diesen Fällen auf den einheitlichen Ausgleichsanspruch aus sämtlichen laufenden Transaktionen erstreckt.

#### **bb. Arten der erfassten Geschäfte**

Den Kreis der erfassten Basiswerte regelt der Entwurf indirekt im Rahmen seiner Definition des Begriffs „Rahmenvertrag“ (Art. 27 Nr. 4 des Gesetzes Nr. 40-FZ in der Fassung des Entwurfs). Diesbezüglich orientiert sich der Entwurf erkennbar an Art. 1062 Abs. 2 ZGB samt der damit verbundenen Auslegungsschwierigkeiten (siehe oben B.III.1.a.), wobei zusätzlich – unter dem Gesichtspunkt der jederzeitigen Bewertbarkeit der Instrumente unproblematisch – Optionen, Forwards und Swaps als Basiswerte genannt werden.<sup>94</sup> Im Übrigen geht der sachliche Anwendungsbereich der vorgeschlagenen Privilegierung insoweit über denjenigen des Art. 1062 Abs. 2 ZGB hinaus, als sie auch für bestimmte Geschäfte mit Erfüllung in Natur, nämlich solche über Wertpapiere und über börsennotierte Waren, Devisen, Edelmetalle und Edelsteine gelten soll. Geschäfte mit Erfüllung in Natur brauchten nicht in den Anwendungsbereich des Art. 1062 Abs. 2 ZGB einbezogen zu werden, weil solche Geschäfte unstreitig von vornherein nicht in den Anwendungsbereich des Spielesinwands nach Art. 1062 Abs. 1 ZGB fallen. Die geforderte Börsennotierung der Waren, Devisen, Edelmetalle und Edelsteine dürfte sich mit der Befürchtung erklären, dass die Liefer- und Abnahmepflichten ansonsten nicht problemlos glattgestellt werden können. Ein entsprechendes Merkmal gibt es in der deutschen Derivatdefinition nach § 2 Abs. 2 Nr. 2 lit. b WpHG (hierzu oben unter B.III.2.b.), nicht aber in der deutlich sachnäheren Vorschrift des § 104 Abs. 1 InsO. Dort reicht es für die insolvenzrechtliche Sonderbehandlung von Warentermingeschäften mit Erfüllung in Natur („Fixgeschäfte“)<sup>95</sup> aus, wenn die Waren „einen Markt- oder Börsenpreis haben“. Der deutsche Gesetzgeber berücksichtigt damit den Umstand, dass sich auch außerhalb der Börse Marktpreise für Waren ergeben können.

## **Zusammenfassung**

1. Die russischen Terminmärkte sind in den letzten 10 Jahren enorm gewachsen. Der vorliegende Beitrag untersucht anhand ausgewählter Rechtsfragen, wie sich der rechtliche Rahmen für den Abschluss von OTC-Derivaten in Russland in den letzten Jahren entwickelt hat, ob sich das Konzept zum rechtlichen Verständnis derivativer Finanzinstrumente, das der Verfasser in seinem 2002 in Deutschland und 2005 in Russland erschienenen Werk „Derivative Finanzinstrumente im Recht“ entwickelt hat, auf die russische Rechtsordnung

---

Vereinbarung, ist der zweite Werktag nach der Eröffnung des Verfahrens maßgebend.“ Zum dispositiven Charakter der Vorschrift siehe auch oben Fn. 87.

<sup>94</sup> Derivate mit Derivaten als Basiswert nennt man Derivate „zweiten Grades“.

<sup>95</sup> Dazu, dass „Fixgeschäfte“ nach § 104 Abs. 1 InsO in den Anwendungsbereich des § 104 Abs. 2 Satz 3 InsO (einheitliche Beendigung und Abrechnung von Geschäften, die durch Rahmenvertrag zusammengefasst sind) fallen, siehe *Reiner*, S. 219 f.; *ders.*, Münchener Vertragshandbuch, Kapitel VII.7, 3. Bearbeitung 2007, Bd. 4, 6. Aufl., Anm. 18(b)(dd)(1).

übertragen lässt und inwieweit sich bestehende oder noch zu entwickelnde Sonderregeln für Derivate im russischen Recht mit seinem Konzept vereinbaren lassen. Die Untersuchung steht unter dem Vorbehalt, dass dem Verfasser mangels russischer Sprachkenntnisse und mangels umfassenden Quellenzugangs nur ein cursorischer Einblick in das russische Recht möglich war.

2. Das Konzept des Verfassers zum Verständnis von Derivaten, das Maßstab der Untersuchung ist, baut auf einer finanzwirtschaftlichen Eigenschaft auf, die alle Derivate mit liquidem und lagerfähigem Basiswert auszeichnet, nämlich den Umstand, dass sich diese Instrumente zu jedem Zeitpunkt während ihrer Laufzeit für beide Vertragsseiten ein theoretischer (unter Umständen negativer) Marktwert bestimmen lässt. Gegenstand des Konzepts ist die zunächst für das deutsche Recht entwickelte Aussage, dass sich laufende Derivate mit theoretischem Marktwert für bestimmte Rechtsgebiete und Rechtsfragen so behandeln lassen, als ob sie gegenseitige sofort fällige und der Höhe nach feste (also nicht stochastisch bedingte) gegenseitige Zahlungsansprüche in Höhe des jeweiligen Marktwertes der eigenen Position zum Inhalt hätten. Entsprechendes gilt für Derivate, die mangels geeigneter Basiswerte zwar keinen theoretischen, aber dank eines liquiden Sekundärmarktes einen empirischen Marktpreis besitzen.

3. Im Fokus der Untersuchung liegen zwei aus Sicht der Finanzpraxis für den Derivatehandel in Russland bzw. mit russischen Vertragspartnern zentrale Fragen, die Wirksamkeit einzelner Verträge vor dem Hintergrund des Spieleinwands (Art. 1062 ZGB) und die Wirksamkeit von Close-out-Netting-Klauseln in Rahmenverträgen über Derivate, die das Ausfallrisiko (Kreditrisiko) in der Insolvenz einer Vertragspartei reduzieren sollen. Dabei gelangt der Verfasser jeweils zu dem Ergebnis, dass die seinem Konzept für die Bejahung der vorgenannten Fragen im deutschen Recht zugrunde liegenden allgemeinen Prinzipien auch im russischen Vertrags- und Insolvenzrecht nachweisbar sind.

4. Die im Jahre 2007 in Art. 1062 ZGB als Abs. 2 eingefügte Regelung zur Privilegierung bestimmter Termingeschäfte mit bestimmten Vertragspartnern bzw. an bestimmten Märkten knüpft ausdrücklich weder an die Werthaltigkeit der Instrumente noch an die Qualifikation der Vertragspartner zur jederzeitigen Realisierung des jeweiligen Wertes an. Auch der Gesichtspunkt der Existenz eines liquiden Sekundärmarktes für die betreffenden Derivate findet keine Berücksichtigung. Der russische Gesetzgeber ist der von mir offen gelegten Systematik also nicht gefolgt, sondern hatte bei der Privilegierung vom Spieleinwand allenfalls die gegenwärtigen Bedürfnisse bzw. Erwartungen der Marktteilnehmer im Blick. Soweit sich der sachliche und personelle Anwendungsbereich der Neuregelung zumindest teilweise mit dem System des vertraglichen Leistungsaustausches vereinbaren lassen, beruht dies - wie übrigens auch im deutschen Recht - eher auf Zufall als auf einem entsprechenden rechtspolitischen Bewusstsein. Angesichts verschiedener Auslegungsschwierigkeiten in Bezug auf Art. 1062 Abs. 2 ZGB kann aber selbst die Finanzpraxis noch nicht zufrieden sein.

5. Die Rufe der Finanzpraxis nach möglichst weit gehender gesetzlicher Anerkennung der insolvenzrechtlichen Wirksamkeit von Close-out-Netting-Klauseln in Rahmenverträgen über Derivate wurden vom russischen Gesetzgeber trotz jahrelanger Bemühungen bislang noch nicht erhört. Dabei erscheint die insolvenzrechtliche Anerkennung des Close-out Netting in Bezug auf Derivate mit jederzeit realisierbarem Marktwert schon nach geltendem Recht denkbar. Allerdings lässt sich für Russland der Bedarf nach einer ausdrücklichen gesetzlichen Regelung der insolvenzrechtlichen Wirksamkeit des Close-out Netting schon allein aus Gründen der Rechtssicherheit nicht bestreiten, solange die Rechtsprechung nicht eindeutige Signale in Richtung einer Anerkennung entsprechender Klauseln gegeben hat. Der im Jahre

2007 vorgelegte und gescheiterte Reformvorschlag des Ausschusses für Bankengesetzgebung der Vereinigung der Regionalbanken Russlands (ARB) zur Änderung des Bankeninsolvenzgesetzes Nr. 40-FZ ging zwar in die richtige Richtung, war aber in Bezug auf den Kreis der erfassten Insolvenzschildner aus systematischer und praktischer Sicht gleichermaßen unzureichend.

Die Chance, eine Reform des Insolvenzrechts in Angriff zu nehmen, die sich zugleich harmonisch in die gegebenen Strukturen dieses Rechtsgebiets einfügt und den legitimen Forderungen der Praxis entspricht, ist für die Russische Förderung also noch nicht vertan!

## **Аннотация**

Объем срочных сделок на российском финансовом рынке неимоверно вырос за последние 10 лет. Данная статья исследует ряд вопросов с точки зрения права, а именно:

- как развивалось в последние годы правовое регулирование внебиржевого рынка производных финансовых инструментов в России;
- насколько концепция правового понимания производных финансовых инструментов, представленная автором в работе «Производные финансовые инструменты в праве» и опубликованная в Германии в 2002 и в России в 2005, применима для российского права;
- насколько применимое в данный момент в России правовое регулирование производных финансовых инструментов согласуется с концепцией изложенной автором.

Следует принять во внимание, что автор не владеет русским языком и не имел полного доступа к соответствующим источникам, в связи с этим было возможным лишь поверхностное ознакомление с российским правом.

2. Концепция автора о понятии деривативов и масштаб исследования основаны на финансово-экономической особенности, присущей всем деривативам, а именно ликвидности и годности к складскому хранению предмета срочной сделки, то есть обстоятельством, по которому эти инструменты определяют для обеих сторон сделки в любой момент срока ее действия теоретическую рыночную стоимость (при определенных обстоятельствах отрицательную). Предметом концепции является вывод, сделанный для немецкого права, о том, что деривативы с теоретической рыночной стоимостью для определенных правовых областей и вопросов являются по сути взаимным обязательством об оплате в размере рыночной стоимости собственной позиции. Это понимание действительно так же для деривативов, которые ввиду фактического отсутствия предмета сделки не имеют теоретической рыночной стоимости, но благодаря ликвидности вторичного рынка обладают практической рыночной стоимостью.

3. В фокусе исследования находятся два основных вопроса, рассматриваемые с точки зрения финансовой практики торговли деривативами в России или же торговли с российскими партнерами: действительность договоров в связи со статьей 1062 ГК РФ и действительность Close-out-Netting – статьи в рамочных договорах о деривативах, которые должны способствовать уменьшению кредитного риска в процессе банкротства. Автор пришел к выводу, что общие принципы, которые лежат в основе его концепции и дают утвердительный ответ на поставленные выше вопросы, имеют место как в российском договорном праве, так и в праве, регулирующем отношения несостоятельного должника и кредиторов.

4. Изменение к статье 1062 ГК РФ от 2007, которая дает преимущество определенным срочным сделкам с определенными партнерами и на определенных рынках, не связано ни с устойчивостью стоимости инструментов, ни с квалификацией партнеров сделки для ее реализации. Вопрос существования вторичного рынка данных производных финансовых инструментов не рассматривается. Российское законодательство отличается от представленной мною системы и делает акцент на текущих нуждах и ожиданиях участников рынка. Частичное соответствие материальной и личностной области применения новой нормы в системе договоров учета взаимных обязательств скорее всего произойдет внезапно, как впрочем и в немецком праве, а не из-за соответствующего правополитического сознания. Ввиду различных возможностей интерпретаций статьи 1062 пункт 2 ГК РФ пока невозможно говорить о удовлетворенности финансовой практики.

5. Необходимость признания законодательством действительности Close-out-Netting-статьи в рамочных договорах о деривативах для финансовой практики все еще осознана, несмотря на многолетние усилия. При этом признание в праве, регулирующем отношения несостоятельного должника с кредиторами, в отношении деривативов с реализуемой в любое время рыночной стоимостью возможно уже и по ныне действующему праву. Однако необходимость конкретной законодательной нормы относительно Close-out-Netting в России исходит из потребности обеспечить правовое регулирование, особенно учитывая, что пока судебная практика никаких определенных сигналов о признании данной статьи не дала. В 2007 году предложенный Ассоциацией Российских Банков и не принятый закон проекта о изменении федерального закона «о несостоятельности» № 40-ФЗ задал правильное направление, но имел недостатки в определении круга должников как из систематической точки зрения так и с практической.

При этом в России еще есть возможность провести реформу права, регулирующего отношения несостоятельного должника с кредиторами, которая гармонично бы волилась в уже существующие структуры и соответствовала бы требованиям практики.

-----