

Securities Lending unter dem Global Master Securities Lending Agreement – Ausgewählte Fragen

Urs Pulver

Inhalt

I.	Einleitung.....	227
II.	Bedeutung des Securities Lending.....	229
	1. Volumen	229
	2. Zweck von Securities-Lending-Transaktionen.....	230
	3. Marktteilnehmer	232
III.	Securities Lending Master Agreements am Beispiel des Global Master Securities Lending Agreement.....	233
	1. Master Agreements – Bedeutung und Zweck.....	233
	2. Anwendbares Recht und Gerichtsstand	235
	3. Two-Ways-Lending.....	235
	4. Leistungspflichten unter dem GMSLA und darunter abgeschlossenen Transaktionen	235
	a) Übersicht	235
	b) Übertragung der vollen Rechtszuständigkeit an den Effekten und am Collateral	236
	c) Marge	237
	d) Manufactured Payments	238
	e) Verhältnis zwischen dem GMSLA und den einzelnen Transaktionen – Einheitsvertrag	239
	5. Beendigung.....	240
	a) Ordentliche Beendigung einer Transaktion oder des GMSLA.....	240
	b) Ausserordentliche Beendigung des GMSLA und der darunter abgeschlossenen Transaktionen	241
	aa) Event of Default als Grund für eine ausserordentliche Beendigung	241
	bb) Close-out Netting als Liquidationsmechanismus	241
	c) Mini Close-out.....	242
IV.	Close-out Netting – Vereinbarkeit mit schweizerischem Recht im Allgemeinen.....	243
	1. Vereinbarkeit mit dem materiellen Recht.....	245
	a) Internationaler Sachverhalt – Anknüpfung	245

b)	Leistungsstörung und Beendigungsordnung	246
aa)	Anerkennung der Rechtswahl	246
bb)	Ordre Public und lois d'application immédiate aus privatrechtlicher Sicht	246
c)	„Verrechnung“	248
aa)	Anerkennung der Rechtswahl	248
bb)	Ordre Public und lois d'application immédiate aus privatrechtlicher Sicht	248
d)	Ergebnis.....	250
2.	Vereinbarkeit des Close-out Netting mit dem Insolvenzrecht.....	250
a)	Vereinbarkeit des Close-out Netting mit Art. 211 SchKG.....	250
aa)	Eintrittsrecht der Konkursverwaltung gemäss Art. 211 Abs. 2 SchKG	250
bb)	Art. 211 Abs. 2 ^{bis} SchKG als Ausnahme des Eintrittsrechts	251
cc)	Vorrang von Close-out-Netting-Vereinbarungen vor Art. 211 Abs. 2 und Abs. 2 ^{bis} SchKG	253
aaa)	Vorrang der Vertragsauflösung nach Massgabe vertraglicher Close-out-Netting-Vereinbarungen	253
bbb)	Vorrang der Liquidationsberechnung gemäss GMSLA vor Art. 211 Abs. 2 ^{bis} SchKG.....	260
b)	Vereinbarkeit mit den Schranken der Verrechnung im Konkurs (Art. 213 f. SchKG).....	263
aa)	Allgemeines	263
bb)	Schranken	264
cc)	Anerkennung erleichterter Verrechnung	265
3.	Folgerungen für die Vertragsgestaltung	266
V.	Close-out Netting und Bankeninsolvenzrecht im Besonderen.....	268
1.	Verbindlichkeit des Close-out Netting unter geltendem Bankeninsolvenzrecht.....	268
a)	Schutz von Aufrechnungsvereinbarungen nach Art. 27 Abs. 3 BankG	268
b)	Folgerungen.....	269
2.	Revision des Bankeninsolvenzrechts und Close-out Netting	270
a)	Erweiterter Schutz von Aufrechnungsvereinbarungen nach Art. 27 Abs. 3 revBankG	270
b)	Keine Aufhebung der Wirksamkeit von Auflösungsklauseln in Sanierungsverfahren gemäss dem revidierten Bankengesetz	271
aa)	Folgerungen aus dem revidierten Bankeninsolvenzrecht vom 18. März 2011	271
bb)	Bericht der Cross-border Bank Resolution Group – Empfehlung Nr. 9	272
c)	Unzulässigkeit der behördlichen Übertragung nur einzelner Transaktionen unter einem Master Agreement (kein cherry picking).....	275
d)	Ergebnis.....	277
VI.	Finanzkrise: Änderungen der Dokumentation und der Abwicklung	278
1.	Änderungen des Global Master Securities Lending Agreement.....	278
2.	Die Lehren aus der Finanzkrise in den „Protocols“	279
a)	Das „2009 Securities Set-Off Protocol“	279
b)	Das „OTC Cash Equity Trades – Default Protocol“	279

3. Erhöhtes Risikobewusstsein	280
a) Immanente Risiken	280
b) Organisatorische Massnahmen	281
4. Trends: Zentrale Gegenpartei für Securities Lending.....	282
VII. Schlussbemerkungen.....	282
Literaturverzeichnis.....	283

I. Einleitung

1. Gegenstand der folgenden Ausführungen¹ bilden ausgewählte Rechtsfragen im Zusammenhang mit *Securities Lending and Borrowing* (im Folgenden kurz: „Securities Lending“), wie es getätigt wird:

- unter professionellen Marktteilnehmern
- und unter Verwendung international gebräuchlicher Master Agreements.

Auf Aspekte des Securities Lending mit Retailkunden wird nicht eingegangen.

2. Die international gebräuchlichen Securities Lending Master Agreements² sehen die Anwendbarkeit des englischen materiellen Rechts oder desjenigen des Staates New York vor. Damit bestimmen sich namentlich die vertraglichen Rechte und Pflichten der Parteien nicht nach schweizerischem Recht, sondern nach jenem Recht. Von einer Qualifikation der Vertragsverhältnisse nach schweizerischem materiellen Recht³ ist daher abzusehen. – Im Folgenden wird auf die Verwendung von Termini des schweizerischen mate-

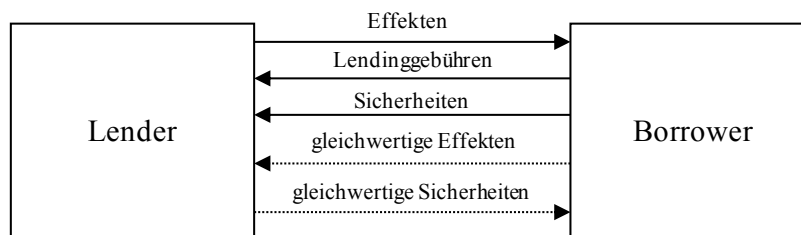
¹ Erweiterte Fassung eines am 25. November 2010 anlässlich der vom Europa Institut Zürich veranstalteten Tagung „Kapitalmarkttransaktionen VI“ gehaltenen Referats.

² S. hinten, III.1.

³ Vgl. dazu: BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 20 ff.; ZOBL/KRAMER, Rz. 1283 f.; NOBEL, § 1 Rz. 226; ISLER/HAAS, 215; RAYROUX, Journée, 86 f.

riellen Rechts weitgehend verzichtet; stattdessen werden die marktgebräuchlichen englischen Begriffe verwendet.

3. Der Kerngehalt des Securities Lending lässt sich vereinfacht schematisch wie folgt darstellen:



In einer Securities-Lending-Vereinbarung verpflichtet sich der Lender, dem Borrower Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente („securities or financial instruments“⁴; im Folgenden kurz „Effekten“) zu übertragen. Dieser verpflichtet sich gleichzeitig, dem Lender zu einem bestimmten oder unbestimmten späteren Zeitpunkt *gleichwertige* Effekten zurück zu übertragen, d.h. Effekten gleicher Gattung und gleicher Menge; es müssen m.a.W. nicht die identischen Effekten zurückgegeben werden.⁵ Wertschwankungen der überlassenen Effekten bleiben unberücksichtigt, gehen also zugunsten oder zulasten des Lenders.⁶ Die Überlassung der Effekten erfolgt regelmässig gegen Leistung von Sicherheiten („Collateral“)⁷ und Zahlung eines Entgelts durch den Borrower.⁸

Durch das Securities Lending erlangt der Borrower eine Vollrechtsposition an den übertragenen Effekten.⁹ Er kann über diese beliebig verfügen und ist

⁴ Vgl. Ziff. 1.1 des Global Master Securities Lending Agreement (Version Januar 2010; im Folgenden: „GMSLA“), hrsg. von ISLA International Securities Lending Association, verfügbar über <www.isla.co.uk>.

⁵ BENJAMIN, 2007, Rz. 13.11.

⁶ Vgl. ZOBL/KRAMER, Rz. 1302.

⁷ BENJAMIN, 2007, Rz. 13.11, insb. FN 28.

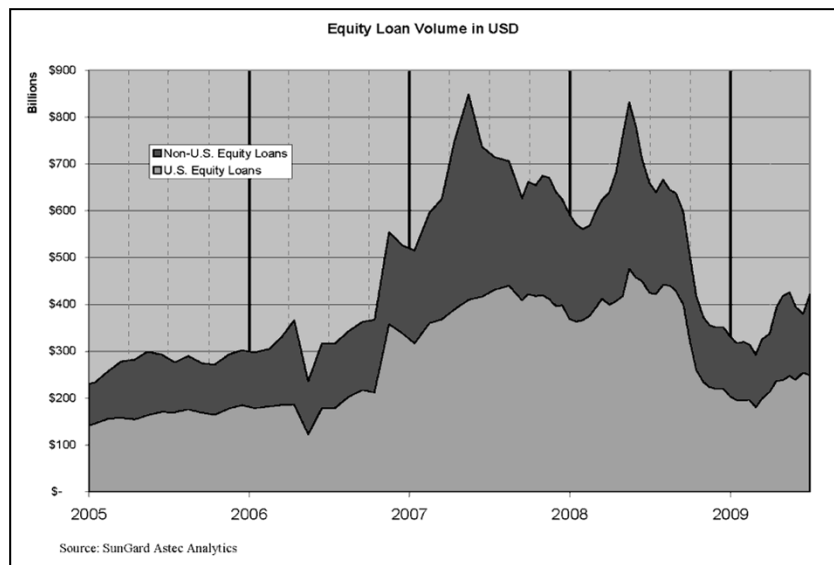
⁸ BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 17, 93; ZOBL/KRAMER, Rz. 1277.

⁹ Vgl. Ziff. 2.3 und 4.2 GMSLA sowie hinten, III.4.b).

berechtigt, sie seinerseits auszuleihen, zu verpfänden oder zu verkaufen.¹⁰ Dasselbe gilt für Effekten, die der Borrower dem Lender als Sicherheit überträgt.¹¹

II. Bedeutung des Securities Lending

1. Volumen



Wie die obenstehende Graphik für den Zeitraum der Finanzkrise veranschaulicht, ist das Volumen nur schon von Aktien, die mittels Securities-Lending-Transaktionen ausgeliehen waren, im letzten Quartal 2006 massiv gestiegen. Das Volumen allein solcher Equity-Transaktionen hat sodann in den beiden zweiten Quartalen von 2007 und 2008 Spitzen von mehr als USD 800 Mia. erreicht, um mit der Finanzkrise ab der zweiten Hälfte des zweiten Quartals

¹⁰ Vgl. Ziff. 2.3 und 4.2 GMSLA.

¹¹ Vgl. hinten, III.4.b); BENJAMIN, 2007, Rz. 13.03; DIES., 2000, Rz. 6.94 f., 6.80 FN 101.

2008 abrupt zu fallen, wiederum etwa auf das Niveau von 2006/2007, d.h. zwischen USD 300 Mia. und USD 400 Mia.¹² Seither hat das Volumen wieder zugenommen. Dies zeigt (neben der Auswirkung der Finanzkrise), dass dem Securities Lending eine erhebliche wirtschaftliche Bedeutung zukommt.

2. Zweck von Securities-Lending-Transaktionen

a) *Übersicht:* Securities Lending dient vielfältigen wirtschaftlichen Zwecken. Im Vordergrund stehen dabei:

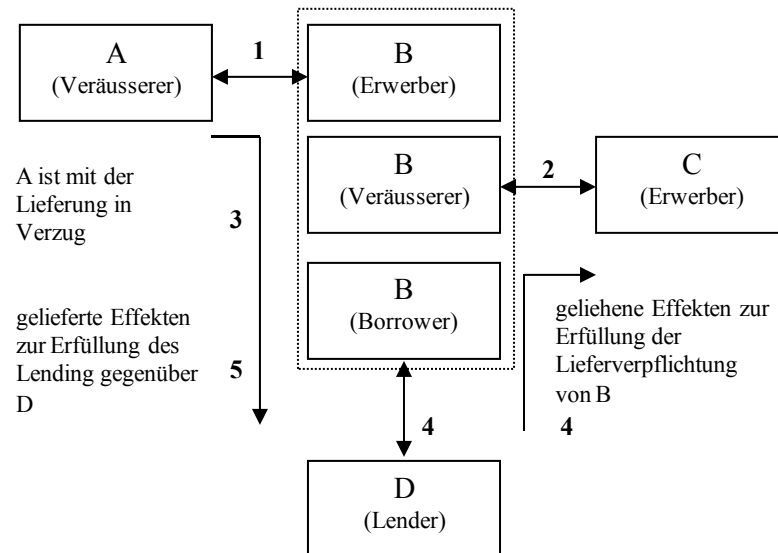
- Die Beschaffung der Effekten für Effekentransaktionen;
- Hedging;
- Arbitrage; und
- die Steigerung der Rendite auf Effektenportfolios.

b) *Liquidität für Effekentransaktionen:* Einer der Hauptzwecke von Securities-Lending-Transaktionen besteht in der Bereitstellung von Effekten für die *Erfüllung* von Effekentransaktionen.¹³

Wenn beispielsweise – s. die folgende Graphik – A mit der Lieferung von Effekten an B in Verzug kommt, welche B unter einer weiteren Transaktion an C liefern soll, so kann B sich solche Effekten mittels Securities Lending bei D beschaffen, um gegenüber C erfüllen zu können. – Wenn A in der Folge seiner Lieferverpflichtung gegenüber B nachkommt und die Effekten an B liefert, wird B diese alsdann zur Erfüllung der Rückübertragungsverpflichtung aus der Securities-Lending-Transaktion mit D an diesen übertragen.

¹² Quelle: Standard & Poors, basierend auf Daten von SunGard Astec Analytics.

¹³ BENJAMIN, 2000, Rz. 6.81; DIES., 2007, Rz. 13.19; BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 5 ff.; ZOBL/KRAMER, Rz. 1280; NOBEL, § 1 Rz. 226.



Ein funktionierender, liquider Securities-Lending-Markt reduziert somit Erfüllungsrisiken. Er trägt dazu bei, das Risiko zu verringern, dass Liefer-schwierigkeiten eines einzelnen Marktteilnehmers (oder mehrerer Teilneh-mer) einen „Dominoeffekt“ auslösen und sich die Illiquidität auf den Ges- samtmarkt ausweitet.¹⁴

c) *Hedging und Arbitrage*: Securities Lending kann ferner der Absiche- rung von Effektenpositionen (Hedging) dienen oder für Arbitragegeschäfte genutzt werden.¹⁵

d) *Steigerung des Wertschriftenetrags*: Mit dem Entgelt für die Überlas- sung der Effekten erzielt der Lender zusätzliche Einkünfte, was die Rendite des Effektenportfolios verbessert.¹⁶

¹⁴ Statt vieler: BENJAMIN, 2007, Rz. 13.20.

¹⁵ BENJAMIN, 2007, Rz. 13.23 f.; DIES., 2000, Rz. 6.84 f.; BERTSCHINGER, Rechtsprob- leme I, 8 f., 11 f.; ZOBL/KRAMER, Rz. 1281; Nobel, § 1 Rz. 226; ISLER/HAAS, 213.

¹⁶ BENJAMIN, 2000, Rz. 6.86; BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 12 f.; ZOBL/KRA- MER, Rz. 1282; NOBEL, § 1 Rz. 226.

e) *Stimmrechtserwerb*: Securities-Lending-Transaktionen haben zur Folge, dass die Stimmrechte an den übertragenen Effekten auf den Borrower (bzw. im Falle von als Sicherheit übertragenen Effekten: auf den Lender) übergehen.^{17,18} Um Missbrauch zu verhindern, enthält das GMSLA eine vertragliche Zusicherung, wonach der Borrower Securities-Lending-Transaktionen nicht mit dem hauptsächlichen Zweck abschliesst, Stimmrechte aus den Effekten zu erwerben oder auszuüben.^{19,20}

3. Marktteilnehmer

Den wirtschaftlichen Zwecken von Securities Lending entsprechend werden solche Geschäfte im Wesentlichen von institutionellen Anlegern und Finanzinstituten getätigt.²¹

Als Lender treten namentlich auf:

- Versicherer und Rückversicherer;
- Pensionskassen;
- Fondsleitungen, handelnd für kollektiven Kapitalanlagen;
- Banken und Effektenhändler.

¹⁷ Vgl. BENJAMIN, 2007, Rz. 13.27.

¹⁸ Vgl. Ziff. 2.3, 4.2 und insb. 6.6 GMSLA. Es besteht keine Pflicht, die Stimmrechte gemäss allfälligen Weisungen der Gegenpartei auszuüben, es sei denn, dies sei ausdrücklich so vereinbart (Ziff. 6.6 GMSLA). Vgl. aber auch Ziff. 6.7 GMSLA betreffend „Corporate Actions“.

¹⁹ „Each Party hereby warrants and undertakes to the other [...] that, where acting as Borrower: [...] (e) it is not entering into a Loan for the primary purpose of obtaining or exercising voting rights in respect of the Loaned Securities“ (Ziff. 14 GMSLA).

²⁰ Vgl. zur Missbrauchsproblematik unter schweizerischem Recht etwa: ISLER/HAAS, 211 ff.; NOBEL, § 1 Rz. 229 f.

²¹ Vgl. zum Folgenden: BENJAMIN, 2007, Rz. 13.13; ONG/YEUNG, 93; RAYROUX, Journée, 83.

Als Borrower stehen die folgenden Institute im Vordergrund:

- Investmentbanken;
- Effekthändler (Market Makers, Broker Dealers);
- Hedge Funds;
- grosse Industrieunternehmen.

III. Securities Lending Master Agreements am Beispiel des Global Master Securities Lending Agreement

1. Master Agreements – Bedeutung und Zweck

a) Im internationalen Geschäft für Securities-Lending-Transaktionen sind unter professionellen Marktteilnehmern verschiedene standardisierte Master Agreements gebräuchlich (dazu sogleich lit. b). Es sind dies *Rahmenverträge*, unter denen regelmässig eine *Vielzahl von Securities-Lending-Transaktionen* abgeschlossen wird. Sie dienen der *Standardisierung*, was zu operationellen Vereinfachungen führt, und enthalten die Regeln betreffend das Close-out Netting.²²

Die Master Agreements erleichtern den *Transaktionsabschluss*, indem sie die rechtlichen Rahmenbedingungen für Securities-Lending-Geschäfte im Voraus festlegen, so dass beim Abschluss einer einzelnen Transaktion im Wesentlichen nur noch die kommerziellen Eckwerte der spezifischen Transaktion und allfällige Sondervereinbarungen festgehalten werden müssen.

Die Master Agreements sehen ein sogenanntes *Close-out Netting* vor (dazu hinten, III.5.b)), das zu einer *Reduktion des Risikos von Brutto- auf Nettowerte* führt. Diese Risikoreduktion *verringert die erforderlichen Eigenmittel*, indem für die Eigenmittelberechnung auf das Nettorisiko anstatt auf das

²² Vgl. BENJAMIN, 2007, Rz. 13.34; ONG/YEUNG, 93.

Bruttonisiko abgestellt werden darf, so beispielsweise für Schweizer Banken gemäss Art. 47 der Eigenmittelverordnung^{23 24}.

b) Im Vordergrund steht heute das *Global Master Securities Lending Agreement* (GMSLA).²⁵ Erwähnenswert sind weiter das *Overseas Securities Lender's Agreement* (OSLA) und das *Master Gilt Edged Stock Lending Agreement* (GESLA). Das OSLA und GESLA sind ältere Rahmenverträge, die heute weniger häufig abgeschlossen werden, von denen jedoch noch immer viele in Kraft stehen.

Im amerikanischen Markt ist das *Master Securities Loan Agreement* (MSLA)²⁶ verbreitet, welches das Recht des Staates New York für anwendbar erklärt. Ferner haben die Bankenvereinigung der Europäischen Union, die Europäische Sparkassenvereinigung und die Europäische Vereinigung der Genossenschaftsbanken ein *European Master Agreement* (EMA; „Rahmenvertrag für Finanzgeschäfte“) geschaffen, das in der Praxis allerdings eher selten verwendet wird.

In der Schweiz schliesslich hat eine Arbeitsgruppe unter der Ägide der Schweizerischen Bankiervereinigung einen *Schweizer Rahmenvertrag für Securities Lending and Borrowing* unter schweizerischem Recht entworfen. Dieser soll als Alternative zu den englischsprachigen Master Agreements dienen, die dem Recht von England oder des Staates New York unterstehen,²⁷ und wird eine begrenzte Verwendung finden.

Im Folgenden wird am Beispiel des GMSLA, dem heute wichtigsten Master Agreement, auf Einzelfragen des Securities Lending eingegangen.

²³ Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effektenhändler (Eigenmittelverordnung, ERV) vom 29. September 2006 (SR 952.03).

²⁴ Statt vieler: BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 16, 24; PLENIO, SZW, 136 f.; HESS/WYSS, 1219, 1229 f. Siehe auch das Rundschreiben der FINMA vom 20. November 2008/17. November 2011 (Rundschreiben 2008/19) betreffend Eigenmittelanforderungen für Kreditrisiken bei Banken.

²⁵ Die neueste Version datiert vom Januar 2010, doch sind auch frühere Versionen noch in Gebrauch (verfügbar über <www.isla.co.uk>). Vgl. ONG/YEUNG, 93.

²⁶ Version datierend von 2000, herausgegeben von SIFMA.

²⁷ Schweizerische Bankiervereinigung, Tätigkeitsbericht 2009/2010, Ziff. 2.3.4.

2. Anwendbares Recht und Gerichtsstand

Das GMSLA enthält eine Rechtswahlklausel, wonach sich die vertraglichen Rechtsbeziehungen der Parteien nach englischem Recht richten.²⁸ Dem Prinzip des Gleichlaufs von forum und ius folgend, sieht eine Gerichtsstandsklausel die exklusive Zuständigkeit der englischen Gerichte vor.²⁹ Die vertraglichen Aspekte richten sich mithin grundsätzlich weder nach schweizerischem Recht noch sind diesbezügliche Streitigkeiten primär vor hiesigen Gerichten auszutragen.

3. Two-Ways-Lending

Das GMSLA ist so verfasst, dass jede der Vertragsparteien einzelne Transaktionen unter dem Rahmenvertrag als Lender und andere als Borrower abschliessen kann, was als *two-ways-lending* bezeichnet wird.³⁰ Der im GMSLA verwendete Begriff „Lender“ erfasst entsprechend nicht ausschliesslich Partei A und der Terminus „Borrower“ nicht alleine Partei B, sondern es kann sich jede der Bezeichnungen auf beide Parteien beziehen, wenn sie verschiedene Transaktionen in verschiedenen Rollen eingehen.³¹

4. Leistungspflichten unter dem GMSLA und darunter abgeschlossenen Transaktionen

a) Übersicht

Der eingangs skizzierte Überblick über den Inhalt von Securities-Lending-Geschäften ist im Folgenden zu präzisieren:

Unter dem Master Agreement schliessen die Parteien als Lender und Borrower einzelne – häufig zahlreiche – *Transaktionen* ab. Dabei überträgt der Lender dem Borrower *Effekten*, der dem Lender für die Erfüllung der Rück-

²⁸ Ziff. 23.1 GMSLA.

²⁹ Ziff. 23.2 GMSLA.

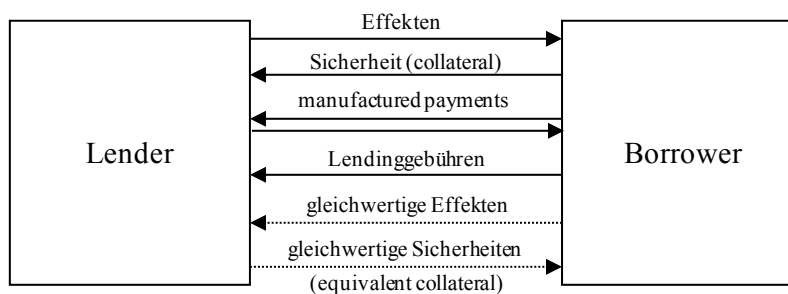
³⁰ Vgl. Ziff. 1.1 GMSLA.

³¹ Vgl. Ziff. 1.1 GMSLA. BENJAMIN, 2007, Rz. 13.13.

übertragungspflicht *Sicherheiten* stellt und i.d.R. eine Lendinggebühr zahlt. Während der Dauer eines Effektdarlehens fließen unter Umständen sogenannte „*Manufactured Payments*“, das sind Ausgleichszahlungen für Dividenden oder Zinsen.³² Beendet wird eine Transaktion regelmässig, indem der Borrower dem Lender *gleichwertige Effekten* und der Lender dem Borrower *gleichwertige Sicherheiten*, d.h. Effekten bzw. Sicherheiten der gleichen Gattung und gleicher Menge, zurücküberträgt.³³

Das Ausgeführte lässt sich schematisch veranschaulichen:

Master Agreement GMSLA



b) *Übertragung der vollen Rechtszuständigkeit an den Effekten und am Collateral*

Das GMSLA statuiert vertraglich ausdrücklich den *Übergang der vollen Rechtszuständigkeit* an den ausgeliehenen Effekten und den Sicherheiten.³⁴ Diese Konstruktion soll dem Borrower insbesondere das Recht vermitteln, die Effekten zu gebrauchen, sie an Dritte zu übertragen oder sonstwie darüber zu verfügen. Im gleichen Sinne soll der Lender durch die Übertragung

³² Hinten III.4.d).

³³ Ziff. 1.1 GMSLA. Vgl. BENJAMIN, 2007, Rz. 13.03, 13.11 ff.

³⁴ Ziff. 2.3 und 4.2 GMSLA. BENJAMIN, 2007, Rz. 13.03, vgl. Rz. 13.01 f. – Man spricht auch von „outright transfer“, „full title transfer“ oder „transfer of absolute title“.

der vollen Rechtszuständigkeit am Collateral über dieses verfügen dürfen.³⁵ Das GMSLA zählt aufgrund dieser Struktur zu den sog. „title transfer collateral arrangements“, die sich dadurch auszeichnen, dass die volle Rechtszuständigkeit und nicht ein beschränktes dingliches Recht auf den Sicherheitennehmer übertragen wird.³⁶

Eine besondere Bedeutung erhält die Übertragung der vollen Rechtszuständigkeit (verbunden mit der Pflicht zur Rückübertragung überlassener Effekten und Sicherheiten lediglich der gleichen Gattung und Menge) ferner im *Konkurs*: Nach schweizerischem Konkursrecht fallen die ausgeliehenen Effekten in die Konkursmasse des Borrowers³⁷ und als Sicherheit gestellte Effekten in die Konkursmasse des Lenders³⁸.

c) *Marge*

Der Wert der bei Vertragsbeginn zu stellenden Sicherheiten übersteigt denjenigen der geliehenen Effekten regelmässig. Dieser Zuschlag, der als Marge (*Margin*) bezeichnet wird,³⁹ ist während der Dauer eines Securities-Lending-Geschäfts aufrecht zu erhalten. Zu diesem Zweck werden die ausgeliehenen Effekten und die Sicherheiten in der Regel täglich zu Marktpreisen bewertet, wofür der terminus technicus „*mark-to-market*“ gebräuchlich ist.⁴⁰ Wird die Marge unterschritten, ist der Borrower verpflichtet, zusätzliche Sicherheiten zu stellen. Übersteigt umgekehrt der Wert der Sicherheiten den Wert der

³⁵ BENJAMIN, 2000, Rz. 6.94, vgl. 6.80 FN 101.

³⁶ Im Einzelnen: BENJAMIN, 2007, Rz. 13.01 ff., 13.32; DIES., 2000, 6.06. Vgl. auch ONG/YEUNG, 94 ff.

³⁷ ZOBL/KRAMER, Rz. 1305; vgl. BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 131 f. (insb. Ziff. 4).

³⁸ Vgl. auch ZOBL/KRAMER, Rz. 1306; BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 132, 138.

³⁹ Ziff. 1.2 des Schedule zum GMSLA; BENJAMIN, 2007, Rz. 13.35; BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 78.

⁴⁰ Vgl. Ziff. 5.4 GMSLA; BENJAMIN, 2007, Rz. 13.37; DIES., 2000, Rz. 6.18 f.; ZOBL/KRAMER, Rz. 1298; BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 79.

geliehenen Effekten zuzüglich der Marge, kann der Borrower grundsätzlich die Freigabe von Sicherheiten verlangen.⁴¹

In die Margenberechnung sind sämtliche Sicherheiten einzubeziehen, die der Borrower dem Lender unter einem konkreten GMSLA gestellt hat, und alle dem Borrower durch den Lender unter demselben GMSLA ausgeliehenen Effekten; die Berechnung erfolgt also für den gesamten Transaktionspool kumuliert.⁴² Die Parteien können jedoch im Schedule zum GMSLA wählen, dass die Berechnung und die Sicherheitenanpassung für jede Transaktion gesondert anstatt kumuliert zu erfolgen hat.⁴³

d) Manufactured Payments

Der Lender soll hinsichtlich der aus den Effekten fließenden Rechte wie Dividenden, Zinsen u.ä. wirtschaftlich so gestellt sein, als ob er die Effekten nicht an den Borrower übertragen hätte. Das GMSLA sieht entsprechend vor, dass der Borrower für derartige Leistungen, die ihm während der Dauer einer Securities-Lending-Transaktion zufließen, Ausgleichszahlungen („manufactured payments“) an den Lender zu erbringen hat.⁴⁴ Im Vordergrund stehen Ausgleichszahlungen durch den Borrower an den Lender. Auch Letzterer ist jedoch zu Ausgleichszahlungen verpflichtet, falls er Dividenden oder Zinszahlungen oder ähnliche Leistungen erhält, die auf Effekten anfallen, welche ihm als Sicherheiten bestellt wurden.⁴⁵ Dies sollte allerdings selten der Fall sein, da der Borrower Effekten, für welche solche Leistungen anstehen, grundsätzlich durch andere Sicherheiten ersetzen sollte.

⁴¹ Ziff. 5.4 f. GMSLA. Vgl. ferner statt vieler: BENJAMIN, 2007, Rz. 13.37; DIES., 2000, Rz. 6.18 f.; ZOBL/KRAMER, Rz. 1298; BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 79 ff.

⁴² Ziff. 5.4 GMSLA.

⁴³ Ziff. 5.5 GMSLA.

⁴⁴ Ziff. 6.2 GMSLA. BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 41 ff.; ZOBL/KRAMER, Rz. 1290; vgl. BENJAMIN, 2007, Rz. 13.40 f. (betreffend Sicherheiten).

⁴⁵ Ziff. 6.3 GMSLA. Vgl. BENJAMIN, 2007, Rz. 13.40 f.

e) *Verhältnis zwischen dem GMSLA und den einzelnen Transaktionen – Einheitsvertrag*

Das GMSLA als solches bewirkt wie die anderen gebräuchlichen Master Agreements weder den Abschluss einer Transaktion, noch führt es zu einer *Abschlusspflicht*. Vielmehr setzt jede einzelne Transaktion eine übereinstimmende Willenseinigung beider Parteien voraus, die durch eine schriftliche, an die Gegenpartei gerichtete Bestätigung („Confirmation“) mit deklaratorischer Wirkung dokumentiert werden soll.

Wie andere Master Agreements sieht das GMSLA aber in einer spezifischen Bestimmung⁴⁶ vor, dass sämtliche Securities-Lending-Transaktionen unter dem betreffenden Rahmenvertrag der Parteien *ein einziges Geschäft* und Vertragsverhältnis bilden und in einem *Austauschverhältnis* stehen. Gemäss dieser Klausel gilt eine Leistungsstörung unter einer Transaktion als Leistungsstörung unter sämtlichen Securities-Lending-Transaktionen unter dem betreffenden Rahmenvertrag.

Die genannte Regelung, die das Single Agreement Concept (Prinzip des Einheitsvertrags) umsetzt,⁴⁷ dient der *einheitlichen Risikobetrachtung* sowie der Reduktion des Gegenparteirisikos und soll ferner das Risiko des sog. cherry picking im Insolvenzfall beschränken.⁴⁸ Die vertragliche Ausgestal-

⁴⁶ Ziff. 17 GMSLA. Die Bestimmung lautet wie folgt: „SINGLE AGREEMENT

Each Party acknowledges that, and has entered into this Agreement and will enter into each Loan in consideration of and in reliance upon the fact that, all Loans constitute a single business and contractual relationship and are made in consideration of each other. Accordingly, each Party agrees:

(a) to perform all of its obligations in respect of each Loan, and that a default in the performance of any such obligations shall constitute a default by it in respect of all Loans, subject always to the other provisions of the Agreement; and
(b) that payments, deliveries and other transfers made by either of them in respect of any Loan shall be deemed to have been made in consideration of payments, deliveries and other transfers in respect of any other Loan“.

⁴⁷ Vgl. dazu: BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 26; HESS/WYSS, 1221; RAYROUX, *Journée*, 93/94; GIOVANOLI, 202, 282.

⁴⁸ HESS/WYSS, 1221; RAYROUX, *Journée*, 94. Vgl. zum cherry picking: hinten, IV.2.a)aa).

tung als Einheitsvertrag ist m.E. etwa in einem schweizerischen Konkursverfahren zu beachten (siehe unten, V.2.c).

5. Beendigung

Master Agreements enthalten eine Beendigungsordnung, die von grosser Bedeutung ist.⁴⁹ Aus der vertraglichen Beendigungsordnung lässt sich die folgende Einteilung der Beendigungsfälle ableiten:

- *ordentliche Beendigung* einer einzelnen Transaktion;
- *ordentliche Beendigung* des Master Agreement (durch Kündigung);
- *ausserordentliche Beendigung* einer einzelnen Transaktion (Mini Close-out);
- *ausserordentliche Beendigung* des Master Agreement und sämtlicher darunter abgeschlossener Transaktionen (Close-out).

Zu differenzieren ist ferner zwischen:

- dem blossen Kündigungsrecht einer Partei (*Optional Early Termination*) und
- der vorzeitigen automatischen Beendigung, der so genannten *Automatic Early Termination* (kurz „AET“ genannt).

a) *Ordentliche Beendigung einer Transaktion oder des GMSLA*

Die ordentliche Beendigung einer unter dem GMSLA abgeschlossenen Transaktion erfolgt typischerweise durch Erfüllung der Rückübertragungspflichten nach Ablauf der vereinbarten Vertragsdauer oder nach Kündigung im Falle einer Securities-Lending-Transaktion auf unbestimmte Dauer.⁵⁰

Das GMSLA wird durch Kündigung ordentlich beendet. Es bleibt jedoch für Transaktionen massgebend, die während seiner Laufzeit unter dem GMSLA

⁴⁹ Vgl. Ziff. 9, 10, 11, 16 GMSLA.

⁵⁰ Vgl. Ziff. 1.1 und 8.1 f. GMSLA; vgl. auch BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 94.

eingegangen oder diesem unterstellt wurden und die zur Zeit der Beendigung des GMSLA noch nicht beendet sind.⁵¹

b) *Ausserordentliche Beendigung des GMSLA und der darunter abgeschlossenen Transaktionen*

aa) *Event of Default als Grund für eine ausserordentliche Beendigung*

Ein Recht auf ausserordentliche Beendigung besteht im Falle eines vertraglich definierten *Event of Default*⁵², beispielsweise wenn ein Insolvenzereignis eintritt.

bb) *Close-out Netting als Liquidationsmechanismus*

Die ausserordentliche Beendigung eines GMSLA und der darunter abgeschlossenen Transaktionen erfolgt nach einem Liquidationsmechanismus, dem sogenannten „*Close-out Netting*“⁵³, der im Master Agreement im Einzelnen umschrieben ist. Nach diesen Beendigungs- und Liquidationsregeln, die das GMSLA und in ähnlicher Weise die erwähnten vergleichbaren Master Agreements vorsehen, werden alle Leistungspflichten der Parteien liquidiert, indem ein einziger Saldobetrag berechnet wird, der als alleinige Schuldpflicht der einen oder der anderen Partei verbleibt. Dies wird erreicht, indem alle Leistungspflichten der Parteien vorzeitig fällig gestellt und sämtliche Schuldpflichten je der Partei A und der Partei B bewertet werden, woraus sich ein Schuldbetrag für A (z.B. 60) und für B (z.B. 100) ergibt, welche Beträge „aufgerechnet“⁵⁴ werden, so dass lediglich die Differenz (im Bei-

⁵¹ Ziff. 16 GMSLA.

⁵² Siehe Ziff. 10 GMSLA.

⁵³ Vgl. zum Begriff des Close-out Netting PLENIO, SZW, 136 und die dort in FN 1 zitierten Quellen; vgl. auch: BENJAMIN, 2007, Rz. 12.08 ff.; BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 20 ff., m.w.Hw.; HESS/WYSS, 1220; SCHWOB, BankG, Art. 27, N 5; DUBACHER, 14 ff.; BERTSCHINGER, AJP, 890/891; GIOVANOLI, 281; FINMA, RS 2008/19 (FN 24), Rz. 45-47; NOBEL, § 8 Rz. 254 f.

⁵⁴ Vgl. die in Art. 27 Abs. 3 BankG verwendete Terminologie.

spiel: 40) als geschuldeter Liquidationsbetrag verbleibt (im Beispiel: als Schuld von B).⁵⁵

Zu diesem Zweck werden folgende Massnahmen vollzogen:

- In einem ersten Schritt werden sämtliche ausstehenden Leistungspflichten fällig gestellt (sowohl Zahlungspflichten als auch beispielsweise Pflichten zur Rückübertragung von Effekten).
- Der zweite Schritt umfasst die Umwandlung von Leistungspflichten, die nicht Geldschulden sind, in Geldschulden, indem – vereinfacht dargestellt – beispielsweise für eine Verpflichtung zur Rückübertragung von Effekten deren Marktwert⁵⁶ eingesetzt wird.
- Soweit die in den beiden ersten Schritten ermittelten Werte nicht auf die Basiswährung (Base Currency) lauten, welche die Parteien in einem als „Schedule“ bezeichneten Anhang zum GMSLA bei dessen Abschluss bestimmen,⁵⁷ sind sie in einem dritten Schritt in diese umzurechnen.⁵⁸
- Im vierten und letzten Schritt werden alsdann die Schuldpflichten beider Parteien zusammengefasst, gegenübergestellt und „aufgerechnet“.

Als Resultat bleibt ein Differenzbetrag, der als einzige verbleibende Schuld zu zahlen ist.

c) *Mini Close-out*

Neben dem Close-out Netting erlaubt das GMSLA neu auch ein „*Mini Close-out*“;⁵⁹ d.h. die Liquidation einer *einzelnen Transaktion* im Wesentlichen nach den vertraglich definierten Regeln des Close-out Netting. Das Mini-Close-out-Verfahren findet Anwendung, wenn die eine Partei mit der Rückübertragung gleichwertiger Effekten beziehungsweise mit der Rückübertra-

⁵⁵ Vgl. GIOVANOLI, 283 (bzgl. Repos); BaK-HESS/KÜNZI, Art. 27, N 20.

⁵⁶ Genauer: deren Default Market Value, s. Ziff. 11.2 lit. a i.V.m. Ziff. 11.3 GMSLA.

⁵⁷ Vgl. Ziff. 2 des Schedule zum GMSLA.

⁵⁸ Ziff. 11.2 lit. b letzter Satz sowie Ziff. 2.4 GMSLA.

⁵⁹ Ziff. 9.1 lit. b und 9.2 lit. b GMSLA.

gung gleichwertiger Sicherheiten in Verzug ist und die andere Partei die Beendigung der betreffenden Transaktion – anstelle von deren Aufrechterhaltung – wählt. Anders als im Falle eines Close-out Netting wird im Falle eines Mini Close-out lediglich die eine in Frage stehende Transaktion beendet. In den erwähnten Anwendungsfällen des Mini Close-out, d.h. bei Verzug mit der Rückübertragung gleichwertiger Effekten oder gleichwertiger Sicherheiten, ist die Auflösung sämtlicher unter dem betreffend Master Agreement abgeschlossenen Transaktionen vertraglich ausgeschlossen und einzig eine Beendigung im Sinne des Mini Close-out zulässig.

IV. Close-out Netting – Vereinbarkeit mit schweizerischem Recht im Allgemeinen

Master Agreements wie das GMSLA und namentlich deren Close-out-Netting-Regelungen sind für die Vertragsparteien wichtig, u.a. weil sie – wie gezeigt – der Risikoreduktion dienen, was wiederum zu einer entsprechenden Herabsetzung der erforderlichen Eigenmittel führt. Darüber hinaus schaffen sie *Rechtssicherheit* bezüglich der *Beendigung* und *Liquidation* aller unter einem Master Agreement abgeschlossenen Transaktionen.⁶⁰ Dies ist umso wertvoller, als diese sowohl von der Anzahl als auch vom Wert her betrachtet nicht nur für ein einzelnes Institut, sondern auch für das Finanzsystem bedeutend sein können, häufig grenzüberschreitend getätigt werden und damit mehrere Rechtsordnungen betreffen. Es ist denn auch anerkannt, dass das Close-out Netting zur *Systemstabilität* beiträgt, was etwa in einem Bericht vom März 2010 der Cross-border Bank Resolution Group, die der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht im Dezember 2007 eingesetzt hatte, zum Ausdruck kommt.⁶¹ Eine geordnete und effiziente Abwicklung setzt voraus, dass hinreichende Sicherheit darüber besteht, ob ein Master Agreement und die darunter abgeschlossenen Transaktionen beendet wurden oder

⁶⁰ PLENIO, SZW, 136.

⁶¹ Bank for International Settlement: Basle Committee on Banking Supervision – Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, March 2010, 2, 36 ff., 39, <www.bis.org/publ/bcbs169.htm>. Ebenso: PLENIO, SZW, 136 f.; ZOBL/KRAMER, Rz. 1303; HESS/WYSS, 1219.

noch weiterlaufen und ob die diesbezüglichen Vertragsregeln gelten oder nicht.

Daher besteht ein erhebliches Interesse daran, dass die Master Agreements und namentlich deren Bestimmungen über das Close-out Netting in den einzelnen betroffenen Rechtsordnungen gültig und durchsetzbar sind. Ferner kann die Berechnung der erforderlichen Eigenmittel auf der Basis der Nettoanstatt der Bruttoisiken in vielen Ländern davon abhängig gemacht werden, dass die Durchsetzbarkeit des Master Agreements durch Legal Opinions bezüglich aller betroffenen Jurisdiktionen bestätigt wird. So auch in der Schweiz; Art. 47 ERV bestimmt:⁶²

„Risikomindernde Massnahmen

- ¹ Folgende risikomindernde Massnahmen können bei der Berechnung der Positionen berücksichtigt werden:
 - a. die gesetzliche und vertragliche Verrechnung (Netting); [...].
- ² Auf Verlangen müssen die Banken der Prüfgesellschaft oder der FINMA nachweisen, dass die risikomindernden Massnahmen in den betroffenen Rechtsordnungen rechtlich durchsetzbar sind.
- ³ Die FINMA präzisiert diese risikomindernden Massnahmen.“

Dass die Durchsetzbarkeit der risikomindernden Massnahmen und damit des Close-out Netting gemäss den Master Agreements nachzuweisen ist, hat die FINMA im Rundschreiben 2008/19 präzisiert.⁶³ Zu weiteren Aspekten des Close-out Netting unter dem schweizerischen Bankenrecht: hinten, V.

⁶² Vgl. BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 16; PLENIO, SZW, 138 f.

⁶³ FINMA RS 2008/19 (FN 24), Rz. 40 ff.; vgl. dazu BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 16; PLENIO, SZW, 138 f.

1. Vereinbarkeit mit dem materiellen Recht

a) Internationaler Sachverhalt – Anknüpfung

Im Folgenden wird zunächst auf die Anerkennung der Wahl des englischen Rechts^{64, 65} durch die Parteien zum GMSLA und damit der Massgeblichkeit des englischen Rechts für *vertragliche* Ansprüche aus oder im Zusammenhang mit dem GMSLA und den darunter getätigten Transaktionen eingegangen. Sodann wird die Frage der Anerkennung und Durchsetzbarkeit der Rechtswirkungen in der Schweiz geprüft, die das GMSLA unter dem englischen Recht entfaltet. Die Beurteilung hängt davon ab, ob das *Ergebnis* der Anwendung der englisch-rechtlichen Rechtsfolgen mit dem schweizerischen Ordre Public (negativer Ordre Public) vereinbar ist.⁶⁶ Die Durchsetzbarkeit setzt ferner voraus, dass keine schweizerisch-rechtlichen Bestimmungen bestehen, die gemäss ihrem Zweck international zwingend anzuwenden sind (lois d'application immédiate).⁶⁷

Zur Prüfung dieser Fragen sind vorab die international-privatrechtlichen Anknüpfungsbegriffe zu bestimmen. Das Close-out Netting beschlägt Aspekte, die funktional mit den schweizerischen Rechtsinstituten der Leistungsstörung, Vertragsbeendigung und der Verrechnung vergleichbar sind, womit diese Anknüpfungsbegriffe im Vordergrund stehen.⁶⁸ Darauf wird unter lit. b) und c) eingegangen. Der Durchsetzbarkeit im Konkurs wird unter Ziff. 2 nachgegangen.

⁶⁴ Ziff. 23.1 GMSLA.

⁶⁵ Die Ausführungen basieren auf der Annahme, dass die eine Partei ihren Sitz in der Schweiz hat (oder durch eine Zweigniederlassung in der Schweiz handelt), die andere Partei im Ausland domiziliert und die Wahl des englischen Rechts mithin eine kollisionsrechtliche Rechtswahl ist, sodass auch das zwingende schweizerische materielle Privatrecht nicht zur Anwendung kommt, es sei denn, es liege ein Anwendungsfall nach Art. 17 f. IPRG vor.

⁶⁶ Art. 17 IPRG.

⁶⁷ Art. 18 IPRG; ZK-KELLER/KREN KOSTKIEWICZ, Art. 116 IPRG, N 29 f.

⁶⁸ Vgl. auch HESS/WYSS, 1221, die allerdings auf grenzüberschreitende Verhältnisse nicht eingehen.

b) *Leistungsstörung und Beendigungsordnung*

aa) *Anerkennung der Rechtswahl*

Die Folgen von Leistungsstörungen sowie die Beendigung eines Vertrags richten sich nach dem Vertragsstatut.⁶⁹ Nach Art. 116 Abs. 1 IPRG untersteht ein Vertrag einschliesslich Inhalt, Wirkungen und Erlöschen dem von den Parteien gewählten Recht.⁷⁰ Das Vertragsstatut soll auf möglichst alle Fragen im Zusammenhang mit einem Schuldverhältnis zur Anwendung kommen (Prinzip des einheitlichen Vertragsstatuts).⁷¹ Massgebend ist damit das von den Parteien im GMSLA gewählte englische Recht.⁷²

bb) *Ordre Public und lois d'application immédiate aus privatrechtlicher Sicht*

Weder der Ordre Public noch international zwingend anwendbare Bestimmungen des materiellen schweizerischen Privatrechts im Sinne von Art. 18 IPRG stehen der *Beendigungsordnung* des GMSLA entgegen. Insbesondere verstossen das Kündigungsrecht und gegebenenfalls die Vereinbarung einer automatischen Auflösung bei Eintritt gewisser Events of Default weder gegen die Vorbehaltsklausel noch gegen Art. 18 IPRG.⁷³ Es gilt die Vertragsfreiheit, die einschliesst, dass die Parteien grundsätzlich beliebige Beendigungsgründe vereinbaren können; die Parteien sind auch frei, zu bestimmen, ob die Beendigungsgründe die automatische Vertragsauflösung oder bloss ein Kündigungsrecht zur Folge haben sollen.⁷⁴ Eine Ausnahme von diesem

⁶⁹ ZK-KELLER/GIRSBERGER, vor Art. 123-126 IPRG, N 1; SIEHR, 254 f.

⁷⁰ Vgl. BaK-AMSTUTZ/VOGT/WANG, Art. 116 IPRG, N 52; SIEHR, 237.

⁷¹ ZK-KELLER/GIRSBERGER, vor Art. 123-126 IPRG, N 1; BaK-AMSTUTZ/VOGT/WANG, Art. 116 IPRG, N 52; vgl. auch BERTSCHINGER, Rechtsprobleme II, 195.

⁷² Vgl. BERTSCHINGER, Rechtsprobleme II, 193 ff.

⁷³ Vgl. STAEHELIN D., 366. Vgl. auch: PLENIO 137 f. (allerdings – aus konkursrechtlichen Gründen – unter Ausschluss einer Vertragsauflösung auf einen Zeitpunkt nach der Konkurseröffnung); GIOVANOLI, 202.

⁷⁴ Vgl. die ausführliche Herleitung bei STAEHELIN D., 365 f., m.w.Nw.; BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 13.

Grundsatz ist auf das GMSLA und darunter abgeschlossene Transaktionen nicht anwendbar. Zwingende Einschränkungen des schweizerischen Rechts betreffen die vertragliche Vereinbarung von Beendigungsgründen für Arbeits-, Pacht- und Mietverträge,⁷⁵ nicht jedoch für Securities-Lending-Verträge. Ferner sieht das schweizerische materielle Recht in Art. 316 OR zwar ein Rücktrittsrecht des Darleihers bei Zahlungsunfähigkeit des Borgers vor, doch ist dieses nur vor Aushändigung des Darlehens anwendbar⁷⁶ und richtet sich die Frage des Rücktrittsrechts im internationalen Verhältnis nach dem Vertragsstatut. Da im Falle des GMSLA englisches Recht anwendbar ist, ist Art. 316 OR mithin nicht massgebend. Zudem fällt diese Bestimmung weder unter Art. 17 noch unter Art. 18 IPRG.⁷⁷

Ebensowenig gibt der im GMSLA enthaltene *Liquidationsmechanismus* aus privatrechtlicher Perspektive zu Bedenken Anlass. Dies folgt u.a. daraus, dass das schweizerische materielle Recht mit der konkreten und der abstrakten Differenzmethode Liquidationsregelungen enthält, welche den Close-out-Netting-Prinzipien nicht unähnlich sind,⁷⁸ und dass die materiellrechtlichen Regeln des schweizerischen Rechts betreffend die Folgen einer Leistungsstörung generell grundsätzlich dispositiv sind. Ist dem aber so, so können die Bestimmungen des GMSLA umso weniger gegen den positiven oder negativen Ordre Public verstossen.

Zur Vereinbarkeit mit dem schweizerischen Konkursrecht: vgl. hinten, Ziff. 2.

⁷⁵ STAEHELIN D., 366.

⁷⁶ BaK OR I-SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 316, N 7, 9.

⁷⁷ BaK OR I-SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 316, N 14.

⁷⁸ Vgl. nur etwa Art. 107, 191 und 215 OR. Ebenso: ZOBL/WERLEN, ISDA, 132 f.; HESS/WYSS, 1227.

c) „Verrechnung“⁷⁹

aa) *Anerkennung der Rechtswahl*

Beruhet eine Verrechnung auf einem Verrechnungsvertrag – etwa auf Grundlage eines Rahmenvertrags wie dem GMSLA –, ist das auf die Verrechnung anwendbare Recht dasjenige, das auf den (Verrechnungs-) Vertrag anwendbar ist.⁸⁰ Dies gilt auch dann, wenn der Vertrag zwar eine Verrechnungsordnung enthält, aber nicht selbst eine Verrechnungswirkung auslöst.⁸¹ Da das GMSLA englisches Recht für anwendbar erklärt, bestimmen sich damit die Voraussetzungen und Wirkungen des Netting grundsätzlich nach englischem Recht (unter Vorbehalt insolvenzrechtlicher Schranken; dazu Ziff. 2).

bb) *Ordre Public und lois d'application immédiate aus privatrechtlicher Sicht*

Bezüglich der Vereinbarkeit der Netting-Klauseln des GMSLA mit dem negativen Ordre Public und den lois d'application immédiate ist aus privatrechtlicher Perspektive ein Blick auf das materielle schweizerische Recht aufschlussreich. Die gesetzlichen Voraussetzungen des Verrechnungsrechts i.S.v. Art. 120 ff. OR sind weitgehend dispositiv.⁸² Die Abrede abweichender

⁷⁹ Wenn hier der Terminus „Verrechnung“ verwendet wird, so im Sinne eines funktionalen Anknüpfungsbegriffes des internationalen Privatrechts. Dagegen soll nicht eine materiellrechtliche Qualifikation vorgenommen werden, denn das GMSLA untersteht nicht dem materiellen schweizerischen, sondern englischen Recht. Erwähnt sei nur, dass die materiellrechtliche Qualifikation nach englischem Recht nicht völlig eindeutig zu sein scheint: „The precise meanings of the terms, ‘set off’ and ‘netting’ have generated a large debate and no conclusions. It is clear that both set off and netting are legal techniques that replace gross positions with net positions. Beyond that there is little consensus“ (BENJAMIN, 2007, Rz. 12.05, Fussnoten weglassen).

⁸⁰ Art. 148 Abs. 3 IPRG; BaK-PETER, vor Art. 120-126 OR, N 8; ZK-AEPLI, Vorbemerkungen zu Art. 120-126, N 197; vgl. KRYKA, 9/10.

⁸¹ ZK-AEPLI, Vorbemerkungen zu Art. 120-126, N 197 i.V.m. N 202 f.

⁸² BGE 126 III 361 E. 6 lit. b S. 368; BaK-PETER, vor Art. 120-126, N 1; ZK-AEPLI, Vorbemerkungen zu Art. 120-126, N 199 f.; KRYKA, 19 ff.; HESS/WYSS, 1222; GIOVANOLI, 203.

– erschwerter, namentlich aber auch erleichterter – Voraussetzungen der Verrechnung durch die Parteien („Verrechnungsvertrag“)⁸³ ist zulässig.⁸⁴ Wegbedungen werden können z.B. die Erfordernisse der Liquidität oder Erfüllung der Verrechnungsforderung, der Gegenseitigkeit der Forderungen oder der Gleichartigkeit des Leistungsgegenstandes.⁸⁵ Auch das Erfordernis einer Verrechnungserklärung kann wegbedungen und ein abweichender Zeitpunkt des Wirkungseintritts vereinbart werden.⁸⁶ Das schweizerische materielle Recht steht überdies der Vereinbarung einer eigenen Verrechnungsordnung, die ein in sich geschlossenes Ganzes bilden will, nicht entgegen.⁸⁷

Daraus folgt: Belässt das schweizerische materielle Recht den Parteien diesen weiten Gestaltungsspielraum, so besteht umso weniger Anlass, vom gesetzlichen Verrechnungsregime des schweizerischen Rechts abweichende Vereinbarungen, die unter dem von den Parteien gewählten englischen Recht gültig sind – und von dieser Annahme ist für das GMSLA auszugehen –, als Verstoss gegen den Schweizer Ordre Public zu qualifizieren. AEPLI hält denn auch fest: „Die Verrechnung gehört nicht zum ordre public.“⁸⁸ – Vorgehende zwingende Normen des schweizerischen Privatrechts i.S.v. Art. 18 IPRG bestehen grundsätzlich ebensowenig.

Wesentlich sein können allerdings Verrechnungsverbote und andere Einschränkungen des Konkursrechts (vgl. etwa Art. 213 f. SchKG und Art. 123 Abs. 2 OR), worauf unter IV.2.b) eingegangen wird.⁸⁹

⁸³ ZK-AEPLI, Vorbemerkungen zu Art. 120-126, N 200, 202, 212.

⁸⁴ BGE 126 III 361 E. 6 lit. b S. 368; ZK-AEPLI, Vorbemerkungen zu Art. 120-126, N 200 ff.; BaK-PETER, vor Art. 120-126, N 1; KRYKA, 9, 19 ff.; HESS/WYSS, 1222.

⁸⁵ BGE 126 III 361 E. 6 lit. b S. 368; ZK-AEPLI, Vorbemerkungen zu Art. 120-126, N 206; vgl. BaK-PETER, vor Art. 120-126, N 1; KRYKA, 19 ff.

⁸⁶ ZK-AEPLI, Vorbemerkungen zu Art. 120-126, N 207 f.; KRYKA, 21.

⁸⁷ ZK-AEPLI, Vorbemerkungen zu Art. 120-126, N 211.

⁸⁸ ZK-AEPLI, Vorbemerkungen zu Art. 120-126, N 196 (Hervorhebung weggelassen; AEPLI macht diese Bemerkung allerdings vor einem anderen Hintergrund, wie sich aus dem nachfolgenden Hinweis ergibt, dass eine missachtete Einwendung der Verrechnung den Vollzug eines ausländischen Urteils nicht ausschliesse).

⁸⁹ Vgl. BaK-PETER, vor Art. 120-126 OR, N 1.

d) Ergebnis

Als Zwischenergebnis bleibt festzuhalten, dass der Durchsetzung des im GMSLA vorgesehenen Close-out Netting gegen eine Gegenpartei in der Schweiz ausserhalb eines Konkursverfahrens weder der negative Ordre Public noch international zwingend anwendbare Bestimmungen des schweizerischen Rechts i.S.v. Art. 18 IPRG entgegenstehen.

2. Vereinbarkeit des Close-out Netting mit dem Insolvenzrecht

Im Folgenden ist der Frage nachzugehen, ob und inwieweit das Close-out Netting mit zwingenden Normen des schweizerischen Insolvenzrechts vereinbar ist. Dabei wird zunächst auf die Vereinbarkeit mit Art. 211 SchKG, d.h. dem Eintrittsrecht der Konkursverwaltung und dessen Einschränkung (lit. a) und sodann auf die Zulässigkeit und die Schranken der Verrechnung im Konkurs (lit. b) eingegangen.

a) Vereinbarkeit des Close-out Netting mit Art. 211 SchKG

aa) Eintrittsrecht der Konkursverwaltung gemäss Art. 211 Abs. 2 SchKG

Art. 211 Abs. 1 SchKG sieht vor, dass Forderungen, die nicht eine Geldzahlung zum Gegenstand haben, in Geldforderungen von entsprechendem Wert umgewandelt werden – ein Prinzip, das dem Close-out Netting nicht entgegensteht. Die Konkursverwaltung ist jedoch in Abweichung vom genannten Grundsatz berechtigt, die *Realerfüllung* nicht vollständig erfüllter, zweiseitiger Verträge zu verlangen (Art. 211 Abs. 2 SchKG; sog. Eintrittsrecht).

Vor diesem Hintergrund stellte sich vor Einführung von Abs. 2^{bis} von Art. 211 SchKG die Frage, ob das Eintrittsrecht der Konkursverwaltung dem vertraglich vereinbarten Close-out Netting vorgehe.⁹⁰ Es war mit anderen Worten zu diskutieren, ob die Konkursverwaltung ungeachtet der vertraglichen Close-out-Netting-Regelung Realerfüllung der Transaktionen verlangen

⁹⁰ S. dazu die umfassenden Ausführungen bei ZOBL/WERLEN, Netting, und ZOBL/WERLEN, ISDA. Vgl. ferner etwa: BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 13 f.; PLENIO, Diss., 78 f., 116 ff.; HESS/WYSS, 1224; STAEHELIN D., 363 ff., 367.

und darüber hinaus einzelne unter einem Rahmenvertrag abgeschlossene Geschäfte herausgreifen und bezüglich diesen die Realerfüllung wählen dürfe (naheliegenderweise die lukrativen; sog. cherry picking) – oder ob die Konkursverwaltung die durch das Close-out Netting bewirkte Auflösung und Liquidation sämtlicher Transaktionen, die unter dem fraglichen Master Agreement abgeschlossen wurden, hinzunehmen hat.

Die damals wohl überwiegende⁹¹ Lehre verneinte zu Recht den Vorrang des Eintrittsrechts der Konkursverwaltung i.S.v. Art. 211 Abs. 2 SchKG vor vertraglichen Close-out-Netting-Regelungen.⁹² Ein Präjudiz, das sich ausdrücklich zum Eintrittsrecht einer Konkursverwaltung und dem Close-out Netting unter einem Master Agreement äussern würde, bestand jedoch nicht und besteht m.W. noch heute nicht.

bb) Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG als Ausnahme des Eintrittsrechts

Um die Rechtsunsicherheit zu beseitigen, die daraus folgte, dass kein höchst-richterliches Präjudiz zur Frage der Konkursbeständigkeit des Close-out-Netting gemäss den Master Agreements vorlag, wurde 1997 ein neuer Absatz 2^{bis} von Art. 211 SchKG in Kraft gesetzt. Damit wollte der Gesetzgeber die Konkursbeständigkeit von Close-out-Netting-Vereinbarungen festschreiben.⁹³ Die Norm besagt aber nicht direkt und konkret, dass solche vertragliche Regelungen im Konkurs gültig bleiben sollen.^{94, 95} Vielmehr begründet

⁹¹ Vgl. BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 27.

⁹² Vgl. dazu statt vieler: BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 13, 27; HESS/WYSS, 1224; PLENIO, Diss., 116 ff., 119; BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 126, 136; GIOVANOLI, 284; KRYKA, 56 sowie die w.Nw. an den zitierten Stellen.

⁹³ Vgl. BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 16 f., 19; BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 127; DERS., AJP, 889, 891. Vgl. zu Entstehungsgeschichte und Normzweck auch: BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 15; HESS/WYSS, 1224 f.; PLENIO, Diss., 6 ff., 77 ff. und die bei den erwähnten Autoren zitierten Materialien.

⁹⁴ Kritisch betreffend diesen gesetzgeberischen Ansatz: STAEHELIN M., 65; STAEHELIN D., 367. Vgl. PLENIO, Diss., 111, 115.

⁹⁵ Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG ist wie folgt formuliert:
„Das Recht der Konkursverwaltung nach Absatz 2 ist jedoch ausgeschlossen bei Fixgeschäften (Art. 108 Ziff. 3 OR) sowie bei Finanztermin-, Swap- und Optionsgeschäften, wenn der Wert der vertraglichen Leistungen im Zeitpunkt der Konkurs-

die Bestimmung für bestimmte Transaktionen und unter gewissen Voraussetzungen eine Ausnahme vom Recht des Konkursverwalters, die Realerfüllung eines Vertrags des Gemeinschuldners zu wählen (Satz 1).⁹⁶ Weiter legt sie fest, dass bei Auflösung des Vertrags die Differenz zwischen dem vereinbarten Wert der vertraglichen Leistungen und deren Marktwert im Zeitpunkt der Konkursöffnung geltend gemacht werden kann (Differenzmethode; Satz 2).

Der Anwendungsbereich von Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG ist nach dem Wortlaut auf bestimmte Geschäfte beschränkt: Fixgeschäfte im Sinne von Art. 108 Ziff. 3 OR, Finanztermin-, Swap- und Optionsgeschäfte.^{97, 98} Vorausgesetzt ist ferner, dass der Wert der vertraglichen Leistungen im Zeitpunkt der Konkursöffnung aufgrund von Markt- oder Börsenpreisen bestimmbar ist.⁹⁹ Den Hintergrund für diese Umschreibung bildete u.a. die Überlegung, dass Geschäfte der genannten Art Finanzinstrumente seien, deren Wert objektiv bestimmbar sei, was der betroffenen Partei erlaube, kurzfristig ein Ersatzgeschäft abzuschliessen, und dies dürfe durch einen Schwebezustand, den das Eintrittsrecht für längere Zeit schaffen könne, nicht verunmöglicht werden.¹⁰⁰

eröffnung aufgrund von Markt- oder Börsenpreisen bestimmbar ist. Konkursverwaltung und Vertragspartner haben je das Recht, die Differenz zwischen dem vereinbarten Wert der vertraglichen Leistungen und deren Marktwert im Zeitpunkt der Konkursöffnung geltend zu machen.“

⁹⁶ BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 29.

⁹⁷ Vgl. dazu: BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 35 ff.; PLENIO, Diss., 80 ff.

⁹⁸ Obschon die genannten Geschäftsarten häufig Gegenstand einer Netting-Vereinbarung sind, bildet das Bestehen einer Netting-Vereinbarung keine Voraussetzung für die Anwendbarkeit von Art. 211 Abs. 2bis SchKG (BERTSCHINGER, AJP, 891; PLENIO, Diss., 77; GIOVANOLI, 285; ähnlich BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 30).

⁹⁹ Vgl. dazu BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 36, 39.

¹⁰⁰ BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 36.

cc) *Vorrang von Close-out-Netting-Vereinbarungen vor Art. 211 Abs. 2 und Abs. 2^{bis} SchKG*

Im Folgenden wird darauf eingegangen, ob Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG oder Art. 211 Abs. 2 SchKG zufolge der Ergänzung durch Abs. 2^{bis} in dem Sinne als zwingend zu erachten sind, dass sie der Auflösung (lit. aaa) oder den Liquidationsmodalitäten (lit. bbb) des Close-out Netting des GMSLA im Konkursfall entgegenstehen.

aaa) *Vorrang der Vertragsauflösung nach Massgabe vertraglicher Close-out-Netting-Vereinbarungen*

(i) Nach der heute wohl herrschenden¹⁰¹ Lehre, der sich der Schreiber anschliesst, steht das *Eintrittsrecht nach Art. 211 Abs. 2 SchKG* den Close-out-Netting-Abmachungen auch nach Inkrafttreten von Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG nicht entgegen.¹⁰² Im Einzelnen ergibt sich Folgendes:

Es ist eine Frage des materiellen Rechts und nicht des Vollstreckungsrechts, welche Auswirkungen ein Konkurs auf Verträge des Gemeinschuldners hat und insbesondere ob Verträge mit der Konkurseröffnung aufgelöst werden.¹⁰³ Art. 211 Abs. 2 SchKG ist eine *verfahrensrechtliche Norm*, die nicht in die materiellrechtliche Beendigungsordnung eingreift.¹⁰⁴ Sofern das materielle

¹⁰¹ Vgl. STAEHELIN D., 367 bei FN 38 (m.w.Nw.); PLENIO, SZW, 137; PLENIO, Diss., 116.

¹⁰² Statt vieler: BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 13, 27 f., 31; STAEHELIN D., 367; STAEHELIN M., 65 f.; HESS/WYSS, 1224, 1229; PLENIO, SZW, 137 f.; PLENIO, Diss., 116 ff., 119 f.; GIOVANOLI, 284 f.; KRYKA, 56 sowie die von diesen Autoren zitierten Nw. Vgl. auch KuKo SchKG-BÜRGI/PIRKL, Art. 211, N 8, der voraussetzt, dass der Vertrag spätestens eine „logische Sekunde“ vor Konkurseröffnung aufgelöst wird, wobei ein objektiv feststellbarer Zeitpunkt, z.B. die Konkursandrohung, zu vereinbaren sei. Dem ist entgegenzuhalten, dass der Zeitpunkt der Konkurseröffnung objektiv feststellbar ist, wogegen bspw. im Bankenkonzursrecht eine Konkursandrohung nicht vorgesehen ist.

¹⁰³ BGE 104 III 84 E. 3b S. 90 f.; BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 6, 13; STAEHELIN D., 367 (beide m.w.Nw.).

¹⁰⁴ BGE 104 III 84 E. 3b S. 90 f.; ZOBL/WERLEN, ISDA, 100 f., 119; BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 6, 12 f., 27; STAEHELIN D., 367; STAEHELIN M., 65; HESS/WYSS, 1224 bei FN 55; BERTSCHINGER, AJP, 894.

Recht den Parteien die Freiheit belässt, privatautonom zu vereinbaren, dass ihr Vertrag im Insolvenzfall aufgelöst wird, so steht Art. 211 Abs. 2 SchKG einer solchen im Voraus vertraglich vereinbarten Auflösung nicht entgegen,¹⁰⁵ zumal „da diese Rechtsfolge bei anderen Verträgen von Gesetzes wegen eintritt“¹⁰⁶. Machen die Parteien von ihrem Recht privatautonomer Gestaltung Gebrauch, so gilt die Vereinbarung ungeachtet Art. 211 Abs. 2 SchKG. Es greift der gefestigte konkursrechtliche Grundsatz, dass ein Vertrag so hinzunehmen ist, wie er im Zeitpunkt der Konkurseröffnung gemäss parteiautonomer Gestaltung und Gesetz besteht.¹⁰⁷ Ist ein Vertrag im Zeitpunkt der Konkurseröffnung beendet, so hat die Konkursverwaltung dies demnach unter Vorbehalt von Fällen der Gesetzesumgehung und der Anfechtungstatbestände zu akzeptieren¹⁰⁸ – es gibt keinen laufenden Vertrag mehr, in den eingetreten werden könnte. Insofern besteht ein Eintrittsrecht der Konkursverwaltung nur insoweit, als die materiellrechtliche Rechtslage nicht entgegensteht.¹⁰⁹

(ii) Ein im Zusammenhang mit der Einführung von *Abs. 2^{bis}* des Art. 211 SchKG erstellter Bericht des Bundesamtes für Justiz zur Revision dieser Bestimmung hielt fest, dass auch unter dem neuen Recht Art. 211 SchKG grundsätzlich keine materiellrechtlichen Regelungen enthalten solle;¹¹⁰ die Auswirkungen des Konkurses würden sich nach dem materiellen, nicht nach dem Vollstreckungsrecht bestimmen.¹¹¹ Selbst wenn man *Abs. 2^{bis}* als Norm

¹⁰⁵ STAEHELIN D., 367; BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 13, 27 f., 31; ZOBL/WERLEN, ISDA, 119 ff.; vgl. PLENIO, Diss., 118.

¹⁰⁶ STAEHELIN D., 367.

¹⁰⁷ BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 13, 27; STAEHELIN D., 366; STAEHELIN M., 65; HESS/WYSS, 1224; BERTSCHINGER, AJP, 894; KRYKA, 56; vgl. auch PLENIO, Diss., 117.

¹⁰⁸ STAEHELIN M., 66; vgl.: BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 13; PLENIO, Diss., 118 f.; BERTSCHINGER, AJP, 894.

¹⁰⁹ BGE 104 III 84 E. 3b S. 90 f. („Der Konkursverwaltung standen hinsichtlich der Beendigung des Vertrages nicht mehr Rechte zu als der Gemeinschuldnerin selbst“); BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 27; ZOBL/WERLEN, ISDA, 101.

¹¹⁰ Bericht des Bundesamtes für Justiz zur Neuregelung des Eintrittsrechts der Konkursverwaltung in zweiseitige Verträge nach Art. 211 SchKG, Bundesblatt 1993, 1324; STAEHELIN D., 367; BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 30.

¹¹¹ BBI 1993, 1324; STAEHELIN D., 367.

mit materiellrechtlichem Inhalt versteht (m.E. zu Recht¹¹²), so folgt daraus nicht, dass er vertragliche Beendigungsregelungen ausschliessen würde. Denn ein gesetzgeberischer Wille, den Parteien zu verbieten, eine Close-out-Netting-Vereinbarung, die eine Auflösung im Konkursfall vorsieht, im Voraus einzugehen, bestand nicht und entspricht nicht dem Gesetzeszweck¹¹³ – die Konkursbeständigkeit von Close-out-Netting-Regelungen sollte gefördert, nicht geschwächt werden. Soweit die Parteien die automatische Auflösung im Konkursfall vorsehen, vereinbaren sie nur das, was das materielle Recht für einzelne Verträge als gesetzliche Rechtsfolge vorsieht; solches zu verbieten, lag dem Gesetzgeber fern.^{114, 115} Daraus ist zu schliessen, dass das

¹¹² Gl. M.: STAEHELIN M., 66; PLENIO, Diss., FN 269; vgl. DERS., SZW, 138.

¹¹³ STAEHELIN D., 367; BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 31.

¹¹⁴ STAEHELIN D., 367.

¹¹⁵ Darüber hinaus sind die Parteien in den meisten Fällen, in denen das materielle Recht von Gesetzes wegen die Auflösung eines Vertragstyps bei Konkurs anordnet, frei, anderes zu vereinbaren, woraus folgt, dass in erster Linie der Parteiwille massgebend ist (ZOBL/WERLEN, ISDA, 120; BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 31; STAEHELIN M., 65/66).

Art. 212 SchKG hingegen schliesst zwar grundsätzlich einen Vertragsrücktritt aus. Er bestimmt, dass ein Verkäufer, der dem Konkursiten die verkaufte Sache vor der Konkurseröffnung übertragen hat, nicht mehr vom Vertrag zurücktreten und die übergebene Sache zurückfordern kann, auch wenn er sich dies ausdrücklich vorbehalten hat. Die Norm steht der vertraglichen Vereinbarung einer Auflösung des Vertrags i.S. des Close-out Netting jedoch nicht entgegen. Denn Securities-Lending-Transaktionen sind m.E. nicht als Kaufverträge i.S.v. Art. 212 SchKG zu qualifizieren, da solche Transaktionen, unterstünden sie dem schweizerischen materiellen Recht, nicht als Kaufverträge, sondern als Darlehen zu qualifizieren wären (BaK-SCHÄRER/MAURENBRECHER, Art. 312, N 31; ZOBL/KRAMER, Rz. 1283; BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 20 ff., ISLER/HAAS, 215). Überdies will die Bestimmung einen Rücktritt mit Vindikation der übertragenen Sache ausschliessen, wogegen eine Auflösung ohne Vindikation durchaus gültig vereinbart werden kann (BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 13; STAEHELIN D., 368; vgl. PLENIO, Diss., 121). Da der Close-out-Netting-Mechanismus keine Rückforderung übertragener Effekten, sondern im Gegenteil die Liquidation der vertraglich geschuldeten Leistungen durch Zahlung einer einzigen Nettogeldschuld vorsieht, ist Art. 212 SchKG auch aus diesem Grunde nicht anwendbar (diese Argumentation ist für Close-out Netting von Repurchase-Transaktionen, bspw. unter dem GMRA von besonderer Bedeutung). Schliesslich wird die Meinung vertreten, dass Art. 212 SchKG ausgeschlossen sei, wenn ein Vertrag mit dem Konkurs automatisch aufgelöst werde (PLENIO, Diss., 121). Zusammengefasst steht Art. 212 SchKG demnach dem Close-out Net-

materielle Recht auch durch Abs. 2^{bis} des Art. 211 SchKG insofern nicht berührt wird, als diese Norm vertraglichen Auflösungsvereinbarungen, namentlich Close-out-Netting-Regelungen in Master Agreements, nicht entgegensteht.¹¹⁶

(iii) Das GMSLA sieht für den Fall einer Insolvenz nicht notwendigerweise eine automatische vorzeitige Auflösung, sondern grundsätzlich ein *Kündigungsrecht* vor. Eine automatische Auflösung gilt nur dann, wenn die Parteien dies im Schedule ausdrücklich vereinbaren. Deshalb stellt sich die Frage: Werden von Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG erfasste Geschäfte zwingend von Gesetzes wegen aufgelöst oder geht eine gegenteilige vertragliche Regelung – z.B. die Vereinbarung eines Kündigungsrechts – vor, und was gilt, wenn ein Kündigungsrecht nicht ausgeübt wird?

Rechtsprechung zu dieser Frage besteht m.W. nicht, und die Lehre ist geteilter Meinung. Nach HESS/WYSS regelt Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG die „automatische Liquidierung“ für den Fall der Konkurseröffnung abschliessend und zwingend.¹¹⁷ DANIEL STAEHELIN und SCHWOB dagegen erachten sowohl die Vereinbarung, dass der Vertrag bei Eröffnung des Konkurses ohne Weiteres dahinfällt, als auch (in maiore minus) die Abrede eines Kündigungsrechts der solventen Partei als zulässig.¹¹⁸ ZOBL/WERLEN sind ebenfalls der Ansicht, dass auch ein blosses Kündigungsrecht wirksam sei, doch sei das Kündigungsrecht zeitlich klar zu befristen.¹¹⁹ PLENIO schliesst ein Kündigungsrecht zwar auch nicht aus, verlangt jedoch, dass die Kündigung unmittelbar

ting unter einem GMSLA nicht entgegen. Auch unter diesem Titel bietet die Vereinbarung der automatischen Auflösung des Rahmenvertrags und aller darunter abgeschlossener Transaktionen mit Konkurseröffnung jedoch ein zusätzliches Argument für die Konkursbeständigkeit des Close-out Netting.

¹¹⁶ BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 31; STAEHELIN D., 367; STAEHELIN M., 66; RAYROUX, SZW, 14; vgl. auch FN 102; a.M. HESS/WYSS, 1228, 1229; RAYROUX, SZW, 14; vgl. auch PLENIO, Diss., 120, 126 und DERS., SZW, 138, 146, wonach ein Fortbestand der Verträge über die Konkurseröffnung hinaus ausgeschlossen sei; STAEHELIN M., 66 (Auflösung ipso iure mit Konkurseröffnung).

¹¹⁷ HESS/WYSS, 1228, 1229. Ebenso: RAYROUX, SZW, 14; so auch noch PULVER, 83.

¹¹⁸ STAEHELIN D., 368; BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 13.

¹¹⁹ ZOBL/WERLEN, ISDA, 120 vor FN 511, 144 ff., 150.

nach Konkureröffnung erfolgen müsse und ein Zuwarten unzulässig sei.¹²⁰ Die Vertragsbeendigung erfolge in jedem Fall spätestens mit der Konkureröffnung; die Parteien können nach PLENIO die Vertragsauflösung nicht auf einen Zeitpunkt nach Konkureröffnung legen.¹²¹ Dies sei der letzte mögliche Zeitpunkt, „in dem (bzw. eine logische Sekunde davor) eine vertragliche Beendigungs- und Aufrechnungsvereinbarung noch Wirkung entfalten“¹²² könne. Denn Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG schliesse den Fortbestand der von ihm erfassten Verträge über den Tag der Konkureröffnung hinaus aus.¹²³ Ein Kündigungsrecht (erst) für den Konkursfall müsse wirkungslos bleiben, weil ein im Zeitpunkt der Konkureröffnung nicht bereits aufgelöster Vertrag nach Art. 211 Abs. 2^{bis} zu liquidieren sei.¹²⁴ Wenn dagegen die Verträge mit dem Konkurs gemäss Vertragsvereinbarung aufgelöst würden und ein Liquidationsmodus vereinbart sei, so habe die Konkursverwaltung dies so zu akzeptieren.¹²⁵ Eine ähnliche Auffassung vertritt MATTHIAS STAEHELIN. Danach habe die Konkursverwaltung eine Auflösung vor der Konkureröffnung (sei es infolge automatischer Beendigung, sei es durch Kündigung) hinzunehmen. Dagegen könne sie nicht zur Vertragserfüllung gezwungen werden, indem die solvente Partei ein Kündigungsrecht für den Konkursfall nicht ausübe. Die Geschäfte würden ipso iure mit der Konkureröffnung aufgelöst und die Konkursverwaltung könne in diesem Fall nach Abs. 2^{bis} SchKG vorgehen. Dadurch werde ein „umgekehrtes cherry picking“ durch die solvente Partei verhindert.¹²⁶

Demnach dürfte feststehen, dass eine Close-out-Netting-Regelung, die zur Vertragsauflösung vor der Konkureröffnung (oder spätestens mit dieser) führt, zulässig und von der Konkursverwaltung zu akzeptieren ist. Darüber hinaus steht Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG einem Kündigungsrecht für den Konkursfall m.E. nicht entgegen, sofern der solvente Vertragspartner rückwir-

¹²⁰ PLENIO, Diss., 120; DERS., SZW, 138, 146.

¹²¹ PLENIO, SZW, 138, 146; vgl. DERS., Diss., 126.

¹²² PLENIO, SZW, 146.

¹²³ PLENIO, Diss., 126; DERS., SZW, 138, 146.

¹²⁴ PLENIO, Diss., 126.

¹²⁵ PLENIO, Diss., 127.

¹²⁶ STAEHELIN M., 66.

kend per Konkursöffnung kündigt. Bleibt eine Kündigung aus, so hat die Konkursverwaltung Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG anzuwenden, sofern sie mit der Gegenpartei nicht die Weiterführung des Vertrags vereinbart.

(iv) Der Anwendungsbereich von Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG ist auf bestimmte Transaktionen beschränkt. Aus der Umschreibung der erfassten Geschäfte, wiewohl als „sehr breit“¹²⁷ bezeichnet, wird nicht ohne Weiteres klar, ob bspw. unter einem GMSLA abgeschlossene Securities-Lending-Transaktionen vom Tatbestand erfasst werden.¹²⁸ Deshalb stellt sich die Frage, ob Clo-

¹²⁷ DUBACHER, 101; vgl. BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 38. – Kritisch zur Umschreibung der erfassten Geschäfte: STAEHELIN M., 62/63.

¹²⁸ ZOBL/KRAMER (Rz. 1307) sind der Auffassung, dass die Rückerstattungspflicht des Borrowers nicht als Termingeschäft zu qualifizieren und deshalb die Anwendbarkeit von Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG im Konkurs des Darleihers ausgeschlossen sei. Sie berufen sich auf BERTSCHINGER (Rechtsprobleme I, 127) der zwar a.a.O. die Meinung vertritt, dass die Rückerstattungspflicht ein Wertschriftendarlehen nicht zum Termingeschäft mache, aber jene als relative Fixgeschäfte qualifiziert (ebenso DUBACHER, 93; vgl. RAYROUX, Journée, 88/89) und unter Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG subsumiert (BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 127 f., 32 f.; DERS., AJP, 891 FN 34;). DUBACHER schliesst sich dieser Folgerung an, jedoch lediglich für die Phase zwischen dem Abschluss der Transaktion und der Übertragung der Effekten. Danach liege die Grundvoraussetzung eines schwebenden Rechtsgeschäfts nicht mehr vor, weil kein vollkommen zweiseitiges Vertragsverhältnis mehr gegeben sei, das nicht oder nur teilweise erfüllt sei. Denn das Entgelt stehe in einem Synallagma zu Übertragungspflicht, nicht zur Rückübertragungspflicht (ebenso PLENIO, Diss., 28). Securities Lending falle deshalb nach der Übertragung der Effekten nicht unter Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG (DUBACHER, 93 f.). Die Argumentation von DUBACHER fokussiert auf eine isolierte Securities-Lending-Transaktion und lässt den Rahmen eines Master Agreement mit dem vereinbarten Single Agreement Concept ausser acht, das ein Austauschverhältnis unter sämtlichen Leistungspflichten, die unter den verschiedenen Transaktionen offen sind, begründet. PLENIO (Diss., 33) erachtet es zudem entgegen DUBACHER als unerheblich, ob es sich bei der nicht erfüllten Leistung um eine synallagmatische Haupt- oder bloss um eine Nebenpflicht handelt. Die Unsicherheiten werden noch dadurch genährt, dass im Zusammenhang mit Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG meist von einer Regelung für Derivate die Rede ist (und Securities-Lending- sowie Repurchase-Transaktionen keine Derivate sind). – STAEHELIN M. (65) schreibt angesichts der vielen offenen Fragen nicht ohne Grund, dass sich der Gesetzgeber besser mit der Gültigkeit von Vertragsbeendigungsklauseln als mit einer „Sonderregelung für Derivate“ befasst hätte (vgl. STAEHELIN D., 367). Auf diese Subsumptionsfragen und namentlich die weitere Frage, ob alle Securities-Lending-Transaktionen, die unter einem GMSLA eingegangen werden, wie auch die aus diesem selbst fliessenden Ansprüche vom Netting ex lege nach

se-out-Netting-Regelungen in *Verträgen, die nicht in den Anwendungsbe-
reich von Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG fallen*, e contrario nicht konkursbeständig
sind und in solchen Fällen zwingend das Eintrittsrecht gemäss Abs. 2 gilt,
das cherry picking ermöglicht, oder ob Close-out-Netting-Vereinbarungen
vorgehen.

Letzteres ist zu bejahen. Aus Abs. 2^{bis} von Art. 211 SchKG darf nicht gefol-
gert werden, dass das vertraglich vereinbarte Close-out Netting unwirksam
sei und die Konkursverwaltung ungeachtet der vertraglichen Regelung die
Realerfüllung verlangen dürfe, wenn die Tatbestandsvoraussetzungen von
Abs. 2^{bis} nicht erfüllt sind und damit *diese* Ausnahme vom Eintrittsrecht der
Konkursverwaltung nicht greift. Auch nach der Einführung von Abs. 2^{bis}
sollte Art. 211 Abs. 2 SchKG keine materiellrechtliche Regelung betreffend
die Auflösung von Verträgen enthalten, wonach entsprechende Vertragsklauseln
unzulässig wären, welche die Auflösung im Konkursfall vorsehen.¹²⁹

(v) *Ergebnis*: Die Close-out-Netting-Regelungen des GMSLA, welche die
Beendigung des GMSLA und der darunter abgeschlossenen Transaktionen
regeln, sind mit Art. 211 SchKG vereinbar und gehen dessen Abs. 2 und
Abs. 2^{bis} vor. Dieses Ergebnis beruht auf einem weitgehend gesicherten Mei-
nungsstand, sofern die Parteien im Master Agreement im Voraus die vorzei-
tige automatische Auflösung, rückwirkend auf einen Zeitpunkt unmittelbar
vor der Konkursöffnung, vorsehen. Daraus folgt die Empfehlung, das Risi-
ko der Unwirksamkeit von Close-out Netting im Konkurs zu reduzieren,
indem vertraglich eine automatische Beendigung (*Automatic Early Termina-
tion*), ausgelöst durch die Konkursöffnung, rückwirkend auf einen Zeit-
punkt unmittelbar vor der Konkursöffnung, vereinbart wird. Gleiches gilt
für Nachlassverfahren, die zu einem Nachlassvertrag mit Vermögensabtretung
führen.

Art. 211 Abs. 2^{bis} erfasst werden, braucht jedoch nicht näher eingegangen zu wer-
den, weil sich zeigen wird, dass das vertraglich vereinbarte Close-out Netting
Art. 211 SchKG vorgeht.

¹²⁹ BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 13, 27 f., 30 f.; STAEHELIN D., 367; PLENIO,
Diss., 125 f.; HESS/WYSS, 1229; STAEHELIN M., 66; GIOVANOLI, 285; vgl. auch
DUBACHER, 103 ff.

*bbb) Vorrang der Liquidationsberechnung gemäss GMSLA
vor Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG*

(i) Neben dem Ausschluss des Eintrittsrechts der Konkursverwaltung enthält Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG Vorgaben, wie die Forderungen der Parteien zu berechnen sind.¹³⁰ Auch das GMSLA enthält Liquidationsregeln, die jedoch erheblich detaillierter sind als die gesetzlichen Berechnungsregeln, und die beiden Methoden weichen, wenn auch nicht fundamental, so doch in den Einzelheiten voneinander ab.¹³¹ Aus diesem Grunde ist die folgende weitere Frage wesentlich: Sind die in Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG vorgesehenen *Berechnungsmodalitäten* für die Forderung, die im Konkurs geltend gemacht werden kann, *zwingend oder dispositiv*?

Die Lehre ist sich diesbezüglich uneins, und es ist kein Präjudiz ergangen. Mit der wohl überwiegenden Lehre ist eine vertragliche Abweichung von der gesetzlichen Berechnungsweise m.E. grundsätzlich zulässig (zu den Schranken: hinten (ii)).¹³² Es ergibt sich dies aus ähnlichen Gründen wie die Zulässigkeit von Auflösungsvereinbarungen.¹³³ Die Parteien können zwar nicht das konkursrechtliche Prozedere, die Abwicklung von Forderungen und Schulden im Konkurs, ändern, doch mittels ihres Vertrags können sie den Berechnungsmodus für die daraus – *auch* im Konkursfall – fließenden Forderungen bestimmen.¹³⁴ Grundsätzlich – d.h. unter Vorbehalt der zwingenden konkursrechtlichen Abwicklungsregeln – richtet sich mithin nach materiellem Recht und nicht nach Vollstreckungsrecht, welche Ansprüche den

¹³⁰ Vgl. BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 40.

¹³¹ Vgl. auch etwa: PLENIO, Diss., 112 oben; PLENIO, SZW, 137; BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 41.

¹³² BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 13, 41; DUBACHER, 108 ff.; BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 129; DERS., AJP, 895 f.; RAYROUX, SZW, 14; PLENIO, Diss., 125 ff., soweit der Vertrag im Konkursfall automatisch aufgelöst wird (nicht aber bei blossem Kündigungsrecht; ebenso: PLENIO, SZW, 146); *a.M.*: HESS/WYSS, 1228; STAEHELIN D., 375 (unklar bleibt, ob STAEHELIN – bei Einhaltung der konkursrechtlichen Grundprinzipien [insb. keine Schaffung anderer als der gesetzlichen Konkursprivilegien] – eine Abweichung als zulässig erachten würde, sofern kein weiterer Schadenersatz i.S. des positiven Vertragsinteresses vereinbart wird).

¹³³ PLENIO, Diss., 121.

¹³⁴ PLENIO, Diss., 122 f.

Parteien aus einem Vertrag zustehen, was auch im Falle der Auflösung zufolge Konkurses gilt.¹³⁵ So hält DANIEL STAEHELIN fest:

„Vereinbarungen über die Folgen einer vorzeitigen Vertragsauflösung sind daher, sofern sie materiellrechtlich gültig sind, grundsätzlich auch im Falle der Auflösung des Vertrages durch Konkurs zu beachten.“¹³⁶

PLENIO kommt hinsichtlich der Rechtslage vor Inkrafttreten von Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG zu folgendem Schluss:

„[...] dass einer Abmachung zwischen den Parteien, wonach ein Vertrag im Fall des Konkurses aufgelöst und nach einem bestimmten Modus liquidiert wird, weder Art. 211 Abs. 2 noch eine andere SchKG-Bestimmung entgegensteht. Der ‘konkursrechtliche Liquidationsmodus’ wird dadurch nicht ausgeschaltet, die aus dem vertraglichen Liquidationsmodus allenfalls resultierenden Ansprüche werden anschliessend in ‘einer dem Zweck des Konkurses angepassten Form erfüllt’ (konkursrechtliche Liquidation).“¹³⁷

Satz 2 von Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG gibt eine Berechnungsregel für aus den erfassten Geschäften fliessende Forderungen. Zwar handelt es sich mithin um eine materiellrechtliche Regelung¹³⁸, doch bezweckte der Gesetzgeber nicht, die vertragliche Vereinbarung der Berechnungsmodalitäten auszuschliessen. Andernfalls hätte der Gesetzgeber dies deutlich machen müssen.¹³⁹ Dies gilt umso mehr, als die Gesetzgebung vor dem spezifischen Hintergrund der gebräuchlichen Close-out-Netting-Vereinbarungen erfolgte, deren Verbindlichkeit geschützt und nicht ausgeschlossen werden sollte.

¹³⁵ BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 13, 41; PLENIO, Diss., 122 f.; vgl. auch BGE 104 III 84 E. 3b S. 90/91 („Welches die Auswirkungen des Konkurses auf die Verträge des Gemeinschuldners sind, ist nicht in erster Linie eine vollstreckungsrechtliche Frage, sondern eine solche des materiellen Rechts“). Vgl. STAEHELIN D., 369, *aber* auch 375, wonach es unzulässig sei, weiteren Schadenersatz i.S. des positiven Interesses zu vereinbaren (ebenso: PLENIO, Diss., 110).

¹³⁶ STAEHELIN D., 369.

¹³⁷ PLENIO, Diss., 123.

¹³⁸ PLENIO, Diss., 125.

¹³⁹ PLENIO, Diss., 126.

Im Ergebnis sind demnach von Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG abweichende Liquidationsberechnungen zulässig.¹⁴⁰

(ii) Die Schranken werden durch den zwingenden Grundsatz gesetzt, wonach die Konkursmasse zur Deckung solcher Forderungen bestimmt ist, die auch ohne den Konkurs bestehen würden, da andernfalls ein vom Gesetz nicht vorgesehenes Konkursprivileg geschaffen würde und damit – unabhängig davon, ob eine Umgehungsabsicht besteht oder nicht¹⁴¹ – eine Gesetzesumgehung vorläge.¹⁴² Darunter fallen beispielsweise sog. „walk-away-Klauseln“, wonach die aus dem Close-out Netting folgende Nettoschuld nur zahlbar ist, wenn der Konkursit sie schuldet, nicht dagegen, falls die Schuld den solventen Vertragspartner treffen sollte.¹⁴³ Allgemein fallen Klauseln unter das Verbot, die vorsehen, dass der Konkursit im Konkursfall mehr schuldet oder weniger erhalten soll als ohne die Vereinbarung, wobei nach STAEHELIN unerheblich sei, ob die Klausel auch in anderen Fällen der Leistungsstörung gelten soll.¹⁴⁴ Keine Umgehung liegt dagegen vor, wenn Leistung und Gegenleistung nicht in einem Missverhältnis stehen.¹⁴⁵

Als weitere Beispiele zwingender Schranken seien erwähnt:

- Sofern die Auflösung nicht früher erfolgte, sind für die Berechnungen unter dem Close-out Netting zwingend die Werte zum Zeitpunkt der Konkurseröffnung massgebend;¹⁴⁶ es darf nicht auf spätere Kurse, Preise und andere Werte abgestellt werden, es sei denn, die Wertbestimmung zum Zeitpunkt der Konkurseröffnung sei (z.B. wegen Marktunterbrüchen) nicht möglich;

¹⁴⁰ BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 41 (a.E.); BERTSCHINGER, AJP, 895; RAYROUX, SZW, 14. Im Ergebnis ebenso: PLENIO, Diss., 126 f.; GIOVANOLI, 285 f.; a.M. STAEHELIN D., 375; HESS/WYSS, 1228, 1229.

¹⁴¹ STAEHELIN D., 370 (m.Nw.).

¹⁴² BGE 41 III 136 ff.; STAEHELIN D., 369, 370; KRYKA, 56.

¹⁴³ ZOBL/WERLEN, ISDA, 134 ff.; HESS/WYSS, 1229; DUBACHER, 110; vgl. auch STAEHELIN D., 374.

¹⁴⁴ STAEHELIN D., 370.

¹⁴⁵ STAEHELIN D., 372.

¹⁴⁶ Vgl. auch: BaK SchKG II-SCHWOB, Art. 211, N 40; PLENIO, SZW, 138, 146.

- Ende des Zinsenlaufs gemäss Art. 208 f. SchKG;
- Ausschluss der Überbindung ausserprozessualer Rechtsverfolgungskosten im Vollstreckungsverfahren (Art. 27 Abs. 3 Satz 2 SchKG);
- die Anfechtungstatbestände (Art. 214, 285 ff. SchKG).

(iii) *Ergebnis*: Die in den Close-out-Netting-Regelungen von Master Agreements wie dem GMSLA enthaltenen Abweichungen von der Berechnungsvorgabe gemäss Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG sind unter Vorbehalt der oben erwähnten Schranken auch im Konkurs wirksam.

b) *Vereinbarkeit mit den Schranken der Verrechnung im Konkurs*
(Art. 213 f. SchKG)

aa) *Allgemeines*

Das Verrechnungsregime des schweizerischen Konkursrechts ist liberal und lässt die Verrechnung im Konkurs grundsätzlich zu.¹⁴⁷ Art. 213 Abs. 1 SchKG lautet:

„Ein Gläubiger kann seine Forderung mit einer Forderung, welche dem Schuldner ihm gegenüber zusteht, verrechnen.“

Die Verrechnung im Konkurs ist selbst dann möglich, wenn ein Gläubiger eine nicht fällige Forderung mit einer Forderung, die dem Konkursiten ihm gegenüber zusteht, verrechnen will.¹⁴⁸ Forderungen gegen den Gemeinschuldner werden zudem mit der Konkurseröffnung ohne weiteres fällig, ausgenommen durch Grundstücke des Konkursiten pfandrechtl. gedeckte Forderungen.¹⁴⁹

¹⁴⁷ Art. 213 Abs. 1 SchKG.

¹⁴⁸ Art. 123 Abs. 1 OR; KRYKA, 57; PLENIO, Diss., 66.

¹⁴⁹ Art. 208 Abs. 1 SchKG; PLENIO, Diss., FN 137.

bb) Schranken

(i) Das Verrechnungsrecht ist allerdings in den folgenden Fällen ausgeschlossen:

- Wenn ein Gläubiger des Gemeinschuldners erst nach der Konkurseröffnung Schuldner desselben oder der Konkursmasse wird; oder
- wenn ein Schuldner des Konkursiten erst nach der Konkurseröffnung dessen Gläubiger wird. In diesem Fall ist eine Verrechnung dennoch u.a. dann zulässig, wenn der Schuldner des Konkursiten eine vorher eingegangene Verpflichtung erfüllt und dadurch nach der Konkurseröffnung Gläubiger des Konkursiten wird.¹⁵⁰

Die Verrechnung im Konkurs ist ferner durch die *Verrechnungspauliana* eingeschränkt (Art. 214 SchKG). Hat ein Schuldner des Konkursiten vor der Konkurseröffnung eine Forderung gegen den Konkursiten erworben und hatte er Kenntnis von der Zahlungsunfähigkeit des Konkursiten, so ist die Verrechnung anfechtbar, wenn der Schuldner die Forderung erworben hat, um sich oder einem Dritten zulasten der Konkursmasse durch die Verrechnung einen Vorteil zu verschaffen.¹⁵¹

Die zitierten Einschränkungen gemäss Art. 213 Abs. 2 und Art. 214 SchKG sind *in jedem schweizerischen Konkursverfahren zwingend anzuwenden*, selbst wenn das Verrechnungsverhältnis ausländischem Recht untersteht.¹⁵²

(ii) Erfolgt das Close-out Netting gemäss Parteivereinbarung spätestens auf den Zeitpunkt der Konkurseröffnung hin, so werden alle Transaktionen und das GMSLA zu diesem Zeitpunkt aufgelöst, und es sind die dann bestehenden Forderungen und Schulden zu bestimmen. Allfällige spätere Transaktionen werden vom Close-out Netting nicht erfasst, womit ein Verstoß gegen Art. 213 Abs. 2 SchKG grundsätzlich ausgeschlossen ist.

¹⁵⁰ Art. 213 Abs. 2 SchKG. Die Verrechnung ist auch dann zulässig, wenn der Schuldner des Konkursiten eine für die Schuld des Gemeinschuldners als Pfand haftende Sache einlöst, deren Eigentümer er ist oder an der ihm ein beschränktes dingliches Recht zusteht.

¹⁵¹ Art. 214 SchKG.

¹⁵² KRYKA, 148.

cc) Anerkennung erleichterter Verrechnung

Abgesehen von den Ausnahmen gemäss Art. 213 Abs. 2 SchKG und insb. Art. 214 SchKG, die eher pathologische Fälle beschlagen, bleibt es bei der Regel, dass ein „Gläubiger [...] seine Forderung mit einer Forderung, welche dem Schuldner ihm gegenüber zusteht, verrechnen [kann]“ (Art. 213 Abs. 1 SchKG).

Die zitierte Bestimmung wirft jedoch die Grundsatzfrage auf, ob Art. 213 Abs. 1 SchKG nur Verrechnungen i.S.v. Art. 120 ff. OR zulässt, d.h. erfordert, dass die Voraussetzungen und Schranken der Verrechnung gemäss den erwähnten Bestimmungen des OR eingehalten sind, oder ob eine Verrechnung durch den Konkursgläubiger im Konkurs auch unter Voraussetzungen zulässig ist, die gegenüber denjenigen des Gesetzes erleichtert sind.

(i) Gemäss AEPLI ist eine Verrechnung unter erleichterten Voraussetzungen auch im Konkurs hinzunehmen, sofern die Verrechnungserklärung *vor der Konkurseröffnung* erfolgte.¹⁵³ Nach KRYKA gilt generell, dass eine Verrechnung unter dem Gesichtspunkt von Art. 213 SchKG gültig ist, wenn die Verrechnung vor der Konkurseröffnung erklärt wurde (Art. 214 SchKG vorbehalten).¹⁵⁴ Für die Vertragsgestaltung folgt daraus einmal mehr die Empfehlung, vertraglich die *vorzeitige automatische Auflösung und damit das Close-out Netting mit Wirkung spätestens* auf den Zeitpunkt unmittelbar vor oder gleichzeitig mit der *Konkurseröffnung* vorzusehen, um das Risiko der Unwirksamkeit der Verrechnung zu reduzieren. Das GMSLA enthält mit einer solchen Regelung eine antizipierte Close-out-Netting-Erklärung, die durch den Bedingungseintritt wirksam wird.

(ii) Auch unter Einhaltung der soeben empfohlenen Kautelen ist sodann der Bedeutung der Auffassung von AEPLI nachzugehen, wonach die Vereinbarung von Verrechnungsvoraussetzungen, die sich verglichen mit den gesetzlichen Erfordernissen als Erleichterungen für den Konkursgläubiger auswirken, unzulässig sei, sofern sie „*im oder für den Konkurs getroffen*“ wurde.¹⁵⁵

¹⁵³ ZK-AEPLI, Art. 123 OR, N 12.

¹⁵⁴ KRYKA, 87.

¹⁵⁵ ZK-AEPLI, Art. 123 OR, N 11. Vgl. auch STAEHELIN D., 370 FN 69, 374.

Das erste Szenario – Vereinbarung von Erleichterungen *im* Konkurs – trifft auf den hier untersuchten Sachverhalt nicht zu, der sich auf GMSLAs und Close-out-Netting-Vereinbarungen bezieht, die bei Konkurseröffnung bereits in Kraft stehen. Diese werden allerdings durchaus unter anderem für den Konkursfall vereinbart. Dennoch sind die Erleichterungen und damit die Verrechnung entgegen AEPLI m.E. auch im Konkurs gültig:

Den Gegenstand der vorliegenden Ausführungen bildet Securities Lending unter dem GMSLA und damit ein internationaler Sachverhalt.¹⁵⁶ Wie bereits erwähnt, richten sich deshalb die Voraussetzungen der Verrechnung nach dem Verrechnungsstatut und damit aufgrund der Rechtswahl im GMSLA nach englischem Recht.¹⁵⁷ Sind nach diesem Recht die vertraglich vorgesehenen Verrechnungserleichterungen zulässig – und von dieser Annahme ist auszugehen –, so ist dies auch in einem schweizerischen Konkursverfahren anzuerkennen und wirksam, jedenfalls soweit nicht das Gegenseitigkeitserfordernis aufgehoben ist.¹⁵⁸ Die Einschränkungen gemäss Art. 213 Abs. 2 und Art. 214 SchKG bieten den erforderlichen und genügenden, sachgerechten Schutz.¹⁵⁹

3. Folgerungen für die Vertragsgestaltung

Im Falle des Abschlusses eines GMSLA mit einer Schweizer Partei sollte man die gemäss dem GMSLA vorgesehene „Optional Early Termination“ ersetzen, indem statt dessen im Schedule zum GMSLA *Automatic Early Termination* gewählt wird. Diese Wahl sollte für die Fälle der Eröffnung des Konkurses oder eines Nachlassverfahrens mit Vermögensabtretung – und nur für diese beiden Fälle – betreffend die Schweizer Partei getroffen werden, und zwar rückwirkend auf den Zeitpunkt unmittelbar vor Eintritt dieser Ereignisse.

¹⁵⁶ Vgl. BaK IPRG-SCHNYDER/GROLIMUND, Art. 1, N 6; vgl. auch BERTSCHINGER, Rechtsprobleme II, 190 ff.

¹⁵⁷ Vorn, IV.1.c)aa).

¹⁵⁸ So überzeugend: KRYKA, 148 f.

¹⁵⁹ KRYKA, 149.

Es ist wichtig, dass die Parteien die Wahl der Automatic Early Termination für die Schweizer Partei ausdrücklich auf die beiden erwähnten Fälle beschränken. Denn das GMSLA schliesst – im Falle der Wahl einer *Automatic Early Termination* – als auslösende Ereignisse eine „*Petition for Winding up*“, die Bestellung eines Liquidators und ähnliches ein. Das ist bezüglich einer Schweizer Partei unerwünscht. Insbesondere ist zu verhindern, dass die Verfügung irgendwelcher Schutzmassnahmen i.S.v. Art. 26 Abs. 1 BankG durch die FINMA automatisch alle GMSLA und sämtliche unter diesen getätigten Transaktionen der betroffenen Bank (bzw. des Effektenhändlers) zu Fall bringt und so dieses Finanzinstitut und möglicherweise die Finanzmarktstabilität gefährdet.¹⁶⁰ Ein blosses Kündigungsrecht anstelle einer automatischen Auflösung ist vorzuziehen, ausser in denjenigen Fällen, in denen sonst die Wirksamkeit des Close-out Netting gefährdet wäre.¹⁶¹ Eine Gefährdung aber besteht m.E. nur bei Konkurseröffnung oder im Falle eines Nachlassvertrags mit Vermögensabtretung. Deshalb sollte im Anhang zum GMSLA die *Automatic Early Termination* für eine Schweizer Partei auf diese beiden Fälle beschränkt werden.

Die für die entsprechenden Branchenverbände jährlich abzugebende Legal Opinion zum schweizerischen Recht betreffend Securities Lending Master Agreements und das Global Master Repurchase Agreement, für die der Schreibende verantwortlich zeichnet, enthält seit Jahren die Empfehlung der Vereinbarung einer Automatic Early Termination, beschränkt auf die beiden erwähnten Fälle, und einen entsprechenden Formulierungsvorschlag. Diese Empfehlungen scheinen in der Praxis für GMSLAs und GMRAs beachtet zu werden, was das berechtigte Postulat von PLENIO¹⁶² unterstützt, es sei von einer gesetzlichen Kompetenz zur kurzzeitigen Ausserkraftsetzung von Close-out-Netting-Regelungen abzusehen.¹⁶³

¹⁶⁰ Vgl. PLENIO, SZW, 145. Vgl. auch hinten, V.2.b)bb).

¹⁶¹ Ebenso PLENIO, SZW, 145 f.

¹⁶² PLENIO, SZW, 145 f.

¹⁶³ Dazu hinten, V.2.b).

V. Close-out Netting und Bankeninsolvenzrecht im Besonderen

1. Verbindlichkeit des Close-out Netting unter geltendem Bankeninsolvenzrecht

Die Rechtsverbindlichkeit und Durchsetzbarkeit von Close-out-Netting-Bestimmungen wird durch das Bankengesetz massgeblich gestützt:

a) *Schutz von Aufrechnungsvereinbarungen nach Art. 27 Abs. 3 BankG*

Art. 27 BankG handelt gemäss dem Marginale von „Systemschutz“. Dessen Absatz 3 stellt klar, dass „Aufrechnungsvereinbarungen“ auch dann rechtsverbindlich bleiben, wenn bestimmte Schutzmassnahmen gegen eine Bank oder einen Effekthändler i.S. des Banken- und Börsengesetzes¹⁶⁴ verfügt werden. Art. 27 Abs. 3 BankG lautet in der gegenwärtig in Kraft stehenden Fassung:

„Die rechtliche Verbindlichkeit im Voraus geschlossener Aufrechnungsvereinbarungen [...] bleibt von Massnahmen nach Artikel 26 Absatz 1 Buchstaben f-h unberührt.“

Die zitierte Bestimmung zielt mit dem *Begriff* „Aufrechnungsvereinbarungen“ spezifisch auf Close-out-Netting-Regelungen in Master Agreements wie beispielsweise dem GMSLA ab.¹⁶⁵ Erklärermassen zum Zwecke des Systemschutzes wird festgeschrieben, dass die Rechtsverbindlichkeit von Close-out-Netting-Vereinbarungen durch Schutzmassnahmen nach Art. 26 Abs. 1 lit. f-h BankG nicht beeinträchtigt wird, vorausgesetzt, dass die Regelungen im Voraus vereinbart wurden.

Bankenrechtliche Massnahmen nach Art. 26 Abs. 1 lit. f-h BankG umfassen das Verbot von Effekentransaktionen, von Auszahlungen, der Entgegennahme von Zahlungen, sowie die Verfügung der Schliessung der Bank, einer

¹⁶⁴ Art. 27 Abs. 3 BankG gilt auch für Effekthändler (Art. 36a BEHG).

¹⁶⁵ Siehe BaK-HESS/KÜNZI, Art. 27 BankG, N 20; SCHWOB, Art. 27 BankG, N 5 f.

Stundung oder eines Fälligkeitsaufschubs¹⁶⁶. Die gegenwärtige geltende Fassung von Art. 27 Abs. 3 BankG äussert sich damit nicht zur Gültigkeit von Aufrechnungsvereinbarungen im Falle *anderer als der in Art. 26 Abs. 1 lit. f-h BankG erwähnten Schutzmassnahmen*, einer *Sanierung* oder eines *Konkurses* einer Bank oder eines Effektenhändlers. Es drängt sich deshalb die Frage auf, ob die Systemschutzbestimmung von Art. 27 Abs. 3 BankG auch in diesen Fällen anwendbar ist. Die Frage ist bereits unter dem geltenden Recht zu bejahen.¹⁶⁷ Wenn schon Close-out-Netting-Vereinbarungen gemäss Gesetzeswortlaut bei besonders einschneidenden Schutzmassnahmen zum Zweck des Systemschutzes gültig bleiben sollen (mithin bei den Massnahmen nach Art. 26 Abs. 1 lit. f-h BankG), so muss dies *in maiore minus* – analog – namentlich im Konkurs, aber auch in den anderen erwähnten Fällen von Schutzmassnahmen und bei einer Sanierung gelten.

b) Folgerungen

Aus den obigen Ausführungen folgt dreierlei:

- Das Bankengesetz setzt die Rechtsverbindlichkeit von Close-out Netting als gegeben voraus;¹⁶⁸
- es bringt zum Ausdruck, dass Close-out Netting dem Systemschutz dient; und
- dass das gesetzgeberische Interesse an der Geltung dieses Instruments des Systemschutzes so wichtig ist, dass es auch durch die einschneidenden Schutzmassnahmen, welche die FINMA verfügen kann, nicht ausser Kraft gesetzt werden soll. Gleiches gilt m.E., wenn auch nicht nach ausdrücklicher gesetzlicher Anordnung, so doch kraft Auslegung bzw. analog für sämtliche Insolvenzmassnahmen des elften und zwölften Abschnitts des Bankengesetzes bereits unter geltendem Recht.

¹⁶⁶ Ausgenommen für pfandgedeckte Forderungen von Pfandbriefzentralen (Art. 26 Abs. 1 lit. h BankG).

¹⁶⁷ S. PULVER/SCHOTT, 270 f., 278 f.; vgl. auch BaK-HESS/KÜNZI, Art. 27 BankG, N 22, wonach der Begriff „Massnahme“ in Art. 27 Abs. 3 BankG extensiv zu interpretieren sei.

¹⁶⁸ Ebenso: PLENIO, SZW, 138.

Zusammenfassend folgt, dass Art. 27 Abs. 3 BankG einen zusätzlichen Schutz von Close-out-Netting-Vereinbarungen mit Banken und Effektenhändlern (und zwar für beide Parteien) bewirkt. Diese Feststellungen sind bei der Beurteilung der Vereinbarkeit und Durchsetzbarkeit von Close-out-Netting-Regelungen mit dem schweizerischen Recht über den Geltungsbereich der Normen des Bankeninsolvenzrechts hinaus von Bedeutung. Denn das gemeine Konkursrecht enthält keine gegenüber dem Bankeninsolvenzrecht spezifische Norm, die eine andere Beurteilung erfordern würde (systematisches Auslegungselement).

2. Revision des Bankeninsolvenzrechts und Close-out Netting

Mit Schlussabstimmung vom 18. März 2011 haben die Eidgenössischen Räte eine Revision des Bankeninsolvenzrechts¹⁶⁹ abgeschlossen, die Teil der Revision der Einlagensicherung bildete (im Folgenden kurz: revBankG). Die verabschiedeten Bestimmungen zum Bankeninsolvenzrecht sollen mit den weiteren Änderungen aus der „too-big-to-fail“-Vorlage in Kraft treten, wohl frühestens Mitte 2012. Einzelne Bestimmungen sind für das Close-out Netting relevant, wie im Folgenden kurz erläutert wird.

a) Erweiterter Schutz von Aufrechnungsvereinbarungen nach Art. 27 Abs. 3 revBankG

Der Gesetzgeber hat Art. 27 Abs. 3 BankG im oben dargelegten Sinne klargestellt. Am 18. März 2011 hat das Parlament eine Änderung u.a. dieser Bestimmung verabschiedet, wonach die Rechtsverbindlichkeit von Aufrechnungsvereinbarungen von jeglichen Anordnungen des elften und zwölften Abschnittes des Bankengesetzes unberührt bleibt. Die neue Fassung lautet wie folgt:

„Die rechtliche Verbindlichkeit im Voraus geschlossener Aufrechnungsvereinbarungen [...] bleibt von sämtlichen Anordnungen unter dem elften und zwölften Abschnitt dieses Gesetzes unberührt.“

¹⁶⁹ Vgl. Botschaft des Bundesrats vom 12. Mai 2010 zur Änderung des Bankengesetzes (Sicherung der Einlagen), BBl 2010, 3993 ff.

Der elfte Abschnitt betrifft „Massnahmen bei Insolvenzgefahr“, einschliesslich Schutzmassnahmen und Sanierung, der zwölfte handelt von der Liquidation insolventer Banken, dem Bankenkonzurs.

Damit werden die vorn¹⁷⁰ gezogenen Folgerungen bestätigt werden.

b) Keine Aufhebung der Wirksamkeit von Auflösungsklauseln in Sanierungsverfahren gemäss dem revidierten Bankengesetz

Im Verlaufe der Revision des Bankeninsolvenzrechts ist in Betracht gezogen worden, dass das Close-out Netting in *Sanierungsverfahren* betreffend Banken und Effekthändler, in gewissen Fällen ausser Kraft gesetzt werde. Auch auf internationaler Ebene werden ähnliche Überlegungen angestellt. Daraus folgt die Frage, was im Rahmen der hängigen „too-big-to-fail“-Vorlage und insbesondere der darauf beruhenden Verordnung zur Bankensanierung, die in Ausarbeitung ist, zu erwarten ist.

aa) Folgerungen aus dem revidierten Bankeninsolvenzrecht vom 18. März 2011

Das vom Parlament im März 2011 verabschiedete revidierte Bankengesetz sieht vor, dass der Sanierungsplan u.a. eine Vermögensübertragung, d.h. eine Übertragung von Vermögen, Vermögensteilen oder von Vertragsverhältnissen der Bank auf einen anderen Rechtsträger, oder eine Änderung der Beteiligungsstruktur anordnen kann.¹⁷¹ Vor diesem Hintergrund hatte zuvor der Vorentwurf in Art. 31 Abs. 3 VE-BankG statuiert, dass eine Änderung der Beteiligungsstruktur oder die Übertragung von Vertragsverhältnissen im Rahmen einer Sanierung keinen Grund für die Auflösung einzelner Schuldverhältnisse darstelle und entgegenstehende vertragliche Bestimmungen als unwirksam gelten würden. Aus dem erläuternden Bericht zum Vorentwurf¹⁷²

¹⁷⁰ Vorn, V.1.b).

¹⁷¹ Siehe Art. 30 Abs. 2 und Abs. 3 revBankG.

¹⁷² Siehe Erläuternder Bericht zu einem Bundesgesetz über die Sicherung der Bankeinlagen vom 11. September 2009, 53 f.

war zu schliessen, dass sich der Anwendungsbereich dieser Regelung auch auf „Aufrechnungsverträge (*close-out netting*-Verträge)“ erstrecken sollte.

Die soeben erläuterte Bestimmung von Art. 31 Abs. 3 VE-BankG wurde – nach Kritik im Vernehmlassungsverfahren – kommentarlos fallen gelassen und war sodann zu Recht weder im bundesrätlichen Entwurf noch in der vom Parlament am 18. März 2011 beschlossenen Fassung enthalten. Sofern das Gesetz unverändert in Kraft gesetzt werden wird, folgt daraus m.E. zwingend, dass Close-out-Netting-Bestimmungen im Falle einer Änderung der Beteiligungsstruktur oder der Übertragung von Vertragsverhältnissen im Rahmen einer Sanierung (und ebenso im Konkurs) unter schweizerischem Recht beachtlich bleiben.¹⁷³ Die Annahme des Gegenteils würde eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage erfordern, die das revidierte Recht gerade nicht enthält, nachdem eine entsprechende Bestimmung vom Gesetzgeber bewusst gestrichen worden ist.

Dass sich eine Unwirksamkeit von Close-out-Netting-Regelungen bei Vermögensübertragungen oder Änderung der Beteiligungsstruktur unter einem Sanierungsplan auch nicht aus Art. 30 Abs. 3 revBankG ableiten lässt, ist aus ähnlichen Überlegungen bereits an anderer Stelle begründet worden,¹⁷⁴ und steht im Einklang mit der vom Parlament im Rahmen der gleichen Revision verabschiedeten, vorn dargestellten Erweiterung des Schutzes von „Aufrechnungsvereinbarungen“ gemäss Art. 27 Abs. 3 revBankG. Daraus folgt, dass kein Spielraum besteht, in der Verordnung eine Einschränkung der Gültigkeit des Close-out Netting bspw. in Sanierungsverfahren vorzusehen.

bb) Bericht der Cross-border Bank Resolution Group – Empfehlung Nr. 9

Die vorn¹⁷⁵ bereits erwähnte Cross-border Bank Resolution Group (CBRG) hat in ihrem Bericht vom März 2010 u.a. zum Close-out Netting in internationalen Bankinsolvenzen Empfehlungen abgegeben.¹⁷⁶ Empfehlung Nr. 8 hebt die Bedeutung von Netting-Vereinbarungen und Collateralisation her-

¹⁷³ PULVER/SCHOTT, 278 ff.

¹⁷⁴ PULVER/SCHOTT, 280 f.

¹⁷⁵ Vorn bei FN 61.

¹⁷⁶ Vgl. dazu PLENIO, SZW, 139 ff.

vor, deren Einsatz zu fördern sei, die aber die Umsetzung von Insolvenzabwicklungen nicht hindern sollten.¹⁷⁷ In Empfehlung Nr. 9 empfiehlt die Cross-border Bank Resolution Group, dass die nationalen Insolvenzbehörden die Kompetenz haben sollten, vertraglich vorgesehene vorzeitige Auflösungsregeln kurzzeitig ausser Kraft zu setzen (ohne dadurch wiederum das ordnungsgemässe Funktionieren von Börsen, zentralen Gegenparteien und anderer wesentlicher Markteinrichtungen zu gefährden), um damit die Übertragung von Finanzmarktverträgen auf einen anderen Rechtsträger zu ermöglichen. Begründet wird diese Forderung damit, dass die Finanzmarktstabilität unterminiert werde und das Risiko einer Ausweitung einer Krise steige, wenn alle Gegenparteien einer insolventen Bank ihre Finanzmarktverträge vorzeitig auflösen würden.¹⁷⁸

Der Bericht der CBRG lag als Entwurf bereits vor, als der unter lit. aa) diskutierte Abs. 3 von Art. 31 VE-BankG nach der Kritik in der Vernehmlassung gestrichen wurde und das Parlament über die Vorlage beschloss. Er rechtfertigt deshalb *nicht* eine andere Interpretation, als dass das revBankG bewusst keine Unwirksamkeit von Close-out-Netting-Bestimmungen in Bankeninsolvenzverfahren vorsieht, zumal da das revBankG Art. 27 Abs. 3 BankG in dem Sinne erweitert, dass „Aufrechnungsvereinbarungen“ von allen Massnahmen unter dem elften und zwölften Abschnitt des Bankengesetzes nicht berührt werden sollen.

Im Übrigen ist m.E. fraglich, ob das von der CBRG angestrebte Ziel erreicht würde oder nicht vielmehr erhebliche Rechtsunsicherheit, die einer effizienten Abwicklung – etwa durch Vertragsübertragungen – höchst schädlich wäre, geschaffen würde, wenn die Schweiz auf einzelstaatlicher Basis vorsehen würde, dass Close-out-Netting-Regelungen in bestimmten Sanierungssituationen vorübergehend unwirksam seien oder unwirksam erklärt werden könnten.¹⁷⁹

¹⁷⁷ Bericht CBRG (FN 61), 2, 36 ff., 39.

¹⁷⁸ Bericht CBRG (FN 61), 2/3, 40 ff., 42; PLENIO, SZW, 139/140, vgl. auch die rechtsvergleichenden Ausführungen S. 140 ff.

¹⁷⁹ GfM. PLENIO, SZW, 135 ff., insb. 143 ff., 147. Vgl. dazu und zur folgenden Begründung PULVER/SCHOTT, 279 und 280 f.

M.E. wäre eine solche schweizerische Regelung untauglich, wenn sie nicht international koordiniert erfolgen würde: Denn die erwähnten, vorwiegend in internationalen Verhältnissen eingesetzten Master Agreements unterstehen – je nach Rechtswahl der Parteien – dem englischen Recht oder demjenigen von New York, und als Gerichtsstand wird entsprechend England oder New York gewählt. Das hat zur Folge, dass die Schweizer Partei sich an die zuständigen Gerichte an diesen Orten wenden muss, wenn sie (bestrittene) Ansprüche gegen die Gegenpartei geltend machen will. In einem solchen Fall hätten *diese* Gerichte darüber zu entscheiden, ob das Master Agreement (und die darunter abgeschlossenen Transaktionen) gemäss den Auflösungsbestimmungen des Master Agreement und trotz der entgegenstehenden Regelung des Schweizer Bankeninsolvenzrechts beendet wurde oder weiter bestand, falls diese Frage strittig wäre. Es ist zweifelhaft, ob ausländische Gerichte einer Insolvenzbestimmung schweizerischen Rechts gegenüber der abweichenden vertraglichen Regelung den Vorrang geben würden.¹⁸⁰ Wenn dies nicht der Fall wäre, wäre die Wirkung einer solchen Insolvenzbestimmung, welche die Unbeachtlichkeit der Close-Out-Netting-Bestimmungen vorsieht, äusserst beschränkt (nämlich bestenfalls auf Verfahren vor Schweizer Gerichten). In jedem Fall aber würden die geschilderten Unwägbarkeiten zu Rechtsunsicherheit führen,¹⁸¹ die einer Sanierung abträglich wäre. Denn es ist wohl in solchen Insolvenzfällen höchst wahrscheinlich, dass ein derartiger Eingriff in die vertraglichen Rechte vor ausländischen Gerichten durch eine Gegenpartei in Frage gestellt würde, da es in aller Regel um grosse Streitwerte gehen wird.

Unter solchen Umständen muss die Rechtssicherheit bezüglich der Durchsetzbarkeit von Close-out-Netting-Vereinbarungen vorgehen. Denn diese bilden ein Schlüsselement des Risikomanagements der Banken. Würde man ausschliessen, dass gegenüber Schweizer Banken oder Effekthändlern die Close-out-Netting-Bestimmungen im Sanierungsfall geltend gemacht werden können, so wäre zweifelhaft, ob Schweizer Banken und Effekthändler weiterhin als Parteien solcher Rahmenverträge akzeptiert würden. Die unter diesen Verträgen abgeschlossenen Transaktionen sind für Schwei-

¹⁸⁰ Vgl. PLENIO, SZW, 145.

¹⁸¹ Ebenso: PLENIO, SZW, 145.

zer Institute und ihre Kunden wichtig, und vor allem ist die durch die Master Agreements und deren Close-out-Netting-Bestimmungen bewirkte Reduktion der Brutto- auf Netto-Risiken nicht nur für das Einzelinstitut bedeutsam (dessen Risiken ebenso wie die erforderliche Eigenmittelunterlegung geringer sind), sondern trägt massgeblich zum Schutz des Finanzsystems bei. Letzteres kommt auch in Art. 27 Abs. 3 BankG zum Ausdruck.

Aus den genannten Gründen ist die vom Parlament am 18. März 2011 verabschiedete Revision des Bankengesetzes beizubehalten, die keine Unwirksamkeit von Close-out-Netting bspw. in bestimmten Sanierungssituationen vorsieht, keine Ermächtigung zu einer solchen materiellrechtlichen Regelung und keine entsprechende Verfügungskompetenz (etwa der FINMA) enthält sowie den Geltungsbereich des Schutzes von Aufrechnungsvereinbarungen nach Art. 27 Abs. 3 revBankG klarstellt, indem die Verbindlichkeit Letzterer ausdrücklich von jeglichen Anordnungen unter dem elften und zwölften Abschnitt des Bankengesetzes nicht tangiert wird. Die Verabschiedung des Berichts der CBRG ändert daran nichts. Eine andere Lösung müsste international abgestimmt sein derart, dass ein solcher Eingriff der Schweizer Behörden namentlich durch englische und New Yorker Gerichte anerkannt würde.

c) Unzulässigkeit der behördlichen Übertragung nur einzelner Transaktionen unter einem Master Agreement (kein cherry picking)

Im Zusammenhang mit Art. 31 Abs. 3 VE-BankG und Art. 30 Abs. 3 rev-BankG wurde vereinzelt die Befürchtung zum Ausdruck gebracht, dass im Rahmen der Übertragung von Vertragsverhältnissen bei einer Sanierung behördlich angeordnet werden könnte, dass nur gewisse Transaktionen, die unter einem Master Agreement abgeschlossen wurden, auf den neuen Rechtsträger (*bridge bank*) übergehen sollen, andere dagegen nicht.¹⁸²

Eine solche Trennung ist m.E. unzulässig: Die erwähnten Master Agreements basieren nach dem im Vertrag ausdrücklich formulierten Parteiwillen auf dem „*Single Agreement Concept*“ (Konzept des Einheitsvertrags)¹⁸³.

¹⁸² Vgl. LANZ MARTIN/FAVRE OLIVIER, Swiss Bridge Bank Legislation, Newsletter Schellenberg Wittmer, September 2010.

¹⁸³ Siehe hiezu vorn, III.4.e).

Danach stehen sämtliche Rechte und Pflichten unter dem Master Agreement und alle darunter abgeschlossenen Transaktionen in einem Austauschverhältnis und bilden ein einheitliches Vertragsverhältnis. Im Sanierungs- wie im Konkursverfahren sind diese Verträge mit dem Inhalt zu beachten, den sie im Zeitpunkt der Verfahrenseröffnung hatten.¹⁸⁴ Sanierungsbeauftragte, Konkursliquidatoren und die FINMA als deren Aufsichtsbehörde haben demnach das vor der Verfahrenseröffnung im Master Agreement vereinbarte Single Agreement Concept hinzunehmen. Sie dürfen dieses einheitliche Vertragsverhältnis ohne ausdrückliche gesetzliche Grundlage nicht entgegen der vorbestehenden vertraglichen Vereinbarung in Einzeltransaktionen zerlegen, die dann teilweise auf einen neuen Rechtsträger übertragen und teilweise beim alten Rechtsträger verbleiben würden. – Der Verordnungsgeber hat diesbezüglich auch aufgrund von Art. 27 Abs. 3 revBankG in der vom Parlament am 18. März 2011 verabschiedeten Fassung keine Freiheit. Denn danach bleiben „Aufrechnungsvereinbarungen“ – und das Single Agreement Concept ist Teil davon – von sämtlichen Anordnungen nach dem elften und zwölften Abschnitt des Bankengesetzes unberührt.

Überdies stellt sich auch hier die Frage, ob die gegenteilige Auffassung zu einer Sanierung beitragen würde oder nicht vielmehr grosse *Rechtsunsicherheit* zur Folge hätte: Falls die im cherry picking ausgewählten, gewinnträchtigen Transaktionen gegen die Gegenpartei geltend gemacht werden müssten, so wären oft ausländische Gerichte zuständig. Ob diese die Abspaltung und die Übertragung dieser Transaktionen auf den neuen Rechtsträger trotz des Single Agreement Concept anerkennen würden, ist fraglich.

So empfiehlt denn auch der Bericht der Cross-border Bank Resolution Group – im Falle einer Vertragsübertragung – die Erfassung sämtlicher Verträge oder keines Vertrags unter Ausschluss eines Rechts, einzelne Verträge mit der gleichen Gegenpartei auszuwählen (cherry picking).¹⁸⁵

¹⁸⁴ STAEHELIN D., 366 (mit Nachweisen).

¹⁸⁵ Bericht CBRG (FN 61), Empfehlung Nr. 9 S. 42.

d) *Ergebnis*

Zusammengefasst ergibt sich, dass aus der Weglassung von Art. 31 Abs. 3 VE-BankG und dem erweiterten Wortlaut von Art. 27 Abs. 3 revBankG m.E. zwingend folgt, dass:

- die üblichen vor Eröffnung eines Sanierungsverfahrens vereinbarten Close-out-Netting-Regelungen eines Master Agreement auch im Falle einer Änderung der Beteiligungsstruktur oder einer Vermögensübertragung, die im Rahmen eines Sanierungsverfahrens verfügt wird, wirksam bleiben; und
- das Master Agreement einschliesslich sämtlicher darunter abgeschlossenen Transaktionen als einheitliches Vertragsverhältnis ohne Zustimmung der Parteien nicht in Einzeltransaktionen zerlegt werden darf, von denen nur einzelne auf einen neuen Rechtsträger übertragen würden.

Die Einführung einer Regelung dagegen, wonach Close-out-Netting-Vereinbarungen in bestimmten Sanierungsverfahren nach Bankeninsolvenzrecht unwirksam sind oder die Unwirksamkeit verfügt werden kann, müsste auf Gesetzesstufe erfolgen. Eine solche Regelung in der Schweiz ohne internationale Abstimmung wäre der Rechtssicherheit und der schnellen Abwicklung einer Insolvenz nicht förderlich, sondern abträglich. Anders zu beurteilen wäre die Lage allenfalls dann, wenn sichergestellt wäre, dass ein solcher Eingriff des schweizerischen Insolvenzrechts in das materielle Recht durch die Gerichte zumindest in England und New York (dem massgebenden Gerichtsstand der wesentlichsten Master Agreements) anerkannt würde.¹⁸⁶

¹⁸⁶ Selbst in diesem Fall verbliebe noch die Unsicherheit, ob ein Gericht am Vollstreckungsort ein entsprechendes Urteil durchsetzen würde, falls die Gegenpartei ihren Sitz in einem Drittstaat hat.

VI. Finanzkrise: Änderungen der Dokumentation und der Abwicklung

Die Finanzkrise hat zu verschiedenen Änderungen der praktischen Abwicklung sowie der Dokumentation von Securities-Lending-Transaktionen geführt, die im Folgenden kurz angesprochen werden.

1. Änderungen des Global Master Securities Lending Agreement

Das aus dem Jahre 2000 datierende GMSLA wurde 2009 und 2010 überarbeitet, um Lehren aus der Finanzkrise und der Lehman-Insolvenz einzuarbeiten.

Im Rahmen dieser Überarbeitung wurden unter anderem die *Bewertungsregeln angepasst* und der Non-Defaulting Party grössere „Flexibilität“ eingeräumt. Insbesondere sieht das GMSLA nun vor, dass die Non-Defaulting Party den Net Value illiquider Effekten in guten Treuen bestimmen soll.¹⁸⁷

Auch die Beendigungsordnung wurde leicht angepasst. Unter den früheren Versionen gab es bestimmte Fälle, welche gemäss dem Standardtext des Master Agreement eine Automatic Early Termination auslösten. Unter den Versionen 2009 und 2010 des GMSLA kommt dagegen eine Automatic Early Termination nur zur Anwendung, wenn die Parteien dies im Vertragsanhang ausdrücklich so wählen.¹⁸⁸

Neu stellen eine behördlich verfügte Übertragung wesentlicher Vermögensteile auf einen Trustee und ähnliche Sachverhalte einen Event of Default dar.¹⁸⁹

In der Lehman-Insolvenz war es gewissen Schuldern nicht möglich, Zahlungen an bestimmte Lehman-Gesellschaften zu leisten, weil keine Konti für Geldüberweisungen offen waren. Das GMSLA hält nun ausdrücklich fest,

¹⁸⁷ Ziff. 11.6 GMSLA.

¹⁸⁸ Ziff. 10.1 lit. d GMSLA.

¹⁸⁹ Ziff. 10.1 lit. g GMSLA.

dass im Falle der Verhinderung der Zahlungsannahme keine Zinszahlungspflicht der Gegenpartei besteht.¹⁹⁰

Wie bereits erwähnt, wurde ferner die Möglichkeit eines Mini Close-out eingeführt.¹⁹¹

2. Die Lehren aus der Finanzkrise in den „Protocols“

Im Zuge der Finanzkrise wurden sodann zwei sogenannte „*Protocols*“ entworfen und in Kraft gesetzt.

a) Das „2009 Securities Set-Off Protocol“

Das „2009 Securities Set-Off Protocol“ ist ein Vertrag unter englischem Recht, mit dem Close-out Netting-Klauseln älterer Master Agreements – wie beispielsweise das OSLA oder das GESLA – und älterer Versionen des GMSLA (etwa das GMSLA 2000) an die modernen Versionen angepasst werden können.¹⁹² Mittels des Protocols werden gewisse ältere durch die neueren Klauseln ersetzt. Technisch erreicht man dies, indem ein Finanzinstitut den Beitritt zum Set-off Protocol erklärt. Damit gelten zwischen dieser Partei und allen anderen Parteien, die den Beitritt erklärt haben, das Protocol und die neueren Bestimmungen.

b) Das „OTC Cash Equity Trades – Default Protocol“

Mit dem „OTC Cash Equity Trades – Default Protocol“ vereinbaren die Parteien einen Close-out-Netting-Mechanismus für bestehende und künftige OTC Cash-Equity-Transaktionen.¹⁹³ Ziel und Zweck ist auch hier die Risiko-

¹⁹⁰ Ziff. 15 a.E. GMSLA.

¹⁹¹ Ziff. 9 GMSLA und vorn, III.5.c).

¹⁹² Hrsg. von der International Securities Lending Association (ISLA); Protocol verfügbar über www.isla.co.uk.

¹⁹³ Version 1 vom 22. September 2010, hrsg. von der Association for Financial Markets in Europe (AFME); Protocol verfügbar über www.afme.eu.

reduktion von Brutto auf Netto. Technisch wird derselbe Beitrittsmechanismus wie beim Set-off Protocol angewendet.

3. Erhöhtes Risikobewusstsein

a) *Immanente Risiken*

Die Finanzkrise hat bewusst gemacht, dass Securities Lending Risiken birgt, die sich früher kaum materialisierten und deshalb weniger stark beachtet wurden. Seit der Finanzkrise sind die Parteien sensibilisiert. Die Risiken lassen sich wie folgt systematisieren¹⁹⁴:

- *Borrower Risk* Risiko, dass der Borrower nicht oder nicht rechtzeitig erfüllt.
- *Collateral Risk* Risiko, dass der Wert der Sicherheiten geringer ist als die Kosten für die Wiederbeschaffung der ausgeliehenen Effekten.
- *Cash Collateral Risk* Risiko, dass der Lender eine Rendite auf den Barsicherheiten erzielt, die geringer ist als der Zins, den er dem Borrower für die Barsicherheiten leisten muss.
- *Intraday Settlement Risk* Risiko, dass die ausgeliehenen Effekten dem Borrower geliefert werden, bevor der Lender die Sicherheiten erhält, und dass ein Schaden entsteht. Korrespondierendes Risiko bei Beendigung des Effektendarlehens.
- *Operational Risk* Abwicklungsrisiken

¹⁹⁴ Siehe Securities Lending: An Introductory Guide, 4 f., abrufbar unter: <www.bankofengland.co.uk/markets/gilts/sl_intro_green_9_10.pdf>. Vgl. auch BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I, 109 ff.

- *Legal Risk* Risiko, dass die vertraglichen Vereinbarungen die beabsichtigte Wirkung nicht erzielen, insbesondere das Close-out Netting in der Insolvenz nicht wirksam ist.
- *Other Risks* Weitere Risiken, die sich aus der Diskrepanz zwischen den tatsächlichen Wirkungen einer Securities-Lending-Transaktion und den Investitionsgrundsätzen und -zielen des Lenders ergeben.

b) *Organisatorische Massnahmen*

Nach den Erfahrungen in der Finanzkrise haben die professionellen Parteien das Risikomanagement (auch) bei Securities-Lending-Transaktionen überprüft und angepasst. Dies führte u.a. zu organisatorischen Massnahmen.

So werden *Abläufe beim Management der Sicherheiten* institutionalisiert überprüft, hinsichtlich etwa der folgenden Aspekte: Welche Sicherheiten werden bei solchen Transaktionen akzeptiert, welche sind vorhanden? Überwachung des „Lageorts“ der Sicherheiten; konsequente Wertüberwachung (*mark-to-market*) und gegebenenfalls konsequente Einforderung von Zusatzsicherheiten.

Erkannt hat man auch, dass *Infrastruktur und Abläufe* aufzubauen sind, die eine *rasche Verwertung* ermöglichen. Dies setzt Kenntnis über den Markt für die gehaltenen Effekten voraus, aber auch etablierte Abläufe und entsprechend dediziertes und geschultes Personal.

Diese Massnahmen zeigen die Komplexität des Management von Securities Lending. Das ist mit ein Grund, weshalb in jüngerer Vergangenheit die Bedeutung von „*Global Collateral Management*“ und „*Tri-party Agents*“ zugenommen hat.

4. Trends: Zentrale Gegenpartei für Securities Lending

Auch bezüglich Securities Lending ist die Forderung nach einer zentralen Gegenpartei nach dem Vorbild von Börsen oder Clearinginstituten aufgekommen. Im Juni 2011 hat bspw. Eurex Clearing bekanntgegeben, ab November 2011 Dienstleistungen als zentrale Gegenpartei für Securities-Lending-Transaktionen in Beteiligungs-, Zinspapieren sowie Exchange Traded Funds anzubieten.

VII. Schlussbemerkungen

Securities Lending hat eine grosse Bedeutung für die Finanzmärkte und dient u.a. der rechtzeitigen Bereitstellung von Effekten zur Erfüllung entsprechender Lieferpflichten. Es wird unter professionellen Parteien unter Verwendung international gebräuchlicher Master Agreements, allen voran dem GMSLA, abgewickelt. Die im GMSLA enthaltenen Close-out-Netting-Regelungen sind für eine effiziente Transaktionsabwicklung, die Risikoreduktion und nicht zuletzt die Finanzsystemstabilität wichtig. Entsprechend ist ihre rechtliche Verbindlichkeit, auch im Konkurs, von grosser Bedeutung.

Die Close-out-Netting-Bestimmungen des GMSLA, das englischem Recht untersteht, sind mit dem schweizerischen Ordre Public vereinbar, und es stehen keine international zwingend anwendbaren Bestimmungen i.S.v. Art. 18 IPRG entgegen. Close-out Netting bleibt auch in schweizerischen Insolvenzverfahren wirksam. Zweifelhaft ist die Wirksamkeit der Close-out-Netting-Bestimmungen etwa des GMSLA jedoch im Konkurs oder im Falle eines Nachlassvertrags mit Vermögensabtretung, es sei denn, es werde das Risiko einer Unwirksamkeit minimiert, indem die Parteien im Schedule zum GMSLA vorsehen, dass eine automatische vorzeitige Auflösung mit Wirkung auf den Zeitpunkt unmittelbar vor Eintritt eines dieser Ereignisse betreffend die schweizerische Gegenpartei eintrete. Die vereinbarte automatische Auflösung sollte auf diese beiden Fälle beschränkt bleiben, und die Parteien sollten ausdrücklich vorsehen, dass in keinem anderen die schweizerische Partei betreffenden Fall eine automatische Auflösung Platz greife.

Das schweizerische Bankenrecht gewährt Close-out-Netting-Vereinbarungen besonderen Schutz, der selbst von den schärfsten Schutzmassnahmen der

FINMA bei Insolvenzgefahr nicht berührt wird und nach der vom Parlament am 18. März 2011 beschlossenen Revision des Bankengesetzes auch bei einer Sanierung oder im Konkurs einer Bank gewährt bleibt. Close-out-Netting-Vereinbarungen mit einer Schweizer Bank oder mit einem Schweizer Effekthändler bleiben damit m.E. nach dem gegenwärtigen Stand der Gesetzgebung auch im Falle einer Änderung der Beteiligungsstruktur oder einer Vermögensübertragung durch Verfügung der FINMA gültig, und das GMSLA sowie sämtliche darunter abgeschlossene Transaktionen als einheitliches Vertragsverhältnis dürfen ohne Zustimmung der Parteien auch bei einer solchen Insolvenzmassnahme nicht in Einzeltransaktionen zerlegt werden. Diese Regelung ist beizubehalten.

Als Folge des Lehman-Debakels und der Finanzkrise sind bedeutende Änderungen am GMSLA und an anderen Vertragswerken vorgenommen worden, welche zur Risikoreduktion durch diese Standardverträge beitragen.

Literaturverzeichnis

- AEPLI VIKTOR, Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilrecht, Das Obligationenrecht, Band V/1h, 1. Teil: Das Erlöschen der Obligationen, Zürich 1991.
- AMSTUTZ MARC/VOGT NEDIM PETER/WANG MARKUS, in: HONSELL/VOGT/SCHNYDER/BERTI (Hrsg.), Basler Kommentar Internationales Privatrecht, 2. Aufl., Basel 2007.
- BENJAMIN JOANNA, *Interests in Securities, A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, New York 2000 (zit. BENJAMIN, 2000).
- DIES., *Financial Law*, New York 2007 (zit. BENJAMIN, 2007).
- BERTSCHINGER URS, *Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing*, Band I: Grundlagen und Analyse der Geschäftsformen, Diss. Zürich 1994 = SSBR 26 (zit. BERTSCHINGER, Rechtsprobleme I).
- DERS., *Rechtsprobleme des Securities Lending and Borrowing*, Band II: Spezialprobleme sowie internationales Privatrecht und internationales Konkursrecht, Habil. Zürich 1995 = SSBR 27 (zit. BERTSCHINGER, Rechtsprobleme II).
- DERS., *Zur Neuregelung des Eintrittsrechtes der Konkursverwaltung in synallagmatische Verträge des Gemeinschuldners (Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG)*, AJP 1995, 889 ff. (zit. BERTSCHINGER, AJP).

- DERS., Finanzinstrumente in der Aktienrechtsrevision – Derivate, Securities Lending und Repurchase Agreements, SZW 2008, 208 ff.
- BÜRGI URS/PIRKL PETER, Art. 211, in: HUNKELER (Hrsg.), Kurzkomentar Schuldbetreibungs- und Konkursgesetz, Basel 2009.
- DUBACHER JEAN-CLAUDE, Close-out-Bestimmungen und das Eintrittsrecht der Konkursverwaltung, Diss. Zürich 1999 = SSBR 57.
- GIOVANOLI LAURENT, Rechtsprobleme von Repurchase Agreements (Repos), Diss. Zürich 2003 = SSBR 73.
- HESS MARTIN/KÜNZI EVA, Art. 27, in: WATTER/VOGT/BAUER/WINZELER (Hrsg.), Basler Kommentar Bankengesetz, Basel 2005.
- HESS MARTIN/WYSS ALEXANDER, Die rechtlichen Grundlagen des Netting, unter besonderer Berücksichtigung des Close-out Netting (Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG), AJP 1997, 1219 ff.
- ISLER PETER R./HAAS PHILIPP, Securities Lending und Stimmrecht, in: VOGT/STUPP/DUBS (Hrsg.), Unternehmen – Transaktion – Recht, Liber Amicorum für Rolf Watter zum 50. Geburtstag, Zürich 2008, 211 ff.
- KELLER MAX/GIRSBERGER ANDREAS, in: GIRSBERGER/HEINI/KELLER/KREN/SIEHR/VISCHER/VOLKEN (Hrsg.), Zürcher Kommentar zum IPRG, 2. Aufl., Zürich 2004.
- KELLER MAX/KREN KOSTKIEWICZ JOLANTA, in: GIRSBERGER/HEINI/KELLER/KREN/SIEHR/VISCHER/VOLKEN (Hrsg.), Zürcher Kommentar zum IPRG, 2. Aufl., Zürich 2004.
- KRYKA MILAN, Die Verrechnung im Konkurs, Nachlassverfahren und Konkursaufschub, Diss. St. Gallen 2011 = SSHW 302.
- NOBEL PETER, Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 3. Aufl., Bern 2010.
- ONG KINGSLEY T.W./YEUNG EUGENE Y.C., Repos & securities lending: the accounting arbitrage and their role in the global financial crisis, Capital Markets Law Journal 6, 2011.
- PETER HENRY, in: HONSELL/VOGT/WIEGAND (Hrsg.), Basler Kommentar Obligationenrecht I, 4. Aufl., Basel 2007.
- PLENIO MARTIN, „Netting“ und „Automatic Termination“ – Segen oder Fluch, SZW 2011, 135 ff. (zit. PLENIO, SZW).
- PLENIO MARTIN, Das Erfüllungsrecht der Konkursverwaltung und schuldrechtliche Verträge im Konkurs, Diss. St. Gallen/Bern/Stuttgart/Wien 2003 (zit. PLENIO, Diss.).

- PULVER URS, Derivatgeschäfte als Rechtsgeschäfte (unter Einschluss von E-Art. 211 Abs. 2^{bis} SchKG), in: NOBEL (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 1996, 63 ff.
- PULVER URS/SCHOTT BERTRAND G., Das Insolvenzrecht für Banken und Effekthändler – Überblick über die Sonderregelung und ausgewählte Fragen, in: SPRECHER (Hrsg.), Sanierung und Insolvenz von Unternehmen, Europa Institut an der Universität Zürich (EIZ), Zürich/Basel/Genf 2011, 237 ff.
- RAYROUX FRANÇOIS, Neuere Aspekte der Vertragsgestaltung bei derivativen Finanzinstrumenten, SZW 1996, 11 ff. (zit. RAYROUX, SZW).
- RAYROUX FRANÇOIS, Securities Lending, in: BOVET/THEVENOZ (Hrsg.), Journée de droit bancaire et financier 2002, Bern 2003, 81 ff. (zit. RAYROUX, Journée).
- SCHÄRER HEINZ/MAURENBRECHER BENEDIKT, in: HONSELL/VOGT/WIEGAND (Hrsg.), Basler Kommentar Obligationenrecht I, 4. Aufl., Basel 2007.
- SCHNYDER ANTON K./GROLIMUND PASCAL, in: HONSELL/VOGT/SCHNYDER/BERTI (Hrsg.), Basler Kommentar Internationales Privatrecht, 2. Aufl., Basel 2007.
- SCHWOB RENATE, in: KLEINER/LUTZ/ROTH/SCHWOB/ZOBL (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, Zürich 2009.
- DIES., in: STAEHELIN/BAUER/STAEHELIN, Basler Kommentar Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs II, Art. 159-352 SchKG, 2. Aufl., Basel 2010.
- SIEHR KURT, Das Internationale Privatrecht der Schweiz, Zürich 2002.
- STAEHELIN DANIEL, Vertragsklauseln für den Insolvenzfall, AJP 2004, 363 ff. (zit. STAEHELIN D.).
- STAEHELIN MATTHIAS, Vertragsbeendigungsklauseln und das Eintrittsrecht der Konkursverwaltung in beidseitig nicht erfüllte Derivatgeschäfte nach revidiertem SchKG, SZW 1996, 61 ff. (zit. STAEHELIN M.).
- ZOBL DIETER/KRAMER STEFAN, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004.
- ZOBL DIETER/WERLEN THOMAS, Rechtsprobleme des bilateralen Netting, Zürich 1994 = SSBR 18 (zit. ZOBL/WERLEN, 1993).
- DIES., 1992 ISDA-Master Agreement unter besonderer Berücksichtigung der Swapgeschäfte, Zürich 1995 = SSBR 33 (zit. ZOBL/WERLEN, 1995).

