

Risikominimierung bei OTC-Geschäften

Die leider andauernde Finanzkrise hat deutlich aufgezeigt, dass ein sorgfältiges Management einerseits des **Emittenten-** und andererseits des **Gegenparteirisikos** bei Finanzgeschäften unumgänglich ist.

Text: ALEXANDER VOGEL

Während Emittentenrisiken in der Regel durch eine sorgfältige Portfolioauswahl und -zusammensetzung – namentlich durch eine entsprechende Diversifikation – minimiert werden können, ist die Steuerung des Gegenparteirisikos je nach Grösse des Marktteilnehmers schwieriger, da die Geschäftstätigkeit und damit die Geschäftsbeziehungen zur Vermeidung von Preis- und Konditionsnachteilen nicht beliebig auf verschiedene Gegenparteien aufgeteilt werden können.

Nur eine Gegenpartei

Mittlere und kleinere Marktteilnehmer sind damit oft aus Effizienzgründen faktisch gezwungen, die Mehrheit ihrer Geschäfte über eine Gegenpartei – in der Regel ihre Hausbank – abzuwickeln.

Gewisse Gegenparteirisiken, etwa die Hinterlegung von Effekten bei einer Bank und der Kauf oder die Zeichnung von Effekten über eine Bank, werden durch entsprechende Gesetzesbestimmungen, welche im Falle einer Insolvenz der Bank die Absonderung und Herausgabe der entsprechenden Portfolios oder der durch die Bank bereits beschafften Effekten an den Deponenten vorsehen, weitestgehend minimiert; bei der Hinterlegung von Barbeträgen besteht – ausser bei der grossen Mehrheit der Kantonalkassen mit voller Staatsgarantie – zumindest ein teilweiser Einlegerschutz (seit Dezember 2008 100'000 CHF pro Einleger).

Bei anderen Finanzmarktgeschäften ist dies jedoch nicht der Fall, namentlich etwa bei zu

Absicherungszwecken bilateral mit der Bank abgeschlossenen Finanztermingeschäften wie Credit Default Swaps, Interest Rate oder Currency Swaps, Swaptions, Caps, Floors, Collars usw., bei der Verleihung von Wertpapieren (sog. Securities Lending and Borrowing bzw. SLB-Geschäften) oder bei Wertpapierpensionsgeschäften (sog. Repurchase Agreements bzw. Repo-Geschäften).

Ungewollte Rosinenpickerei

Im Fall der Insolvenz einer Partei besteht hier ohne entsprechende Absicherung keine Möglichkeit für die andere Partei, die vereinbarte Gegenleistung erfolgreich einzufordern, vielmehr gilt die entsprechende Forderung als ungesicherte Forderung, für welche – nach einem jahrelangen Verfahren – mit einer Konkursdividende im einstelligen Prozentbereich gerechnet werden kann, während umgekehrt die insolvente Partei je

Gewisse Gegenparteirisiken werden durch das Gesetz minimiert.

nach Regelung im Vertragswerk berechtigt bleibt, die von der solventen Gegenpartei geschuldete Leistung aus den zugunsten der insolventen Partei verlaufenden Transaktionen vollumfänglich einzufordern (sog. «Cherry Picking»).

Entsprechend sind vertragliche Risikominimierungsmechanismen bei solchen Geschäften von grosser Wichtigkeit. Dies gilt umso mehr, wenn solche Geschäfte grenzüberschreitend abgeschlossen werden und damit verschiedene Rechtsordnungen involviert sind.

Risikoeingrenzung durch Rahmenvertrag

Ein erster – standardmässig angewendeter – Schritt zur Risikominderung besteht darin, dass sämtliche mit der gleichen Gegenpartei abgeschlossenen Transaktionen einem Rahmenvertrag unterstellt werden, welcher die Konsolidierung sämtlicher Ausfallrisiken der unter dem Rahmenvertrag abgeschlossenen Geschäfte vorsieht. Rechtlich geschieht dies durch die einheitliche Beendigung aller Transaktionen durch Kündigung oder automatische Auflösung aus wichtigem Grund, sofern gewisse Tatbestände (Insolvenz, Zahlungs- und Lieferungsverzug, Bewilligungsentzug etc.) eintreten sowie die anschliessende Berechnung eines Ausgleichsanspruchs in Höhe des jeweiligen Marktwertes der einzelnen Transaktionen (d.h. des sich aus dem einzelnen Geschäft ergebenden unrealisierten Gewinns oder Verlusts, welcher gleichzeitig den Kosten für den Neuabschluss eines Geschäfts mit identischen Konditionen wie das beendete Geschäft entspricht). Diese Werte werden anschliessend für beide Parteien konsolidiert und die so festgestellten Beträge miteinander saldiert (sog. Close-Out Netting). Im Resultat verbleibt damit eine Nettoforderung einer Partei gegen die andere Partei,

Vergleichbare internationale Standardrahmenverträge existieren für eine Reihe von Geschäftsarten.



Dr. Alexander Vogel, LL.M.
Partner bei MeyerLustenberger
Leiter Corporate Finance

welche anschliessend – falls die solvente Partei als Nettoschuldnerin resultiert – zu begleichen ist, oder aber – falls die insolvente Partei als Nettoschuldnerin resultiert – im Konkurs der insolventen Partei als ungesicherte Forderung einzugeben ist.

Rahmenvertrag der ISDA

Solche Close-Out-Netting-Mechanismen finden sich überwiegend in Standardrahmenverträgen. Als wohl wichtigstes Beispiel ist der Rahmenvertrag für OTC-Finanzderivate der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) zu nennen, der auch in der Schweiz als vertragliche Grundlage für die meisten grenzüberschreitenden Transaktionen in derivativen Finanzinstrumenten benutzt wird und in zwei Versionen (1992 und 2002) existiert.

Weiter bestehen – neben dem European Master Agreement der Europäischen Bankenvereinigung (EBF) – verschiedene vergleichbare nationale Regelwerke, in der Schweiz der «Schweizer Rahmenvertrag für Over the Counter- (OTC-)Derivate». Dieser wurde Mitte der neunziger Jahre von der Bankenpraxis entwickelt und im Jahre 2003 von der Schweiz. Bankiervereinigung überarbeitet und offiziell als Standarddokument herausgegeben.

Anders als der ISDA-Rahmenvertrag, der wahlweise englischem oder New-York-Recht untersteht, basiert der Schweizer Rahmenvertrag auf Schweizer Recht und auf Schweizer Usancen hinsichtlich Vertragsdokumentation, d.h. er ist wesentlich konzipierter abgefasst als die ausländischen Vorbilder und damit auch für juristisch interessierte Laien wesentlich einfacher lesbar und verständlich.

Varianten für andere Geschäftsarten

Vergleichbare internationale Standardrahmenverträge existieren auch für andere Geschäftsarten, etwa für Repo-Geschäfte

das Global Master Repurchase Agreement (GMRA) der Bond-Market-Association (TBMA) und der International Capital Market Association (ICMA) und für SLB-Geschäfte das Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA) der International Securities Lending Association (ISLA). Auch für diese Geschäftsarten gibt es nationale Versionen, in der Schweiz bspw. der ebenfalls von der Schweiz. Bankiervereinigung herausgegebene Schweizer Rahmenvertrag für Repo-Geschäfte.

Ein gewisses Ausfallrisiko verbleibt

Trotz des Abschlusses solcher Rahmenvereinbarungen verbleibt jedoch ein Ausfallrisiko hinsichtlich des aus dem Close-Out Netting resultierenden Nettobetrags: Wird dieser durch die insolvente Partei geschuldet, riskiert die Gegenpartei, dass sie (praktisch) leer ausgeht und damit für einen Teil der Wiedereindeckungskosten bzw. der Kosten für den Neuabschluss von Geschäften mit identischen Konditionen ungedeckt bleibt.

Dieses verbleibende Risiko kann durch eine Besicherung des unter dem Rahmenvertrag verbleibenden Nettorisikos (sog. Netto-Exposure) abgesichert werden: Diejenige Partei, welche unter Annahme eines (theoretischen) Close-Out Nettings der anderen Partei einen Nettobetrag schuldet, muss dieses Netto-Exposure durch die Einlieferung von Cash oder marktfähigen Wertschriften – gegebenenfalls unter Hinzurechnung einer Sicherheitsmarge – abdecken.

Die Einlieferung der als Sicherheit dienenden Wertschriften hat dabei – je nach vertraglicher Regelung – bei einer Drittpartei – dem Pfandhalter – oder bei der Gegenpartei zu erfolgen. Sobald sich das Netto-Exposure aus der Gesamtheit der abgeschlossenen Transaktionen verändert, so dass eine von den Parteien vertraglich

festgelegte Relevanzschwelle überschritten wird, muss das durch die Wertschwankung entstandene Ausfallrisiko durch die betroffene Partei mittels einer zusätzlichen Einlieferung von Wertpapieren abgedeckt werden (sog. Nachschusspflicht oder Margin Call).

Marktnahe Bewertung der Sicherheiten

Die Bewertung des Ausfallrisikos und der Sicherheiten erfolgt dabei aufgrund von aktuellen Marktkursen für entsprechende Geschäfte (sog. marktnahe Bewertung bzw. Mark-to-Market). Auch für diese Besicherung des Netto-Exposures hat die Praxis Standardverträge bzw. Anhänge entwickelt: Bei Verwendung des ISDA-Rahmenvertrages ist der Abschluss eines entsprechenden Credit Support Annexes zu empfehlen, der je nach Rechtsordnung in verschiedenen Versionen existiert, für die Besicherung unter dem Schweizer Rahmenvertrag wurde in Zusammenarbeit mit der Schweiz. Bankiervereinigung der «Besicherungsanhang zum Schweizer Rahmenvertrag für Over-The-Counter- (OTC-) Derivate» entwickelt.

Mit dem Abschluss dieser Zusatzverträge kann auch das Netto-Exposure wirksam minimiert werden, so dass sich das Restrisiko auf Wertverluste zwischen dem letzten eingelieferten Nachschuss und dem Close-Out Netting sowie auf operative Fehler bei der Implementierung und Überwachung der Positionen reduziert. Um eine wirksame Risikominimierung erzielen zu können, sind entsprechend die ständige Überwachung und das Management der Exposures und der Sicherheiten für die jeweiligen Gegenparteien sicherzustellen.