

CZG_2015_ZfPW_350-375

Publikation Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft

ISSN 2363-4960

Verlag C.H.BECK

Negativzins: Vergütung für die Übernahme des Geldwertrisikos durch den Kapitalnehmer

Corinne Zellweger-Gutknecht*

Inhaltsverzeichnis

I. Einleitung	IV. Zins
II. Monetäre Rahmenbedingungen	1. Wesen und Gehalt
1. Auslöser: Systemische Bankenkrise	2. Wirtschaftliche Zinsfaktoren
2. Reaktion: Intervention der Zentralbanken	3. Die IBOR im Besonderen
a) Ziel	V. Anwendungsbeispiele
b) Monetäre Lockerungen	1. Derivate
c) Monetäre Repressionen	2. Darlehen
3. Folge: Negative Geldmarktzinssätze	VI. Ergebnis
III. Zwischenfazit	

I. Einleitung

In jüngster Zeit tritt ein Phänomen zunehmend auf, das vom Gros der Ökonomen lange für kaum denkbar gehalten wurde: Am Finanzmarkt nehmen Kapitalgeber bei ihren Geschäften von vornherein nominale Nettokosten in Kauf.

Die zu beobachtenden Formen dieser Kosten sind vielfältig. Sie äußern sich als negative Renditen staatlicher und privater Schuldverschreibungen am Sekundärmarkt wie auch als negativ rentierende Emissionskonditionen ebensolcher Titel. Gleichfalls begegnen sie als negative Reposätze sowie als negative Effektiv- und Referenzzinssätze für Interbankenkredite. Schließlich kommen sie vor als Abzüge auf Einlagen bei Zentral- und Geschäftsbanken, die mittlerweile genauso pauschal als „Negativzinsen“ tituliert werden, wie die Zahlungen der Banken an KMU-Kreditnehmer und private Hypothekenschuldner, die vereinzelt ebenfalls schon zu vermelden waren.

Gerade die mit den Negativzinsen verbundenen Rechtsfragen stellen sich je länger je drängender.¹ Sie beschlagen die unterschiedlichsten Bereiche, wie namentlich die Währungsordnung² und das Privatrecht,³ aber auch die Sozialversicherung,⁴ die Rechnungslegung⁵ sowie die Besteuerung.⁶ Indes besteht die Gefahr, dass zivilrechtliche Analysen von Beginn weg zu stark auf einzelne Vertragstypen fokussieren, ohne dem Wesen und Gegenstand der Negativzinsen ausreichend Rechnung zu tragen. Die vorliegende Abhandlung soll hier Grundlagenarbeit leisten und eine Basis liefern für weitere, spezifischere Untersuchungen. Zu diesem Zweck werden zunächst jene monetären Rahmenbedingungen skizziert und exemplifiziert, die das Auftreten von Negativzinsen begünstigen und forcieren (II). Gestützt auf ein Zwischenfazit (III) werden anschließend Folgen für den Gesamtzins und einzelne Zinskomponenten erläutert (IV) und endlich in Grundzügen die Auswirkungen auf zwei ausgewählte Geschäftsfelder beleuchtet (V). Den Schluss bildet eine kurze Zusammenfassung der Ergebnisse (VI).

II. Monetäre Rahmenbedingungen

1. Auslöser: Systemische Bankenkrise

Die Entwicklung hin zu ursprünglich negativen Finanzierungserträgen nimmt ihren Ausgang oft am Sekundärmarkt für Schuldverschreibungen von Emittenten bester Bonität: Wird der Finanzsektor von einer allgemeinen Krise erfasst, sind sie erste Wahl für verunsicherte Großinvestoren, die für jenen Teil ihres Vermögens, den sie in hochliquider und möglichst risikofreier Form halten, einen neuen „sicheren Hafen“ suchen. Steht die Solvenz von Bankinstituten akut in Frage, sehen sie sich zum Abzug jener Guthaben gezwungen, die eine eventuelle Einlagensicherung übersteigen. Solange das generelle Zinsniveau nicht gegen Null tendiert, wäre eine Umschichtung in Bargeld unwirtschaftlich und die Möglichkeit einer Überweisung auf ein Konto bei der Zentralbank ist deren Gegenparteien⁷ vorbehalten.

So wächst besonders die Nachfrage nach möglichst bargeldähnlichen, sog. mündelsicheren Schuldverschreibungen sprunghaft an, was deren Kurs in die Höhe treibt und die Rendite entsprechend

* Corinne Zellweger-Gutknecht ist assoziierte Professorin der Universität Genf mit Lehr- und Forschungsschwerpunkten im Geld- und Währungsrecht, Bankrecht und Privatrecht.

¹ Siehe schon den Problemaufriss bei Ernst, ZfPW 2015, 250 ff.

² Siehe die Annäherung bei Lammers, EuZW 2015, 212-217; zur Situation in der Schweiz der 1970er Jahren Zellweger-Gutknecht, Jusletter, 9.11.2015, Rn. 1-57, 31 ff.

³ OLG München 20.11.2013 – 7 U 5025/11 (Vorfalligkeitsentschädigung); Ernst, ZfPW 2015, 250-256; Ernst in Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 7. Aufl. 2015, § 288 Rn. 1; Tröger, NJW 2015, 657-661 (Einlagen); Storck/Reul, DB 2015, 115-116 (Darlehen, Anleihen, Zinsswaps, Repos); Klose, NJ 2014, 13-16 (Verzug); Becker, WM 2013, 1736-1742 (Basiszinssatz, Schuldverschreibungen); Gutachten, DNotI-Report 2013, 21-28; Coen, NJW 2012, 3329-3334 (Basiszinssatz). Für die Schweiz: Maurenbrecher, GesKR 2015 (erscheint demnächst); Schärer/Maurenbrecher in Basler Kommentar Obligationenrecht I, 6. Aufl. 2015, Art. 314 Rn. 1c ff.

⁴ Borrmann, WzS 2015, 81-83.

⁵ Löw, WPg 2015, 66-71; Weigel/Meyding-Metzger, IRZ 2015, 185-192; siehe auch ISDA, Collateral Agreement Negative Interest Protocol, 12.5.2014 sowie ISDA, Statement on Negative Interest Rates and the ISDA 2014 Collateral Agreement Negative Interest Protocol, 12.3.2015.

⁶ Philipowski, MwStR 2014, 823-824; Patzner/Joch, BB 2015, 221-225; Pöllath/Lohbeck in Vogel/Lehner, DBA, 6. Aufl. 2015, Rn. 70; Kubaille/Kuhl, SteuerRevue, Bern 2015, 413-415. Für die Schweiz: Eidgenössische Finanzmarktaufsicht Finma, Rundschreiben 2015/1 Rechnungslegung Banken, 27.3.2014, Rn. 232 sowie Anh. 3, 84 und Anh. 5, 171; Schweizer Nationalrat, Geschäfts-Nr. 12.5350 Frage Kaufmann (Verrechnungssteuer); Maute, SteuerRevue, Bern 2015/5, Editorial.

⁷ In der Schweiz kommen als solche gem. Art. 10 des Bundesgesetzes über die Währung und die Zahlungsmittel vom 22.12.1999 i. V. m. Art. 9 Abs. 1 lit. a des Nationalbankgesetzes vom 3.10.2003 nur sog. „Träger des Zahlungsverkehrs“ in Frage: Zellweger-Gutknecht (Fn. 2) Rn. 5 ff., 8.

fallen lässt. Hält die Situation an, erlaubt sie solchen Emittenten, neue Titel zu ähnlich günstigen Konditionen auszugeben, wodurch sich das Tiefzinsumfeld weiter ausbreitet.⁸

So konnte etwa Japan am 5. November 1998 dank überwältigender Nachfrage⁹ sechs Monate laufende JPY Treasury bills im Wert von damals umgerechnet rund DEM 22.5 Mrd. bzw. CHF 18.5 Mrd. zu einer marginalen Rendite von 0.03% emittieren. Die Nachfrage am Sekundärmarkt ließ die Rendite der Titel gar auf -0.005% fallen.¹⁰ Es war dies, im Nachgang zur geplatzten japanischen Aktien- und Immobilienblase, die Reaktion des Marktes auf eine Reihe von Bankinsolvenzen,¹¹ die am 23. Oktober 1998 einstweilen in der Verstaatlichung der LTCB gipfelte und die Anlage größerer Yen-Bestände außerhalb des Bankensektors drängend nahelegte.

Von einer ähnlichen Panikwelle erfasst, tauschten Geldmarktfonds im August 2007 ihre (insb. von US-Banken gesponserten subprime) Unternehmenstitel in US Treasury bills.¹² Ein zweiter massiver Nachfrageschub folgte in den Tagen um den 16. März 2008, an dem die anstehende Übernahme von Bear Stearns durch J.P. Morgan Chase bekannt wurde. Als schliesslich Lehman Brothers am 15. September 2008 zusammenbrach, erreichte die Rendite der US Staatspapiere einen neuen Tiefststand, der bis heute anhält und nur in den Zeiten um den Zweiten Weltkrieg noch geringer ausgefallen war.¹³

Auch damals drängte der große US-Bankkrach der 1930er Jahre, dem bis zu einem Drittel aller Institute zum Opfer fielen,¹⁴ die Anleger in Staatsschuldpapieren. Allerdings beruhten die Negativrenditen gewisser vom US-Schatzamt ausgegebener Schuldtitel während der Großen Depression auf fiskalrechtlichen Sonderkonstellationen: So war in umlaufenden periodisch verzinslichen Treasury notes und Treasury bonds insbesondere die – geldwerte – Option eingepreist, bei Fälligkeit höherverzinsliche Titel zu Vorzugskonditionen zu erwerben.¹⁵ Ferner waren die als Diskontobligation ausgestalteten Treasury bills in einer Reihe von Bundesstaaten von der Vermögenssteuer ausgenommen.¹⁶

Als letztes Beispiel sei die Schweiz angeführt: Am 25. August 2011 konnte die Tresorerie des Bundes erstmals halbjährige Geldmarktbuchforderungen über pari zu einer Rendite von -1.0% ausgeben und Tage später folgten Titel zu -0.75%.¹⁷ Vorausgegangen waren Wochen der Unsicherheit an den Finanzmärkten, in denen Griechenland von den Ratingagenturen massiv herabgestuft worden war und private Gläubiger erstmals „freiwillig“ einen Beitrag zur Rettung des Staates zu leisten hatten – was die Ratingagentur Fitch als teilweisen Zahlungsausfall wertete¹⁸ und risikoaverse Investoren in Hartwährungsanlagen trieb. Inzwischen wurden gar Bundesanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren

⁸ Bernanke, Monetary Policy since the Onset of the Crisis, Jackson Hole, 31.8.2012, 1-24, 4 ff.

⁹ Goodfriend, J. Money Credit Bank., Vol. 32, No. 4 (Nov. 2000, Part 2), 1007 (1007).

¹⁰ NYT, 7.11.1998, Zen Banking: Japan's Negative Interest Rates; WSJ, 6.11.1998, Japan's Six-Month T-Bills Have a Negative Yield (dort m. H. a. -0.004%).

¹¹ Zur Chronologie Nakaso, BIS Papers N° 6, October 2001, 7 ff.

¹² Bloomberg, 20.8.2007, Treasury Bill Yields Fall Most Since 1997 on Money Fund Demand.

¹³ Siehe bspw. [http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/\(4-Week Treasury Bill Secondary Market Rate\)](http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/(4-Week+Treasury+Bill+Secondary+Market+Rate)); Bloomberg, 17.9.2008, Treasury 3-Month Bill Rates Drop to Lowest Since World War II.

¹⁴ Friedman/Schwartz, A Monetary History of the United States, 1963, 299 ff., 300.

¹⁵ Wird indes der Wert der Bezugsoption herausgerechnet, ergeben sich ab Mitte 1932 bis Mitte 1942 für sämtliche Laufzeiten zwischen drei Monaten und 20 Jahren durchwegs positive Nominalrenditen: Cecchetti, J. Polit. Econ., Vol. 96, 1988(6), 1111 (1112, 1119 u. 1131 ff.).

¹⁶ Ab Ende 1938 bis Beginn 1941 waren bei der Ausgabe Gebote über pari (Emissionsagio) und entsprechende Negativrenditen von rund -0.05% zu beobachten. Wird indes die Steuerersparnis herausgerechnet, ergeben sich auch hier zwar tiefe, aber doch nominal positive Renditen: Cecchetti, 1112 und Fn. 1 m. Nw.; Clouse/Henderson/Orphanides/Small/Tinsley in Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, 2000(51), 8.

¹⁷ WSJ, 31.8.2011, Swiss Short-Term Debt Yields in Negative Territory.

¹⁸ Reuters, 23.7.2011, Fitch calls default, Greece pledges no let-up on debt.

mit Negativrenditen emittiert¹⁹ und bereits im Februar 2015 fiel am Sekundärmarkt erstmals die Rendite einer auf CHF lautenden Unternehmensanleihe kurzzeitig unter Null.²⁰

2. Reaktion: Intervention der Zentralbanken

a) Ziel

Was die Reaktion der Zentralbanken auf Finanzkrisen wie die oben beschriebenen betrifft, lassen sich mehrere Phasen möglicher außerordentlicher geldpolitischer Maßnahmen unterscheiden. Sie beginnen regelmäßig als monetäre Lockerungen (monetary easing, assouplissement monétaire)²¹ und können zuweilen in monetäre Repressionen übergehen (monetary repression, répression monétaire). Stets aber besteht das langfristige²² Ziel dieser Maßnahmen darin, die begünstigten Schuldner oder Schuldnergruppen – insbesondere Banken, zuweilen aber auch weitere Unternehmen und Staaten – durch Verminderung der Kreditkosten und mittels zusätzlicher Kredite so vorzufinanzieren, dass sie ihre Wirtschaftsleistung steigern und dank der erzielten Erträge ihre Schuldenlast auf ein langfristig tragbares Niveau reduzieren können. Gleichzeitig soll so verhindert werden, dass die erforderliche Schuldreduktion über deflationär wirkende Sparmaßnahmen oder gar durch Insolvenzen herbeigeführt wird.

Allerdings geht mit den geldpolitischen Interventionen stets die Gefahr unerwünschter wirtschaftlicher Nebenwirkungen einher: So werden durch monetäre Lockerung regelmäßig ein Tiefzinsumfeld und Zusatzliquidität geschaffen. Beides kann Fehlinvestitionen begünstigen und preistreibend wirken – was sich in einer generellen Teuerung niederschlägt oder in Form von Preisblasen einzelner (Anlage-)Güterklassen zu Tage tritt, etwa bei Immobilien, Aktien, Edelmetallen und anderen Rohstoffen oder Kunstwerken. Wie noch zu zeigen ist, fallen unter besagte Nebenwirkungen auch die hier behandelten Negativzinsen.

b) Monetäre Lockerungen

aa) Individuelle Lockerungen

Während des sog. lending of last resort lindern die Zentralbanken akute Refinanzierungsengpässe einzelner Institute, indem sie entweder bloß die Hilfe unter Wettbewerbern orchestrieren,²³ oder indem sie selbst Hilfe leisten. Zu verstehen ist darunter – nach dem Bagehot zugeschriebenen Dictum – idealerweise eine großzügige Kreditvergabe gegen gute Sicherheit und Strafzins.²⁴ Naturgemäß ist indes meist nur schwer feststellbar, wo bloße Illiquidität überbrückt wird und wo bereits finanzielle Hilfe für insolvente Institute (oder Staaten) fließt.

Als bekannte Beispiele sind etwa die Rettung der Northern Rock,²⁵ der AIG²⁶ oder der UBS²⁷ zu nennen. Aktuell nehmen griechische Banken seit Februar 2015 Notfall-Liquiditätshilfe (emergency-

¹⁹ Reuters, 8.4.2015, Switzerland sells 10-year bonds at negative yield as deflation fears deepen.

²⁰ FT, 3.2.2015, Nestlé bond yields turn negative.

²¹ Illustrativ auch zu den unter II.2.b und c beschriebenen Phasen Bernanke, 13.1.2009, The Crisis and the Policy Response, www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm.

²² Zum unmittelbaren Ziel siehe Fn. 44.

²³ Hierunter fällt etwa die durch das Fed unterstützte Akquisition von Bear Sterns durch JP Morgan Chase: www.federalreserve.gov/newsevents/reform_bearsterns.htm. Ab 2008 wurde zudem unter dem Arbeitstitel „Projekt Limmat“ Überschussliquidität des Schweizer Finanzplatzes von rund CHF 11 Mrd. in Pfandbriefe umgelenkt, die anschliessend als Sicherheit für Kredite an die beiden Großbanken verwendet werden konnten: FuW, 16.9.2014, Der stille Retter der Grossbanken.

²⁴ Bagehot, Lombard Street, London 1873, Kap. 7, §§ 57 f.

²⁵ Siehe etwa Domanski/Moessner/Nelson, BIS Papers N° 78, September 2014, 43-75, 68.

liquidity assistance, ELA) ihrer nationalen Zentralbank in Anspruch: Da die EZB mit Rücksicht auf Art. 123 AEUV²⁸ i. V. m. Art. 18.1 ESZB-EZB-Satzung direkt keine griechischen Staatsanleihen und staatlich garantierte Bankanleihen mehr monetisiert (d. h. gegen Gutschrift von Zentralbankgeld temporär oder auf Dauer erwirbt), können die von anhaltenden Einlagenrückzügen gebeutelten Banken Hellas diese Effekten nur noch gegenüber ihrer nationalen Zentralbank als Sicherheiten zur Refinanzierung verwenden.²⁹

bb) Generelle Lockerungen

In einer zweiten Phase werden kollektive Refinanzierungserleichterungen gewährt, etwa durch ein Absenken der Leitzinsen (Zinslockerung, interest rate easing, assouplissement des taux d'intérêt), durch die Erweiterung des Kreises möglicher Gegenparteien und insbesondere auch indem die Zentralbanken selbst Sicherheiten von tieferer Qualität oder längerer Laufzeit als üblich monetisieren.³⁰ Denkbar ist zudem, dass eine Zentralbank im Rahmen einer kreditorientierten Lockerung (credit easing, assouplissement du crédit) gezielt gewisse Effektenkategorien erwirbt, um deren Risikoprämien direkt zu senken.³¹ Hier wie dort profitieren letztlich die Schuldner von einem geringeren Zinsendienst.

Wird zusätzlich nachgefragtes und geschaffenes Zentralbankgeld nicht mehr sterilisiert (d. h. durch die Veräußerung von Zentralbankaktiva abgeschöpft), kommt es zu einer dritten Phase: der Ausweitung der Zentralbankgeldmenge (quantitative Lockerung, quantitative easing, assouplissement quantitatif), was i. d. R. dann der Fall ist, wenn die Leitzinsen sich der Nullgrenze annähern.

So senkte etwa das amerikanische Zentralbankensystem („Fed“) zwischen September 2007 und Dezember 2008 seinen Leitzins, die target federal funds rate, zu der sich Gegenparteien des Fed untereinander Zentralbankgeld als Übernachtskredit gewähren, auf ein Zielband von 0.00% bis 0.25%.³² Zudem erwarb das Fed von 2008 bis 2014 Schuldpapiere im Gegenwert von fast USD 3'500 Mrd. Darunter befanden sich zeitweise Unternehmensanleihen für über USD 400 Mrd. und noch heute hypotheckenbesicherte Wertpapiere für über USD 1'700 Mrd. – beides keine für die Monetisierung in sec. 14(1) FRA ordentlich vorgesehene Effektenarten. Deren Kauf stützte sich vielmehr auf die außerordentliche sec. 13(3) Federal Reserve Act (FRA)³³ und sollte u. a. deren Risikoprämie senken.

²⁶ Eine erste Übersicht zu der auf Section 13(3) of the Federal Reserve Act gestützten Aktion findet sich etwa unter www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_supportspecific.htm. Gewisse Konditionen der Rettung wurden am 15.6.2015 in erster Instanz von Judge Wheeler für rechtswidrig befunden, vgl. *Starr Int'l Co. v. United States*, Fed. Cl. No. 11-779C.

²⁷ Im Fall der Rettung der UBS bestand freilich kein Zweifel, dass neben der Liquiditätshilfe der SNB Finanzhilfe des Bundes i. S. d. Subventionsgesetzes vom 5. Oktober 1990 (SuG) von Nöten sein würde. Die von Art. 17 SuG geforderte Rechtsgrundlage schuf der Bundesrat durch die auf Art. 184 Abs. 3 und 185 Abs. 3 der Bundesverfassung gestützte (Not-)Verordnung vom 15.10.2008 über die Rekapitalisierung der UBS AG. Siehe Sethe, ZBB 2011, 106-129; Kley, ZSR 2011 I, 123-138.

²⁸ Das dort stipulierte Verbot der Staatsfinanzierung über die Notenpresse gab den Ausschlag, dass ab 2011 dem wohl insolventen griechischen Staat nicht das Eurosystem zu Hilfe eilte. Diese Rolle übernahmen stattdessen Mitgliedsstaaten und zwei von ihnen gegründete, ausserhalb des Eurosystems stehende Institutionen: gestützt auf Art. 122 AEUV die European Financial Stability Facility (EFSF) und gestützt auf Art. 136 Abs. 3 AEUV den European Stability Mechanism (ESM). Vgl. EuGH Slg. 2012, I-0000 Rn. 119 ff. – Thomas Pringle/Government of Ireland.

²⁹ Siehe Art. 14.4 der Satzung des ESZB und der EZB i. V. m. den Verfahrensregeln vom 16.10.2013 für die Gewährung von Notfall-Liquiditätshilfe.

³⁰ Jordan, Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank in stürmischen Zeiten, 19.3.2009, 1 (7), www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20090319_tjn/source/ref_20090319_tjn.de.pdf. Vgl. Bermanke (Fn. 21): „provision of liquidity directly to borrowers and investors in key credit markets“.

³¹ Jordan (Fn. 30) 6, 10.

³² Siehe zum Wesen und zur Steuerung Rechtschaffen, Capital Markets, Derivatives and the Law: Evolution after Crisis, Oxford 2014, 84 f. m. Nw.

³³ Grundlegend Clouse/Henderson/Orphanides/Small/Tinsley, Topics in Macroeconomics, 2003, Vol. 3, Iss. 1, Art. 12, 1-64, 44. Vgl. auch www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst.htm.

Auch das Zielband der SNB, der CHF Dreimonats-Libor, zu dem sog. Panelbanken glauben untereinander Kredit zu bekommen,³⁴ berührt schon seit 2008 die Nullgrenze. Im Dezember 2014 wurde es auf -0,75% bis 0,25% abgesenkt und seit Januar 2015 liegt das Band gar bei -1,25% bis -0,25%. Außerdem beschloss die SNB im März 2009 einstweilen vermehrt langfristige Repo-Geschäfte zu tätigen und auch Frankenobligationen privater inländischer Schuldner zu kaufen.³⁵ Die unlimitierten Eurokäufe zur Verteidigung des Wechselkurses von 2011 bis 2015 hatten schließlich eine mit klassischen QE-Programmen ähnliche Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge zur Folge – wenngleich die Motive durchweg unterschiedlich waren.³⁶

Desgleichen steht der Leitzins der Europäischen Zentralbank („EZB“) seit September 2014 bei 0.05%.³⁷ Als credit easing ausgestaltet waren – jedenfalls ursprünglich³⁸ – etwa der Kauf börsengängiger Schuldtitel unter dem SMP³⁹ und die (nie umgesetzten) Käufe von Staatsanleihen durch OMT am Sekundärmarkt.⁴⁰ Demgegenüber sind direkt dem quantitative easing zuzurechnen die diversen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte⁴¹ sowie die im März 2015 angelaufenen Ankäufe von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten („PSPP“).⁴² Letzteres Programm sieht sich freilich mit einer (allenfalls zu) begrenzten Verfügbarkeit gewisser solcher Titel konfrontiert.⁴³

Als unmittelbares Ziel der Lockerungsmaßnahmen wird die Ankurbelung der Kreditvergabe im Interbankenverkehr und gegenüber der Realwirtschaft genannt.⁴⁴ Zugleich befeuern sie regelmäßig die Vermögenspreise, so dass daraus bei Kreditinstituten eine Verbesserung der Bilanz resultiert, die den Teufelskreis der fire sales unterbricht und die Kreditvergabefähigkeit verbessert. Bei den Haushalten kann es ein gesteigertes Wohlstandsempfinden auslösen, das zusätzlichen Konsum begünstigt.⁴⁵ Schließlich schwächt eine lockere Geldpolitik die betreffende Währung, was allenfalls den Export und damit das gesamte Wirtschaftswachstum zu stärken vermag.

Die Schwächung der eigenen Währung wird indes nicht nur als (willkommener) Reflex in Kauf genommen, sondern teils auch mehr oder weniger unverhohlen angestrebt. Zwar könnte der IWF gegen

³⁴ Siehe im Einzelnen IV.3.

³⁵ Jordan (Fn. 30) 9; SNB, Geschäftsbericht 2009, Bern/Zürich 2010, 34.

³⁶ Siehe u. bzgl. Fn. 51.

³⁷ Lammers, EuWZ 2015, 212 (213, 216); Thiele, EuZW 2014, 694 (696).

³⁸ Im Falle der OMT (dazu Fn. 40) siehe EZB, 6.9.2012, Press release, Technical features of Outright Monetary Transactions: „The liquidity created through Outright Monetary Transactions will be fully sterilised.“ Siehe demgegenüber Draghi, 5.6.2014, Introductory statement to the press conference (with Q&A): „we never said that we would sterilise with OMT“.

³⁹ Zum securities market program vgl. EZB/2010/5; Sester, E.C.F.R. 2012, 9(2), 156-178. Es lief vom 10.5.2010 bis zum 5.9.2012. Im Sommer 2014 stellte die EZB die wöchentliche Sterilisierung ein, wodurch das Programm in eine Form quantitativer Lockerung überführt wurde, siehe Draghi, 5.6.2014, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140605.en.html>.

⁴⁰ Die outright monetary transactions wurden am 16.6.2015 vom EuGH in einem Vorabentscheidungsverfahren für konform mit dem Unionsrecht erklärt: EuGH, 14.1.2015, Rs. C-62/14, Slg. noch unbekannt. Zu den OMT schon Schmidt, JZ 2015 317-327; Binder, JZ 2015 328-336; Snell, ELR 2015, 133-134; Editorial, CML Rev. 2014, 375-387.

⁴¹ Zu den long term refinancing operations EZB/2011/14 Art. 3.1.3, die ab 2012 auf bis zu drei Jahre ausgedehnt wurden, Thiele, Das Mandat der EZB und die Krise des Euro, 2013, 85 f. Sie waren weder zur Immobilienfinanzierung noch zum Erwerb von Staatsanleihen zugelassen; Lammers, EuWZ 2015, 212 (213, 216). Vielmehr zielten sie auf die Stabilisierung illiquider Banken der Euro(süd)zone. Demgegenüber sollen die am 25.3.2015 erstmals ausgerichteten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte nun primär die Kreditvergabe an den privaten Nichtfinanzsektor fördern (TLTRO, siehe EZB/2014/34).

⁴² Zum sog. secondary markets public sector asset purchase programme EZB/2015/10 vom 4.3.2015 und schon EZB, 22.1.2015, Pressemitteilung und technischer Anhang (operative Modalitäten), www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html. Die Titel figurieren im EZB Bulletin unter „securities held for monetary policy purposes“.

⁴³ EZB, 2.4.2015, Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung, 2 (Übersetzung Bundesbank).

⁴⁴ Jordan (Fn. 30) 8; Bernanke (Fn. 21): „increase the willingness of those institutions to lend and make markets“. Zum langfristigen Ziel siehe Fn. 22.

⁴⁵ Bernanke, Press Conference, 13.9.2012, 1-25, 10 f.

Währungsmanipulationen⁴⁶ seiner Mitglieder theoretisch gestützt auf sein Regelwerk und insbesondere Art. IV seiner Charta vorgehen.⁴⁷ In der Praxis blieb der Abwertungswettbewerb – Mantega sprach schon 2010 von einem „Währungskrieg“⁴⁸ – bislang allerdings ohne Sanktionen.⁴⁹

Zuweilen sehen sich indes gerade kleinere, relativ offene Volkswirtschaften mit stabilen Fiskalverhältnissen zu monetären Lockerungen gezwungen, um eine übermäßige Nachfrage nach ihren Währungen und damit verbundene Deflation und Schrumpfung der Wirtschaft einzudämmen.

So verteidigte etwa die SNB vom 6. September 2011 bis zum 15. Januar 2015 den Mindestkurs des Schweizer Franken gegenüber dem Euro insbesondere mit unlimitierten Käufen dieser Devisen,⁵⁰ aber auch mit Repogeschäften zum Satz von -0.15%.⁵¹ Sie reagierte damit auf die durch die Euro-Krise ausgelöste Flucht in den Franken, was der IWF ausdrücklich als zulässige Intervention bzw. gerade nicht als Währungsmanipulation taxierte.⁵²

Ähnlich verhält es sich schließlich beispielsweise mit Schweden, das den Reposatz als geldpolitisches Hauptinstrument einsetzt, d. h. den Zins, den der Pensionsgeber üblicherweise erhält für die vorübergehende Übereignung von Effekten an den Pensionsnehmer.⁵³ Je tiefer er liegt, desto attraktiver wird es für die Gegenparteien der Zentralbank, ihr Effekten anzudienen und desto mehr weitet sich die Geldmenge aus, was die Währung gegenüber anderen Devisen tendenziell abschwächt. Daher senkte die Riksbank den Reposatz, zu dem Banken bei ihr für sieben Tage Liquidität anlegen oder leihen können, am 18. Februar 2015 auf -0.1%, am 25. März 2015 auf -0.25% und am 8. Juli 2015 gar auf -0.35%.⁵⁴ Dies in der Absicht, die Inflation endlich anzukurbeln und die eigene Währung insbesondere gegenüber dem Euro trotz der Lancierung des PSPP⁵⁵ durch die EZB nicht zu sehr erstarken zu lassen.⁵⁶ Ist der Reposatz negativ, schreibt also die Zentralbank der Gegenpartei für die Hereinnahme der Effekten eine größere Summe an Zentralbankgeld gut, als sie bei Laufzeitende (gegen Auslieferung der Effekten) ausbuchen wird, erwächst ihr folglich ein Zinsaufwand.

c) Monetäre Repressionen

Zeitigen die bislang skizzierten individuellen und kollektiven Lockerungen nicht die erwünschte Wirkung, greifen Zentralbanken als *paenultima ratio* mitunter zu punktuellen monetären Repressionen,⁵⁷ um den unterbrochenen Transmissionsmechanismus⁵⁸ zwischen Geldpolitik und Wirtschaft

⁴⁶ Verstanden als Beeinflussung der Wechselkurse mit dem Ziel einer Zahlungsbilanzanpassung zu entgehen oder einen ungerechtfertigten Wettbewerbsvorteil zu erlangen. Siehe auch Franke in Tietje/Kraft, Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 77, August 2008, 1 (24 f.).

⁴⁷ IWF, 21.6.2007, Öffentliche Informationsmitteilung 07/69, Washington.

⁴⁸ FT, 27.9.2010, Brazil in currency war alert.

⁴⁹ FuW, 30.3.2015, Wie sich Währungsmanipulation bekämpfen lässt.

⁵⁰ SNB, 6.9.2011, Medienmitteilung; SNB, 15.1.2015, Medienmitteilung.

⁵¹ Zum Reposatz als geldpolitisches Instrument sogleich im Text. Die Negativsätze galten von August 2011 bis Mai 2012: SNB, Geschäftsbericht 2011, 48 f.; SNB, Geschäftsbericht 2012, 43 und 45.

⁵² IWF, Country Report No. 12/106 Switzerland 2012 Article IV Consultation Concluding Statement, Bern, 20.3.2012, Rn. 2 f., www.imf.org/external/np/ms/2012/032012.htm.

⁵³ Zur privatrechtlichen Natur des Pensionsgeschäfts vgl. etwa § 340b HGB. Siehe auch Art. 10 lit. b der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (Finma) vom 27.8.2014 über die kollektiven Kapitalanlagen. Für die monetärrechtlichen Grundlagen siehe EZB/2011/14 Ziff. 3.1.1.2.; für die Schweiz siehe SNB, Richtlinien der Schweizerischen Nationalbank über das geldpolitische Instrumentarium, 25.3.2004. Grundlegend Richa, Pensions de titres (repos) et autres cessions temporaires, Zürich 2008.

⁵⁴ Siehe die Daten seit 1994 unter www.riksbank.se/en/Interest-and-exchange-rates/Repo-rate-table.

⁵⁵ Vgl. Fn. 42.

⁵⁶ FT, 12.2.2015, Riksbank cuts Sweden's rates to negative.

⁵⁷ Als *ultima ratio* bleibt die Möglichkeit einer generellen Währungsreform, die freilich in aller Regel mit fiskalischen Maßnahmen und den dafür zuständigen Organen zu orchestrieren ist.

⁵⁸ Dazu etwa Schieber/Heinbücher, in FS N. Kloten, 1996, 325 (328 f.).

wiederherzustellen. Dazu zählen beispielsweise neben Kapitalverkehrskontrollen die hier besonders interessierenden Gebühren auf Zentralbankgeld-Guthaben und die ebenfalls anzusprechenden Bargeldrestriktionen.

aa) Gebühr auf Zentralbankgeld-Guthaben

Dabei ist zu unterscheiden zwischen Repressionen in Währungsräumen während einer Finanz- und Schuldenkrise einerseits und Repressionen der sog. Hart- bzw. Fluchtwährungsländer andererseits. Letzteren geht es primär darum, unerwünschte Zuflüsse ausländischen Geldkapitals abzuwehren oder gar Inländer zu Investitionen im Ausland zu bewegen. Das trifft insbesondere auf zwei europäische Zentralbanken zu, die dänische und die schweizerische,⁵⁹ die inzwischen beide auf einem Teil der Zentralbankgeld-Guthaben⁶⁰ ihrer Gegenparteien eine oft (unpräzise)⁶¹ als „Negativzins“ (negative interest rate) bezeichnete Gebühr erheben.

Die SNB kündigte vergangenen Dezember zunächst einen Satz von -0.25% an und senkte ihn anschliessend noch vor Inkrafttreten am 22. Januar 2015 auf -0.75% ab.⁶² Ausgenommen sind Freibeträge von mindestens CHF 10 Mio. Für Institute, die Mindestreserven halten müssen, erhöht sich der Freibetrag auf das 20-fache des reservspflichtigen Betrages.⁶³ Trotz heftiger Kritik, namentlich von Seiten der Privatbanken, die eine Wettbewerbsverzerrung gegenüber den ebenfalls in der Vermögensverwaltung aktiven Großbanken beklagen,⁶⁴ hält die SNB seither am eingeführten Regime praktisch unverändert fest.⁶⁵

In Dänemark können die Gegenparteien der Zentralbank ihre Guthaben jeweils über Nacht und bis zu einer bestimmten Limite auf einem current account belassen. Die Limite wird von der Zentralbank zunächst global festgelegt und dann in Tranchen auf die einzelnen Gegenparteien verteilt. Die individuelle Limite nimmt dabei mit der Bedeutung der Aktivität einer Gegenpartei am Geldmarkt zu.⁶⁶ Guthaben jenseits der Limite werden in sog. certificates of deposits umgewandelt.⁶⁷ Letztere belastete die Zentralbank erstmals im Juli 2012 mit einem Negativzins von -0.2%. Im Januar 2013 milderte sie den Satz auf -0.1% und setzte ihn im April 2014 auf Null zurück. Seit September 2014 senkte sie den Zins in bislang fünf Schritten erneut auf die aktuellen -0.75%.⁶⁸ Gleichzeitig erhöhte sie aber auch die globale Freigrenze mehrfach – zuletzt auf DKK 173 Mrd. (ca. EUR 23 Mrd.).⁶⁹ Damit wird mehreren Umständen Rechnung getragen. So sind die Guthaben der Banken bei der Zentralbank durch deren Devisenkäufe massiv angewachsen. Weil derzeit aber keine dänischen Staatsanleihen mehr begeben

⁵⁹ Bereits in den 1970er Jahren traten in der Schweiz Negativzinsen von bis zu 40% p. a. auf. Belastet wurden sie indes nicht den Zentralbankgeld-Guthaben der Banken, sondern (gestützt auf Notverordnungen und auf Geheiß der SNB) direkt den Guthaben ihrer Kunden. Siehe Zellweger-Gutknecht (Fn. 2) Rn. 47 ff.

⁶⁰ Zu deren Rechtsnatur nach schweiz. Recht eingehend Zellweger-Gutknecht (Fn. 2) Rn. 5 ff.

⁶¹ Zellweger-Gutknecht (Fn. 2) Rn. 39 ff.

⁶² SNB, 18.12.2014, Medienmitteilung; SNB (Fn. 50).

⁶³ Ab- bzw. zuzüglich einer Ab- bzw. Zunahme des Bargeldbestandes. Vgl. SNB, 18.12.2014 (Fn. 62) 3; detaillierter Zellweger-Gutknecht (Fn. 2) Rn. 36.

⁶⁴ Siehe nur NZZ, 27.2.2015, Kosten werden ungerecht verteilt. Soweit die Negativzinsen die Sozialwerke belasten, sind Analysen noch im Gange: Nationalrat, Amtl. Bulletin 2015, 342 f. u. 476 f.

⁶⁵ Aufgegeben wurde einzig die Volldispensation gewisser Institute. Gebührenbefreit sind inzwischen nur noch die Girokonten der zentralen Bundesverwaltung und der Ausgleichsfonds AHV/IV/EO; SNB, 22.4.2015, Medienmitteilung.

⁶⁶ Jørgensen/Risbjerg, in Nationalbanken, Monetary Review, 2012/3(1), 59 (65); Praxis teilweise geändert durch Nationalbanken (Fn. 69) passim.

⁶⁷ Jørgensen/Risbjerg (Fn. 66) 64.

⁶⁸ Vgl. www.nationalbanken.dk/en/marketinfo/official_interestrates/Pages/Default.aspx.

⁶⁹ Jørgensen/Risbjerg (Fn. 66) 67; Nationalbanken, 23.3.2015, Press release, Adjustment of the current-account limits.

werden bzw. die bestehenden mit Laufzeiten bis drei Jahre ebenfalls negativ rentieren,⁷⁰ ist ein Abbau des überschüssigen Zentralbankgeldes durch Umschichtung in solche Titel für die Geschäftsbanken keine Option. Zugleich können Banken den Negativzins nur begrenzt auf ihre Kunden abwälzen. Die Summe jenseits des Freibetrags entspricht mithin dem Quantum, das mutmaßlich am Geldmarkt umgesetzt wird, wo der Negativzins leichter weitergereicht werden kann.⁷¹

Andere Motive bewegen demgegenüber Zentralbanken in Währungsräumen mit Finanz- und Schuldenkrisen. Dazu zählt vorab die EZB, welche im Juli 2014 Negativzinsen einführt.⁷² Der Satz von zunächst -0.1% und seit September 2014 von -0.2% trifft namentlich die das Mindestreserve-Soll übersteigenden durchschnittlichen Reserveguthaben von Banken sowie die sonstigen Einlagen beim Eurosystem, insb. die Einlagefazilität⁷³ und die Target2-Salden.⁷⁴

Das primäre Ziel der Guthabengebühr ist es, den Markt für Interbankkredite in der Eurozone wiederzubeleben, mithin Banken mit (gebührenbelasteten) Liquiditätsüberschüssen zur Vergabe von Krediten an Institute mit Finanzierungsbedarf zu bewegen.⁷⁵ Im günstigsten Fall verbessert sich in der Folge auch die Kreditvergabe an die Realwirtschaft, was mittelfristig der momentan zu niedrigen Teuerung wieder Auftrieb verschaffen soll. Allerdings dürfte die Gebühr mit 0.2% derzeit noch viel zu moderat angesetzt sein, um das mit Interbankkrediten verbundene Ausfallrisiko adäquat zu entschädigen. Bleiben deswegen die Zentralbankguthaben unverändert, belastet die Gebühr entweder die Geschäftsbanken oder (bei Überwälzung) deren Kunden, was der angestrebten wirtschaftlichen Erholung kaum förderlich sein dürfte.

Zudem droht der negative Satz zugleich die quantitativen Lockerungsmaßnahmen noch zusätzlich⁷⁶ zu erschweren, da die EZB die ideale Chronologie beim Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente nicht eingehalten hat: Negativzinsen lassen sich wesentlich einfacher umsetzen, wenn der Aufbau der zu belastenden Guthaben schon weit fortgeschritten ist. Fallen hingegen (wie im Eurosystem) die Gebührenerhebung auf Zentralbankguthaben und die quantitative Lockerung zusammen, wird die Teilnahme am letzteren Programm für die Gegenparteien der Zentralbanken rasch unattraktiv. So erstaunt es nicht, dass der aktuelle Negativsatz einstweilen nicht mehr verändert und im EZB-Rat teils gar als effektive Untergrenze bezeichnet worden ist.⁷⁷ Als letztes Beispiel sei schließlich wiederum Schweden genannt, dessen Motive zur Einführung von Negativzinsen sich im Laufe der Zeit gewandelt haben: Schon im Juni 2009 ließ die Riksbank ihre deposit rate, den Zinssatz für Zentralbankgeld-Guthaben mit einer Laufzeit von sieben Tagen, auf -0.25% fallen – als erste Zentralbank überhaupt. Sie nahm diese Negativzinsen freilich nur eventualvorsätzlich in Kauf als Folge der Absenkung ihrer Reperate,⁷⁸ da zwischen den beiden Sätzen ein fixer Abstand gewahrt bleiben sollte. Zudem waren die Zentralbankguthaben zu diesem Zeitpunkt nicht substantiell, so dass der Effekt

⁷⁰ Vgl. etwa www.investing.com/rates-bonds/denmark-government-bonds.

⁷¹ Implizit so Nationalbanken, 18.3.2015, Press release, Increase in the current-account limits.

⁷² Auch das Fed hat Negativzinsen geprüft, bislang indes mit Rücksicht auf die Geldmärkte nicht eingeführt: Yellen, 27.2.2014, Senate hearing: „On the interest on reserves, [...] I think that lowering that rate [...] goes in the right direction, but would have a very limited effect on bank lending. We have worried about what impact it would have on money markets that we operate in, and not wanting to [...] completely disrupt money market activities, it is something we have considered and could consider going forward. But there are conflicting things that are going on there.“

⁷³ Siehe dazu EZB/2011/14 Ziff. 4.2.

⁷⁴ EZB/2014/23 Ziff. 1-3.

⁷⁵ <https://www.ecb.europa.eu/home/html/faqinterestrates.de.html> „...dass eine Bank entweder anderen Banken Geld leiht oder den Negativzinssatz zahlt.“

⁷⁶ Vgl. schon bzgl. Fn. 43.

⁷⁷ EZB (Fn. 43) 14 u. 16.

⁷⁸ Vgl. schon bzgl. Fn. 54; NYT, 2.10.2009, Negative Interest Rates in Sweden?

des Negativsatzes unbedeutend blieb.⁷⁹ Auch hier wurde die Hoffnung geäußert, Banken mit Liquiditätsüberschuss könnten motiviert werden „to lend money to each other if any of them have a deficit at the end of the day“⁸⁰ – was zum damaligen Zeitpunkt durchaus vorkommen konnte. Inzwischen ist der Schwedische Bankenplatz wieder erstarkt, die Wirtschaft wächst und noch mehr der Immobilien-sektor. Heute liegt die deposit rate bei rekordtiefen -1.1% und dient nur mehr der Abwehr von Anlegern, die insbesondere von Euro in eine etwas härtere Währung umschichten wollen.⁸¹

bb) Bargeldbeschränkungen

Noch drastischer als Negativzinsen – und je nach Ausgestaltung u.U. schon in der Nähe einer Währungsreform anzusiedeln – ist die Verteuerung oder anderweitige Beschränkung des Bargeldgebrauchs, namentlich die Aufhebung seiner liberatorischen Kraft, die bei Währungsgeld insbesondere durch die gesetzliche Annahmepflicht zum Ausdruck kommt.⁸² I. d. R. trägt Bargeld weder positive noch negative Zinsen, sondern verursacht höchstens durch seine Aufbewahrung und Übertragung Risiken und Kosten. Dadurch besteht der Anreiz zur Bargeldhortung, sobald Negativzinsen und -renditen auf ähnlich sicheren und liquiden Aktiven höheren Aufwand verursachen. Die Kosten für Bargeldhaltung bilden mithin den sog. effective lower bound (ELB), d. h. die nominale Untergrenze für andere repressive Maßnahmen, die entgegen ihrer früheren Bezeichnung als zero lower bound (ZLB) durchaus geringfügig unter Null zu liegen kommen kann.

Um den ELB weiter senken zu können, wurde etwa vorgeschlagen, Bargeld zu entwerten⁸³ oder anderweitig zu besteuern,⁸⁴ es gänzlich oder jedenfalls die hohen Notenwerte abzuschaffen⁸⁵ oder die Parität zwischen Bar- und Buchgeld aufzuheben, indem etwa bei jeder Einzahlung ein Abschlag hinzunehmen wäre.⁸⁶ Wie drängend das Anliegen für die Geldpolitik geworden ist, zeigt sich an der Kadenz mit der die Anliegen mittlerweile in die Tagespresse getragen werden⁸⁷ und im Umstand, dass die Schweizerische Nationalbank zusammen mit weiteren Instituten am 18. Mai 2015 in London eine Tagung durchführte, an der vornehmlich Befürworter der Bargeldrestriktion auftraten.⁸⁸

Dabei ist die zunehmende Beschränkung des Bargeldes in seiner Funktion als Währungsgeld (currency, monnaie légale) bereits heute im Fortschreiten begriffen: Bargeldzahlungen werden unter dem Titel der Bekämpfung von Steuer- und anderen Delikten zunehmend eingeschränkt.⁸⁹ In Frankreich

⁷⁹ FT, 27.8.2009, Bankers watch as Sweden goes negative.

⁸⁰ Zit. Sveriges Riksbank, Economic Commentaries, 2009(9), 5.

⁸¹ FT, 12.2.2015, Riksbank cuts Sweden's rates to negative. Siehe schon bei Fn. 54 f.

⁸² Exemplarisch Art. 3 Abs. 2 des schweiz. Bundesgesetzes vom 22.12.1999 über die Währung und die Zahlungsmittel (WZG): „Schweizerische Banknoten müssen von jeder Person unbeschränkt an Zahlung genommen werden“.

⁸³ Mankiw in NYT, 18.4.2009, It may be time for the Fed to go negative, und schon Gesell, Die Natuerliche Wirtschaftsordnung, 7. Aufl. 1931, passim.

⁸⁴ Siehe etwa Goodfriend, J. Money Credit Bank, 2000, 32 (4), 1007-1035; Buitier/Panigirtzoglou, NBER working paper series 7245, 1999, 1-69.

⁸⁵ Rogoff in FT, 28.5.2014, Paper money is unfit for a world of high crime and low inflation; Bofinger in Der Spiegel, 2015/21, Bargeld ist ein Anachronismus; a. M. Thiele, 5.5.2015, Die Zukunft des Bezahlers (www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2015/2015_05_05_thiele.html).

⁸⁶ Kimball in FuW, 17.4.2015, Klammern an Bargeld ist wie Klammern an Gold.

⁸⁷ Siehe neben den genannten, relativ einseitigen Beispielen aber auch den sorgfältig abwägenden Beitrag von Niepelt in NZZ, 20.2.2015, Notenbankgeld für alle?

⁸⁸ Removing the Zero Lower Bound on Interest Rates Conference, Präsentationen abrufbar unter www.imperial.ac.uk/business-school/removing-the-zero-lower-bound-on-interest-rates-conference.

⁸⁹ Paradigmatisch schon VO (EG) Nr. 974/98 Erw. 19: „Von den Mitgliedstaaten aus Gründen der öffentlichen Ordnung eingeführte Begrenzungen für Zahlungen in Banknoten und Münzen sind mit der den Euro-Banknoten und Euro-Münzen zukommenden Eigenschaft eines gesetzlichen Zahlungsmittels nicht unvereinbar sofern andere rechtliche Mittel für die Begleichung von Geldschulden bestehen.“

liegt etwa die tiefste Limite (gegenüber öffentlichen Kassen) derzeit bei gerade noch EUR 300, ansonsten bei EUR 3'000,⁹⁰ wobei die nächste Absenkung auf EUR 1'000 ab September 2015 schon angekündigt ist.⁹¹

In der Schweiz rief noch die Limite von CHF 100'000 überwiegenden Widerstand im Parlament hervor, so dass für höhere Beträge das ursprüngliche Barzahlungsverbot durch eine erhöhte Sorgfaltpflichten der Händler ersetzt wurde.⁹² Eine Harmonisierung mit dem Zwangsvollstreckungsrecht ging allerdings „vergessen“: dort sind deshalb Zahlungen von Geldsummen oberhalb der Limite in bar ab 2016 nicht mehr erlaubt (Art. 129 und 136 SchKG⁹³).⁹⁴ Es steht zu erwarten, dass diese Limite wie im europäischen Raum nach und nach abgesenkt und auf Transaktionen außerhalb der Zwangsvollstreckung ausgedehnt werden wird.

Davon abgesehen, tritt in der Schweiz noch eine monetärrechtliche Besonderheit hinzu (die im Eurosystem freilich ebenfalls aktiviert werden könnte⁹⁵). Sie ermöglicht es der SNB im Prinzip schon heute, die Bargeldversorgung einzuschränken: Art. 2 WZG bezeichnet als gesetzliche Zahlungsmittel (Währungsgeld) nicht nur „die vom Bund ausgegebenen Münzen“ (lit. a) und „die von der Schweizerischen Nationalbank ausgegebenen Banknoten“, sondern explizit auch „auf Franken lautende Sichtguthaben bei der Schweizerischen Nationalbank“ (lit. c). Entscheidend ist dabei, dass solche Guthaben nur von Personen, die über ein Girokonto bei der SNB verfügen, gehalten werden können,⁹⁶ von diesen aber zugleich „unbeschränkt an Zahlung genommen werden“ müssen (Art. 3 Abs. 3 WZG). Die Tilgungswirkung i. S. v. Art. 114 Abs. 1

i. V. m. Art. 84 Abs. 1 OR erstreckt sich damit auch auf diese Sichtguthaben, so dass sich die SNB mit einer Kontogutschrift bereits vollständig befreit und – anders als Geschäftsbanken – nicht auf Verlangen für das Guthaben noch physisches Bargeld leisten muss.⁹⁷ Die Sichtguthaben stehen damit geldrechtlich auf der gleichen Stufe wie Banknoten, sind also – anders als Sichtguthaben bei Geschäftsbanken – gerade nicht als Forderungen ausgestaltet.⁹⁸ Somit ist jedenfalls die SNB nur noch im Rahmen von Art. 5 Abs. 2 lit. b NBG gehalten, Sichtguthaben auf Verlangen in eine physische Geldsorte umzutauschen. Die besagte Bestimmung verpflichtet sie zur Gewährleistung der Bargeldversorgung. Nach Art. 5 Abs. 2 pr NBG ist diese Aufgabe indes stets subsidiär zur in Art. 5 Abs. 1 NBG definierten Hauptaufgabe der SNB, die „Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes“ zu führen.⁹⁹ Folglich besteht eine Pflicht zur Barzahlung für die SNB gerade nicht, soweit Bargeld nicht zur Verwendung im Zahlungsverkehr nachgefragt wird, sondern zur bloßen Hortung. Denn so würden Negativzinsen auf Zentralbankgeld-Sichtguthaben vermieden und eine geldpolitische Massnahme umgangen, die sich auf den besagten Art. 5 Abs. 1 (hier i. V. m. Art. 9 Abs. 1 lit. a) NBG stützt.

⁹⁰ Art. 1680 Code général des impôts ; Art. D112-3 und D112-4 Code monétaire et financier.

⁹¹ Sapin, 18.3.2015, Lutte contre le financement du terrorisme.

⁹² Siehe den ab 2016 geltenden Art. 8a des Schweiz. Bundesgesetzes vom 10.10.1997 über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung im Finanzsektor.

⁹³ Schweiz. Bundesgesetz vom 11.4.1889 über Schuldbetreibung und Konkurs.

⁹⁴ Schweiz. Bundesgesetz vom 12.12.2014 zur Umsetzung der 2012 revidierten Empfehlungen der Groupe d'action financière, Amtl. Sgl. (2015) 1389.

⁹⁵ Siehe dazu vor und bei Fn. 101.

⁹⁶ Siehe im Einzelnen Zellweger-Gutknecht (Fn. 2) Rn. 7 ff. Namentlich Privatpersonen gehören nicht zum Kreis der möglichen Kontoinhaber. Siehe auch Art. 10 WZG und Art. 9 Abs. 1 lit. a NBG.

⁹⁷ Zur Tilgung von Geldschulden in Deutschland BGHZ 185, 359 = NJW 2010, 2719 Rn. 29.

⁹⁸ Zwar wird Währungsgeld in der Zentralbankbilanz auf der Passivseite verbucht. Dennoch ist damit keine Pflicht der Emittentin auf Leistung eines Vermögenswertes der Aktivseite verbunden, wie es gerade für Fremdkapital üblich ist: Anders als früher berechtigt Währungsgeld heute nicht mehr zum Umtausch in eine von der Zentralbank zu haltende Deckung; vgl. detaillierter Zellweger-Gutknecht (Fn. 2) Rn. 10 ff. bzw. zu den Ausnahmen Rn. 14 ff.

⁹⁹ Noch ohne Hinweis auf diese Schranke Zellweger-Gutknecht (Fn. 2) Rn. 11.

Das mussten unlängst offenbar bereits mehrere Gegenparteien der SNB feststellen, die ihre Sichtguthaben teilweise in Barbestände umschichten wollten.

Die beschriebene Situation hat in der Schweiz die zivilrechtliche Folge, dass eine Geschäftsbank, die Negativzinsen an ihre (Groß-)Kunden weiterreicht, welche daraufhin ihr Guthaben bar beziehen und im Tresor deponieren wollen, die Auszahlung verweigern kann, ohne wegen Vertragsverletzung ersatzpflichtig zu werden. Dies jedenfalls dann, wenn die SNB der Bank gestützt auf Art. 5 Abs. 1 NBG die erforderliche Bargeldlieferung verweigert: In diesem Fall erweist sich die Zahlung in bar für die Bank als nachträglich objektiv unmöglich i. S. v. Art. 119 Abs. 1 OR. Mit Blick auf die Wahlobligation (Art. 72 OR), die dem Girovertrag regelmäßig inhärent ist und den Kunden ermächtigt, im Rahmen seines Guthabens nicht nur Überweisungen zu veranlassen, sondern auch Bargeld zu beziehen, folgt daraus, dass sich die Wahlmöglichkeit des Kunden auf unbare Zahlungsmodalitäten reduziert. In der Praxis scheinen Banken ihre Kunden freilich bislang noch dadurch von Abhebungen abhalten zu können, dass sie Kosten für die Bargeldbereitstellung ankünden und eine Befreiung vom Bankgeheimnis verlangen.¹⁰⁰

Für die Europäische Währungsunion scheint eine vergleichbare Entwicklung nicht ausgeschlossen. Zwar bestimmt Art. 128 Abs. 1 AEUV nur, dass einzig die von der EZB und den nationalen Zentralbanken ausgegebenen Banknoten als gesetzliches Zahlungsmittel in Banknotenform gelten sollen (für die in Abs. 2 geregelten Münzen fehlt diese Einschränkung der Emissionskompetenz¹⁰¹). Freilich schließt diese Formel nicht aus, dass auch andere, insbesondere nicht-physische Geldformen den Status gesetzlicher Zahlungsmittel erlangen können.¹⁰² Entsprechend steht es der EZB grundsätzlich frei, mittels Verordnung die Guthaben auf den beim Eurosystem bestehenden Konten zu gesetzlichen Zahlungsmitteln zu erklären (gestützt auf Art. 129 Abs. 1 AEUV i. V. m. Art. 3 Abs. 1 erster Gedankenstrich ihrer Satzung¹⁰³), wenn es für die Ausführung der Geldpolitik der Union erforderlich werden sollte – etwa um den ELB für Negativzinsen weiter senken zu können.

3. Folge: Negative Geldmarktzinssätze

Tritt zur bereits beschriebenen Verknappung der mündelsicheren Schuldtitel (zunächst in einer akuten Banksystemkrise und später im Zuge der quantitativen Lockerung) eine massive Ausweitung der Zentralbankgeldmenge hinzu, können auch die Konditionen, zu denen Banken am Geldmarkt Einlagen entgegennehmen, ihre Vorzeichen wechseln. Dies jedenfalls dann, wenn ihnen eine risiko-adäquate und rentable Wiederanlagemöglichkeit fehlt, wie die folgenden Beispiele illustrieren.

Erste Vorboten zeigten sich Ende Juli 2011 als Großkunden, die ihre Guthaben nicht direkt bei der Fed platzieren können, damit begannen amerikanische Banken mit kurzfristigen Dollareinlagen zu fluten. Sie suchten – verunsichert durch die akut gewordene griechische Staatsschuldenkrise und die Pattsituation um die nahende Schuldenobergrenze in den USA – für ihre Guthaben nach sicheren Häfen. Indes mangelte es den Banken aufgrund der schon beschriebenen Vorgänge am Markt für Schuldverbriefungen an fristkongruenten Anlagemöglichkeiten. Beispielsweise lag die Rendite für einmonatige US Treasury bills bei gerade noch 0.1%, was maximal die Prämie deckte, die Banken der Einlagensicherung FDIC für die Zuflüsse zu leisten hatten. So blieb ihnen praktisch nur die Möglichkeit, ihre Mindest- und Überschusseinlagen beim amerikanischen Zentralbankensystem Fed weiter zu erhöhen. Auf diesen zahlt das Fed zwar seit Oktober 2008 einen (im Grunde finanzhilfeähnlichen)

¹⁰⁰ FAZ, 5.5.2015, Großanleger wollen ins Bargeld flüchten.

¹⁰¹ Sie findet sich erst in VO (EG) Nr. 974/98 Art. 11.

¹⁰² Freimuth in Siekmann, Kommentar zur Europäischen Währungsunion, 2013, Art. 128 Rn. 77.

¹⁰³ ABl. 2012 C 326/230.

Zins von 0.25%.¹⁰⁴ Allerdings ging bald die Befürchtung um, das Fed könnte den Zins für Überschusseinlagen auf Null absenken. Daher kündigte etwa die Bank of New York Mellon Corp. im August 2011 an, Neuzuflüsse über USD 50 Mio.¹⁰⁵ mit jährlich mindestens 0.13% zu belasten – allenfalls auch mehr, falls die Rendite für besagte Treasury bills weiter sinken sollte. Umgesetzt wurde die Maßnahme letztlich nicht; die Unsicherheit ließ nach, die Zuflüsse gingen zurück und das Fed ließ die Zinsen unverändert.¹⁰⁶

Mit einem vergleichbaren „Run“ auf kurzfristige Bankeinlagen sah sich zur selben Zeit in der Schweiz jedenfalls die UBS konfrontiert. Daraufhin kündigte sie am 25. August 2011 über Swift eine Gebühr an, die Bankinstitute treffen werde, die als Kunden der UBS von ihr das CHF cash clearing tätigen ließen und auf den dafür vorgesehenen Konten bei der UBS „exzessive“ Guthaben akkumulieren würden.¹⁰⁷ Auch der UBS fehlte es angesichts der oben erwähnten Negativrenditen für kurzfristige Staatsschulden inzwischen an angemessenen Reinvestitionsmöglichkeiten. Zudem intervenierte die SNB wie gesehen zu diesem Zeitpunkt bereits selbst gegen die Frankenstärke und dürfte wenigstens implizit Druck auf die (Groß-)Banken ausgeübt haben, die Frankenguthaben ihrer Kunden nicht unlimitiert anschwellen zu lassen. Eine sonst drohende Einführung von Negativzinsen durch die SNB stand damals schon im Raum.¹⁰⁸

Ab Mitte 2012 wiederholte sich die Situation auf ähnliche Art: angesichts des wieder stärker drohenden Zusammenbruchs der Eurozone forcierten institutionelle Anleger weltweit den Erwerb von Hartwährungsdevisen wie Schweizer Franken und Dänische Krone. Bei ihren Depotbanken außerhalb der Schweiz und Dänemarks wuchs dadurch die Passivseite um Fremdwährungsbestände, mit denen im Aktivgeschäft zu adäquaten Laufzeiten und Risiken wie gesehen kaum mehr Ertrag zu erzielen war. Selbst eine direkte Geschäftsbeziehung zur schweizerischen und dänischen Zentralbank hätte indes die Lage der ausländischen Banken nicht verbessert, da beide Institute (anders als das Fed) Einlagen nicht verzinsen. Vielmehr nahm die dänische Nationalbank seit Juli 2012 wie gesehen gar einen Abzug von 0.2% auf den certificates of deposits vor¹⁰⁹ und die SNB hatte ähnliche Maßnahmen jedenfalls angedeutet.¹¹⁰ Als erkennbar wurde, dass dieser Zustand anhalten würde, begannen amerikanische und kanadische Banken im Herbst 2012, Guthaben in den genannten Währungen oberhalb einer Freigrenze mit Abzügen zu belasten.¹¹¹

Anfang Dezember zogen die Schweizer Großbanken nach und erhoben fortan von Finanzinstituten (nicht aber von anderen Kunden) für sämtliche CHF Guthaben Gebühren.¹¹² Die Situation spiegelt sich auch in den Referenzzinssätzen für CHF und DKK-Übernachtungskredite am Interbankenmarkt, die seit dem Sommer quasi bei Null lagen und ab Herbst/Winter praktisch durchweg negativ notierten.¹¹³ Seit auch die SNB tatsächlich Guthabengebühren einbehält, reichen die Banken in der Schweiz die anfallenden Kosten nach Möglichkeit an sämtliche Großkunden weiter,¹¹⁴ teils mit Gebühren von bis

¹⁰⁴ Fed, Pressemitteilung, 6.10.2008 www.federalreserve.gov/monetarypolicy/20081006a.htm sowie Financial Services Regulatory Relief Act (2006), modifiziert durch Emergency Economic Stabilization Act (2008).

¹⁰⁵ Die Summe korrespondiert mit dem Vermögen, ab dem Private gemeinhin als sog. Ultra High Net Worth Individuals (UHNWI) bezeichnet werden. Die Maßnahme beschränkte sich damit auf Finanzinstitute und diesen bzgl. Finanzkraft ebenbürtige Kunden.

¹⁰⁶ WSJ, 5.8.2011, New Fee to Bank Cash; Huffington Post, 26.11.2011, Bank of New York Mellon backs off from its plans for deposit fee.

¹⁰⁷ Reuters, 26.8.2011, UBS considers fee to deter Swiss franc hoarding.

¹⁰⁸ Jordan (Fn. 30) 8.

¹⁰⁹ Vgl. II.2.c.aa., Gebühr auf Zentralbankgeld-Guthaben.

¹¹⁰ Jordan (Fn. 30) 8.

¹¹¹ Bloomberg, 9.10.2012, Depositors Fleeing Euro get negative Rates at State Street.

¹¹² FuW, 11.12.2012, UBS verschärft Negativzins-Regime; FuW, 4.12.2012, Credit Suisse und UBS wehren Bargeld ab.

¹¹³ Für detaillierte Daten und Grafiken siehe etwa <http://research.stlouisfed.org/fred2/graph>.

¹¹⁴ Siehe aber Global Capital, 8.5.2015, Holcim resists banks over negative Swiss franc interest.

zu 3%.¹¹⁵ Auch die EZB nimmt auf Überschussreserven nun Abzüge vor, weshalb Banken mit Großguthaben in EUR in gleicher Weise verfahren.¹¹⁶ In Dänemark werden inzwischen selbst Guthaben von Retailkunden teils mit einer Gebühr von 2% p. a. belastet.¹¹⁷

Abschließend sei eine Sonderkonstellation erwähnt, die sich schon Anfang November 1998 in Japan herausgebildet hatte:¹¹⁸ Nach Zusammenbrüchen inländischer Banken¹¹⁹ erhielten die übrigen Institute statt ungesicherter Dollarkredite, die sie für ihre Überseegeäfte benötigten, praktisch nur noch Dollarliquidität mittels Swaps gegen Yen und zu einer erhöhten Risikoprämie (sog. Japan premium).¹²⁰ Bei den ausländischen Gegenparteien am Interbankenmarkt führten die wachsenden Yen-Bestände rasch zu einem Anlagenotstand, denn eine Replatzierung bei japanischen Banken schien aus Risikogründen nicht opportun. Stattdessen explodierte die Nachfrage nach Treasury bills, was deren Umlaufrendite in leicht negative Zonen drückte.¹²¹ Die verbleibende Yenliquidität verliehen die ausländischen Banken daraufhin zu Negativzinsen von -0.03% bis -0.08% weiter.¹²² Doch dank der günstigen Swaprefinanzierung erzielten sie selbst damit noch ein positives Ergebnis. Am 16. November 1998 lancierte das japanische Finanzministerium das dritte sog. emergency economic package, das u. a. das Finanzsystem jedenfalls zeitweilig stabilisierte,¹²³ woraufhin die Negativrenditen und -zinsen am japanischen Geldmarkt einstweilen wieder verschwanden. Rund fünf Jahre später traten sie über Monate nochmals auf, während japanische Staatsanleihen noch immer nahe Null rentierten.¹²⁴ Dadurch ergab sich innerhalb der Gruppe der Auslandsbanken erneut ein Geldüberhang, der nicht durch Investition in andere Aktiven abgebaut, sondern nur gegen Zahlung von Negativzinsen „ausgelagert“ werden konnte.

III. Zwischenfazit

Zusammenfassend begünstigt eine Abfolge von Krisenereignissen das Auftreten von Negativzinsen. Auslöser ist üblicherweise eine systemische Bankenkrise, die dazu führt, dass Bankguthaben, die bislang (anstelle von Bargeld) zur Liquiditätssicherung gehalten wurden, oberhalb einer allfälligen Einlagensicherung in alternative liquide und sichere Anlagen umgeschichtet werden: Gegenparteien von Zentralbanken erhöhen nach Möglichkeit ihre dort gebuchten Sichtguthaben, was den Interbankenkreditmarkt einstweilen austrocknet. Die restlichen Marktakteure sichten in mündelsichere Schuldverschreibungen (vornehmlich Staatsanleihen) um, so dass deren Kurs steigt und die Renditen entsprechend fallen.

¹¹⁵ Handelszeitung, 14.6.2015, UBS verlangt Strafzins von minus drei Prozent.

¹¹⁶ FT, 17.10.2014, BNY Mellon charges clients for euro deposits.

¹¹⁷ WSJ, 10.2.2015, In Denmark, Depositors to Pay Interest to Bank.

¹¹⁸ Dazu Nishioka/Baba in: Bank of Japan Working Paper Series No. 04-E-8, Juli 2004.

¹¹⁹ Vgl. bei Fn. 11.

¹²⁰ Saunders, J. Money Credit Bank., Vol. 32, No. 4 (Nov. 2000, Part 2), 1058 (1063). Die statistischen Daten sind abrufbar unter www.boj.or.jp/en/statistics/stop/premium/index.htm.

¹²¹ Vgl. bei Fn. 10.

¹²² NYT, 7.11.1998, Zen Banking: Japan's Negative Interest Rates.

¹²³ Cargill/Hutchison/Ito, Financial Policy and Central Banking in Japan, Cambridge 2000, 162.

¹²⁴ Bereits im Januar 2003 wurde vereinzelt unbesichertes Tagesgeld zu Sätzen zwischen -0.1% und -0.2% verliehen und am 25.6.2003 fiel selbst der gewichtete Durchschnitt dieser Geschäftsart auf -0.001%. Er unterschritt die Nullmarke noch mehrere Male. Am 14.1.2004 erreichte er mit -0.012% den tiefsten Stand: Bank of Japan Financial Markets Department, Money Market Operations in Fiscal 2003, August 2004, 12 f.

Hinzu treten geldpolitische Krisenmaßnahmen. Sie führen in der Lockerungsphase zu tiefen Zinsen und einer zusätzlich renditesenkenden Nachfrage nach Staatsanleihen und ähnlichen Titeln. Entscheidend ist aber, dass in der Regel überdies die Zentralbankgeldmenge massiv ausgedehnt wird – sei es um einen krisenbetroffenen Währungsraum mit Liquidität zu versorgen oder um eine Währung außerhalb der Krisenregion vor Aufwertung zu schützen.

Belegen Zentralbanken das neu geschaffene Zentralbankgeld sodann mit einer Gebühr mit steuerähnlicher¹²⁵ Wirkung (in Krisenzonen zur Wiederbelebung des Interbankencredits, in Hartwährungszone zur Abwehr der Geldnachfrage), hat dies für die Inhaber einen unmittelbaren Kaufkraftverlust zur Folge.¹²⁶ Ab diesem Moment wird ein Zentralbankgeld-Guthaben jenseits einer gewissen Höhe zu einem Schwundwert, d. h. zu einem Aktivum, das im Laufe der Zeit das Vermögen seines Inhabers schmälert, weil sein bloßes Halten von vornherein mit Nettokosten verbunden ist. Das drängt die Gegenparteien der Zentralbanken dazu, den gebührenbelasteten Teil ihrer Sichtguthaben in andere Aktiven anzulegen.

Wesentlich ist dabei, dass Zentralbankguthaben zu den sog. lastenfreien erstklassigen liquiden Aktiva zählen (high quality liquid assets, HQLA).¹²⁷ Ihnen gleichgestellt sind nur Aktiven, die „ohne Weiteres und unverzüglich flüssig gemacht werden können, und zwar ohne oder mit nur geringer Werteinbusse“. ¹²⁸ Allerdings rentieren gerade die in diese Klasse fallende Schuldtitel (insbesondere Staatsanleihen) wie gesehen zu diesem Zeitpunkt schon nahe oder unter Null, so dass eine liquiditätserhaltende Umschichtung ebenso unwirtschaftlich wäre.

Zwar ist denkbar, dass die regulatorischen Liquiditätsvorgaben eine Investition in weniger liquide (dafür rentablere) Aktiven durchaus noch erlauben würden. Dennoch findet selbst hier eine Umschichtung höchstens zögerlich statt. Es scheint, dass kreditrisikoadäquate Zinsen für bonitätsschwächere Kapitalnehmer derzeit nicht erschwinglich sind und umgekehrt die für sie gerade noch tragbaren Zinsen für Kapitalgeber nicht attraktiv genug ausfallen.

Vergleichbar ist die Situation am Interbankenmarkt:¹²⁹ Dort erweist sich jedenfalls in Krisenzonen ein Kredit je nach Nehmerinstitut als (weiterhin zu) riskant, so dass Banken ihre Überschussliquidität tendenziell nur an Banken mit vergleichbarer oder besserer Bonität verleihen wollen, die indes zu meist selbst Zentralbankgeldüberschüsse verzeichnen. In Hartwährungsregionen ist diese Überschussituation noch verbreiteter anzutreffen.

So bewirkt die skizzierte Entwicklung am Geldmarkt innerhalb der Gruppe der bonitätsstarken Institute einen Überhang an Zentralbankgeld. Die monetäre Wirkung dieser sektoriellen Inflation ist vergleichbar mit den Folgen eines Geldangebots, das im realwirtschaftlichen Bereich das Angebot an Gütern (Waren und Dienstleistungen) übersteigt: Im betroffenen Wirtschaftskreis verliert das Geld an

¹²⁵ Soweit die Gebühr einer privatrechtlichen Beziehung entspringt (so bei der Kontoführung der SNB gestützt auf Art. 9 Abs. 1 lit. a NBG), bleibt das öffentliche Abgaberecht unanwendbar.

¹²⁶ Hinzu kommt auf regulatorischer Ebene, dass Einlagen den Banken noch weitere Kosten bescheren: So führen sie namentlich zu einer Bilanzverlängerung, die nach den Basel III-Vorgaben mit zusätzlichem (kostspieligem) Eigenkapital zu unterlegen ist (siehe etwa Art. 42 ff. der schweiz. VO vom 1.6.2012 über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effektenhändler, ERV). Für systemisch bedeutsame Banken sind die Anforderungen heute schon höher (Art. 130 f. ERV) und werden je nach Leverage Ratio künftig noch steigen (Art. 133 ff. ERV). Hinzu treten Vorgaben zur Liquiditätssicherung, die zu unrentablen Anlagen zwingen (siehe sogleich bei Fn. 127 ff.) Dazu Maurenbrecher, GesKR 2015 (erscheint demnächst).

¹²⁷ Siehe BIZ, Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, Basel III: Mindestliquiditätsquote und Instrumente zur Überwachung des Liquiditätsrisikos, 2013, Rn. 50. Siehe dazu VO (EU) Nr. 575/2013 Art. 411 ff. und insb. Art. 416 Abs. 3; CH-VO vom 30.11.2012 über die Liquidität der Banken, LiqV.

¹²⁸ Zit. BIZ (Fn. 127) Rn. 24.

¹²⁹ Giro- und Clearing-Guthaben gegenüber Banken fallen nicht in diese Kategorie, sondern sind als künftige Mittelzuflüsse nur teilweise bei der Berechnung des Liquiditätsbedarfs einzukalkulieren. Siehe etwa FINMA-RS 2015/2 vom 3.7.2014, Liquiditätsrisiken Banken, Rn. 114.

Kaufkraft. Folglich nehmen bonitätsstarke Banken Einlagen nur noch entgegen, soweit sie diese Geldwerteinbusse auf die kapitalgebende Gegenpartei abwälzen können.

IV. Zins

Es bleibt zu zeigen, dass diese Überwälzung des Geldwertrisikos im Rahmen von Finanzgeschäften generell in die Zinskalkulation einfließt und in besonders reiner Form in den Referenzzinsen für Interbankkredite zum Ausdruck kommt, die teils seit 2011 negativ notieren. Zu diesem Zweck sind zunächst kurz Wesen und Gehalt des Zinses im Allgemeinen zu beleuchten.

1. Wesen und Gehalt

Weder im deutschen noch im schweizerischen Recht findet sich eine Legaldefinition des Zinses.¹³⁰ Hier wie dort besteht aber das Bestreben, den Begriff, der vom Gesetz an diversen Stellen vorausgesetzt wird,¹³¹ einer möglichst einheitlichen Auslegung zuzuführen.¹³² Als kleinster gemeinsamer Nenner der deutschen wie der schweizerischen Rechtsprechung und Lehre lässt sich Zins beschreiben als Vergütung für die freiwillige oder unfreiwillige Überlassung von Kapital zu nicht partizipativen Zwecken auf Zeit, variabel oder fix bemessen nach der Dauer der Überlassung und als Quote des Kapitals.¹³³

Für die Qualifikation als Zins ist es hingegen irrelevant, ob eine Vergütung als Zins oder auf andere Weise bezeichnet wird.¹³⁴ Zudem sind weder Periodizität noch Vorleistung essentiell. Vielmehr kann Zins selbst einmalig für die Gesamtlaufzeit fällig werden. Entscheidend ist nur, dass die vereinbarte Zahlung funktionell als laufzeitabhängige Gegenleistung für die Kapitalnutzung ausgestaltet ist.¹³⁵ Das gilt heute i. d. R. jedenfalls für ein Disagio, das in der modernen Kreditpraxis nicht mehr als Kreditnebenkosten den einmaligen Verwaltungsaufwand bei der Kapitalbeschaffung und -gewährung abgibt, sondern als „integraler Bestandteil der Zinskalkulation“ während der Laufzeit einen niedrigeren Nominalzins ausgleicht.¹³⁶ Vice versa muss in einem Negativzinsumfeld gleiches für ein mit analoger Funktion vereinbartes Agio gelten, das mithin vereinbart wird um einen positiven Zins im Ergebnis doch unter Null zu drücken.¹³⁷

In der Schweiz tritt außerdem zur Kapitalüberlassung noch die Spezifikation hinzu, dass der Kapitalgeber infolge der Wertübertragung während der Laufzeit „nicht selbst über das Geld verfügen und damit anderweitig Gewinn erwirtschaften kann“.¹³⁸ In Deutschland findet sich diese (auf die Kapita-

¹³⁰ Siehe nur Ernst, ZfPW 2015, 250; Weber in Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, 2. Aufl. 2005, Art. 73 Rn. 12.

¹³¹ Weber in BK (Fn. 130) Art. 73 OR Rn. 6 m. Nw.; Art. 104 OR Rn. 11 ff.

¹³² Mugdan II 173; für eine nuancierte Auslegung je nach betroffener Vorschrift Grundmann in Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 7. Aufl. 2015, § 247 Rn. 3; Weber in BK (Fn. 130) Art. 73 OR Rn. 6.

¹³³ Siehe sogleich die in den Fn. 138 f. genannten Quellen.

¹³⁴ Siehe nur Berger in Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 6. Aufl. 2012, § 488 Rn. 162; Weber in BK, 2013, Art. 313 OR Rn. 14.

¹³⁵ Berger in MüKoBGB (Fn. 134) § 488 Rn. 162 m. Nw.; Weber in BK (Fn. 134) Art. 313 OR Rn. 14.

¹³⁶ Zit. BGHZ 133, 355 (358) = NJW 1996, 3337; BGHZ 111, 287 (290) = NJW 1990, 2250; Berger in MüKoBGB (Fn. 134) § 488 Rn. 203 m. Nw.; Heermann, Geld und Geldgeschäfte, 2003, § 4 Rn. 29.

¹³⁷ A. M. Becker, WM 2013, 1736. Er sieht darin stattdessen „eine Art Versicherungsprämie“. Hiergegen sogleich der Haupttext.

¹³⁸ Zit. BGE 136 III 247, 252 f. E. 5, dort zum Darlehen. Ebenso BGE 115 II 355; 52 II 228, 233 = Pra 1926, 332 - und, BGer, 24.2.2010, 5A_758/2008, E. 5; Schraner in Zürcher Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, 3. Aufl. 2000, Art. 73 Rn. 6; Higi in Zürcher Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, 3. Aufl. 2003, Art. 313 Rn. 34; Schärer/Maurenbrecher in Basler Kommentar Obligationenrecht I, 6. Aufl. 2015, Art. 313 Rn. 4a; Gauch/Schlupe/Emmenegger, Schweizerisches Obligationenrecht, 10. Aufl. 2014, Rn. 2350; von Tuhr/Peter, Allgemeiner Teil des schweizerischen Obligationenrechts, 3. Aufl. 1984, 68; Blaeser, Die Zinsen im schweizerischen Obligationenrecht, 2011, 4 ff.; a. M. (i. S. d. in Deutschland h. L., siehe Fn. 140) Maurenbrecher, Das verzinsliche Darlehen im schweizerischen Recht, 1995, 89 ff.; Engel, Contrats de droit suisse, 2. Aufl. 2000, 647; Weber in BK (Fn. 130) Art. 73 OR Rn. 13. Indifferent

lentbehrung des Gebers fokussierte) Sicht nur vereinzelt.¹³⁹ Ganz überwiegend wird hier stattdessen betont, dass das Entgelt letztlich geschuldet sei, weil dem Empfänger mit der Überlassung des Kapitals die Möglichkeit seiner Nutzung eingeräumt werde.¹⁴⁰ In beiden Rechtsordnungen werden also das Wesen des Zinses und der (ökonomische) Beweggrund der Zinsforderung verquickt. Das spielt bereits dem historisch bedingten Reflex in die Hände, Zinsgeschäfte wenigstens nach säkularen Maßstäben rechtfertigen zu wollen.

2. Wirtschaftliche Zinsfaktoren

Für die Analyse des Negativzinses ist indes der wirtschaftliche Hintergrund der Zinsleistung noch näher aufzuschlüsseln. Dazu wird die Perspektive des geschäftsmäßig handelnden Kapitalgebers gewählt, da die regulatorische Entwicklung der beiden vergangenen Dekaden sie bereits weitgehend detailliert hat.

Aus dieser Sicht bilden Bestandteil der Zinskalkulation neben einem allfälligen Gewinn namentlich die laufenden ordentlichen Betriebskosten einerseits und die Refinanzierungskosten andererseits.¹⁴¹ Letztere umfassen zum einen die Kosten der Fremdkapitalbeschaffung (bei Banken im Rahmen des Passivgeschäfts), zum anderen aber auch die sog. Kapitalkosten, d. h. die mit der Bereitstellung von Eigenkapital verbundenen Kosten.¹⁴² Das Eigenkapital soll mögliche Verluste decken, die insbesondere eintreten können, wenn sich ein mit dem Geschäft der Kapitalhingabe verbundenes Risiko verwirklicht.

Dazu zählen allen voran das Kreditrisiko (v. a. der Ausfall der Rückzahlung),¹⁴³ das Betriebsrisiko (sog. operationelle Risiken)¹⁴⁴ sowie das hier besonders interessierende Marktrisiko.¹⁴⁵ Verstanden wird darunter die Gefahr eines Verlusts aus Wertschwankungen einer Position, die durch eine Veränderung der ihren Preis bestimmenden Faktoren ausgelöst wird. Solche Faktoren bilden neben Aktien- und Rohstoffpreisen auch sämtliche Umstände, die den Wert einer Währung unmittelbar beeinflussen, mithin das Geldwertrisiko.

Es beinhaltet zunächst das mit einer möglichen Wechselkursveränderung verbundene Währungsrisiko, das den transnationalen Geldwert beeinflusst. Hinzu treten das sog. Zinsrisiko sowie das Inflationsrisiko, die je mit der Möglichkeit einer nominalen oder realen Zinsänderung einhergehen, sich also im inländischen nominalen bzw. realen Geldwert niederschlagen. Da gerade Zentralbanken kraft ihres Auftrags und mit ihrem Instrumentarium auf den Geldwert im In- und Ausland einwirken können, ist auch die Eventualität einer solchen Intervention dem Geldwertrisiko zuzuordnen.

bzw. beide Varianten erwähnend Weber in BK (Fn. 134) Art. 313 OR Rn. 12 f.; Koller in Guhl, Das Schweizerische Obligationenrecht, 9. Aufl. 2000, Rn. 11.15.

¹³⁹ BGH NJW 85, 730; 731; BGH NJW-RR 1989, 947, 949; K. Schmidt, Geldrecht, 1983 § 246 Rn. 8; Blaschczok in Staudingers Kommentar zum BGB, 1997, § 246 BGB Rn. 7.

¹⁴⁰ So seit RGZ 53, 294, 297; BGHZ 80, 153, 166 = NJW 81, 1206; BGH NJW 79, 806; BGH NJW 79, 2089; BGH NJW-RR 92, 592; Canaris, NJW 1978, 1891 (1892); Kollhossner, ZIP 1986, 1429 (1435); Teichmann in Soergel, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 2, 12. Aufl. 1990, § 246 BGB Rn. 3 m. w. N.; Vollkommer in Jauernig, Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 5. Aufl. 1990, § 246 Rn. 1b; Fikentscher, Schuldrecht, 8. Aufl. 1992, Rn. 219; Mülberr, AcP 1992, 447 (498 m. Nw. für die Doktrin zur Entstehungszeit des BGB); WM 2002, 465 (471); Heermann, Geld und Geldgeschäfte, 2003, 61 ff.; Stupp/Mucke, BKR 2005, 20 (23); Bruchner in Bankrechts-Handbuch, 2011, § 78 Rn. 1; Schwintowski, Bankrecht, 3. Aufl. 2011, § 12 Rn. 78; Berger in MüKoBGB (Fn. 134) § 488 Rn. 154.

¹⁴¹ Siehe z. B. Hull, Risikomanagement, 3. Aufl. 2014, 59 ff.

¹⁴² Berger in MüKoBGB (Fn. 134) Rn. 154.

¹⁴³ VO (EU) Nr. 575/2013 Art. 107 ff. (Erfüllung), 378 ff. (Abwicklung) und 381 ff. (Rating); schweiz. VO vom 1.6.2012 über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effektenhändler (Eigenmittelverordnung, ERV) Art. 48 ff.

¹⁴⁴ VO (EU) Nr. 575/2013 Art. 312 ff.; Art. 89 ERV.

¹⁴⁵ VO (EU) Nr. 575/2013 Art. 325 ff.; Art. 80 ERV (bzgl. Zinsinstrumente, Beteiligungstitel, Devisen-, Gold- und Rohstoffpositionen) sowie 78 f. ERV (bzgl. nicht gegenparteibezogene Liegenschaften und übrige Sachanlagen).

3. Die IBOR im Besonderen

Es bleibt zu untersuchen, welche der oben genannten wirtschaftlichen Zinsfaktoren in die sog. interbank offered rates (IBOR) einfließen, die für mehrere Währungen teils schon länger negativ notieren und in zahllosen Finanzkontrakten als Referenzzinsen verwendet werden.

Es handelt sich dabei nicht unbedingt um effektiv vereinbarte Zinssätze, sondern vielmehr um Durchschnittsgrößen, die aus gemeldeten Schätzungen ausgewählter Banken errechnet werden. Zu diesem Zweck antworten die sog. Panel-Banken auf die folgende Frage: „At what rate could you borrow funds, were you to do so by asking for and then accepting interbank offers in a reasonable market size just prior to 11 am [...]?“¹⁴⁶ Die Schätzungen werden an diversen Finanzplätzen (London, Tokyo etc. für LIBOR, TIBOR etc.) für verschiedene Währungen (CHF, EUR, JPY etc.) und Laufzeiten (zwischen overnight und 12 Monaten) gesammelt, wobei das tiefste und höchste Viertel der Zinsen je unberücksichtigt bleiben.¹⁴⁷

Da die Panel-Banken (jedenfalls ursprünglich) ein AA-Rating aufweisen mussten, näherte sich der IBOR damit dem risikolosen bzw. kreditrisikoneutralen Zinssatz an, der gilt, wenn kurzfristig das Ausfallrisiko gegen Null tendiert.¹⁴⁸ (Was freilich in der Finanzkrise ab 2008 gerade nicht mehr der Fall war, indes durch die Libor-Manipulationen, d. h. zu tiefe Zinsmeldungen, zeitweilig vertuscht wurde.)¹⁴⁹ Staatsschuldtitel, deren kurzfristiges Ausfallrisiko im Normalfall ebenfalls nahe bei Null liegt, rentieren nur deshalb regelmäßig noch tiefer, weil sie regulatorisch und fiskalisch subventioniert werden. Zur Ermittlung des risikoneutralen Zinses eignen sie sich daher weniger.¹⁵⁰ Da ein IBOR zudem stets Banken derselben Währungszone betrifft, blendet er auch das Währungsrisiko aus.¹⁵¹ Was bleibt, ist das Risiko einer nominalen oder realen Zinsänderung – wie sie u. a. durch eine Zentralbankintervention ausgelöst werden kann.

Hinzu kommt, dass die Banken die gegenseitigen Darlehen primär zur Liquiditätsversorgung verwenden und die Ertragskomponente daher hinter diesen Hauptzweck zurücktritt (sog. protective investment). Entsprechend enthält ein IBOR auch keine nennenswerte Komponente, die zum Gewinn oder zur Deckung der Betriebskosten beitragen würde. Infolgedessen ist ein IBOR näherungsweise gleichzusetzen mit dem Geldwertrisiko, das die Panel-Banken für eine bestimmte Währung auf einem bestimmten Finanzplatz während einer bestimmten Laufzeit prognostizieren.

Solange also das Risiko überwiegt, dass eine kapitalgebende Bank am Ende der Laufzeit weniger zurückerhält, weil Inflation ihre Forderung real entwertet, oder dass ein inzwischen allgemein gestiegenes Zinsniveau ihre Rendite vergleichsweise schmälert, trägt sie das Geldwertrisiko. Für diese Leistung, die Risikotragung, verlangt sie ein entsprechendes Entgelt. Dieses bemisst sich unstreitig nach der Quote des überlassenen Kapitals und der Dauer dieser Überlassung. Außerdem wird das Entgelt von vornherein in Form einer Pauschale bestimmt oder (wie hier durch Verweis auf einen IBOR) bestimmbar gemacht, die unabhängig bleibt vom später effektiv resultierenden Geldwert. Nach den oben aufgestellten Kriterien¹⁵² ist dieses Entgelt folglich als Zins bzw. als Bestandteil eines Gesamt-

¹⁴⁶ Zit. www.theice.com/iba/libor.

¹⁴⁷ Zimmermann, in Cottier et al., *The Rule of Law in Monetary Affairs*, 2014, 153 (164).

¹⁴⁸ Hull (Fn. 141) 199 ff.

¹⁴⁹ Zimmermann (Fn. 147) 164.

¹⁵⁰ Hull (Fn. 141) 200: So ist für sie auch unter Basel III weniger Kapital vorzuhalten als für vergleichbare Titel und in den USA werden sie anders als andere Festverzinsliche auf der Ebene der Bundesstaaten steuerlich nicht angerechnet. Siehe schon zu Fn. 16.

¹⁵¹ Es zeigt sich in der Zinsdifferenz von laufzeitkongruenten IBOR unterschiedlicher Währungen.

¹⁵² Vgl. IV.1.

zinseszins zu qualifizieren. Handelt die relevante Mehrheit der Panel-Banken in vergleichbarer Weise, resultiert ein positiver IBOR.

Allerdings kann auch die gegenteilige Ausgangslage bestehen, in der es wahrscheinlicher ist, dass am Ende der Laufzeit der Kapitalnehmer mehr leisten müssen. Das gilt namentlich dann, wenn die Forderung bis zu ihrer Fälligkeit durch Deflation real aufwertet oder wenn die allgemeinen Zinskosten sinken oder wenn der Kapitalnehmer während der Laufzeit geldpolitisch motivierte Kosten tragen muss oder jedenfalls dem Kapitalgeber solche erspart. Hier nun trägt der Kapitalnehmer das Geldwertisiko und lässt sich vom Kapitalgeber für diese Leistung ebenso entschädigen, wie es zuvor umgekehrt der Fall war. Vereinbart die Mehrheit der Panel-Banken Konditionen in diesem Sinne (wie es am Interbankenmarkt seit 1998 schon mehrfach und heute für gewisse Hartwährungen verbreitet zu beobachten ist), ergibt sich daraus ein negativer IBOR.

Das hat in der Praxis äußerst weitreichende Konsequenzen. Denn IBOR dienen in einer Vielzahl von Finanzgeschäften als Referenzzinssätze zur Kalkulation der Konditionen, insbesondere wenn ein variabler Zinsbestimmungsmechanismus geschaffen werden soll. Die gängigste Formel lautet dabei IBOR +/- Marge. Dabei ist der IBOR keinesfalls mit den tatsächlichen Refinanzierungskosten gleichzusetzen. Das zeigt sich nur schon daran, dass Kapitalgeber die Formel regelmäßig um einen Zusatz erweitern, nach dem statt des gewählten IBOR die Refinanzierungskosten maßgebend sein sollen, falls diese den IBOR übersteigen.¹⁵³

Ein IBOR reflektiert vielmehr stets und ausschließlich das Geldwertänderungsrisiko, das die Parteien folglich mit der genannten Formel als einzige Komponente separat bepreisen. Alle übrigen für den Zins ausschlaggebenden Faktoren pauschalisieren die Parteien hingegen in der Marge. Anders formuliert deckt die Marge neben einem allfälligen Gewinn und den Betriebskosten nur mehr die um das Geldwertänderungsrisiko bereinigten Refinanzierungskosten.¹⁵⁴

Zwar vergütet ein IBOR zunächst in Form einer Pauschale das Tragen eines Risikos und unterscheidet sich damit *prima vista* nicht von anderen risikoindizierten Zinsbestandteilen. Die Besonderheit der IBOR-Komponente besteht aber darin, dass das unterliegende Risiko (anders als etwa das Kreditrisiko oder das operationelle Risiko) nicht nur eine Verlustmöglichkeit zulasten des Kapitalgebers beinhaltet, sondern auch eine korrelierende Gewinnmöglichkeit. Letztere verwirklicht sich namentlich dann, wenn der Kapitalgeber in einer aufwertenden Devisenwährung Kredit vergibt, aber in Landeswährung bilanziert oder wenn er während einer deflationären Phase Geld darleiht. Diesen Situationen gleichgestellt ist die heutige Lage, in der die Kreditierung von Zentralbank-Guthaben dem Kapitalgeber mitunter eine Gebührenbelastung erspart.

Wird anerkannt, dass die vertragliche Nebenleistung der Geldwertisikoübernahme und deren zinsmäßige Abgeltung in einem Synallagma stehen, hat dies zur Folge, dass nicht mehr die gesamte Zinszahlungspflicht unverrückbar beim Kapitalnehmer liegt. Soll nämlich nach dem Willen der Parteien das Tragen des Geldwertänderungsrisikos vergütet werden, wechseln mit der Risikolage (von der Gefahr eines Kaufkraftverlusts hin zur Chance einer Kaufkraftzunahme) prinzipiell auch die Person des Gläubigers und des Schuldners dieser Zinskomponente. Unmittelbar sichtbar wird dieser Mechanismus besonders dort, wo sich Gesamtzins und Geldwertrisikozins decken, wie es bei den IBOR der Fall ist.

¹⁵³ Vgl. auch u. bei Fn. 172. Eine in der Praxis verwendete Klausel lautet etwa "in the event the percentage rate [...] reflecting the Bank's cost of funds to refinance the [loan] from any source the Bank may reasonably select exceeds the [IBOR] rate, the Bank has the sole and absolute discretion to use its cost of funds rate as variable Rate". Vgl. zudem CNBC, 27.2.2013, What was Libor?: "what borrowers were going to pay was the cost of funding or Libor, whichever was higher".

¹⁵⁴ Vgl. o. bei Fn. 141.

Werden die Leistung der Geldwertrisikotragung und ihre Vergütung in der vorgeschlagenen Weise verknüpft, bleibt auch die zutreffende Maxime gewahrt, nach der „Zins im Rechtssinne [...] positiv sein [muss]“,¹⁵⁵ bzw. „dass bei dem Begriff des Zinses im Rechtssinne die Entstehung eines negativen Zinssatzes von vorneherein ausgeschlossen ist.“¹⁵⁶ Denn die Vergütung der Geldwertrisikotragung steht durchwegs dem Leistenden zu und bleibt in dieser Hinsicht tatsächlich stets positiv.

Noch nicht beantwortet ist damit freilich die doppelte Frage, welche Vertragstypen schon ihrer Grundstruktur nach eine parteiflexible und entgeltliche Zuweisung des Geldwertrisikos beinhalten und wie in bestehenden Verträgen das Geldwertrisiko konkret geregelt wurde. Der letzte Teil gibt Hinweise auf mögliche Antworten in zwei ausgewählten Anwendungsfeldern: im Bereich der Derivate und der Darlehen.¹⁵⁷

V. Anwendungsbeispiele

1. Derivate

Wenig erstaunlich bekundete gerade der Derivatemarkt die geringste Mühe bei der Integration der Negativzinsen in die Praxis. Da bereits Ende 1995 am Swap-Markt in Tokyo verwendete Zinsformeln (z. B. Tibor – Zinssatz) zu negativen Gesamtzinsen geführt hatten, veröffentlichte die International Swaps and Derivatives Association (ISDA), die führende Handelsorganisation von Teilnehmern am Markt für außerbörslich gehandelte Derivate, einen Zusatz zu ihrem Rahmenvertrag,¹⁵⁸ demzufolge die Parteien für künftige Geschäfte zwischen Negativzinsen einerseits und einem Nullzins (sog. floor of zero percent) andererseits wählen sollten.¹⁵⁹

Die beiden Modelle finden sich inzwischen auch in section 6.4 der ISDA 2006 Definitions, die zudem eine default Variante bereithält: Treffen die Parteien eines Zinsderivats keine Wahl, gelangt die sog. floating negative interest rate method zur Anwendung: dann schuldet im Falle eines negativen Referenzzinses nicht mehr der bisherige Zahler den darauf bezogenen variablen Zins (floating leg), sondern die Gegenpartei. Nur wenn die Parteien für die sog. zero interest rate method optieren, hat ein negativer Referenzzins zur Folge, dass weder der bisherige Zahler noch die Gegenpartei künftig Zinsen aus dem floating leg leisten müssen.

Nachdem das Phänomen der Negativzinsen den Swap-Markt breitflächig erfasst hatte, veröffentlichte die ISDA im Mai 2014 zudem das Collateral Agreement Negative Interest Protocol. Inzwischen von einer Vielzahl von Marktteilnehmern unterzeichnet, klärt es die Lage bei Negativzinsen, die auf Barsicherheiten anfallen. Dabei blieb die ISDA der schon früher getroffenen Entscheidung treu, möglichst die vom Markt gebildeten Kurse zur Anwendung zu bringen.¹⁶⁰

Diese Haltung erstaunt wie oben angedeutet nicht. Ist doch der Derivatemarkt seinem Hauptzweck nach auf den entgeltlichen Transfer von Risiken ausgerichtet, sei es zur Absicherung oder zur Spekulation. Das gilt namentlich für das von Negativzinsen besonders betroffene Geschäft der Zinss-

¹⁵⁵ Zit. Ernst, ZfPW 2015, 250 (251).

¹⁵⁶ Zit. Becker, WM 2013, 1736 (1738).

¹⁵⁷ Weitere große Anwendungsfelder wären namentlich das Gebiet der Schuldverschreibungen, des bankrechtlichen Einlagengeschäfts. Siehe dazu nebst den in Fn. 3 Genannten auch Maurenbrecher, GesKR 2015 (erscheint demnächst).

¹⁵⁸ Zum Rahmenvertrag Klingner-Schmidt in Derleder et al., Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, 2. Aufl. 2009, § 55 Rn. 36 ff. u. 59 ff. m. Nw.

¹⁵⁹ Simmons/Simmons, Business Law Review January 1996, 8.

¹⁶⁰ ISDA, 12.3.2015, Statement on Negative Interest Rates and the ISDA 2014 Collateral Agreement Negative Interest Protocol (abrufbar über www2.isda.org): "The ISDA Board strongly supports the use of market rates, whether positive or negative, for over-the-counter derivatives transactions, reflecting best practice in broader financial markets."

waps.¹⁶¹ Sie werden etwa von Banken geschlossen, die ihre langjährigen Festhypotheken über variabel verzinsliche Kundeneinlagen refinanzieren. Denn im Falle eines Zinsanstiegs würden die Hypothekarzinsen nicht mehr ausreichen, um die Einlagen zu verzinsen. Aus diesem Grund verswappt eine Bank ihre Position, indem sie sich für die Dauer des Hypothekarkredits verpflichtet, der Swap-Gegenpartei einen fixen Zins zu zahlen (den sie aus den Hypothekarzinsen alimentiert), während die Gegenpartei einen variablen Zins zu leisten hat, wobei hier i. d. R. der 6-Monats-Libor der betreffenden Währung maßgebend ist. So kann die Bank bei steigenden Zinsen die Einlagen aus den ebenfalls steigenden Zinsen des floating legs begleichen.¹⁶² Sieht ein Kreditgeschäft hingegen einen variablen Zins vor, liegt es am Kreditnehmer, sich gegebenenfalls mittels Swap abzusichern.

Die Beispiele verdeutlichen nochmals den Kern dieser Geschäftsart, die gerade darin besteht, das Geldwertrisiko unter den Parteien zu verteilen. Dabei ist nicht nur der Risikotransfer, sondern grundsätzlich auch jede Begrenzung¹⁶³ dieses Transfers nur gegen Entgelt (sog. Prämie) zu erzielen, hat also unmittelbaren Einfluss auf die Konditionen des Swaps. Das mussten auch Parteien feststellen, die in jüngster Zeit das floating leg nachträglich mit einem floor begrenzen wollten, um das oben beschriebene Umschlagen der Zinspflicht zu verhindern.¹⁶⁴ Entsprechend darf ohne besondere Vergütung auch kein standardmäßiger zero floor erwartet werden, der den Zahler des floating leg nicht nur von seiner Pflicht entbinden, sondern auch der Gegenpartei die Zinszahlung ersparen würde. Die von der ISDA vorgegebene Standardvariante folgt damit letztlich nur der bereits durch die Grundstruktur der Zinsswaps vorgegebenen Lösung: Wechseln die Vorzeichen der Referenzzinsen, kehren sich ohne andere Abrede auch die davon abhängigen Zahlungspflichten automatisch um.¹⁶⁵

2. Darlehen

Als weniger eindeutig erweist sich die Situation in Verträgen, deren Hauptzweck auf die Finanzierung einer Partei gerichtet ist. Sie beurteilen sich in der Schweiz nach den Regeln über das Darlehen (Art. 312–318 OR),¹⁶⁶ während in Deutschland je nach Ausgestaltung die Vorschriften zum Gelddarlehensvertrag (§§ 488–490 BGB), eventuell derogiert durch die verbraucherdarlehensrechtlichen Sonderbestimmungen (§§ 491–505 BGB), oder aber die hier nicht näher betrachteten Regeln über Finanzierungshilfen (§§ 506 ff. BGB) zur Anwendung gelangen. In beiden Rechtsordnungen ist jedenfalls das geschäftliche Darlehen im Zweifel entgeltlich.¹⁶⁷

Soll im Rahmen eines Darlehens der Zinssatz automatisch dynamisiert werden, bietet sich zu diesem Zweck die Verwendung einer Zinsgleitklausel an, die auf einen variablen Referenzsatz verweist.¹⁶⁸ Gelangt dabei die oben erwähnte Formel „IBOR + Marge“ zur Anwendung, stellt sich die Frage, ob, und falls ja, in welchem Umfang ein negativer IBOR nicht nur mathematisch, sondern auch rechtlich zu berücksichtigen ist: gar nicht (was ihn mit Null gleichsetzen würde), nur bis zur Margenhöhe (was einen Gesamtzins von Null ergäbe) oder vollständig (so dass der Gesamtzins fortan vom Kapitalge-

¹⁶¹ Zur Rechtsnatur (Vertrag sui generis, §§ 311, 320 ff. BGB) Klingner-Schmidt (Fn. 158) Rn. 10 ff. m. Nw.

¹⁶² Ähnlich das Bsp. in Klingner-Schmidt (Fn. 158) Rn. 6.

¹⁶³ Zu solchen Zinsbegrenzungsgeschäften Klingner-Schmidt (Fn. 158) Rn. 18 ff. u. insb. 24.

¹⁶⁴ Slaughter and May, Financing Briefing, Juni 2015: „The difficulty is that the additional cost [...] may outweigh the burden [...]. We are aware of instances of borrowers having abandoned plans to incorporate zero floors into their interest rate swaps for this reason.“

¹⁶⁵ Für den Fall fehlender besonderer Umstände a. M. Storck/Reul, DB 2015, 115 f. Die rechtliche Zulässigkeit der Umkehr der Leistungspflicht stellen sie für Derivate aber ebenfalls nicht in Frage.

¹⁶⁶ Siehe insb. BGE 104 Ia 367, 374 c. 4a zu einer Termingeldeinlage unter Handelsbanken.

¹⁶⁷ Art. 313 Abs. 2 OR; § 488 Abs. 1 S. 2 BGB.

¹⁶⁸ Siehe nur Berger in MüKoBGB (Fn. 134) § 488 Rn. 171 f. und zu Zinsanpassungsklauseln und deren AGB-Inhaltskontrolle Rn. 173 ff.

ber geschuldet wäre).¹⁶⁹ Lautet die Formel auf „IBOR – Marge“, ist zu klären, ob der IBOR mit Null gleichzusetzen wäre, sobald er auf die Höhe der Marge absinkt, oder nicht.

Gegen eine Umkehr der Gesamtzinspflicht wird vorgetragen, dass sie dem Charakter des Zinses als Gegenleistung für die Darlehensüberlassung widersprechen würde.¹⁷⁰ Dem ist in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen – jedenfalls nicht in Fällen, in denen die Parteien die Zinsberechnungsformel gerade derart aufsplitten, dass neben einer generellen Marge jene Zinskomponente gesondert erwähnt wird, die spezifisch das Geldwertrisiko bepreist, was namentlich auf IBOR-Formeln zutrifft.

Erbringt wie hier vertreten der jeweilige Träger des Kaufkrafttrisikos eine vertragliche Nebenleistung und ist deren Preis durch die IBOR-Indexierung bestimmbar gemacht, vermag auch eine damit verbundene Umkehr der Gesamtzahlungspflicht den Charakter des Darlehens nicht zu ändern: Ist nämlich die Gesamtzinszahlung gerade Folgewirkung des gesetzlichen Geschäftszwecks des Darlehens, dem Nehmer die in der Valuta verkörperte Kaufkraft vorübergehend zu überlassen,¹⁷¹ so ist es nur konsequent, wenn sich der Zahlungsstrom umkehrt, sobald ein vertraglich vereinbarter geldwertabhängiger Zinsberechnungsfaktor (hier ein IBOR) nun eine zwischenzeitlich eingetretene Kaufkraftverminderung reflektiert.

Allerdings ist selbst hier durch Auslegung zu ermitteln, ob die Parteien der IBOR-Komponente tatsächlich den Sinn einer pauschalierten Wertsicherung beigemessen haben. Denkbar ist auch, dass sie stattdessen lediglich als Pauschale für die voraussichtlichen Refinanzierungskosten stehen sollte. Indiz für diese Lesart bildet die in Unternehmenskrediten oft verwendete Zusatzklausel, wonach die IBOR-Komponente durch allfällig höhere effektive Refinanzierungskosten ersetzt werden könne.¹⁷² Solange in diesem Fall die Parteien bei Vertragsschluss nicht von negativen Refinanzierungskosten ausgehen mussten (wogegen schon die bloß einseitige Erwähnung höherer Effektivrefinanzierungskosten spricht), ließe sich in diesem Fall für bestehende Verträge vertreten, dass ein negativer IBOR mit Null gleichzusetzen wäre. Für eine weitere Reduktion des Gesamtzinses bis auf Null – wie er aus geschäftspolitischen Gründen in der Praxis zuweilen kompromisshalber vereinbart wird – besteht hingegen aus rechtlicher Sicht weder Anlass noch Rechtfertigung.

Abschließend sei auf eine Branchenusanze hingewiesen, die sich im europäischen Raum für syndizierte Kredite unter angelsächsischem Recht herausgebildet hat: Bereits 2011 publizierte die Loan Market Association (LMA), die europäische Interessenvereinigung in diesem Bereich, eine optionale Ergänzung ihrer Definition der Begriffe „Libor“ bzw. „Euribor“.¹⁷³ Mit dem Ziel, die Marge der Kapitalgeber zu schützen, gilt demgemäß ein negativer IBOR als Null. Inzwischen findet sich die Formel in mehreren Standardverträgen der LMA, so etwa seit August 2012 in jenen zu gesicherten Immobilienkrediten. Eine Minderheit von Verwendern optiert aber offenbar bewusst gegen den zero floor. Zum einen um so die Marge bei Krediten in der betreffenden Währung zu senken,¹⁷⁴ zum andern aber auch um der Gefahr zu begegnen, dass die Konditionen der Kreditvereinbarung und jene eines allfälligen Absicherungsgeschäfts auseinanderfallen. Denn wie gesehen ist bei Zinsderivaten ein zero floor

¹⁶⁹ In diesem Sinne dekretierte die portugiesische Zentralbank an die Adresse der Geschäftsbanken, dass Indexierungen in bestehenden Kreditverträgen mit Unternehmern und Verbrauchern einzuhalten und nur in künftigen Verträgen „precautionary measures“ möglich seien um negative Gesamtzinsen zu vermeiden: Banco de Portugal, 30.3.2015, Circular Letter No 26/2015/DSC in Official Bulletin No 4 (nur portugiesisch); siehe auch Banco de Portugal, 31.3.2015, Press release. Im Übrigen europäischen Raum sind Zahlungen von Banken an Hypothekenschuldner und an KMU-Kreditnehmer soweit ersichtlich bislang nur vereinzelt vorgekommen: WSJ, 13.4.2015, Tumbling Interest Rates in Europe leave some Banks owing Money on Loans to Borrowers (m. H. a. einen Frankenkredit der spanische Bankinter SA); FT, 8.4.2015, Denmark highlights naked truth about negative lending.

¹⁷⁰ Storck/Reul, DB 2015, 115 f.

¹⁷¹ Berger in MüKoBGB (Fn. 134) § 488 Rn. 153.

¹⁷² Vgl. o. bei Fn. 153.

¹⁷³ LMA, IBOR Note, 12.9.2011 (www.lma.eu.com/uploads/files/LMA_IBOR_note.pdf).

¹⁷⁴ Slaughter and May (Fn. 164) 4 oben.

bei negativem IBOR nur ausnahmsweise und gegen Aufpreis zu erhalten. Reflektiert aber das Derivat den zu sichernden Kredit nur mehr unvollständig, greifen

u.U. Bestimmungen nicht mehr, die das Derivat bei Kongruenz von der Pflicht befreien, das Clearing über eine Zentrale Gegenpartei (CCP) abzuwickeln.¹⁷⁵ Werden die Ausnahmekriterien auch nur durch ein einziges Geschäft verletzt, das den Schwellenwert für ein CCP-Clearing überschreitet, müsste die betreffende Partei fortan sämtliche Derivate zentral clearen – eine Folge, die aus verständlichen Gründen vermieden werden will.

VI. Ergebnis

Eine Vielzahl von Zinsberechnungsklauseln nimmt heute Bezug auf Referenzzinssätze. Zu diesen zählen namentlich die gemittelten Schätzzraten für Kreditofferten unter Banken auf ausgewählten Geldmarktplätzen (IBOR). Ihre Einbindung bewirkt eine Dynamisierung des Entgelts für die Überlassung und Belassung von Kapital. Indes notiert inzwischen eine wachsende Zahl solcher Referenzzinsen negativ, wodurch sich schon rechnerisch die übrige Zinsmarge reduziert oder gar ein negativer bzw. nun vom bisherigen Zinsgläubiger geschuldeter Gesamtzins resultiert.

Dieses Ergebnis steht aber nur scheinbar im Widerspruch zur rechtlichen Zinsdefinition. Denn der im Geschäftsverkehr vereinbarte Zins beinhaltet regelmäßig eine Vergütungskomponente für die Übernahme des Geldwertrisikos, die in IBOR nahezu ideal zum Ausdruck kommt. Solange die Teuerung (wie derzeit) bei nahezu Null liegt, fällt diese geldwertabhängige Vergütungskomponente kaum ins Gewicht und ist jedenfalls dort, wo die Parteien lediglich einen Gesamtzins vereinbaren, auch nicht als eigenständiger Zinsbestandteil wahrnehmbar.

Allerdings ist das Geldwertrisiko für mehrere Währungen im Begriff, einen eigentlichen Gezeitenwechsel zu vollziehen: Ausgelöst durch die im ersten Teil dargestellten monetären Rahmenbedingungen, führen in einem allgemeinen Tiefzinsumfeld Gebühren auf Zentralbankgeld-Guthaben dazu, dass ihre Inhaber wachsende nominale Einbußen erleiden. Damit lastet der maßgebliche Teil des Geldwertrisikos neu auf dem Kapitalnehmer, der sich jedenfalls in Neuverträgen für diese Nebenleistung ein Entgelt ausbedingt.

Dieser Umschwung zeigt sich direkt in negativen IBOR, so dass auch in Altverträgen mit IBOR-indexierter Zinsgleitklausel der Kapitalnehmer schon heute für das nun von ihm getragene Geldwertrisiko entschädigt werden kann. Da auch diese Entschädigung pauschaliert und nach der Höhe des überlassenen Kapitals sowie der Dauer der Belassung festgelegt wird, weist sie die für Zins essentiellen Eigenschaften auf – mit dem einzigen Unterschied, dass die damit verbundene Zahlungspflicht je nach Risikolage nicht nur dem Kapitalnehmer, sondern auch dem Kapitalgeber zufallen kann. Immer aber wird selbst hier die rechtliche Prämisse gewahrt, nach der Zins stets positiv zu sein hat, da immer der Leistende, d. h. der Träger des Geldwertrisikos, als Gläubiger dieses Zinsbestandteils fungiert.

Auslegungsfrage im Einzelfall bleibt hingegen, ob die Parteien eine IBOR-Referenz in Zinsgleitklauseln tatsächlich in diesem Sinne verstanden haben oder verstehen mussten. Die behandelten Beispiele zeigen, dass dies in Derivatkontrakten zu bejahen ist, während für Darlehensverträge die Antwort weniger eindeutig ausfällt.

¹⁷⁵ Vgl. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203, 124 Stat. 1376 (2010), Part II Regulation of Swap Markets (sec. 721. Definitions), (49) Swap Dealer (A) In General (iv) i. V. m. CFTC regulations § 1.3(ggg)(5)(i): "The exclusion in the proposed rule would apply only to swaps that are connected to the financial terms of the loan itself"; unter EMIR VO (EU) Nr. 648/2012 siehe Begründungserwägung 15 und Art. 10 Abs. 3.