

Rechtsstellung der vorrangigen Fremdkapitalgeber in der Insolvenz
der Investmentbank

Inaugural-Dissertation
zur
Erlangung der Doktorwürde
einer Hohen Rechtswissenschaftlichen Fakultät
der Universität zu Köln

vorgelegt von

Aude Salord

aus: Neuilly-sur-Seine (Frankreich)

Referent:

Professor Dr. Klaus Berger

Korreferentin:

Professor Dr. Barbara Grünewald

Tag der mündlichen Prüfung:

10. Februar 2015

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	III
Abkürzungsverzeichnis	VIII
Einleitung.....	1
A. Anlass der Untersuchung	1
B. Problemaufriss.....	6
C. Gang der Darstellung	7
1. Kapitel – Systemrelevante Investmentbanken	8
§ 1 – Begriff der Investmentbank	8
A. Wirtschaftliche Merkmale.....	8
I. Grundzüge des Investmentbankings	8
II. Charakterisierung des Geschäftsmodells.....	10
1. Behandelte Produkte	10
a. Bilanzierung.....	10
b. Unterteilung nach Risikoart.....	13
c. Unterteilung nach Informationsstand.....	15
2. Refinanzierungsmodell.....	16
a. Bilanzierung.....	16
b. Wesentliche Merkmale	18
B. Einfluss des Gesetzgebers	18
I. Bankensysteme	19
II. Eigenkapitalanforderungen.....	21
1. Anrechenbarkeit des Eigenkapitals	22
2. Angemessenheit der Eigenmittel.....	22
III. Liquiditätsmanagement	23
C. Ergebnis und Definition der Investmentbank.....	23
§ 2 – Begriff der Systemrelevanz	24
A. Systemisches Risiko.....	24
I. Risikoarten.....	24
1. Makroökonomischer Schock	24
2. Auslösung einer Kettenreaktion	25
3. Vernetzung innerhalb des Finanzsystems	27
II. Fall der Bank- und Finanzkrise von 2007	29
B. Systemgefährdung: Maßstab des § 48b KWG	31
C. Ergebnis und Definition der Systemrelevanz.....	32

§ 3 – Zusammenfassung der Ergebnisse	32
2. Kapitel – Vorrangige Fremdkapitalgeber	33
§ 4 – Begriff des vorrangigen Fremdkapitals	33
A. Begründung des Vorrangs.....	33
I. Sicherungsrecht	33
II. Vertragliche Vereinbarung	35
B. Abgrenzung zu anderen Passivposten	37
I. Eigenkapital	37
II. Einlagen.....	38
§ 5 – Refinanzierungsinstrumente	39
A. Kurzfristige Refinanzierung.....	39
B. Mittel- und langfristige Refinanzierung.....	41
§ 6 – Ergebnis und Definition des vorrangigen Fremdkapitals	44
3. Kapitel – Insolvenztatbestand.....	45
§ 7 – Aufsichtsrechtliche Eingriffsvoraussetzungen.....	46
A. Eigenmittelausstattung und Liquiditätssicherung, § 45 KWG.....	46
B. Gefahr für die Erfüllung der Verpflichtungen, § 46 KWG.....	47
C. Bestandsgefährdung, § 48b KWG.....	49
D. Ergebnis	50
§ 8 – Insolvenzgründe	51
A. Überschuldung, § 19 InsO	51
I. Ursachen der Überschuldung.....	51
II. Rechnerische Überschuldung	52
III. Fortführungsprognose	55
IV. Ergebnis und Folgerungen für die Praxis.....	56
B. Drohende und eingetretene Zahlungsunfähigkeit, §§ 17, 18 InsO.....	56
I. Eingetretene Zahlungsunfähigkeit, § 17 InsO.....	57
II. Drohende Zahlungsunfähigkeit, § 18 InsO.....	58
III. Ergebnis und Folgerungen für die Praxis	60
§ 9 – Zwischenfazit	60
4. Kapitel – Aussergerichtliche Sanierung der in die Krise geratenen In-	61
vestmentbank.....	61
§ 10 – Sanierungsmaßnahmen auf der Passivseite	61
A. Erhöhung des Fremdkapitals.....	61
B. Umstrukturierung des Fremdkapitals	66
C. Eigenkapitalerhöhung	71
I. Wirtschaftliche Grundlagen.....	71

II. Kapitalerhöhung nach AktG.....	74
III. Kapitalerhöhung nach FMStG	77
D. Emission von bedingten Pflichtwandelanleihen	80
E. Zusammenfassung und Bewertung.....	85
§ 11 – Sanierungsmaßnahmen auf der Aktivseite	86
A. Einzelverkäufe	86
B. Auslagerung auf Zweckgesellschaft.....	91
I. Auslagerung nach allgemeinem Recht.....	92
II. Auslagerung nach FMStFG.....	95
III. Anwendung in der Praxis.....	97
C. Sanierungsfusionen	100
D. Zusammenfassung.....	105
§ 12 – Zwischenfazit und Bewertung.....	105
5. Kapitel – Die Bewältigung der Insolvenz systemrelevanter Investment-banken durch Abwicklungsbehörden: Ein Rechtsvergleich zwischen deut-schem, französischem und US-amerikanischem Recht.....	109
§ 13 – Anwendungsbereich.....	111
A. Betroffene Institute	111
B. Eingriffsvoraussetzungen.....	112
C. Insolvenz von Konzerngesellschaften.....	113
I. Konzernrelevante Fragen.....	113
II. Abwicklungsstrategie.....	115
D. Zusammenfassung und Bewertung	117
§ 14 – Abwicklungsverfahren.....	119
A. Ordentliche Befugnisse.....	119
B. Außerordentliche Befugnisse	122
I. Brückenbank-Technik.....	122
1. Begründung, Tätigkeit und Auslösung des Brückeninstituts	122
2. Anwendung in der Praxis	126
II. Bail-in Befugnis	127
C. Rechtsstellung der vorrangigen Fremdkapitalgeber.....	131
D. Finanzierung des Abwicklungsverfahrens	134
E. Bewertung	137
§ 15 – Verfassungsrechtliche Probleme.....	140
A. Eigentumsrecht	140
I. Rechtsvergleich zwischen der Europäischen Menschenrechtskonvention, dem fran-zösischen und dem deutschen Recht	140
1. Eigentumsschutz.....	141

a. Schutzobjekt	141
b. Enteignung.....	142
c. Öffentliches Interesse und Verhältnismäßigkeit.....	143
d. Entschädigung	144
e. Ergebnis.....	145
2. Inhalts- und Schrankenbestimmungen	146
II. US-amerikanisches Recht.....	148
B. Recht auf Zugang zu den Gerichten.....	150
I. Deutsches Recht	150
II. Französisches Recht	152
III. Europäische Menschenrechtskonvention	153
IV. US-amerikanisches Recht	154
C. Zusammenfassung der Ergebnisse	155
§ 16 – Zwischenfazit	156
6. Kapitel – Anwendung des Insolvenzrechts auf systemrelevante Investmentbanken: ein Rechtsvergleich zwischen deutschem, französischem und US-amerikanischem Recht.....	157
§ 17 – Inhalt des nationalen Insolvenzrechts in Deutschland, in Frankreich und in den USA.....	158
A. Deutsches Sonderinsolvenzrecht.....	158
I. Sanierungsverfahren	158
II. Reorganisationsverfahren	160
B. Französisches Insolvenzrecht	162
I. Sauvegarde.....	162
II. Redressement judiciaire	164
III. Liquidation judiciaire.....	165
C. Insolvenzrecht der Vereinigten Staaten.....	165
I. Allgemeine Regelungen.....	165
II. Chapter 11-Verfahren.....	168
III. Chapter 7-Verfahren	169
IV. Spezielle Insolvenzregelungen.....	169
D. Rechtsvergleich und Bewertung	170
§ 18 – Anwendung des Insolvenzrechts auf systemrelevante Investmentbanken in der Praxis	174
A. Wirtschaftliche Probleme.....	175
I. Gefahr eines Dominoeffektes	175
II. Insolvenzrecht als Liquiditätsbeschaffer	178
III. Ordentliche Liquidation	179
IV. Ergebnis.....	180

B. Insolvenzrechtliche Privilegierung von Repogeschäften	180
I. Problemaufriss	181
1. Rechtslage in Europa	181
a. Einfluss der Finanzsicherheitenrichtlinie 2002/47/EG	181
b. Deutschland	182
aa. Anfechtung	182
bb. Vollstreckung	182
c. Frankreich	184
2. Rechtslage in den USA	184
II. Wirtschaftliche Konsequenzen der Privilegierung	185
1. Ex-ante Konsequenzen	186
2. Ex-post Konsequenzen	187
a. Beschleunigung der Liquiditätskrise	187
b. Gefährdung der Finanzstabilität	188
III. Ergebnis	189
§ 19 – Bewertung und Schlussfolgerungen	189
A. Verfahrenseröffnung	190
I. Insolvenzantrag	190
1. Geschäftsführung	190
2. Gläubiger	191
3. Bankaufsichtsbehörde	191
II. Insolvenzgrund	191
1. Unterkapitalisierung	191
2. Überschuldung, drohende und bereits eingetretene Zahlungsunfähigkeit	192
III. Anwendungsbereich	193
B. Werterhaltung der Insolvenzmasse	193
I. Vollstreckungsstopp	193
1. Fremdkapital	193
2. Derivatgeschäfte	194
3. Verwertung der Realsicherheiten	195
4. Rechtsstellung der Clearing-Stelle	195
II. Insolvenzanfechtung	197
C. Unternehmensfortführung	199
I. Wahlrecht des Insolvenzverwalters	199
II. Kreditprivileg	199
III. Insolvenzplan	199
Schlussbetrachtung	201
Literaturverzeichnis	207

Abkürzungsverzeichnis

2d Cir. cuit	United States Court of Appeals 2 nd Cir-
3rd Cir. cuit	United States Court of Appeals 3 rd Cir-
7th Cir. cuit	United States Court of Appeals 7 th Cir-
ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABS	Asset Backed Securities
ACPR	Autorité de Contrôle Prudentiel et de Ré-solution
AEI	American Enterprise Institute
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Eu- ropäischen Union
AIB	Allied Irish Bank
AIG	American International Group
AJDA	Actualité Juridique Droit Administratif
Art.	Article
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleis- tungsaufsicht
Bankr.	Bankruptcy
BeckOK	Beck'sche Online-Kommentar
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ / BIS	Bank für internationalen Zahlungsaus- gleich / Bank for International Settle- ment
BNY	Bank of New York Mellon
BoE	Bank of England
B.R.	West's Bankruptcy Reporter
Bull. civ.	Bulletin Civil de la Cour de Cassation
CBO	Credit Bond Obligation
C. Com.	Code de Commerce
Cass. Com. ciale	Cour de Cassation Chambre Commer-
CDO	Credit Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CE	Conseil d'État
CEO	Chief Executive Officer
CFR	Code of Federal Regulations
CIT	Commercial Investment Trust
CLO	Credit Loan Obligation
CLN	Credit Linked Note
CMF	Code Monétaire et Financier
Cocos	Convertible Bonds
CP	Commercial Paper
D.	District
DC	Décision du Conseil Constitutionnel

DDHC	Déclaration des Droits de l'Homme et du Citoyen
Del.	Delaware
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
DFA	Dodd-Frank Act
EAEG	Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz
ELA	Emergency Loan Assistance
EMGR	Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte
FAR	Fachausschuss Recht
F.	Federal Reporter
F. 2d	Federal Reporter, Second Series
F. 3d	Federal Reporter, Third Series
Fasc.	Fascicule
FCIC	Financial Crisis Inquiry Commission
FED	Federal Reserve System
FGDR	Fonds de Garantie des Dépôts et de Résolution
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FMSA	Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung
FMS	Finanzmarktstabilisierungsfonds
FMStBG	Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz
FMStFG	Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz
FMStG	Finanzmarktstabilisierungsgesetz
FRA	Forward Rate Agreement
FRBNY	Federal Reserve Bank of New-York
FSB	Financial Stability Board
Großkomm	Großkommentar
HK	Handkommentar
HKIMR	Hong Kong Institute for Monetary Research
H.R.	House of Representatives
HRE	Hypo Real Estate
HSH	Hamburg/Schleswig-Holstein
IFRS	International Financial Reporting Standards
IKB	Deutsche Industriebank
ICMA	International Capital Market Association
IILR	International Insolvency Law Review
IMF	International Monetary Fund
Inc.	Incorporated
JORF	Journal Officiel de la République Française
JPMorgan	John Pierpont Morgan Chase & Company
KredReorgG	Kreditinstitute-Reorganisationsgesetz

KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar
KMU	Kleine und Mittlere Unternehmen
J.-Cl. B.	JurisClasseur Banque-Crédit-Bourse
JCP E	La Semaine Juridique Entreprise et Affai-res
L.	Law
LB	Landesbank(en)
LBCB	Lehman Brothers Commercial Bank
LBHI	Lehman Brothers Holdings Incorporated
LBI	Lehman Brothers Incorporated
LIBOR	London Interbank Offered Rate
LiqV	Verordnung über die Liquidität der Institute (Liquiditätsverordnung - LiqV)
LLC	Limited Liability Company
LPA	Les Petites Affiches
LTCM	Long Term Capital Management
M&A	Merger & Acquisitions
MAH	Münchener Anwaltsbuch
MBS	Mortgage Backed Securities
MPE	Multiple Point of Entry Resolution
MünchKomm	Münchener Kommentar
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
No.	Number
OIS	Overnight Index Swap
OLF	Orderly Liquidation Fund
ORDO	Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
Plc.	Public Limited Company
Pub.	Publication
QPC	Question Prioritaire de Constitutionnalité
Rép. com.	Répertoire de Droit Commercial Dalloz
RStruktFG	Restrukturierungsfondsgesetz
RTC	Resolution Trust Corporation
SCB	Structured Covered Bond
S.D.N.Y.	Southern District of New York
Sec.	Section
SIFI	Systemically Important Financial Institution
SIPC	Securities Investor Protection Corporation
SMC	Swiss Management Center
SME	Small and Medium-sized Enterprises
SoFFin	Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung
S&P	Standard & Poor's
SPE	Single Point of Entry Resolution
SPV	Special Purpose Vehicle

SolvV	Verordnung über die angemessene Eigenmittelausstattung von Instituten, Institutsgruppen und Finanzholding-Gruppen (Solvabilitätsverordnung - SolvV)
SNB	Swiss National Bank
Stat.	United States Statutes at Large
TARP	Troubled Asset Relief Program
TED	Treasury Bill Eurodollar Difference
US	United States
USA	United States of America
U.S.C.	United States Code
V.	Versus
VIX	Volatilitätsindex
Vol.	Volume
W.D. Mo.	Western District of Missouri

Im Übrigen ist auf Kirchner, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 7 Aufl., Berlin 2013 verwiesen.

Einleitung

„It was his ultimate doomsday scenario (...) „We need to prepare right now for Lehman Brothers filing“. Then he paused. „And for Merrill Lynch filing.“ He paused again. „And for AIG filing“. Another pause. „And for Morgan Stanley filing.“ And after a final, even longer pause he added: „And potentially for Goldman Sachs filing.“ There was a collective gasp on the phone.“¹

A. Anlass der Untersuchung

Für die Finanzkrise von 2008 ist vor allem der blitzschnelle und gleichzeitige Untergang von zahlreichen Unternehmen des Finanzsektors kennzeichnend. In Island kollabierte das Banksystem innerhalb einer Woche.² Im Jahre 2006-2008 gerieten in den Vereinigten Staaten (USA) Hypothekenbanken wie *Countrywide Financial Corporation*, staatlich geförderte Baufinanzierer wie *Freddie Mac* und *Fannie Mae*, die Mehrheit der Geldmarktfonds, alle reinen Investmentbanken wie *Lehman Brothers*, *Bear Stearns* oder *Morgan Stanley*, Universalbanken wie *Wachovia National Bank* sowie Versicherungsunternehmen wie *American International Group* (AIG) in eine existenzbedrohende Lage.³ In der Europäischen Union (EU) wurden in jedem Land – mit Ausnahme von Rumänien – Rettungsmaßnahmen zu Gunsten des nationalen Banksektors verabschiedet.⁴ Dies kontrastiert mit der extremen und weltweiten Profitabilität des Finanzsektors und mit dessen steigendem Wachstum von 2000 bis 2008: Vor der Krise erreichte die gesamte aggregierte Bilanz der monetären Finanzinstitute in der EU 43 Billionen EUR – 350% des Bruttoinlandsprodukts (BIP).⁵ In den USA erreichte die aggregierte Vergütung des Führungspersonals im Finanzsektor 137 Mrd. US-Dollar im Jahr 2007.⁶ Ein paar Monate später meldeten dieselben Finanzinstitute tiefgehende Verluste und standen kurz vor dem Zusammenbruch. Dieser überraschende und unerwartete Kollaps des Finanzsystems verur-

¹ *Sorkin*, Too Big To Fail, S. 3.

² *Capell*, The Stunning Collapse of Iceland, BloombergBusinessWeek v. 9.10.2008.

³ FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, S. 233 ff.

⁴ *Petrovic/Tutsch* in: ECB, Legal Working Paper Series, Nr. 8, July 2009.

⁵ *Liikanen u.a.*, Schlussbericht v. 2.10.2012, S. 11.

⁶ FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, S. 63.

sachte weltweite Schockwellen und erstreckte sich auf die Realwirtschaft.⁷ Eine inhaltliche Prüfung der Bilanzen der betroffenen Unternehmen zeigt jedoch, dass die Finanzkrise voraussehbar war. Eine Bilanz besteht aus der Gegenüberstellung der Passivseite (Herkunft des Kapitals) und der Aktivseite (Verwendung des Kapitals). Sie vermittelt einen Einblick in das Geschäftsmodell eines Unternehmens. Dabei lagen die Ursachen der Finanzkrise in dem Inhalt der Aktiva. Die Unternehmen des Finanzsektors erhielten in der Tat gleichzeitig und in hohem Umfang Portfolien von Vermögensgegenständen, deren Wert mit der Immobilienpreisentwicklung korreliert war. Kurz vor der Krise im Jahr 2008 erreichte die Anzahl an solchen Vermögensgegenständen 10 Billionen US-Dollar im Finanzsektor und der aggregierte Verschuldungsgrad erhöhte sich entsprechend von 3 Billionen auf 36 Billionen US-Dollar.⁸ Das Wachstum der Aktivseite eines Unternehmens führt nämlich einen höheren Refinanzierungsbedarf herbei. Die o.g. Portfolien bestanden aus Forderungen aus Darlehensverträgen in Bezug auf Wohn- und gewerbliche Immobilien sowie aus anderen Rückzahlungsansprüchen (wie Studien- und Autokredite). Dabei wurden die Einzelforderungen in Kreditpools gesammelt, als forderungsbesicherte Wertpapiere verbrieft und am Markt weiterverkauft. Nebenbei nahm der Finanzsektor an der Finanzierung der Unternehmen des Immobiliensektors mittels Eigen- und Fremdkapital teil. Die Qualität solcher Finanzaktiven war niedrig und aufgrund einer Immobilienblase stark überwertet. Im Jahr 2008 sollen ca. 300 Mrd. US-Dollar Abschreibungen in den Bilanzen vorgenommen worden sein.⁹ Beträge und fehlerhafte Risikoeinschätzungen in der Darlehenspolitik erklären die schlechte Qualität der sich daraus ergebenden Forderungen bzw. die hohen Ausfallquoten der Darlehensnehmer.¹⁰ Die tiefgehenden Verluste auf der Aktivseite führten zu Rückkoppelungseffekten auf der Passivseite, da das Refinanzierungsmodell der Unternehmen des Finanzsektors vergleichbar war. Dieses beruhte auf einem niedrigen Anteil am Eigenkapital und auf einem hohen An-

⁷ FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, Preface: „*Nearly \$11 trillion in household wealth has vanished, with retirement accounts and life savings swept away*“.

⁸ FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, S. XVII (Preface), 228.

⁹ FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, S. 227.

¹⁰ S. zu der betrügerischen Praxis bei der Kreditvergabe als Ursache der Krise *Ferguson*, Predator Nation; dazu *Pezzuto*, SMC Working Paper, Issue Nr. 12/2008.

teil an kurzfristigen Refinanzierungsinstrumenten. Die zur Verfügung gestellten Realsicherheiten bestanden im großen Umfang aus den o.g. forderungsbesicherten Wertpapieren.¹¹ Im Jahr 2007, als der Immobilienmarkt kollabierte, unterlagen die Realsicherheiten einer strengeren Kontrolle am Finanzmarkt. Die Refinanzierung auf unbesicherter Basis wurde am Interbankenmarkt verweigert. Die Konditionen verschlechterten sich auch am Kapitalmarkt, wobei sich die Emission von Eigen- und Fremdkapital als unmöglich erwies. Der Markt für Asset-Backed Commercial Paper¹² (ABCP) sank Ende 2007 beispielweise um 400 Mrd. US-Dollar und der Aktienindex Standard & Poor's 500 (S&P 500) fiel um ein Drittel.¹³ Illiquidität der Aktiva und Austrocknung der Refinanzierungsquellen führten demzufolge zahlreiche Marktteilnehmer in die Insolvenz. Die Unternehmen des Finanzsektors können dabei in drei Kategorien unterteilt werden. Der ersten Kategorie gehören solche Finanzinstitute an, die trotz eingetretener Schwierigkeiten weiterhin solvent und zahlungsfähig blieben, ohne dabei etwaige staatliche Rettungsmaßnahmen in Anspruch zu nehmen. Dieser Kategorie sind beispielweise die *Deutsche Bank* und *Barclays* zuzuordnen, die sich aufgrund der Diversifizierung ihrer Portfolien und eines widerstandsfähigen Refinanzierungsmodells als lebensfähig erwiesen.¹⁴ Der zweiten Kategorie gehören alle solventen Finanzinstitute an, die sich aufgrund der Austrocknung der Finanzmärkte nicht mehr refinanzieren konnten bzw. ohne Notfallkreditlinie der Zentralbank und/oder staatliche Unterstützung zahlungsunfähig gewesen wären. Dieser Kategorie sind in Frankreich *BNP Paribas*, *Société Générale*, *Crédit Agricole*, *Crédit Mutuel* und *Banque Populaire Caisse d'Épargne* zuzuordnen.¹⁵ In den USA unter anderem *Goldman Sachs* und *Morgan Stanley*¹⁶ und in Deutschland unter anderem die *Aareal Bank AG* und die *Coreal Credit Bank*

¹¹ FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, S. 38 ff.

¹² Geldmarktpapiere, die durch verbriefte Forderungen besichert sind.

¹³ FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, S. 248, 356.

¹⁴ *Moeninghoff/Wieandt*, *Revue d'Économie Financière*, 2011/1, Nr. 101, 231 (237).

¹⁵ Diese Banken wurden durch den französischen Staat rekapitalisiert und durch Kreditlinien unterstützt. Die Kapitalanteile und die Darlehensverträge wurden im Jahr 2012 und im Jahr 2014 vollständig zurückerstattet. Vgl. Cour des Comptes, Rapport public annuel 2013, S. 158, 159.

¹⁶ Goldman Sachs und Morgan Stanley waren im Jahr 2008 die letzten reinen Investmentbanken. Infolge von Refinanzierungsschwierigkeiten wurde deren Umwandlung in „bank holding companies“ beschlossen. Dies ermöglichte insb. den Zugang zu den Refinanzierungsinstrumenten der Zentralbank. Vgl. *Sorkin/Bajaj*, Shift for Goldman and Morgan Marks the End of an Era, *The New York Times* v. 21.9.2008.

AG.¹⁷ Die vorübergehende Zahlungsunfähigkeit solventer Finanzinstitute kann anhand der Vertrauenskrise am Finanzmarkt erklärt werden. Aufgrund der Komplexität der behandelten Finanzprodukte fiel es in der Tat den Investoren schwer, eine genaue Untersuchung der Solvabilität der Kapitalnehmer vorzunehmen, sodass eine gemeinsame Flucht in die Qualität bzw. in Staatsanleihen stattfand. Die fehlende Transparenz der Bilanzen und die übermäßige Anwendung von außerbilanziellen Geschäften zählen zu den Auslösern der Vertrauenskrise.¹⁸ Der dritten Kategorie sind die Finanzinstitute zuzuordnen, deren Solvabilität und Zahlungsfähigkeit infolge der Krise betroffen waren, sodass sich bei deren Restrukturierung oder Abwicklung Verluste erwiesen. Dieser Kategorie gehören z.B. an: *Dexia* in Frankreich, wobei der französische Staat Abschreibungen i.H.v. 6,6 Mrd. EUR im Jahr 2012 an den im Rahmen einer Rekapitalisierung erworbenen Anteilen vornehmen musste;¹⁹ *Hypo Real Estate Holding AG (HRE)* in Deutschland, wobei die Bundesregierung aufgrund einer Verlustausgleichsverpflichtung 9,3 Mrd. EUR bezahlen musste;²⁰ sowie *Bear Stearns* und *Lehman Brothers* in den USA, wobei die Verluste von Aktionären und Gläubigern hingenommen worden sind.²¹ Fraglich ist, wieso die Solvabilität von bestimmten Finanzinstituten sich infolge der Finanzkrise dramatisch verschlechtert hat. Die Erklärung liegt in der Änderung des Geschäftsmodells. Die spanischen Hypotheken-Cajas, *Lehman Brothers*, *Royal Bank of Scotland*, *Northern Rock*, *Dexia*, die deutschen *Landesbanken (WestLB, BayernLB, HSH Nordbank)*, *Depfa Bank*, *HRE* usw. haben alle einige Jahre vor der Krise eine aggressive Wachstumsstrategie verfolgt bzw. in langfristige und riskante Finanzprodukte investiert. Die Refinanzierung fand dabei am Geldmarkt auf kurzfristiger Basis statt. Ein solches Geschäftsmodell ist stark abhängig von dem Wert der Aktiva. Abschreibungen auf der Aktivseite führen eine Vertrauenskrise herbei bzw. die Absperrung der Refinanzierungsquellen. Man gelangt somit

¹⁷ Beide Banken wurden durch staatliche Garantien unterstützt, die am 31.12.2012 gekündigt worden sind. Vgl. FMSA, Historischer Überblick über die Maßnahmen des SoFFin v. 31.12.2013, abrufbar unter: <http://www.fmsa.de/de/fmsa/soffin/Berichte/SoFFin-Massnahmen/SoFFin-Massnahmen.html>.

¹⁸ Zur Abgrenzung zwischen Solvabilitäts- und Liquiditätsproblemen: *Taylor*, Getting Off Track, S. 45 ff.

¹⁹ Cour des Comptes, *Dexia: un sinistre coûteux, des risques persistants*, S. 167.

²⁰ FMSA, Historischer Überblick über die Maßnahmen des SoFFin v. 31.12.2013.

²¹ *Schaefer*, A Look Back At Bear Stearns, *Forbes* v. 14.3.2013; *Fleming/Sarkar*, The Failure Resolution of Lehman Brothers, *Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review* 2014, Vol. 20, Nr. 2.

zu einer „Prozyklizität der Geschäftsmodelle“.²² Als die Staaten weltweit eingesprungen sind, um den Finanzsektor zu retten, wurde nicht die Solvabilität der Finanzinstitute berücksichtigt, sondern deren Systemrelevanz. Man hat nämlich befürchtet, dass die Insolvenz bestimmter Institute insb. aufgrund ihrer Größe und Verbindungen zu den anderen Marktteilnehmern, erhebliche negative Nebeneffekte auf den Finanzmarkt und die Realwirtschaft verursachen würde. Die Maßnahmen umfassten dabei die Bereitstellung von Garantien, Eigen- und Fremdkapitalerhöhungen, Verstaatlichungen und den Erwerb von wertgeminderter Aktiva und Risikopositionen.²³ Staatliche Interventionen ermöglichen die Wiederherstellung der Solvabilität und Zahlungsfähigkeit der Finanzinstitute bzw. dienen dem weiteren reibungslosen Funktionieren des Finanzsystems. Sie ziehen jedoch negative Konsequenzen nach sich. Die implizite Staatshaftung verursacht *ex ante* eine Wettbewerbsverzerrung, da systemrelevante Institute einen Refinanzierungsvorteil haben, systemische Fehlanreize, da die eingegangenen Risiken höher werden und eine Herabsetzung der Marktdisziplin mangels effizienter Kontrolle der Gläubiger.²⁴ *Ex post* entstehen Kosten für die Staaten, die auf die folgenden Generationen verteilt werden. In der EU erhöhte sich z.B. die aggregierte Summe der Rettungsmaßnahmen um 1,6 Billionen EUR. Die Beziehungen zwischen Banken und Regierungen werden dadurch verzerrt. Im Krisenfall wird auf die staatliche Rettung gewartet bzw. auf eine selbständige Restrukturierung verzichtet.²⁵ Auf der internationalen Ebene gilt seitdem folgender Leitgedanke: *„no private financial institution should be viewed by markets as being too important to be allowed to fail.“*²⁶ Ziel ist es dabei, die Restrukturierung oder die Abwicklung eines systemrelevanten Finanzinstitutes ohne staatlichen Aufwand und negative Nebeneffekte zu ermöglichen.

²² Liikanen u.a., Schlussbericht v. 2.10.2012, S. 74 ff. S. zu den prozyklischen Wirkungen des Fair-Value Accounting: Schildbach, DStR 2012, 474 (476 f.); Brinkmann/Leibfried/Zimmermann, IRZ 2008, 333; Fink/Kümpel, IRZ 2013, 293; Hoffmann/Lüdenbach, DB 2007, 2213; Kenadjian in: Kenadjian, Too big to Fail, S. 4-5.

²³ Europäische Kommission, Bericht über staatliche Beihilfen der EU-Mitgliedstaaten, 2012, S. 7 ff.

²⁴ S. Wüerst, ZfgK, 2011, 946 (947); Moeninghoff/Wieandt, Revue d'Économie Financière, 2011/1, Nr. 101, 231 (235).

²⁵ Vgl. Liikanen u.a., Schlussbericht v. 2.10.2012, S. 21, 55; Europäische Kommission, Pressemitteilung IP/13/1301 v. 20.12.2013, abrufbar unter: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-1301_de.htm

²⁶ Ötker-Robe/Narain/Llyina/Surti, IMF Staff Discussion Note 2011, Nr. SDN/11/12, S. 21.

B. Problemaufriss

Diese Arbeit richtet ihren Fokus auf Investmentbanken. Dieser Begriff umfasst alle Finanzinstitute, deren Geschäftsmodell aus den o.g. Gründen prozyklisch ist.²⁷ Geprüft wird hier die Rechtstellung der vorrangigen Fremdkapitalgeber. Dabei handelt es sich um Gläubiger, die im Rahmen der Refinanzierung einer Investmentbank tätig sind und im Insolvenzfall aufgrund eines Sicherungsrechts oder einer vertraglichen Vereinbarung vorrangig sind. In der Finanzkrise haben diese Gläubiger die Kosten der Bankeninsolvenzen nicht getragen, obwohl ein Gläubiger unter normalen Marktkonditionen dem Insolvenzrisiko seines Schuldners ausgesetzt ist. Dies verursacht die o.g. Wettbewerbsverzerrung sowie die damit verbundenen Konsequenzen.²⁸ Bevor es zur Insolvenz einer Investmentbank kommt, liegt immer eine vergleichbare Konstellation vor. Sechs Eskalationsstufen führen dabei zur Zahlungsunfähigkeit. Zuerst äußern die Marktteilnehmer Zweifel an der Qualität der Aktiva der Investmentbank, entweder aufgrund bereits eingetretener Verluste oder einer eventuellen Überbewertung der Vermögensgegenstände (Stufe 1).²⁹ Die Vertragspartner der Investmentbank bei Derivatgeschäften versuchen die eingegangenen Positionen durch Novation zu Gunsten eines Dritten oder Abschluss eines gegenseitig laufenden Vertrages zu schließen (Stufe 2).³⁰ Die Refinanzierung im Interbankenmarkt auf unbesicherter Basis wird verweigert (Stufe 3).³¹ Die kurzfristige Refinanzierung auf besicherter Basis wird verdrängt, entweder durch höhere Sicherheitsabschläge, höhere Zinssätze oder Ablehnung von bestimmten Wertpapieren als Realsicherheiten (Stufe 4).³² Institutionelle Kunden wie Hedgefonds fangen an, die zur Verwahrung anvertrauten Wertpapiere und Gelder zurückzuverlangen (Stufe 5).³³ Zuletzt weigert sich die Clearing-Bank der Investment-

²⁷ S.o. Einleitung A.

²⁸ Hierzu *Conlon/Cotter*, Anatomy of a Bail-in, S. 6.

²⁹ Vgl. im Fall *Lehman Brothers*, Lehman Brothers Holdings Inc., Pressemitteilung v. 10.9.2008, abrufbar unter: http://jenner.com/lehman/docs/debtors/LBHI_SEC07940_028676-028703.pdf; *McDermid/Barr*, Wall Street watches Lehman walk on thin ice, MarketWatch v. 17.3.2008; *Weil*, Lehman's Greatest Value Lies in Lessons Learned, Bloomberg v. 11.6.2008.

³⁰ *Duffie*, How Big Banks Fail, S. 31.

³¹ *Sean/Kaitlin*, Journal of Applied Finance, 2012, 60 (66).

³² *Sean/Kaitlin*, Journal of Applied Finance, 2012, 60 (66).

³³ *Singh/Aitken*, IMF Working Paper 2009, Nr. WP/09/42, S. 6 (Tabelle 1).

bank, die vorhandenen Überziehungsfazilitäten fortzuführen (Stufe 6).³⁴ Daraus ergeben sich schwere Liquiditätsengpässe, die zur Zahlungsunfähigkeit führen. Es handelt sich um eine selbsterfüllende Prophezeiung:³⁵ Das Verhalten der Vertragspartner löst die Insolvenz der Investmentbank aus. Die Kernfrage ist somit, wie man diesen Teufelskreis bricht, um eine effiziente Bewältigung der Krise zu ermöglichen.

C. Gang der Darstellung

Die ersten drei Kapitel der vorliegenden Arbeit beziehen sich auf die Grundlagen. Die Begriffe der Investmentbank, der Systemrelevanz und der vorrangigen Fremdkapitalgeber werden erklärt. Darüber hinaus erscheint ein Einblick in die aufsichts- und insolvenzrechtliche Definition des Insolvenztatbestands notwendig. Der Eingriff der Bankaufsichtsbehörde und die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens setzen jeweils das Vorliegen eines Insolvenztatbestands voraus. Die drei folgenden Kapitel beschäftigen sich mit der Bewältigung der Krise unter dem Gesichtspunkt der vorrangigen Fremdkapitalgeber. Dabei sind drei Lösungen möglich. Eine außergerichtliche Sanierung, die durch den Grundsatz der Vertrags- und Gestaltungsfreiheit geprägt wird (Kapitel 4); die Inanspruchnahme von Sonderinsolvenzregelungen, die einer Bankaufsichtsbehörde spezielle Befugnisse einräumen, um eine Restrukturierung oder Abwicklung des betroffenen Instituts vorzunehmen (Kapitel 5) und die Anwendung des allgemeinen Insolvenzrechts (Kapitel 6). Kapitel 5 und 6 bieten einen Rechtsvergleich zwischen den deutschen, französischen und US-amerikanischen Rechtssystemen. Diese drei Länder haben nämlich infolge der Finanzkrise spezielle Insolvenzregelungen verabschiedet, die gegenüber systemrelevanten Finanzinstituten Anwendung finden. Durch diesen Rechtsvergleich wird eine vertiefte Reflexion über die wirtschaftliche Effizienz solcher Regelungen ermöglicht.

³⁴ Duffie, How Big Banks Fail, S. 51; hierzu Dey/Fortson, JPMorgan brought down Lehman Brothers, TheSundayTimes v. 5.10.2008.

³⁵ Hierzu Merton, Social Theory and Social Structure, S. 477.

1. Kapitel – Systemrelevante Investmentbanken

§ 1 – Begriff der Investmentbank

Der Begriff „Investmentbank“ ist nicht gesetzlich definiert. Er umfasst lediglich wirtschaftliche Merkmale, die von dem Gesetzgeber beeinflusst werden.

A. Wirtschaftliche Merkmale

I. Grundzüge des Investmentbankings

Das Wort „Investment“ entspricht der Definition des Investitionsgeschäfts. Es handelt sich um die langfristige Anlage von Geld in Sachen oder Sachgüter,³⁶ wobei ausschließlich eine Investition in Geldkapital erstrebt wird. Es wird auf den sofortigen Verbrauch der Geldsumme verzichtet um ein nachhaltiges Gut zu akquirieren. Das Investitionsrisiko entspricht dabei dem Wertverlust des Gutes bzw. den Abschreibungen, die bei einem späteren Verkauf vorgenommen werden müssen.³⁷ Ein solches Risiko ist mit dem Zeitablauf zwischen dem Kauf und dem Verkauf des Gutes verbunden. Zusammengefasst besteht das Investitionsgeschäft aus fünf Sequenzen:

- (1) Ausgabe einer Geldsumme (Minderung des Umlaufvermögens),
- (2) Erhaltung eines Geldkapitals (Vermehrung des Anlagevermögens),
- (3) Mittel- oder langfristige Erhaltung in der Bilanz,
- (4) Dadurch Entstehung des Investitionsrisikos,
- (5) Desinvestition infolge Rentabilitätsberechnung.

Im Investmentbanking werden die Investitionsgeschäfte auf einem Markt betrieben. Die Verbriefung der Forderungen in Schuldtiteln bietet dabei eine bessere Umlauffähigkeit. Man behauptet, das Investmentbanking sei erst im Mai

³⁶ Büschgen, Das kleine Bank-Lexikon, S. 521.

³⁷ Das „Investitionsrisiko“ ist verbunden mit solchen „Entscheidungen, die nicht oder nur unter Verlusten revidierbar sind“. S. Büschgen, Das kleine Bank-Lexikon, S. 522.

1792 mit dem *Buttonwood Agreement* entstanden.³⁸ Der Vertrag wurde damals von mehreren Brokern unterschrieben und organisierte das erste vollständige Wertpapierhandelssystem. Die Rolle der Investmentbanken am Markt erwies sich anschließend als wesentlich. In der Tat entstehen Transaktionskosten, sobald Angebot und Nachfrage von Kapitalnehmern sowie Kapitalgebern gegenüber gestellt werden.³⁹ Solche Kosten sind mit der Ungleichheit des Informationsstands der Parteien verbunden. Man spricht von *Hidden Information* vor dem Vertragsabschluss, weil der Investor (Kapitalgeber) die Solvabilität des Unternehmens (Kapitalnehmer) nicht einschätzen kann. Von *Hidden Action* spricht man nach dem Vertragsabschluss, weil der Investor das Verhalten des Unternehmens nicht kontrollieren kann. Wissen und Fähigkeit der Vertragspartner sind dabei ungleich. Das Ziel des Investmentbanking besteht insb. darin, die Gleichheit des Informationsstands durch die Einschaltung eines Intermediärs wiederherzustellen.⁴⁰ Somit kann ein für beide Vertragspartner akzeptabler Preis vereinbart werden.⁴¹ Bei der Emission von Aktien auf dem Primärmarkt wird beispielsweise infolge einer sorgfältigen Risikoprüfung und Analyse des Emittenten (sog. „Due-Diligence-Prüfung“) der Preis ermittelt. Danach wird die Investmentbank die Aktien am Sekundärmarkt bei den Investoren platzieren. Mit der Zeit hat sich die Rolle der Investmentbanken weiterentwickelt und kann heutzutage in die folgenden Branchen unterteilt werden:

1. Das Beratungsgeschäft bzw. die Abgabe von persönlichen Empfehlungen in Bezug auf Geschäfte mit Finanzinstrumenten, wie beispielweise bei der Erteilung eines Kauf- oder Verkaufsmandats im M&A Bereich oder im Rahmen einer Projektfinanzierung.⁴²
2. Das Vermittlungsgeschäft, dessen wesentliche Bestandteile die Anschaffung, Übernahme zur Platzierung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten umfas-

³⁸ *Fleuriet*, Investment Banking Explained, S. 1; *Morrison/Wilhelm*, Investment Banking, S. 71 ff. Zur Vertiefung s. *Van der Wee*, A History of European Banking.

³⁹ *Hockmann/Thießen*, Investment Banking, S. 50 ff.

⁴⁰ *Akerlof*, The Quarterly Journal of Economics 1970, Vol. 84, Nr. 3, S. 488-500.

⁴¹ *Morrison*, Journal of Applied Corporate Finance 2007, Vol. 9 Nr. 1, S. 9; *Chemmanur/Fulghieri*, The Journal of Finance 1994, Vol. 49, Nr. 1.

⁴² Vgl. die Definition der Anlageberatung nach § 2 Abs. 3 Nr. 9 WpHG; *Hockmann/Thießen*, Investment Banking, S. 277 ff.

sen, entweder im fremden Namen für fremde Rechnung, im eigenen Namen für fremde Rechnung, oder im eigenen Namen für eigene Rechnung, jedoch als Dienstleistung für andere.⁴³

3. Das Finanzierungsgeschäft richtet sich an Kapitalnehmer, die sich nicht auf dem Kapitalmarkt refinanzieren können/wollen. Die Investmentbank bietet hier in verschiedenen Fällen Finanzierungsmöglichkeiten an (*Private Equity*), wie das *Venture Capital* (für junge Unternehmen) oder das *Structured Finance* (z.B. Akquisitions-, Projektfinanzierungen oder Verbriefungstransaktionen).⁴⁴ Die Form der Finanzierung umfasst Kredite sowie Beteiligungen.

4. Der Eigenhandel bzw. die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten für eigene Rechnung⁴⁵ bezieht sich auf Geschäfte, die im eigenen Namen für eigene Rechnung abgeschlossen werden. Dabei wird das Eigenkapital der Investmentbank aufs Spiel gesetzt, wie z.B. bei dem *Proprietary Trading*.⁴⁶

II. Charakterisierung des Geschäftsmodells

Die Besonderheiten der Investmentbanking-Aktivität spiegeln sich im Businessmodell bzw. auf der Aktivseite bei den Vermögensgegenständen und auf der Passivseite bei dem Refinanzierungsmodell wieder.

1. Aktiven

a. Bilanzierung

Als Kaufmann unterliegt die Investmentbank der Pflicht zur Bilanzaufstellung, § 242 HGB. Im Gegensatz zu Industrie- und Handelsunternehmen richtet sich die Gliederung der Bankbilanz nach der Liquidität der Positionen und zwar auf der Aktivseite nach abnehmender Liquidität.⁴⁷ Das Anlage- sowie das Umlauf-

⁴³ Vgl. § 2 Abs. 3 (Finanzkommissionsgeschäft), Nr. 3 (Abschlussvermittlung), Nr. 4 (Anlagevermittlung), Nr. 5 (Emissionsgeschäft) und Nr. 6 (Platzierungsgeschäft) WpHG; *Brandt/Starke* in: Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 15.401, 15.416, 17.10, 17.49 und 17.51.

⁴⁴ Vgl. *Hockmann/Thießen*, Investment Banking, S. 277 ff., 323 ff.

⁴⁵ Vgl. § 2 Abs. 3 S. 2 WpHG.

⁴⁶ Vgl. *House of Lords/House of Commons*, Bericht v. 15.3.2013, HL Paper 138 - HC 1034: „we would define proprietary trading as the risking of a bank's won capital by taking positions in financial instruments in order to make gains from the market movements (...) with the sole aim of the bank making a profit for itself“.

⁴⁷ *Bantleon/Gottmann/Schwärzte*, Bankrechnungslegung, S. 4.

vermögen sind auszugliedern (§ 247 Abs. 1 HGB). Dabei spielt der Wert der Aktiva eine wesentliche Rolle, wenn es um die Solvabilität der Investmentbank geht.⁴⁸ Die Bilanzierung muss dem Grundsatz der *Fair Value* entsprechen (§ 264 HGB). Bei den Anlagevermögen sind die Anschaffungskosten und bei den Umlaufvermögen der Börsen- oder der Marktpreis am Abschlussstichtag einzutragen (§ 253 HGB). Finanzinstrumente des Handelsbestands sind nach den Wiederbeschaffungskosten (beizulegendem Wert) – abzüglich eines Risikoabschlags – zu bewerten (§ 340e Abs. 3 HGB).

⁴⁸ S.u. § 7 A.

Abbildung 1 – Aktivseite der Bankbilanz

AKTIVA ⁴⁹
1. BARRESERVE⁵⁰
KASSENBESTAND TÄGLICH FÄLLIGE GUTHABEN BEI ZENTRALNOTENBANKEN
2. SCHULDTITEL ÖFFENTLICHER STELLE/WECHSEL⁵¹
SCHATZWECHSEL/-ANWEISUNGEN + ÄHNLICHE SCHULDTITEL WECHSEL
3. NICHT-VERBRIEFTE FORDERUNGEN AN KREDITINSTITUTE⁵²
TÄGLICH FÄLLIG ANDERE FORDERUNGEN
4. NICHT-VERBRIEFTE FORDERUNGEN AN KUNDEN⁵³
5. FESTVERZINSLICHE BÖRSENFÄHIGE WERTPAPIERE⁵⁴
GELDMARKTPAPIERE (ÖFFENTLICHE UND ANDERE) ANLEIHEN UND SCHULDVERSCHREIBUNGEN EIGENE SCHULDVERSCHREIBUNGEN
6. NICHT-FESTVERZINSLICHE BÖRSENNOTIERTE WERTPAPIERE⁵⁵
6a. HANDELSBESTAND⁵⁶
ORIGINÄRE FINANZINSTRUMENTE DERIVATIVE FINANZINSTRUMENTE
11. IMMATERIELLE ANLAGEWERTE⁵⁷
12. SACHANLAGEVERMÖGEN⁵⁸
13. EINGEFORDERTES NOCH NICHT EINGEZAHLTES KAPITAL⁵⁹
14. SONSTIGE VERMÖGENSGEGENSTÄNDE⁶⁰
18. NICHT DURCH EIGENKAPITAL GEDECKTER FEHLBETRAG⁶¹

⁴⁹ Formblatt 1 z. RechKredV; Böcking/Helke/Morawietz in: MünchKomm zum HGB, §340a, Rn. 34-95.

⁵⁰ § 12 RechKredV; Böcking/Helke/Morawietz in: MünchKomm zum HGB, §340a, Rn. 34-38.

⁵¹ § 13 RechKredV; Böcking/Helke/Morawietz in: MünchKomm zum HGB, §340a, Rn. 39-43.

⁵² § 14 RechKredV. Es handelt sich um Forderungen aus Bankgeschäften, soweit die Kredite beansprucht und nicht lediglich zugesagt wurden; aus nicht refinanzierungsfähigen eingereichten Wechseln; aus sonstigen Papieren (Schuldverschreibungen, Geldmarktpapiere sowie Genussrechte) und aus Salden bzgl. Effektengeschäften und Verrechnungskonten.

⁵³ § 15 RechKredV. Es handelt sich insb. um Forderungen an Nichtbanken, nicht refinanzierungsfähige eingereichte Wechsel, Forderungen aus dem eigenen Warengeschäft sowie sonstige Papiere wie z.B. Schuldverschreibungen, Geldmarktpapiere und Genussrechte.

⁵⁴ § 16 Abs. 1 RechKredV, wonach es bzgl. Geldmarktpapieren, Anleihen und Schuldverschreibungen zwischen Papieren aus der öffentlichen Hand und anderen weiter unterteilt wird.

⁵⁵ § 17 RechKredV. Es handelt sich um Aktien, Investmentanteile, Zwischen-, Options-, Gewinnanteil-, Genussscheine sowie andere börsennotierte, nicht festverzinsliche Wertpapiere.

⁵⁶ § 340(e) HGB. Die betroffenen Finanzinstrumente müssen dabei „mit der Absicht einer kurzfristigen Erzielung eines Handelserfolges erworben und veräußert werden“. S. Böcking/Helke/Morawietz in: MünchKomm zum HGB, § 340a, Rn. 64-66. Vgl. BT-Drucks. 16/12407, S. 92.

⁵⁷ Immaterielle Vermögensgegenstände gem. § 266 Abs. 2 HGB, insb. Schutzrechte und ähnliche Rechte und Werte, Geschäfts- oder Firmenwert und geleistete Anzahlungen. Vgl. Böcking/Helke/Morawietz in: MünchKomm zum HGB, § 340a, Rn. 77-78.

⁵⁸ Dem Betrieb dauernd dienende Vermögensgegenstände gem. §§ 247 Abs. 2, 266 Abs. 2 A. II. HGB.

⁵⁹ Gem. § 272 Abs. 1 S. 3 HGB.

⁶⁰ Die keinem anderen Posten einzuordnen sind gem. S. § 20 S. 4 RechKredV.

⁶¹ Bei dem negativen Eigenkapital gem. § 268 Abs. 3 HGB. Dies kommt nur bei der Liquidation des Unternehmens in Betracht, da die Banken der Pflicht unterliegen, ständig ein angemessenes Eigenkapital zu erhalten (§ 10 KWG). Vgl. Böcking/Helke/Morawietz in: MünchKomm zum HGB, §340a, Rn. 92-93.

b. Unterteilung nach Risikoart

Die Aktivseite der Bilanz der Investmentbank besteht aus Finanzinstrumenten. Der Begriff umfasst „*alle Kontrakte, aus denen einerseits eine finanzielle Forderung und andererseits eine finanzielle Verbindlichkeit oder ein Eigenkapitalinstrument entstehen*“.⁶² Fünf Kategorien von Finanzinstrumenten sind vorhanden, § 1 Abs. 11 KWG: Wertpapiere, Vermögensanlagen, Derivate, Devisen und Geldmarktinstrumente. Im Rahmen der Bankeninsolvenz ist eine Unterteilung nach Risikoart nützlich. Die etwaige Verbriefung der Forderungen ist nicht relevant: Schuldtitel und Verträge sind im Finanzwesen „handelbar“. Schuldtitel können weiterveräußert werden und die offenen Positionen aus eingegangenen Verträgen können durch Abschluss einer gegenseitigen Position neutralisiert oder auf einen Dritten übertragen werden.⁶³ Die Unterteilung nach Risikoart richtet sich eher an der Bewertung der Finanzaktiven aus. Je höher der Wert der Finanzaktiven, desto besser die Bonität des Schuldners. In dieser Hinsicht ist eine Unterteilung in „zweiseitige“ und „dreiseitige“ Finanzinstrumente hilfreich.

Ein Finanzinstrument ist zweiseitig, sobald die Erfüllung der Forderung des Kapitalgebers (die Investmentbank) direkt von der Bonität des Kapitalnehmers abhängig ist. Die Reihenfolge der Befriedigung ist ausschlaggebend. Zu dieser Kategorie gehören die residualbestimmten Finanzinstrumente – insb. die Aktien (Anteile am Grundkapital), die Investmentanteilsscheine (Anteile an Vermögensmassen)⁶⁴ und die verbrieften Gläubigerrechte (*Fixed Income*) bzw. die einfachen Produkte, wie die Anleihen, hybride Anleihen und Genussscheine und die strukturierten Produkte, wie die Wandel-, Umtausch-, und Aktienanleihen.⁶⁵ Es handelt sich jeweils um Schuldverschreibungen i.S.d. §§ 793 ff. BGB.

⁶² *Büschgen*, Das kleine Bank-Lexikon, S. 360.

⁶³ *Rudolf* in: Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 19.52. Die Neutralisierung einer offenen Position findet wie folgt statt: Ein Investor, der z.B. eine Option bzgl. des Erwerbs von 10 Aktien X zum Zeitpunkt Z verkauft hat (Short-Call Option) kann sich seiner Verpflichtung vor dem Zeitpunkt Z entledigen durch den Kauf einer Option (Long-Call Option) mit gleicher Laufzeit (Zeitpunkt Z) und Basiswert (Aktien X). Dabei wird auch der Gewinn (erhaltene Prämie bei der Short-Call Option) teilweise oder vollständig neutralisiert (bezahlte Prämie bei der Long-Call Option).

⁶⁴ S. zu den residualbestimmten Finanzinstrumenten: *Rittenbruch*, Makroökonomie, S. 29. Zu den Aktien: §§ 8 Abs. 4, 12 Abs. 1 S. 1, 139 ff., 271 Abs. 1 AktG. Zu den Investmentanteilsscheinen: § 2 Invest.

⁶⁵ Anleihen verbrieften einen Anspruch auf Rückzahlung eines Darlehensbetrags. S. *Hockmann/Thießen*, Investment Banking, S. 101 ff. Hybride Anleihen sind nachrangig und erstrecken sich über eine sehr lange

Ein Finanzinstrument ist dreiseitig, wenn die Erfüllung der Forderung von der Bonität des Vertragspartners, unter Berücksichtigung eines zusätzlichen Elements (Bonität eines Dritten oder Entwicklung eines Finanzaktivums), abhängt. Zu den Kassageschäften zählt man die Zertifikate,⁶⁶ die sich auf die Entwicklung eines oder mehrerer Basiswerte (z.B. Devisen, Waren, Indices) beziehen und die besicherten Wertpapiere, die durch „eine Bündelung von bestimmten, anderen Vermögensgegenständen“ gesichert werden.⁶⁷ In den besicherten Wertpapieren sind Anleihen (*Collateralized-Bond-Obligations*, CBO), Kredite (*Collateralized-Loan-Obligations*, CLO) oder hypothekenbesicherte Wertpapiere (*Mortgage-Backed-Securities*, MBS) verbrieft – zusammen *Collateralized-Debt-Obligations* (CDO).⁶⁸ Zu den Finanztermingeschäften zählt man die Geschäfte mit und ohne Basiswert.⁶⁹ Den Finanztermingeschäften mit Basiswert gehören einerseits Geschäfte an, die ein asymmetrisches Risiko bilden, weil der Käufer einem begrenzten und der Verkäufer einem unbegrenzten Verlustrisiko unterliegt. Dies ist der Fall bei den Optionen, bei denen dem Käufer ein Recht auf Kauf oder Verkauf bzgl. eines bestimmten Basiswertes (z.B. Aktien) zu einem bestimmten Preis innerhalb eines vereinbarten Zeitraums eingeräumt wird.⁷⁰ Es gibt andererseits Geschäfte, die ein symmetrisches Risiko bilden, weil die beiden Vertragspartner gleichzeitig einem unbegrenzten Risiko unterliegen. Zu diesen zählt man die *Forwards*, *Futures* und *Forward Rate Agreement* (FRA), bei denen ein Finanzaktivum (z.B. Anleihen) zu einem späteren Zeitpunkt und zu einem bestimmten Preis verkauft wird.⁷¹ Die Finanzgeschäfte ohne Basiswert entsprechen einer Versicherung gegen das Insolvenzrisiko eines Dritten. Ein *Credit Default Swaps* (CDS) wird z.B. unter einem Sicherungsge-

Laufzeit und Genussscheine richten sich nach bestimmten gesellschaftlichen Vermögensrechten. Dazu *Haisch* in: Haisch/Helios Rechtshandbuch Finanzinstrumente, § 1, Rn. 109, 113. Wandel-, Umtausch- und Aktienanleihen bieten eine Kombination aus Anleihe- und Aktienprofile, wobei die Erwerbung von Aktien unter bestimmten Voraussetzungen erfolgen kann. Dazu *Hockmann/Thießen*, Investment Banking, S. 101 ff.; *Haisch* in: Haisch/Helios Rechtshandbuch Finanzinstrumente, § 1, Rn. 90 ff.

⁶⁶ *Haisch* in: Haisch/Helios, Rechtshandbuch Finanzinstrumente, § 1, Rn. 71.

⁶⁷ *Haisch* in: Haisch/Helios, Rechtshandbuch Finanzinstrumente, § 1, Rn. 97.

⁶⁸ *Hockmann/Thießen*, Investment Banking, S. 104.

⁶⁹ Vgl. die Definitionen der Finanztermingeschäfte unter § 1 Abs. 11 Nr. 1-5 und 4 KWG.

⁷⁰ Unter solchen Geschäften zählt man ebenso die Zinsbegrenzungsvereinbarungen, die dem Käufer eine Beschützung gegen Verzinsungsschwankungen einräumen. S. *Haisch* in: Haisch/Helios, Rechtshandbuch Finanzinstrumente, § 1, Rn. 7-39.

⁷¹ *Haisch* in: Haisch/Helios, Rechtshandbuch Finanzinstrumente, § 1, Rn. 40-45.

ber und Sicherungsnehmer abgeschlossen. Während der Zweite eine Prämie bezahlen muss, muss der Erste bei dem Eintritt des vereinbarten Kreditereignisses eine Ausgleichzahlung als Differenz zwischen dem Nominal- und dem Marktwert der Forderung gegen den Dritten leisten.⁷²

c. Unterteilung nach Informationsstand

Das Monitoring einer Bank auf den Inhalt der Aktivseite ist von der Qualität der verbrieften oder unverbrieften Forderungen abhängig. Dies ist bei Investmentbanken wesentlich, da der größte Teil der Aktiva aus Ansprüchen gegenüber Dritten besteht. Im Gegensatz zu den anderen Unternehmen ist in der Tat der Anteil an immateriellen Gütern und an Sachanlagen niedrig. Entsprechend ist der Wert der eingegangenen Forderungen mit dem Wert der Investmentbank zu verbinden. In diesem Rahmen ist eine Unterteilung nach dem Informationsstand interessant. Der Informationsstand bemisst die Kenntnisse des Gläubigers bzgl. der Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung der Forderung. Dabei muss man zwischen besicherten und unbesicherten Forderungen unterscheiden. Wenn der Gläubiger kein Sicherungsrecht hat, ist die Bonität des Schuldners ausschlaggebend (sog. „*information-sensitive debt*“). Wenn dem Gläubiger eine Realsicherheit eingeräumt wird, richtet sich dagegen sein Fokus auf die Qualität der Sicherheit (sog. „*information-insensitive debt*“).⁷³ Bemerkenswert an der Krise von 2007 ist, dass die Bilanzen der Banken mit einem hohen Anteil an besicherten Aktiven belastet waren. Darunter fielen die *Asset Backed Securities* (ABS), die durch Zweckgesellschaften emittiert wurden. In einer ABS-Struktur überträgt der Originator nicht handelsfähige bzw. nicht liquide Forderungen auf ein *Special Purpose Vehicle* (SPV), der anschließend ABS in der Form von handelbaren Wertpapieren an Investoren verkauft.⁷⁴ Die Investoren werden durch Zins- und Tilgungszahlungen aus den zugrunde liegenden Forderungen bezahlt und ihnen steht das Forderungsvermögen als Sicherheit zu, falls der

⁷² Unter solchen Geschäften zählt man ebenso die *Credit-Linked-Note* (CLN) die „synthetisch“ sind, weil der Sicherungsgeber einen „Kaufpreis“ in Höhe der betroffenen Forderung gegen den Dritten bezahlt und eine periodische Kuponzahlung von dem Sicherungsnehmer erhält. Somit übernimmt der Sicherungsgeber ein Kreditrisiko, ohne Abtretung der Forderung.

⁷³ Gorton, *Slapped in the Face by the Invisible Hand*, S. 6.

⁷⁴ Hockmann/Thießen, *Investment Banking*, S. 104 ff.

SPV in die Insolvenz gerät.⁷⁵ Problematisch ist allerdings, dass die Verbriefung sich auf Forderungen unterschiedlicher Arten bezieht (wie Kreditkartenforderungen, Autokredite oder Hypothekendarlehensforderungen). Dies führte vor der Krise zu einer stärkeren Abhängigkeit von den Bewertungen der Rating-Agenturen, weil ein selbständiges Monitoring aufgrund der Komplexität der Produkte nicht möglich war: „*Complexity raises the cost of producing private information*“.⁷⁶ Da die Bonität des Emittenten, wegen des Vorliegens einer Sicherheit, keiner vertieften Prüfung unterlag, verloren die Aktiven der Bankbilanzen schnell an Wert, sobald das o.g. Forderungsvermögen sich als überwertet erwies.⁷⁷

2. Refinanzierungsmodell

a. Bilanzierung

Die Passivseite der Bankbilanz umfasst die Refinanzierungsquellen, die für den Kauf der Aktiven benötigt werden. Abweichend von den anderen Unternehmen erfolgt die Bilanzierung nach zunehmender Fristigkeit (Überlassungsdauer).⁷⁸

⁷⁵ Ibid.

⁷⁶ Gorton, Slapped in the Face by the Invisible Hand, S. 9.

⁷⁷ Gorton, Slapped in the Face by the Invisible Hand, S. 5.

⁷⁸ Bantleon/Gottmann/Schwärzte, Bankrechnungslegung, S. 4.

Abbildung 2 – Passivseite der Bankbilanz

PASSIVA⁷⁹
1. NICHT VERBRIEFTE VERBINDLICHKEITEN KREDITINSTITUTEN⁸⁰
TÄGLICH FÄLLIG MIT VEREINBARTER LAUFZEIT ODER KÜNDIGUNGSFRIST
2. NICHT VERBRIEFTE VERBINDLICHKEITEN GEGENÜBER KUNDEN⁸¹
SPAREINLAGEN ⁸² ANDERE VERBINDLICHKEITEN ⁸³
3. VERBRIEFTE VERBINDLICHKEITEN⁸⁴
BEGEBENE SCHULDVERSCHREIBUNGEN ANDERE VERBRIEFTE VERBINDLICHKEITEN ⁸⁵
3a. HANDELBESTAND⁸⁶
4. TREUHANDVERBINDLICHKEITEN
5. SONSTIGE VERBINDLICHKEITEN
7. RÜCKSTELLUNGEN⁸⁷
9. NACHRANGIGE VERBINDLICHKEITEN⁸⁸
VOR ABLAUF VON ZWEI JAHREN FÄLLIG
10. GENUSSRECHTSKAPITAL
VOR ABLAUF VON ZWEI JAHREN FÄLLIG
11. FONDS FÜR ALLGEMEINE BANKKRISEN
12. EIGENKAPITAL⁸⁹
GEZEICHNETES KAPITAL KAPITALRÜCKLAGE GEWINNRÜCKLAGEN ⁹⁰ BILANZGEWINN/BILANZVERLUST
SUMME DER PASSIVA
1. EVENTUALVERBINDLICHKEITEN⁹¹
EVENTUALVERBINDLICHKEITEN AUS WECHSELN ⁹² BÜRGschaften UND GEWÄHRLEISTUNGSVERTRÄGEN HAFTUNG AUS SICHERHEITEN FÜR FREMDE VERBINDLICHKEITEN
2. ANDERE VERPFLICHTUNGEN⁹³
RÜCKNAHMEPFLICHTEN AUS UNECHTEN PENSIONSGESCHÄFTEN PLATZIERUNGS- UND ÜBERNAHMEVERPFLICHTUNGEN UNWIDERRUFLICHE KREDITZUSAGEN

⁷⁹ S. zu detaillierten Untergliederungen der Passivseite der Bankbilanz den Formblatt 1 zum RechKredV.

⁸⁰ § 21 Abs. 1 RechKredV; *Böcking/Helke/Morawietz* in: MünchKomm zum HGB, §340a, Rn. 96-100.

⁸¹ § 21 Abs. 2 RechKredV; *Böcking/Helke/Morawietz* in: MünchKomm zum HGB, §340a, Rn. 101-104.

⁸² Darunter Spareinlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von drei Monaten und mehr als drei Monaten.

⁸³ Verbindlichkeiten, die täglich fällig oder mit vereinbarter Laufzeit oder Kündigungsfrist sind.

⁸⁴ § 22 RechKredV; *Böcking/Helke/Morawietz* in: MünchKomm zum HGB, §340a, Rn. 105-109.

⁸⁵ Darunter begebene Schuldverschreibungen sowie eigene Akzente und Solawechsel im Umlauf.

⁸⁶ Die Absicht der Erzielung eines Handelserfolgs ist dabei zu prüfen. Vgl. *Böcking/Helke/Morawietz* in: MünchKomm zum HGB, §340a, Rn. 110-112.

⁸⁷ Darunter Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen, Steuerrückstellungen und andere Rückstellungen.

⁸⁸ Ibid.

⁸⁹ §§ 25 RechKredV und 272 Abs. 1 HGB; *Böcking/Helke/Morawietz* in: MünchKomm zum HGB, §340a, Rn. 131-134.

⁹⁰ Darunter gesetzliche Rücklage, Rücklage für Anteile an einem herrschenden oder mehrheitlich beteiligten Unternehmen, satzungsmäßige Rücklagen und andere Gewinnrücklagen.

⁹¹ § 26 RechKredV; *Böcking/Helke/Morawietz* in: MünchKomm zum HGB, § 340a, Rn. 135-138.

⁹² Weitergegebene, abgerechnete Wechsel.

⁹³ § 27 RechKredV; *Böcking/Helke/Morawietz* in: MünchKomm zum HGB, § 340a, Rn. 139-143.

b. Wesentliche Merkmale

Das Refinanzierungsmodell der Investmentbank umfasst bestimmte Merkmale, die von denjenigen der Geschäfts- und Depotbanken teilweise abweichen. Zuerst werden Investmentbanken mit einem niedrigen Eigenkapital betrieben. Deshalb ist die Hebelwirkung bzw. der Verschuldungsgrad hoch. Beispielweise betrug die Hebelwirkung (Aktiva/Eigenkapital) der fünf größten Investmentbanken in den USA im Jahr 2007 ca. 30,2 (oder Aktiva = 30,2*Eigenkapital).⁹⁴ Zweitens refinanzieren sich die Investmentbanken auf kurzfristiger Basis. Kurz vor der Insolvenz wurden z.B. bei *Bear Stearns* 50-70 Mrd. US-Dollar über Nacht refinanziert.⁹⁵ Drittens ist der Anteil an Einlagen auf der Passivseite stark reduziert. Stattdessen werden Repogeschäfte und unverbriefte oder verbrieft Rückzahlungsforderungen aus Darlehensverträgen bevorzugt.⁹⁶ Die Einlagen kommen dabei von juristischen Personen – meistens aus dem Finanzsektor wie Hedge-Fonds – die im Rahmen eines Dienstleistungsvertrags der Investmentbank liquide Mittel anvertrauen. Dies ist beispielweise der Fall bei dem Prime-Brokerage-Geschäft, das akzessorisch Cash-Management-Services anbietet. Daraus ergeben sich zwei Merkmale: Erstens ist die Gläubigerposition stärker als bei der Refinanzierung einer Geschäftsbank. Den Gläubigern der Investmentbank werden in der Tat weniger Transaktionskosten aufgebürdet als den „allgemeinen Einlegern“ (natürlichen Personen und Handels- sowie Industrieunternehmen), die dem Finanzsektor nicht angehören. Und zweitens unterliegen Investmentbanken einem größeren Fristentransformationsrisiko als Geschäftsbanken, weil sie in langfristige und meistens illiquide Aktiven investieren, während die Refinanzierung auf kurzfristiger Basis erfolgt.

B. Einfluss des Gesetzgebers

Fraglich ist, wie der Begriff der Investmentbank sich gesetzlich definieren lässt. Dabei kommt es vor allem auf die Maßstäbe zur Abgrenzung zwischen Geschäfts- und Investmentbank an. Wenn eine solche Abgrenzung im Gesetz nicht

⁹⁴ *Sean/Kaitlin*, Journal of Applied Finance, 2012, Nr. 2, S. 62.

⁹⁵ *Sean/Kaitlin*, Journal of Applied Finance, 2012, Nr. 2, S. 62 (66).

⁹⁶ *Ayotte/Skeel*, The Journal of Corporation Law, 2010, Vol. 35, 469 (475).

vorhanden ist, kommt es darauf an, wie der Inhalt der Aktiv- und Passivseiten reguliert wird.

I. Bankensysteme

Im Grunde genommen sind zwei Bankensysteme möglich: Das Trenn- und das Universalbankensystem.⁹⁷ Im ersten System gilt eine Spartenrennung zwischen Commercial- und Investmentbanking, wobei Geschäftsbanken auf der einen Seite das Einlagen- und Kreditgeschäft und Investmentbanken auf der anderen Seite das Vermittlungs-, das Broker-, das Emissions- und das Eigengeschäft betreiben.⁹⁸ In den USA war eine solche Trennung zwischen 1933 und 1999 nach Verabschiedung des Glass-Steagall Act vorhanden.⁹⁹ Das Investmentbanking wurde anhand des Wertpapiergeschäfts definiert. Man verstand damals unter diesem Begriff: „*Any corporation, association, business trust or other similar organization engaged principally in the issue, flotation, underwriting, public sale or distribution (...) of stocks, bonds, debentures, notes or other securities*“.¹⁰⁰ Das Commercialbanking lässt sich in der aktuellen Gesetzgebung wie folgt definieren: „*An institution (...) with (...) accept (...) deposits (...) and is engaged in the business of making loans*“ (12 U.S.C. § 1841(c)(1)(B)). Ausgangspunkt ist somit die Verbriefung: Das Einlagegeschäft entspricht der Annahme fremder Gelder im Rahmen eines Darlehensvertrags, § 488 BGB, oder einer unregelmäßigen Verwahrung, § 700 BGB.¹⁰¹ Das Kreditgeschäft entspricht der Gewährung von Gelddarlehen und Akzeptkrediten und erfolgt im Rahmen eines Kreditvertrags (Überlassung eines Geldbetrags), § 488 BGB.¹⁰² In beiden Fällen findet keine Verbriefung des Rückzahlungsanspruchs statt. Das Trennbankensystem wurde infolge der Verabschiedung des Gramm-Bliley Act im Jahr 1999 abgeschafft. Einige Banken wurden jedoch als reine Investmentbanken weiter betrieben, wie *Goldman Sachs, JP Morgan, Merrill Lynch*

⁹⁷ S. zum Universalbankprinzip *Kirchhartz* in: Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 1, Rn. 67.

⁹⁸ *Büschgen*, Das kleine Bank-Lexikon, S. 522.

⁹⁹ Pub. L. 73-66, 48 Stat. 162, H.R. 5661 v. 16.6.1933 (Glass-Steagall Act).

¹⁰⁰ Vgl. Glass-Steagall Act, Sec. 20. S. ebenso Sec. 16, Sec. 11(a), 21(a)(1) und Sec. 32.

¹⁰¹ Eine Verbriefung der Forderung des Einlagers gegen die Bank ist ausgeschlossen. S. in dieser Hinsicht die Definition des § 1 KWG Abs. 1 Nr. 1; *Büschgen*, Das kleine Bank-Lexikon, S. 289; *Schürmann* in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 69, Rn. 5.

¹⁰² *Wunderlich* in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 76, Rn. 1.

und *Lehman Brothers*. In Frankreich gilt ebenso das Universalbankenmodell. Die Kreditinstitute (*établissements de crédit*) sind erlaubt, sobald bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind, das Kredit- und Einlagengeschäft (*opérations de banque*) und das Wertpapiergeschäft (*services d'investissement*) gleichzeitig zu betreiben.¹⁰³ In Deutschland sind Kreditinstitute alle Unternehmen, die Bankgeschäfte gewerbsmäßig betreiben. Der Oberbegriff „Bankgeschäft“ umfasst das Commercial- und Investmentbanking (§ 1 Abs. 1 Nr. 1-10 KWG).

Als Reaktion auf die Finanzkrise von 2007 kam insb. die Rückkehr zum Trennungsprinzip in Frage. Dabei wäre eine vollständige Trennung zwischen Geschäfts- und Investmentbanken nicht erforderlich, sondern nur eine Absicherung der Risikobereiche innerhalb des Kreditinstituts.¹⁰⁴ In Frankreich, infolge der Verabschiedung des „*Loi de séparation et de régulation des activités bancaires*“ im Juli 2013,¹⁰⁵ müssen die Geschäftsbanken – ab einer festzulegenden Größenordnung – eine konzerninterne Spartenentrennung vornehmen. Dabei müssen bestimmte Geschäfte im Konzern auf eine Tochtergesellschaft ausgelagert werden. Das betrifft insb. den Eigenhandel mit Finanzinstrumenten sowie das Eigengeschäft mit spekulativen Investmentfonds auf unbesicherter Basis i.S.d. Art. L511-47 Abs. 1 CMF. Der Eigenhandel bleibt weiterhin möglich bei der Wertpapierdienstleistung für fremde Rechnung, dem Market-Making, dem Clearing und bei konzernrelevanten Transaktionen.¹⁰⁶ Nach dem *Dodd-Frank Act* (DFA) in den USA wird auch eine Reihe von Tätigkeiten untersagt.¹⁰⁷ Betroffen sind gem. 12 U.S.C. § 1851 alle Institute, deren Aktivität sich unmittelbar oder mittelbar auf das Einlagengeschäft bezieht (*Banking Entity*).¹⁰⁸ Das Verbot umfasst die Portfolioinvestitionen in Wertpapieren in Form des Eigenhandels, sowie des Erwerbs von Beteiligungen in Hedge-Fonds und Private-Equity-Fonds.¹⁰⁹ Dabei ist der Begriff des „Wertpapiers“ weit auszulegen und

¹⁰³ Vgl. Art. L321-1, L531-1, L311-1 und L511-1 Abs. 1 des Code Monétaire et Financier (CMF).

¹⁰⁴ *Liikanen u.a.*, Schlussbericht v. 2.10.2012, S. 32 ff.

¹⁰⁵ Loi Nr. 2013-672 v. 16.6.2013, JORF Nr. 0173 v. 27.7.2013, S. 12530.

¹⁰⁶ Vgl. Art. L511-47 Abs. 1 Nr. 1 CMF.

¹⁰⁷ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub. L. 111-203, H.R. 4173).

¹⁰⁸ Vgl. 12 U.S.C. § 1851(h)(1): „*any insured depository institution, any company that controls an insured depository institution, or is treated as a bank holding company (...) and any affiliate or subsidiary of any such entity*“.

¹⁰⁹ Gem. 12 U.S.C. § 1851(a)(1). Vgl. § 1851(h)(2) z. Begriff des Hedge-Fonds und Private-Equity-Fonds

umfasst z.B. MBS.¹¹⁰ Die Ausnahmegesetze sind breiter als in Frankreich und beziehen sich auf das Market-Making, das Emissionsgeschäft, die Wertpapierdienstleistungen sowie die Risikoabsicherung (12 U.S.C. § 1851(d)(1)). In Deutschland, nach in Kraft treten des neuen Trennbankengesetzes,¹¹¹ sind auch bestimmte Tätigkeiten untersagt. Das Verbot richtet sich an Institute, die das Einlagen- und das Kreditgeschäft unmittelbar oder konzernmäßig betreiben¹¹² und eine bestimmte Größenordnung besitzen, die gem. § 3 Abs. 2 S. 1 KWG nach einer absoluten und einer relativen Schwelle zu bemessen ist.¹¹³ Eigengeschäfte, Kredit- und Garantiegeschäfte mit Investmentfonds sind verboten (§ 3 Abs. 2 S. 2 KWG).¹¹⁴ Gleiches gilt für den Eigenhandel. Ausnahmen bestehen für Geschäfte zur Absicherung, zur Risikosteuerung und zum langfristigen Erwerb und Verkauf von Anteilen (§ 3 Abs. 2 S. 3 KWG).¹¹⁵

II. Eigenkapitalanforderungen

Kredit-, Finanzdienstleistungsinstitute sowie konzernangehörige Unternehmen unterliegen Eigenkapitalvorschriften zur Beschützung der Gläubigerinteressen, § 10 KWG. Diese sind in der Solvabilitätsverordnung (SolvV) enthalten, die der Umsetzung der sog. „Basel-III Vorschriften“ auf europäischer Ebene Rechnung getragen hat.¹¹⁶ Die Anrechenbarkeit des Eigenkapitals und die Angemessenheit der Eigenmittel sind die zwei geltenden Maßstäbe. Dadurch werden die Aktiv- und Passivseiten der Bankbilanz inhaltlich verändert, da einerseits der Umfang an risikobehafteten Aktiven reduziert wird und andererseits das Verhältnis unter dem Anteil am Fremd- und Eigenkapital bestimmt wird.

und § 1851(h)(4) zum Begriff des „*Proprietary Trading*“ (Eigenhandel): „*any transaction to purchase or sell, or otherwise acquire or dispose of, any security, any derivative, any contract of sale of a commodity for future delivery, any option on any such security, derivative, or contract (...)*“.

¹¹⁰ Möslein, BKR 2013, 397 (401).

¹¹¹ Gesetz zur Abschirmung von Risiken und zur Planung der Sanierung von Kreditinstituten und Finanzgruppen v. 7.8.2013, BGBl I, S. 3090; hierzu BT-Drs. 17/12601, S. 27 ff.

¹¹² „CRR-Kreditinstitut“. Vgl. § 1 Abs. 3 lit. d) KWG i.V.m. Art. 4 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 v. 26.6.2013, ABl. L 176/1.

¹¹³ Die absolute Schwelle entspricht einem Buchwert von 100 Mrd. EUR für die Handelsaktivitäten und die relative Schwelle einer Bilanzsumme von 90 Mrd. EUR kumuliert mit dem Vorliegen von bestimmten Bilanzpositionen i.H.v. von 20%.

¹¹⁴ Hierzu Möslein, BKR 2013, 397.

¹¹⁵ Hierzu van Kann, NZG 2013, 572.

¹¹⁶ Solvabilitätsverordnung vom 6. Dezember 2013 (BGBl. I S. 4168). S. auch die Richtlinie 2013/36/EU v. 27.6.2013, ABl. L 176/338.

1. Anrechenbarkeit des Eigenkapitals

Das anrechenbare Eigenkapital besteht aus der Summe des Kernkapitals (Tier 1) und des Ergänzungskapitals (Tier 2)¹¹⁷ in Höhe von max. einem Drittel des Kernkapitals. Das Kernkapital besteht aus dem harten Kernkapital (Tier 1a) und dem zusätzlichen Kernkapital (Tier 1b). Das harte Kernkapital umfasst insb. Kapitalinstrumente, Gewinne und Rücklagen.¹¹⁸ Die Voraussetzungen beziehen sich auf die Nachrangigkeit, die Laufzeit, die Modalitäten der Ein- und Auszahlung sowie die Bilanzierung.¹¹⁹ Daneben gehören dem zusätzlichen Kernkapital jene Kapitalinstrumente an, die als Hybridkapital zu betrachten sind, weil die Laufzeit nicht unbefristet und die Nachrangigkeit nicht absolut ist.¹²⁰ Dem Ergänzungskapital gehören insb. bestimmte Kapitalinstrumente und nachrangige Darlehen an. Der Nachrang gegenüber allen anderen Fremdkapitalgebern ist dabei erforderlich.¹²¹

2. Angemessenheit der Eigenmittel

Die Gesamtkapitalquote muss 8% betragen, wobei das harte Kernkapital mind. 4,5% und die Kernkapitalquote mind. 6% betragen müssen. Die Ermittlung der Gesamtkapitalquote berechnet sich nach dem prozentualen Verhältnis zwischen den Eigenmitteln und der mit 12,5 dividierten Summe aus dem Gesamtforderungsbetrag für Adressrisiken, Marktpreisrisiken und operationellen Risiken.¹²² Zur Ermittlung des Forderungsbetrags wird jeder Aktivposition eine bestimmte Risikomesszahl zugeordnet. Dafür werden Forderungsklassen nach Bonitätsstufen angewendet. Das Risikogewicht beträgt z.B. 0% für Forderungen gegenüber der EZB und 35% für durch Wohnimmobilien vollständig besicherte Risikopositionen.¹²³ Abweichend ist auch eine Ermittlung der Risikogewichtung nach dem „auf internen Ratings basierenden Ansatz“ (IRB-Ansatz) unter bestimmten Voraussetzungen zulässig. Dafür muss das interne Beurteilungssystem des Ins-

¹¹⁷ Vgl. Art. 2 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013.

¹¹⁸ Vgl. Art. 28 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013.

¹¹⁹ *Klauck/Stegmann*, Basel III, S. 60.

¹²⁰ Vgl. Art. 52 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013; *Klauck/Stegmann*, Basel III, S. 62.

¹²¹ Vgl. Art. 52 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013; *Klauck/Stegmann*, Basel III, S. 63.

¹²² Vgl. Art. 92 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013; *Günther*, Bad Banks, S. 64.

¹²³ Vgl. Art. 111 ff. der Verordnung (EU) Nr. 575/2013.

tituts durch die Bankaufsichtsbehörde genehmigt werden.¹²⁴ Neben der Gesamtkapitalquote müssen ein Kapitalerhaltungspuffer und ein antizyklischer Zusatzpuffer aufgebaut werden. Systemrelevante Institute unterliegen dazu zusätzlichen Eigenkapitalanforderungen gem. §§ 10c-10i KWG.¹²⁵

III. Liquiditätsmanagement

Die gesetzlichen Anforderungen des § 11 KWG und der Liquiditätsverordnung (LiqV)¹²⁶ auf die Liquiditätssicherung beeinflussen den Inhalt der Aktiv- und Passivseite. Sie gelten gegenüber Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten. Dabei darf die Liquiditätskennzahl bzw. das Verhältnis unter den in der Laufzeit von einem Tag bis einem Monat verfügbaren Zahlungsmitteln und den während dieses Zeitraumes abrufbaren Zahlungsverpflichtungen 1 nicht unterschreiten (§ 2 Abs. 1 LiqV). Das Ziel der Vorschrift besteht darin, eine ausreichende Zahlungsbereitschaft zu garantieren. Den Zahlungsmitteln sind z.B. der Kassenbestand und die unwiderruflichen Kreditzusagen zuzuordnen.¹²⁷ Den Zahlungsverpflichtungen gehören beispielweise 40% der täglich fälligen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten und 10% der täglich fälligen Verbindlichkeiten gegenüber Kunden an.¹²⁸ Dadurch kann ein Institut gezwungen sein, illiquide durch liquide Vermögensgegenstände auf der Aktivseite zu ersetzen und die Laufzeiten der Fremd- und Eigenkapitalinstrumente zu verlängern.

C. Ergebnis und Definition der Investmentbank

Der Begriff der „Investmentbank“ ist nicht gesetzlich definiert. Demzufolge ist er unabhängig von der jeweiligen Form der juristischen Person. Unternehmen des Finanzsektors, die mangels entsprechender Erlaubnis nicht als Kreditinstitut oder als Finanzdienstleister betrieben werden – insb. weil sie ausländischem Recht unterliegen oder Finanzdienstleistungen erbringen und/oder Bankgeschäfte unberechtigterweise eingehen – können ebenso als „Investmentbanken“

¹²⁴ Art. 142 ff. der Verordnung (EU) Nr. 575/2013.

¹²⁵ *Klauck/Stegmann*, Basel III, S. 68.

¹²⁶ Liquiditätsverordnung vom 14. Dezember 2006 (BGBl. I S. 3117), die zuletzt durch Artikel 1 der Verordnung vom 6. Dezember 2013 (BGBl. I S. 4166) geändert worden ist.

¹²⁷ Vgl. § 3 Abs. 1 Nr. 1 und Nr. 4 LiqV; *Zeranski* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 3 LiqV, Rn. 1-31.

¹²⁸ Vgl. § 4 Abs. 1 Nr. 1 und Nr. 2 LiqV; *Zeranski* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 4 LiqV, Rn. 1-23.

betrachtet werden, sobald bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind.¹²⁹ Dafür muss der Hauptteil der Aktiva aus Finanzinstrumenten bestehen und die Refinanzierung überwiegend auf dem Fremdkapital beruhen. Daraus ergibt sich folgende Definition: „*Investmentbanken sind alle juristischen Personen deren Haupttätigkeit in der Einbringung von Finanzdienstleistungen und dem Betrieb von Bankgeschäften in den Bereichen der Vermittlungs-, Beratungs-, Finanzierungs- und Eigengeschäfte besteht und deren Refinanzierung überwiegend anhand der Beschaffung von Fremdkapital auf dem Kredit-, Geld- und Kapitalmarkt erfolgt*“.¹³⁰

§ 2 – Begriff der Systemrelevanz

Der Begriff „systemisches Risiko“ lässt sich in drei Kategorien unterteilen. Die Risikoquellen sind jeweils ein makroökonomischer Schock, eine Kettenreaktion oder ein fehlerhaftes Geschäftsmodell. Fraglich ist, in welche Kategorie das während der Bank- und Finanzkrise von 2007 eingetretene Systemrisiko einzuordnen ist.

A. Systemisches Risiko

I. Risikoarten

1. Makroökonomischer Schock

Der makroökonomische Schock ist die erste Art des Systemrisikos und bezieht sich auf den Eintritt eines externen Ereignisses, das schwerwiegende Folgen für das Finanzsystem und die Gesamtwirtschaft hat.¹³¹ Ein Beispiel dafür bildet der Terroranschlag am 11.9.2011, aufgrund dessen das Zahlungssystem und die Transaktionen am US-amerikanischen Finanzmarkt gestört wurden (mangelhafte Abwicklung der Transaktionen bei der Clearing-Stelle *Bank of New-York*

¹²⁹ Vgl. *Deutsche Bundesbank*, Merkblatt über die Erteilung einer Erlaubnis zum Erbringen von Finanzdienstleistungen gem. § 32 Abs. 1 KWG, 2013, abrufbar unter:

http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Aufgaben/Bankenaufsicht/Informationen_Merkblaetter/merkblatt_ueber_die_erteilung_einer_erlaubnis_zum_erbringen_von_finanzdienstleistungen.pdf?__blob=publicationFile

¹³⁰ S.u. § 4.

¹³¹ *Scott* in: *Scott/Taylor, Bankruptcy Not Bailout*, S. 14.

(BNY), Schließung der Kapitalmärkte während einer Woche und Einfrierung des Interbankenmarkts).¹³² Demzufolge konnten manche Marktteilnehmer ihren fälligen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen. Der NASDAQ Index fiel um 16,1% und der S&P 500 Index um 11,6%. Die Kosten für die Gesamtwirtschaft in den USA betragen 27,2 Mrd. Dollar.¹³³ In Europa fiel auch der Dow Jones Euro STOXX Index um 17,3%. Kapitalmärkte wurden weltweit gestört.¹³⁴ Gleichartige Effekte folgten auch aus den staatlichen Krisen am Ende des 20. Jahrhunderts. Die Abwertung wichtiger Währungen (in Mexico im Jahr 1994 und in Brasilien im Jahr 1999) und der Eintritt eines Zahlungsverzugs auf die russischen Staatsanleihen im Jahr 1998 führten erhebliche Abschreibungen auf den Bankbilanzen sowie einen Vertrauensverlust herbei.¹³⁵

2. Auslösung einer Kettenreaktion

Man spricht von der Auslösung einer Kettenreaktion oder „vertikaler Dominoeffekt“, sobald die Insolvenz eines systemrelevanten Institutes den Zusammenbruch von anderen Unternehmen des Finanzsektors – insb. von Kreditinstituten oder Versicherungsunternehmen – verursachen könnte.¹³⁶ Es gibt keine exakte Definition der „Systemrelevanz“.¹³⁷ Vielmehr wird an ein Bündel von Indizien geknüpft, wie beispielweise der Größe („too big to fail“), der Vernetzung („too connected to fail“) und der Substituierbarkeit.¹³⁸ Die Größe entspricht der Höhe der Bilanz und deren Verhältnis zu dem BIP. Andere Vergleichsmaßstäbe können ebenso zur Anwendung kommen, wie die Höhe der Gesamtaktiven des Finanzsystems.¹³⁹ Die Vernetzung entspricht der Höhe der Gesamtverbindlichkeiten des betroffenen Institutes gegenüber den anderen Unternehmen des Finanz-

¹³² *Bartram/Brown/Hund*, FDIC Working Paper Nr. 2005-12, S. 7-8.

¹³³ *Johnston/Nedelescu*, IMF Working Paper 2005, Nr. WP/05/60.

¹³⁴ *Ibid.*

¹³⁵ *Bartram/Brown/Hund*, FDIC Working Paper Nr. 2005-12, S. 2.

¹³⁶ *Schneider*, ZRP 2009, 119 (120).

¹³⁷ S. die Liste von systemrelevanten Kreditinstituten, jährlich veröffentlicht durch den FSB, abrufbar unter: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121031ac.pdf; zur Frage der Systemrelevanz: *Obermüller*, Insolvenzrecht in der Bankpraxis, Rn. 1885; *Wünsch*, SZW/RSDA 2012, 523 ff.

¹³⁸ Dazu *Brogl* in: *Brogl*, Handbuch Bankenrestrukturierung, Kap. B / Rn. 11; FSB/IMF/BIS, Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institution, S. 9; *Schön/Hellgardt/Osterloh-Konrad*, WM 2010, 2145 (2148); *Krahen/Siekmann*, Stellungnahme zum Restrukturierungsgesetz; *Zulauf*, WM 2010, 1525 (1534); *Riehtmüller*, WM 2010, 2295 (2298).

¹³⁹ *Ötiker-Robe/Narain/Llyina/Surti*, IMF Staff Discussion Note 2011, Nr. SDN/11/12, S. 7; *Liikanen u.a.*, Schlussbericht v. 2.10.2012, S. 11.

sektors.¹⁴⁰ Die Substituierbarkeit oder Ersetzbarkeit bezieht sich auf den wesentlichen Charakter der finanziellen Dienstleistungen, die von dem betroffenen Institut erbracht werden und nicht kurzfristig ersetzbar sind.¹⁴¹ Es handelt sich insb. um die Clearing- und die Abwicklungsdienstleistungen sowie die Wertpapierverwahrung. Der Fall *Long-Term-Capital-Management* (LTCM) zeigt dabei, wie stark die Abhängigkeit von einer Clearing-Stelle ist, wenn ein Institut droht in Schwierigkeiten zu geraten:

„Without a clearing broker, Long-Term would not have been able to operate -at least not with anything like its customary flexibility or speed (...) it is difficult to get a new clearing broker in a hurry. Therefore, Long-Term was dependent on Bear Stearns to a greater extent than on any other firm (...)“.¹⁴²

Neben den drei o.g. Kriterien der Systemrelevanz bestehen Nebenindikatoren, die der Verbesserung der Prüfung dienen. Es handelt sich z.B. um die Globalaktivität bzw. die Reihe von den angebotenen Dienstleistungen und den Umfang der internationalen Tätigkeit,¹⁴³ und um die Hebelwirkung (*Leverage*), die den Verschuldungsgrad mit den Eigenkapitalrenditen oder die Höhe des Fremdkapitalansatzes bemisst. Je höher der Hebeleffekt, desto größer die Gewinne in guten Zeiten, und in umgekehrter Richtung, desto größer die Verluste im Fall einer falschen Strategie.¹⁴⁴

Eine Kettenreaktion setzt voraus, dass wegen des Ausfalles einer Bank A ein Vertragspartner und Gläubiger (Bank B) zahlungsunfähig wird und infolgedessen sein eigener Gläubiger (Bank C) in Nöte gebracht wird.¹⁴⁵ Die Auslösung einer Kettenreaktion im Finanzsystem infolge der Insolvenz eines systemrelevanten Instituts ist ein Ausnahmefall. Die Insolvenz der *Herstatt-Bank* verursachte z.B. Störungen im internationalen Devisenhandel aufgrund von eingegangenen Zahlungsaufträgen i.H.v. 620 Mio. US-Dollar, die nach dem Insolvenzantrag gegenüber den US-amerikanischen Vertragspartnern nicht erfüllt

¹⁴⁰ Vgl. The Squam Lake Report, Fixing the Financial System, S. 66 ff.

¹⁴¹ Vgl. die Definition des 12 U.S.C. § 5463 in Bezug auf die „systemically important financial markets utilities or payment, clearing or settlement activities“. Dazu BIS, Global Systemically Important Banks, 2013 S. 5 ff.

¹⁴² Lowenstein, When Genius Failed, S. 86.

¹⁴³ S. als Beispiel zu der internationalen Tätigkeit von *Lehman Brothers* den Company Overview 3Q 2007 abrufbar unter: <http://jenner.com/lehman/docs/barclays/LBEX-LL%202165164-2165176.pdf>

¹⁴⁴ Kaufman/Scott, The Independent Review 2003, Vol. 7, Nr. 3, S. 371 (376).

¹⁴⁵ Zimmer/Fuchs, ZGR 2010, 597 (601).

wurden. Infolgedessen entstanden Wiederbeschaffungskosten und Liquiditätsprobleme am Geldmarkt, ohne dass einer von den Vertragspartnern in die Insolvenz geriet.¹⁴⁶ Gleiches galt bei der Insolvenz von *Drexel Burnham Lambert*, die aufgrund Betrugsskandalen auf dem Junk-Bond-Markt einen Insolvenzantrag im Februar 1990 stellte. Obwohl sie eine der größten Investmentbanken in der USA war, geriet keiner ihrer Vertragspartnern in eine existenzbedrohende Lage.¹⁴⁷ Ebenso verursachte die Insolvenzanmeldung von *Lehman Brothers* im Jahr 2008 im Kern der Krise, trotz der Größe der Bilanz und der Vernetzung im Finanzsystem, keine Kettenreaktionen.¹⁴⁸ Im Jahr 2009 geriet ebenso die US-amerikanische Bank *Commercial Investment Trust* (CIT) in die Insolvenz. Obwohl dies das fünftgrößte Insolvenzverfahren in den USA darstellte, ergaben sich keine schweren Effekte für die Vertragspartner und die Finanzmärkte.¹⁴⁹ In der aktuellen Gesetzgebung in Deutschland besteht ein Verbot der Kreditkonzentration ab einer bestimmten Grenze (§ 13 KWG), insb. um Kettenreaktionen zu vermeiden.¹⁵⁰

3. Vernetzung innerhalb des Finanzsystems

Die Vernetzung innerhalb des Finanzsystems bezieht sich auf das Geschäftsmodell der Unternehmen des Finanzsektors bzw. auf den Inhalt der Aktiv- und Passivseite (*Systemic Important Assets and Liabilities*).¹⁵¹ Demzufolge ist hier die Vernetzung unter den Bankenbilanzen ausschlaggebend und nicht die Vernetzung unter den Verbindlichkeiten.¹⁵² Aktiven sind systemrelevant, wenn sie von mehreren Unternehmen des Finanzsektors im großen Umfang und gleichzeitig gehalten werden. Ein Wertverlust in der betroffenen Aktivklasse führt in der Tat einen Abschreibungsbedarf bei allen Bilanzen herbei. Dieser Faktor

¹⁴⁶ *Binder*, Bankeninsolvenzen, S. 332.

¹⁴⁷ *Ayotte/Skeel*, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 35, Nr. 3, 469 (477 ff.).

¹⁴⁸ S.u. § 18 A I.

¹⁴⁹ *Buchter/Dörner*, CIT in der Krise – Die nächste große Bankenpleite, *Zeit Online* v. 20.7.2009; *Günther*, *Bad Banks*, S. 92; *Günther*, *WM* 2010, 825.

¹⁵⁰ S. dazu die Verordnung zur Ergänzung der Großkreditvorschriften nach der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012 und zur Ergänzung der Millionenkreditvorschriften nach dem Kreditwesengesetz (GroMiKV).

¹⁵¹ Vgl. *Acharya/Öncü*, *International Journal of Central Banking* 2013, Vol. 9, Nr. S1, S. 291.

¹⁵² *Duan/Zhang*, *Cascading Defaults and Systemic Risk of a Banking System*, S. 2: „*The financial system is a network of interconnected balance-sheets*“.

kann z.B. an einer Preissenkung von bestimmten Waren (Öl, Edelmetalle) oder am Platzen einer Aktien- oder Immobilienblase liegen.¹⁵³ Der Finanzmarkt, wo die Aktiven verkauft sind, ist deshalb als systemrelevant zu qualifizieren. Die Solvabilität der Marktteilnehmer hängt von der Funktionsfähigkeit des Marktes ab. Im Fall der Austrocknung des Marktes geraten alle Marktteilnehmer gleichzeitig in finanzielle Schwierigkeiten. Der Anteil an hypothekarisch besicherten Wertpapieren innerhalb des Finanzsystems erreichte beispielweise 10 Billionen US-Dollar im Jahr 2007. Nach der Austrocknung des Marktes mussten viele Investmentbanken Abschreibungen gleichzeitig vornehmen.¹⁵⁴ Gleiches gilt für die Passivseite. Wenn viele Institute sich im großen Umfang über einen Markt refinanzieren, hängt deren Zahlungsfähigkeit von der Funktionsfähigkeit des Marktes ab. *DEPFA Bank plc*, eine Tochtergesellschaft von *HRE*, refinanzierte beispielweise 50% seiner Aktiva über den Interbankenmarkt. Das Refinanzierungsmodell der Muttergesellschaft war vergleichbar. Bei der Austrocknung des Interbankenmarktes im September 2008 gerieten somit Mutter- und Tochtergesellschaften in schwerwiegende Liquiditätsengpässe.¹⁵⁵

Die systemrelevanten Konsequenzen der Vernetzung unter den Bankbilanzen vergrößern sich sobald ein Informationsdefizit der Investoren vorliegt bzw. eine informationelle Ansteckung zu befürchten ist.¹⁵⁶ Wie oben dargestellt bestand beispielweise ein Informationsdefizit bei den ABS, da die Bewertung des zugrunde liegenden Forderungsvermögens aufgrund dessen Komplexität schwierig war. Ab 2007, als die ersten Zahlungsrückstände bei den US-Subprime-Hypotheken eintraten, fand eine massive Flucht in Qualität statt. Der Aktienkurs der Investmentbanken, die im Subprime-Hypothekensektor investiert hatten, fiel erheblich. Die Refinanzierung am Interbanken- und Kapitalmarkt entspannte sich und viele Unternehmen des Finanzsektors kollabierten.¹⁵⁷ Das Informationsdefizit kann auch Schalterstürme verursachen. Als *Lehman Brothers* einen Insolvenzantrag stellte, musste das *Reserve Primary Fund* Abschreibun-

¹⁵³ *Kaufman/Scott*, The Independent Review 2003, Vol. VII, Nr. 3, S. 371 (379).

¹⁵⁴ FCIC, Financial Crisis Inquiry Report, S. 228; *McDonald*, A Colossal Failure of Common Sense, S. 241.

¹⁵⁵ BT-Drs. 16/14000, S. 52, 54 ff.

¹⁵⁶ *Schön/Hellgardt/Osterloh-Konrad*, WM 2010, 2145 (2148).

¹⁵⁷ *Utset*, Georgia Law Review 2011, Vol. 45, S. 1 (13).

gen auf die von *Lehman* emittierten *Commercial Papers* (CPs) vornehmen. Infolgedessen fand ein Schaltersturm gegen alle Geldmarktfonds mit vergleichbarem Businessmodell statt, ohne Berücksichtigung der einzelfallbezogenen Solvabilität. Um eine gesamte Kollabierung der Geldmarktfonds zu vermeiden, wurden staatliche Garantien der US-Regierung sowie Kredite der *Federal Reserve* (FED) den Geldmarktfonds zur Verfügung gestellt.¹⁵⁸

II. Fall der Bank- und Finanzkrise von 2007

Die Bank- und Finanzkrise von 2007 belastete massiv den Investmentbanking-Bereich. Im Shadow-Banking waren insb. alle Fonds betroffen, deren Aktiven im großen Umfang aus hypothekenbesicherten Wertpapieren bestanden. Zwei Hedge-Fonds von *Bear Stearns* (*High-Grade Structured Credit Fund*, *High-Grade Structured Enhanced Leverage Fund*) meldeten Insolvenz im Juli 2007 an. Drei Fonds von *BNP Paribas* (*Parvest Dynamic ABS*, *BNP Paribas ABS Eonia*, *BNP Paribas ABS Euribor*) wurden im August 2007 zahlungsunfähig. Später im Jahr 2008 gerieten ebenso zwei Fonds, die im großen Umfang in CPs investiert hatten (*Reserve Primary Fund*, *Evergreen Investments*), in die Insolvenz.¹⁵⁹ Es folgte ein genereller Sturm auf Geldmarkt-Fonds mit vergleichbarer Aktiva. Die Investoren platzierten daraufhin ihre liquiden Mittel in Staatsanleihen-Fonds.¹⁶⁰ Insb. auf Investmentbanken, deren Aktiven im großen Umfang aus hypothekenbesicherten Wertpapieren bestanden, fand schließlich ein Bankensturm statt. Am 30.07.2008 musste die *Deutsche Industriebank* (IKB) durch staatliche Maßnahmen gerettet werden.¹⁶¹ Am 16.03.2008 wurde die fast zahlungsunfähige *Bear Stearns* von *JPMorgan* übernommen.¹⁶² Am 08.09.2008 wurden die Hypothekenbanken *Freddie Mac* und *Fannie Mae* verstaatlicht.¹⁶³

¹⁵⁸ FCIC, Financial Crisis Inquiry Report, S. 356 ff.

¹⁵⁹ FCIC, Financial Crisis Inquiry Report, S. 353 ff; *Pittman*, Bear Stearns Fund Collapse Sends Shocks Through CDOs, Bloomberg v. 21.6.2007; *Boyd*, BNP Paribas Freezes Funds as Loan Losses Roil Markets, Bloomberg v. 9.8.2007.

¹⁶⁰ FCIC, Financial Crisis Inquiry Report, S. 358, Tabelle 20.2.

¹⁶¹ Mittelstandsbank IKB: Regierung verhindert Bankenkrise, Spiegel Online v. 01.08.2007, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/mittelstandsbank-ikb-regierung-verhindert-bankenkrise-kritik-vom-steuerzahlerbund-a-497559.html>

¹⁶² *Sorkin*, JP Morgan Pays \$2 a Share for Bear Stearns, The New York Times v. 17.03.2008.

¹⁶³ Freddie Mac und Fannie Mae: Rettungsaktion kostet US-Regierung viele Milliarden, Spiegel Online v. 07.09.2008, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/freddie-mac-und-fannie-mae-rettungsaktion-kostet-us-regierung-viele-milliarden-a-576850.html>

Am 14.09.2008 wurde *Merrill Lynch* von der *Bank of America* übernommen.¹⁶⁴ Am folgenden Tag stellte *Lehman Brothers* einen Antrag auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens. Am 16.09.2008 wurde *AIG* verstaatlicht.¹⁶⁵ Am 25.09.2008 übernahm *JPMorgan* die *Washington Mutual Bank*.¹⁶⁶ Am 29.09.2008 wurde *Fortis* verstaatlicht.¹⁶⁷ Im Oktober teilten die isländischen Banken *Glitnir*, *Landsbanki* und *Kaupthing* das gleiche Schicksal¹⁶⁸ und am 3.10.2008 erfolgte die Übernahme von *Wachovia* durch *Wells Fargo*.¹⁶⁹ Die Investoren wendeten sich an Universalbanken wie *Deutsche Bank*, *Credit Suisse*, *BNY Mellon* und *Northern Trust*, deren Portfolien breit diversifiziert waren.¹⁷⁰

Festzustellen ist dementsprechend, dass der Bankensturm nicht aufgrund einer Korrelation zwischen den Forderungen, sondern aufgrund einer Korrelation zwischen dem Inhalt der Aktivseiten stattgefunden hat. Einfache, strukturierte oder derivative Finanzprodukte (RMBS, CMBS, CLO, CDO, CDS usw.) waren nämlich abhängig von der Entwicklung der Immobilienpreise. Nach dem Platzen der Immobilienblase wurden die Institute gleichzeitig gezwungen, Wertabschläge vorzunehmen.¹⁷¹ Da diese Institute sich auf kurzfristiger Basis mit höherer Hebelwirkung refinanzierten, sahen sie sich zur gleichen Zeit mit ähnlichen Problemen konfrontiert: Verweigerung von Finanzsicherheiten aus dem Hypothekenmarkt, Ablehnung des Roll-Overs bei Refinanzierungsgeschäften, Notverkäufe von Vermögensgegenständen und Verschlechterung des Liquiditätspools. Die Marktreaktionen zwischen 2007-2009 zeigen in dieser Hinsicht, dass die Marktteilnehmer ihren Fokus auf die Qualität der Aktiven im Finanzsystem

¹⁶⁴ *Inman*, Wall Street crisis: Bank of America buys Merrill Lynch, *The Guardian* v. 5.09.2008.

¹⁶⁵ *Karnitschnig u.a.*, U.S. to Take Over AIG in \$85 Billion Bailout, *The Wall Street Journal* v. 16.09.2008.

¹⁶⁶ *Norris*, Eyes Open, WaMu Still Failed, *The New York Times* v. 24.03.2011.

¹⁶⁷ Krisenjahr 2008: Fortis-Bank meldet Verlust von 20,6 Milliarden Euro, *Spiegel Online* v. 14.04.2009, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/krisenjahr-2008-fortis-bank-meldet-verlust-von-20-6-milliarden-euro-a-618959.html>

¹⁶⁸ *Capell*, The Stunning Collapse of Iceland, *Bloomberg Businessweek* v. 09.10.2008.

¹⁶⁹ *Enrich/Fitzpatrick*, Wachovia chooses Wells Fargo, Spurns Citi, *The Wall Street Journal* v. 4.10.2008.

¹⁷⁰ FCIC, Financial Crisis Inquiry Report, S. 355, 360.

¹⁷¹ FCIC, Financial Crisis Inquiry Report, S. 148, 228: „When housing prices started to fall nationwide and defaults increased, it turned out that the mortgage-backed securities were in fact much more highly correlated than the rating agencies had estimated - that is, they stopped performing at roughly the same time“. Dabei wurde die Hälfte der Wertverluste der i.H.v. 10 Billionen US-Dollar emittierten Produkte im Immobilienmarkt auf die gleichen Akteure verteilt (insb. auf Investmentbanken).

richteten. Nach der ersten Ablehnung des TARP-Programms fiel beispielweise der Dow Jones Industrial Average (Kursindex des US-amerikanischen Aktienmarktes) auf 7% und der S&P 500 auf 9% zurück bzw. verlor 889 Mrd. US-Dollar an Wert.¹⁷² Das Systemrisiko ist deshalb der dritten Kategorie von Risikoarten zuzuordnen, da die Risikoquelle in dem Geschäftsmodell der Unternehmen des Finanzsektors lag.

B. Systemgefährdung: Maßstab des § 48b KWG

Gem. § 1 Abs. 33 KWG entspricht das systemische Risiko „(...) einer Störung im Finanzsystem, die schwerwiegende negative Auswirkungen für das Finanzsystem und die Realwirtschaft haben kann“. § 48b Abs. 2 KWG knüpft an den Begriff der Systemgefährdung im Rahmen der Restrukturierungsmaßnahmen der §§ 48a ff. KWG für systemrelevante Kreditinstitute an. Diese Gefährdung liegt vor, wenn negative Nebeneffekte auf (1) andere Unternehmen des Finanzsektors, (2) die Finanzmärkte, (3) das Marktvertrauen oder (4) die Realwirtschaft zu erwarten sind. Dabei wird das systemische Risiko auf die Auslösung einer Kettenreaktion (Dominoeffekt) begrenzt, da ein Kausalzusammenhang zwischen der Bestandsgefährdung eines Kreditinstitutes und der Systemgefährdung vorliegen muss.¹⁷³ Dass systemische Risiken über andere Ansteckungskanäle – Portfoliokorrelationen, Notverkäufe, Preissenkungen, Marktilliquidität – eintreten können, bleibt hingegen unberücksichtigt.¹⁷⁴ Der systemrelevante Charakter des Kreditinstituts wird gem. § 48b Abs. 2 S. 2 KWG anhand einer nichtabschließenden Liste von neuen Punkten bestimmt. Dazu gehört beispielweise der Umfang der Verbindlichkeiten, die Vernetzung mit anderen Finanzmarktteilnehmern oder die Komplexität der Aktivseite.¹⁷⁵ Zu berücksichtigen sind die Effekte der Bestandsgefährdung auf andere Marktteilnehmer, wie die Ansteckungsgefahr nach dem Ausfall des Vertragspartners, auf die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte (insolvenzbedingte massive Notverkäufe von Fi-

¹⁷² *Troubled Assets Relief Program* (Rettungsmaßnahme von der US-Regierung, die eine Garantie von Verlusten für wertminderte Aktiven zur Verfügung stellte). FCIC, Financial Crisis Inquiry Report, S. 356.

¹⁷³ *Fridgen* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 48b KWG, Rn. 11; BT-Drs. 17/3024, S. 40.

¹⁷⁴ *Krahen/Siekmann*, Stellungnahme zum Restrukturierungsgesetz; *Schön/Hellgardt/Osterloh-Konrad*, WM 2010, 2145 (2148).

¹⁷⁵ *Fridgen*, Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 48b KWG, Rn. 13.; *Schuster/Westpfahl*, DB 2011, 221 (225).

nanzsicherheiten und die sich daraus ergebende Marktliquidität), auf den Vertrauensverlust (z.B. in Finanzprodukten wie die Pfandbriefe im Fall einer Insolvenzmeldung von HRE im Jahr 2008)¹⁷⁶ sowie auf die Realwirtschaft (niedrigere Allokation von Kapital auf Unternehmen, Arbeitslosigkeit, Beeinträchtigung des Austausches von Waren und Dienstleistungen usw.).¹⁷⁷

C. Ergebnis und Definition der Systemrelevanz

Der Begriff des Systemrisikos im Finanzbereich bezieht sich auf den Eintritt eines Ereignisses, das die Zahlungsunfähigkeit des Finanzsystems als solche herbeiführen kann. Dabei handelt es sich entweder um ein externes Ereignis (Makroökonomischer Schock), die Auslösung einer Kettenreaktion infolge der Insolvenz eines Institutes (Dominoeffekt) oder die Vernetzung unter den Aktiv- und Passivseiten der Marktteilnehmer (Vernetzung im Finanzsystem). Nicht nur Marktteilnehmer können in dieser Hinsicht systemrelevant sein, sondern auch ein Finanzmarkt bzw. die Finanz- und Refinanzierungsinstrumente. Demzufolge ist der Begriff der Systemrelevanz bei Investmentbanken wie folgt zu definieren: *„Systemrelevante Investmentbanken sind Institute, die innerhalb des Finanzsystems aufgrund der Korrelation zwischen den Portfolien und der Abhängigkeit an bestimmten Refinanzierungsquellen untereinander vernetzt sind, so dass der Eintritt eines Ereignisses in der Form eines makroökonomischen Schocks, der Insolvenz eines Marktteilnehmers oder der Preissenkung einer Aktivklasse deren Überschuldung und/oder Zahlungsunfähigkeit herbeiführt.“*

§ 3 – Zusammenfassung der Ergebnisse

Eine Investmentbank ist ein Unternehmen des Finanzsektors, das sich anhand der Besonderheiten seines Geschäftsmodells definieren lässt. Investmentbanken sind systemrelevant, wenn der Wert der Vermögensgegenstände auf der Aktivseite und die Refinanzierungsquellen auf der Passivseite von den Marktkonditi-

¹⁷⁶ Die HRE emittierte 10% des gesamten deutschen Pfandbriefmarkts. S. Günther, WM 2010, 825 (827).

¹⁷⁷ Hierzu Schwarz, The Georgetown Law Journal 2008, Vol. 97, Nr. 1, S. 193 (206); Lindemann in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 47 KWG, Rn. 6.

onen abhängig sind. Der Eintritt bestimmter Ereignisse verursacht infolgedessen deren Überschuldung und/oder deren Zahlungsunfähigkeit.

2. Kapitel – Vorrangige Fremdkapitalgeber

Vorrangige Fremdkapitalgeber sind Gläubiger, deren Forderungen zu der Passiva der Investmentbank gehören und die im Fall deren Insolvenz eine bevorzugte Stellung in der Gläubigerbefriedigung genießen.

§ 4 – Begriff des vorrangigen Fremdkapitals

A. Begründung des Vorrangs

Der Vorrang ergibt sich entweder aus der Einräumung einer Realsicherheit, einer Personalsicherheit oder einer vertraglichen Vereinbarung, die mit dem Schuldner und/oder mit den anderen Gläubigern getroffen wurde.

I. Sicherungsrecht

Ein Sicherungsrecht in der Form einer Personalsicherheit entsteht im Rahmen eines Drei-Personen-Verhältnisses, wobei der Gläubiger (Sicherungsnehmer) bei dem Ausfall des Schuldners eine Forderung gegenüber einem Dritten (Sicherungsgeber) in Höhe der vertraglich vereinbarten Geldsumme geltend machen kann (§ 241 BGB).¹⁷⁸ Da das Prinzip der Vertragsfreiheit gilt, kann die Form der Personalsicherheit beliebig von den Parteien gestaltet werden.¹⁷⁹ Zu den beliebtesten Formen zählt die Bürgschaft (§§ 765 ff. BGB) und die Garantie. Im Gegensatz zu der Bürgschaft ist die Garantie nicht mit dem Bestand der besicherten Forderung verbunden und deshalb nicht akzessorisch. Der Garant verpflichtet sich nämlich zur Schadloshaltung des Gläubigers bei dem Eintritt eines vertraglich vereinbarten Ereignisses. Die Höhe der Leistung des Siche-

¹⁷⁸ *Lwowski* in: *Lwowski/Fischer/Langenbuecher*, Das Recht der Kreditsicherung, § 1, Rn. 12.

¹⁷⁹ *Bülow*, Recht der Kreditsicherheiten, Rn. 1542.

rungsgebers bemisst sich dabei nach den Grundsätzen des Schadenersatzrechts (§§ 249 ff. BGB).¹⁸⁰

Die Einräumung eines Sicherungsrechts als Realsicherheit ist in der Form eines beschränkten dinglichen Rechts oder einer vollständigen Übertragung möglich. In beiden Fällen kann der Sicherungsnehmer bei der Insolvenz des Sicherungsgebers seinen Anspruch anhand des Vermögensgegenstands befriedigen.¹⁸¹ Die Einräumung eines beschränkten dinglichen Rechts erfolgt im Wege des Pfandrechts, wobei die anwendbaren Regelungen von der Natur der zugrunde liegenden Sicherheit abhängt. Bei Grundstücken ist ein Grundpfandrecht in der Form der Hypothek (§§ 1113 ff. BGB) oder der Grundschuld (§§ 1191 ff. BGB) zulässig. Der Unterschied zwischen den beiden Pfandrechten liegt in der Akzessorietät: Die Hypothek ist von dem Bestand der gesicherten Forderung abhängig. Hingegen entsteht und besteht die Grundschuld abstrakt.¹⁸² In beiden Fällen ist der Gläubiger aber an den Sicherungszweck des Verpfändungsvertrags gebunden, so dass bei dem Wegfall der Forderung dieser zur Rückübertragung der Sicherheit auf den Schuldner verpflichtet ist.¹⁸³ Eine Verbriefung des Grundpfandrechts ist zulässig gem. § 1116 Abs. 1 BGB. Dies erleichtert die Handelbarkeit. Bei dem Gläubigerwechsel reicht die Übergabe des Wertpapiers (§ 1117 Abs. 1 BGB).¹⁸⁴ Im Fall der Insolvenz des Sicherungsnehmers ist das Grundpfandrecht aufgrund des Absonderungsrechts der §§ 50, 49, 165 InsO konkursimmun.¹⁸⁵ Bei beweglichen Sachen wird dem Gläubiger das Recht eingeräumt, Befriedigung aus einer bestimmten Sache zu erlangen (§ 1204 BGB), wobei die Übergabe der Sache zur wirksamen Bestellung erforderlich ist (§ 1205 BGB). Das Pfandrecht genießt ebenso ein Absonderungsrecht in der Insolvenz des Eigentümers (§ 50 InsO).¹⁸⁶ Das Pfandrecht über Rechte (z.B. Forderung) richtet sich nach §§ 1273 ff. BGB. Zur Bestellung des Pfandrechts auf eine Forderung ist eine Abtretung zu Gunsten des Gläubigers erforderlich

¹⁸⁰ Fischer in: Lwowski/Fischer/Langenbuecher, Das Recht der Kreditsicherung, § 9, Rn. 216.

¹⁸¹ Bülow, Recht der Kreditsicherheiten, Rn. 13.

¹⁸² Bülow, Recht der Kreditsicherheiten, Rn. 101.

¹⁸³ BGH, Urteil v. 15.3.1966 - V ZR 17/65 = WM 1966, 653.

¹⁸⁴ Bülow, Recht der Kreditsicherheiten, Rn. 107.

¹⁸⁵ Gogger in: Gogger, Insolvenzgläubiger-Handbuch, § 4, Rn. 100.

¹⁸⁶ Bülow, Recht der Kreditsicherheiten, Rn. 623.

(§§ 1273 Abs. 2, 1250, 410 BGB).¹⁸⁷ Eine Anzeige des Gläubigers an den Schuldner ist zur Wirksamkeit des Pfandrechts Pflicht (§ 1280 BGB). In der Praxis hat die Sicherungsübereignung das Pfandrecht verdrängt, da die Erforderlichkeit des Besitzes des Gläubigers unpraktisch ist. Es handelt sich dabei um eine vorübergehende Übereignung der Sache vom Sicherungsgeber auf den Sicherungsnehmer, § 929 BGB.¹⁸⁸ Die Übergabe der Sache erfolgt durch Einräumung des mittelbaren Besitzes auf den Sicherungsnehmer (§ 930 BGB), so dass die übereignete Sache von dem Sicherungsgeber weiter benutzt werden kann.¹⁸⁹ Die Rechte und Pflichten der Parteien unterliegen einer schuldrechtlichen Vereinbarung, nämlich dem Sicherungsvertrag. Im Fall des Verstoßes des Gläubigers gegen seine vertraglichen Verpflichtungen kann lediglich ein Schadenersatzanspruch geltend gemacht werden.¹⁹⁰ Die Sicherungsabtretung wird ebenso in der Praxis bevorzugt, da hier, im Gegensatz zum Pfandrecht, die o.g. Anzeige nicht erforderlich ist. Es handelt sich dabei um eine Abtretung i.S.d. § 398 BGB, die vorübergehend zum Sicherungszweck erfolgt. Die Abtretung ist ein Verfügungsvertrag, der eine Rechtsänderung bewirkt.¹⁹¹ Bei dem Ausfall des Schuldners kann der Gläubiger durch Einziehung der Forderung seinen Anspruch befriedigen. Wie bei der Sicherungsübereignung richten sich die treuhänderischen Pflichten des Gläubigers nach dem Sicherungsvertrag, auf den das allgemeine Schuldrecht Anwendung findet.¹⁹² In der Insolvenz des Schuldners wird dem Gläubiger ein Absonderungsrecht nach §§ 51 Nr. 1, 50 InsO eingeräumt.

II. Vertragliche Vereinbarung

Der Vorrang in der Insolvenz kann sich auch aus einer schuldrechtlichen Nachrangabrede ergeben. Dabei beschließen die Parteien, dass Ansprüche, die normalerweise gleichrangig in der Insolvenz sind, in einer anderen Reihenfolge befriedigt werden. Die Klausel ist wirksam, sobald nachrangige und vorrangige

¹⁸⁷ *Bülow*, Recht derreditsicherheiten, Rn. 519.

¹⁸⁸ *Ganter* in: MünchKomm zur InsO, § 51, Rn. 48.

¹⁸⁹ *Ganter* in: MünchKomm zur InsO, § 51, Rn. 50.

¹⁹⁰ *Bülow*, Recht derreditsicherheiten, Rn. 1278.

¹⁹¹ *Bülow*, Recht derreditsicherheiten, Rn. 1368.

¹⁹² *Roth* in: MünchKomm zum BGB, § 398, Rn. 100-106.

Gläubiger zugestimmt haben.¹⁹³ In der Praxis werden verschiedene Nachrangklauseln angewendet. Dabei ist eine Differenzierung nach dem Zeitpunkt der Wirksamkeit und nach den Parteien möglich. Im ersten Fall ist die Klausel entweder sofort wirksam bzw. die Rückzahlung erfolgt erst nach vollständiger Befriedigung der vorrangigen Gläubiger (*Complete Subordination*) oder die Wirksamkeit der Klausel ist von dem Eintritt einer aufschiebenden Bedingung abhängig, z.B. infolge der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens gegenüber dem Schuldner (*Inchoate Subordination*).¹⁹⁴ Im zweiten Fall wird die Klausel entweder zwischen dem Schuldner und den nachrangigen Gläubiger abgeschlossen (*Ab Initio Subordination*) oder zwischen vorrangigen und nachrangigen Gläubigern (*Subsequent Subordination*).¹⁹⁵ Im deutschen Recht sind schuldrechtliche Nachrangabreden bei dem Insolvenzverfahren gem. § 39 Abs. 2 InsO anerkannt. Vorausgesetzt wird, dass (1) eine ausdrückliche Vereinbarung zwischen dem Gläubiger und dem Schuldner vorliegt, (2) diese gegenüber allen Gesellschaftsgläubigern erklärt wird, und (3) den vorrangigen Gläubigern kein besserer Rang als der gesetzliche zusteht.¹⁹⁶ Manchmal treten Fremdkapitalgeber nur gegenüber bestimmten Gläubigern zurück und wollen gegenüber den anderen Gesellschaftsgläubigern gleichrangig behandelt werden. Im Insolvenzverfahren ist ein solcher Rangrücktritt nicht berücksichtigt. Nachrangige Gläubiger unterliegen in diesem Fall nur rein schuldrechtlich der Verpflichtung, den Verteilungserlös an die vorrangigen Gläubigern weiterzuleiten.¹⁹⁷ Bei Anleiheemissionen im Bankwesen kommen Nachrangigkeitsklauseln in Betracht, die gegenüber allen Gläubigern erklärt werden und auf den Insolvenzfall aufschiebend bedingt sind:

„Status – Die Schuldverschreibungen begründen nicht besicherte nachrangige Verbindlichkeiten der Emittentin, die untereinander und mit allen anderen nachrangigen Verbindlichkeiten der Emittentin gleichrangig sind. Der Anspruch auf Rückzahlung der Schuldverschreibungen (der „Rückzahlungsanspruch“) geht im Fall der Insolvenz oder der Liquidation der Emittentin den Forderungen aller Gläubiger der Emittentin, die nicht ebenfalls nachrangig sind, im Rang nach und wird in diesem Fall erst nach Befriedigung aller gegen die Emittentin bestehenden nicht nachrangigen

¹⁹³ Moyer, *Distressed Debt Analysis*, S. 141-143.

¹⁹⁴ Wood, *Canadian Business Law Journal*, Vol. 49, 2010, S. 66 (69).

¹⁹⁵ Wood, *Canadian Business Law Journal*, Vol. 49, 2010, S. 66 (70).

¹⁹⁶ Ehricke in: *MünchKomm zur InsO*, § 39, Rn. 62-63.

¹⁹⁷ Stamm in: *Schüppen/Schaub, MAH Aktienrecht*, § 21, Rn. 123-125.

*Forderungen erfüllt. Die Aufrechnung des Rückzahlungsanspruchs gegen Forderungen der Emittentin ist ausgeschlossen.*¹⁹⁸

B. Abgrenzung zu anderen Passivposten

Das Fremdkapital gehört zu den Passivposten der Bankbilanz bzw. es handelt sich dabei um gegenseitige Geschäfte, die vom Leistungsverpflichteten bereits vollständig erfüllt worden sind. Das Fremdkapital ist infolgedessen von den schwebenden Geschäften (z.B. Derivate) streng zu trennen. Diese sind in der Tat nicht bilanziert und stellen keine Bereitstellung von Kapital dar.¹⁹⁹

I. Eigenkapital

Im Gegensatz zu Fremdkapitalgebern, die als Dritte eintreten, sind Eigenkapitalgeber Teilhaber der Gesellschaft und genießen eine personen- und vermögensrechtliche Stellung.²⁰⁰ Zu den Vermögensrechten der Eigenkapitalgeber zählt der Gewinnanspruch bzw. der Anspruch auf Dividendenausschüttungen. Im Gegensatz zu den erfolgsunabhängigen Zinszahlungen der Fremdkapitalgeber ist die Beteiligung am Jahresgewinn nur bei einem bestehenden Jahresüberschuss auf der Passivseite (§ 266 Abs. 3 HGB) nach entsprechendem Beschluss der Hauptversammlung gem. § 174 Abs. 1 AktG zulässig.²⁰¹ Den Eigenkapitalgebern steht nach § 271 AktG ein Anspruch auf Beteiligung am Liquidationserlös zu, wobei dieser absolut nachrangig ist bzw. erst nach Befriedigung aller Gläubiger der Gesellschaft erfolgt.²⁰² Im Gegensatz zu den Fremdkapitalgebern verfügen die Eigenkapitalgeber über Verwaltungsrechte in Form von Mitwirkungsrechten (Teilnahmerecht an der Hauptversammlung, Rede- und Stimmrecht sowie Anfechtungsrecht gegen die Beschlüsse der Hauptversammlung) und von Informationsrechten (Auskunfts- und Einsichtsrechten).²⁰³

¹⁹⁸ Deutsche Bank AG Debt Issuance Programme, Basisprospekt v. 18.2.2011, S. 93, abrufbar unter: https://www.deutsche-bank.de/ir/de/download/DB_DIP_Prospekt_dtFassung_18_2_2011.pdf

¹⁹⁹ Winnefeld in: Winnefeld, Bilanz-Handbuch, Kap. D / Rn. 380.

²⁰⁰ Hirte, Kapitalgesellschaftsrecht, § 4, Rn. 4.1.

²⁰¹ Hirte, Kapitalgesellschaftsrecht, § 4, Rn. 4.16.

²⁰² Bachmann in: Spindler/Stilz, AktG, § 271, Rn. 1.

²⁰³ S. ausführlich Hirte, Kapitalgesellschaftsrecht, § 4, Rn. 4.21 ff.

II. Einlagen

Einlagen und Fremdkapital sind zwei Refinanzierungsquellen für eine Bank. Deren wesentliche Charakteristiken weichen jedoch voneinander ab. Einlagen kommen bei Universalbanken meistens von natürlichen Personen, Handels- und Industrieunternehmen (*Retail Funding*) und bei Investmentbanken meistens von Unternehmen des Finanzsektors (z.B. Hedgefonds).²⁰⁴ Die Gläubiger treten als Einleger auf, d.h. sie vertrauen der Bank eine Geldsumme zur Verwahrung mit der Absicht an, über die eingebrachte Summe nach Bedarf sofort zu verfügen. Es handelt sich dabei um einen unregelmäßigen Verwahrungsvertrag i.S.d. § 700 BGB.²⁰⁵ Die Fremdkapitalgeber stellen dagegen der Bank eine Geldsumme unter Verlust der Verfügungsmacht zur Verfügung (§ 488 Abs. 1 BGB). Im Gegensatz zu den Einlegern erfolgt dies auf befristeter Basis. Aufgrund der Verwahrungsabsicht der Einleger sowie zur Vermeidung von Schalterstürmen in Krisenzeiten sind die Einlagen von dem Insolvenzrisiko der Verwahrungsbank teilweise geschützt. Dies erfolgt im Rahmen der Begründung von Sicherungseinrichtungen. In Deutschland besteht ein freiwilliger Einlagensicherungsfonds (Nr. 20 AGB-Banken)²⁰⁶ und eine gesetzliche Entschädigungseinrichtung (§ 2 EAEG).²⁰⁷ In beiden Fällen ist die Entschädigung auf den Passivposten „Forderungen gegenüber Kunden“ und auf einen bestimmten Betrag begrenzt.²⁰⁸ Der Sicherungsfall tritt ein, sobald gem. § 5 Abs. 1 EAEG eine Verfügung über die anvertrauten Einlagen nicht mehr möglich ist. Nach Entschädigung gehen die betroffenen Forderungen der Einleger nach vertraglicher Abtretung nach Nr. 20 Abs. 4 AGB-Banken oder im Wege einer *cessio legis* gem. § 5 Abs. 5 EAEG auf die Sicherungseinrichtung über. Im Insolvenzverfahren werden die übergegangenen Forderungen mit denjenigen der Insolvenzgläubiger gleichgestellt (§ 38 InsO) bzw. gleichrangig mit den Forderungen der unbe-

²⁰⁴ *Le Leslé*, IMF Working Paper 2012, Nr. WP/12/299, S. 4 ff.

²⁰⁵ *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht, § 3 Rn. 5-7; zu der Qualifikation der Termin- und Spareinlagen als Darlehensvertrag: *ibid.*, Rn. 24-25. Vgl. dazu *Schürmann* in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 69 Rn. 1-13; *Obermüller* in: Gottwald, Insolvenzrechts-Handbuch, § 103, Rn. 52 ff.

²⁰⁶ S. ausführlich *Bunte* in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 25.

²⁰⁷ Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz v. 16.7.1998 (BGBl. I S. 1842), das zuletzt durch Artikel 3 des Gesetzes v. 28.8.2013 (BGBl. I S. 3395) geändert worden ist.

²⁰⁸ Vgl. Nr. 20 Abs. 1 AGB-Banken; §§ 3 Abs. 2, 4 Abs. 2 EAEG.

sicherten vorrangigen Fremdkapitalgeber befriedigt. Dabei genießen die Sicherungseinrichtungen „keine geartete Sonderbehandlung oder Vorrangstellung“ in der Befriedigung.²⁰⁹

§ 5 – Refinanzierungsinstrumente

Fremdkapitalinstrumente sind nach Laufzeiten zu unterteilen. Die Refinanzierung erfolgt nämlich auf kurz-, mittel- und langfristiger Basis.

A. Kurzfristige Refinanzierung

Der kurzfristigen Refinanzierung sind alle Refinanzierungsmittel zuzuordnen, deren Laufzeit von einer Nacht bis zwölf Monate beträgt. Die Begrenzung der Laufzeit auf ein Jahr entspricht der von dem Gesetzgeber gestatteten Ausnahme von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts bei Angeboten von Wertpapieren auf einem Markt (§ 2 Abs. 1 WpPG).²¹⁰ Die Refinanzierung findet in verbriefter Form am Geldmarkt und in unverbriefter Form am Kreditmarkt statt. Unter Geldmarkt im engeren Sinne versteht man den Ort, wo der Handel mit Zentralbankgeld und Geldmarktpapieren stattfindet. Die Handelbarkeit des Instrumentes wird vorausgesetzt.²¹¹ Unter Kreditmarkt versteht man einen Teil des Finanzmarkts an dem Kredite in unverbriefter Form nachgefragt und angeboten werden.²¹² Die Definition des Geldmarkts im weiten Sinne umfasst alle Instrumente der kurzfristigen Refinanzierung und unterteilt diese nach standardisierten Fristen (Tagesgeld / tägliches Geld / befristetes Geld).²¹³ Die Fremdkapitalgeber gehören bei der kurzfristigen Refinanzierung den Unternehmen des Finanzsektors an. Eine Unterteilung in drei Kategorien ist möglich:

1. Im Interbankenhandel findet die Refinanzierung unter Kreditinstituten statt. Dabei werden Liquiditätsausgleiche bzw. eine Verteilung der mit der Fristen-

²⁰⁹ Obermüller, Insolvenzrecht in der Bankpraxis, Rn. 1.874; Weber, ZinsO 2009, 628.

²¹⁰ Wertpapierprospektgesetz vom 22. Juni 2005 (BGBl. I S. 1698), das zuletzt durch Artikel 11 des Gesetzes vom 20. September 2013 (BGBl. I S. 3642) geändert worden ist. Hierzu Heidelberg in: Schwark/Zimmer, KMRK, § 2 WpPG, Rn. 6.

²¹¹ Büschgen, Das kleine Bank-Lexikon, S. 400; Servatius in: Spindler/Stilz, AktG, § 183 a, Rn. 12.

²¹² Büschgen, Das kleine Bank-Lexikon, S. 588; Hockmann/Thießen, Investment Banking, S. 3 ff.

²¹³ Büschgen, Das kleine Bank-Lexikon, S. 400.

transformation verbundenen Risiken ermöglicht.²¹⁴ Tagesgeld mit einer Fälligkeit von 24 Stunden, täglich fälliges Geld (täglich abrufbar) und Termingelder (mit einem von den Parteien festgestellten Fälligkeitspunkt) werden zur Verfügung gestellt.²¹⁵

2. Die mit der Zentralbank (EZB) eingegangenen Refinanzierungsgeschäfte, die im Rahmen der Gewährleistung eines reibungslosen Funktionierens der Zahlungssysteme abgeschlossen werden (Art. 127 Abs. 2 AEUV).²¹⁶ Geldpolitische Instrumente dienen hier der Refinanzierung der Banken. Dies erfolgt durch die Offenmarktgeschäfte, wie das Hauptfinanzierungsinstrument und die langfristigen Refinanzierungsgeschäfte, sowie durch die „ständigen Fazilitäten“ – wie die Spitzenrefinanzierungsfazilität zur Beschaffung von Liquidität über einen Geschäftstag.²¹⁷ Es müssen ausreichende Sicherheiten, die bestimmten Kriterien entsprechen, zur Verfügung gestellt werden.²¹⁸

3. Der Wertpapierhandel mit Finanzinstitutionen ermöglicht die Refinanzierung der Banken durch die Emission von Geldmarktpapieren. Institutionelle Investoren wie Geldmarktfonds spielen dabei eine wichtige Rolle.²¹⁹

Die kurzfristige Refinanzierung erfolgt auf unbesicherter Basis im Interbankenhandel und gegenüber der Zentralbank auf besicherter Basis, insb. mit der Einräumung eines beschränkten Sicherungsrechts in Form einer Verpfändung von Wertpapieren. Die Bestellung des Pfandrechts erfolgt dabei durch Einlieferung der Wertpapiere auf einen Konto.²²⁰ Auch kommen Sicherungsübereignungen oder Sicherungsabtretungen von Kreditforderungen gegenüber Wirtschaftsunternehmen in Betracht.²²¹

²¹⁴ *Büschgen*, Das kleine Bank-Lexikon, S. 486.

²¹⁵ *Schefold* in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechtshandbuch, § 116, Rn. 155-157.

²¹⁶ Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union. Fassung aufgrund des am 1.12.2009 in Kraft getretenen Vertrages von Lissabon (Konsolidierte Fassung bekanntgemacht im ABl. EG Nr. C 115 v. 9.5.2008, S. 47).

²¹⁷ S. Art. 18 ff. der ESZB-Satzung; *Ulrich/Häde* in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, AEUV Art. 127, Rn. 15-20.

²¹⁸ Abschnitt 6.1 der Leitlinie über geldpolitische Instrumente und Verfahren des Eurosystems.

²¹⁹ *Le Leslé*, IMF Working Paper 2012, Nr. WP/12/299, S. 4.

²²⁰ *Haug* in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechtshandbuch, § 123, Rn. 83-85.

²²¹ *Haug* in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechtshandbuch, § 123, Rn. 83-85.

Von wesentlicher Bedeutung für die Wirksamkeit einer bestellten Sicherheit ist die Frage, ob die Sicherheit bei dem Sicherungsgeber (der Bank) bleibt oder dem Sicherungsnehmer (Darlehensgeber) übertragen wird. Bei den *Assets Backed Commercial Papers* (ABCP) besteht beispielsweise die Sicherheit aus ABS, die bei dem Emittenten des Refinanzierungsinstrumentes bleiben.²²² Dies führt juristische Probleme im deutschen Insolvenzrecht herbei (s.u.). Bei den Repogeschäften (*Repurchase Agreements*) werden die als Sicherheit bestellten Wertpapiere im Rahmen eines Kassaverkaufs dem Sicherungsnehmer übertragen und nach Ablauf des Geschäftes im Rahmen eines Terminrückkaufs dem Sicherungsgeber zurückübertragen.²²³ Es handelt sich dabei wirtschaftlich um einen Darlehensvertrag, dessen Rückzahlungsanspruch durch eine Sicherungsübereignung besichert ist.

B. Mittel- und Langfristige Refinanzierung

Die mittel- und langfristige Refinanzierung der Banken erfolgt in unverbriefter Form am Kreditmarkt und in verbrieft Form am Kapitalmarkt. Im ersten Fall handelt es sich um Darlehensverträge (§ 488 Abs. 1 BGB). Diese Art der Refinanzierung ist bei Investmentbanken kein Ausnahmefall. Bei *Lehman Brothers* stellten z.B. Darlehensrückzahlungsansprüche einen wichtigen Teil der größten Forderungen dar.²²⁴ Der Kapitalmarkt im engsten Sinne umfasst den Primärmarkt, wo die Erstausgabe von Wertpapieren stattfindet, sowie den Sekundärmarkt zum Handel von bereits emittierten Wertpapieren.²²⁵ Die Refinanzierung auf unbesicherter Basis erfolgt meistens durch die Emission von Anleihen.²²⁶ Die Rechtsstellung des Emittenten und der Gläubiger richtet sich nach den Emissionsbedingungen sowie den zwingenden Vorschriften des WpPG²²⁷ und des SchVG.²²⁸ Die Emissionsbedingungen räumen im Regelfall den Gläubigern

²²² *Jahn* in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechtshandbuch, § 114a, Rn. 10.

²²³ Dazu *Haisch* in: Rechtshandbuch Finanzinstrumente, § 1, Rn. 142-144; *Freitag/Mülbert* in: Staudinger, BGB, § 488, Rn. 60.

²²⁴ FACTBOX-Lehman's 30 largest unsecured creditors' claims v. 15.9.2008, abrufbar unter: <http://www.reuters.com/article/2008/09/15/lehman-creditors-idINLF73920080915>

²²⁵ *Büschgen*, Der kleine Bank-Lexikon, S. 534.

²²⁶ *Tolckmitt*, ZfgK 2011, 711 (712).

²²⁷ Vgl. §§ 3 Abs. 2, 5 Abs. 1, 6 Abs. 3, 14 Abs. 2 WpPG (Veröffentlichungspflichten des Emittenten).

²²⁸ Schuldverschreibungsgesetz vom 31. Juli 2009 (BGBl. I S. 2512), das zuletzt durch Artikel 2 des Ge-

ein Kündigungsrecht für den Fall ein, dass der Emittent in Zahlungsverzug gerät und die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens über dessen Vermögen stattfindet.²²⁹ Die Ausgabe von besicherten Anleihen richtet sich nach den Vorschriften des PfandBG.²³⁰ Das Gesetz ermöglicht die Emission von handelbaren Hypotheken-, öffentlichen, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefen unter vereinfachten Konditionen (§ 1 Abs. 1 PfandBG). Sobald bestimmte Voraussetzungen in Bezug auf die Qualität des Emittenten²³¹ und die zugrunde liegenden Sicherheiten²³² erfüllt sind, greift das allgemeine Kreditsicherungsrecht nicht ein. Bei der Bestellung der Sicherheit ist es in der Tat ausreichend, dass eine Eintragung nach § 8 Abs. 2 PfandBG in das Deckungsregister durch den bestellten Treuhänder erfolgt, um den bei dem Sicherungsgeber verbleibenden Sicherheiten die Qualität von getrennten Vermögensmassen i.S.d. § 30 Abs. 1 PfandBG zu verleihen. Infolgedessen sind bei der etwaigen Eröffnung eines Insolvenzverfahrens gegen den Emittenten die Gläubiger geschützt, da sie das Aussonderungsrecht nach § 47 InsO geltend machen können. Problematisch bleibt der Fall der Emission von besicherten Wertpapieren außerhalb des Anwendungsbereichs des PfandBG. In diesem Fall bleiben Sicherheiten weiterhin bei dem Emittenten. Die Frage hat sich insb. bei ABPC und CDOs bzw. im Fall der Emission von durch ABS besicherten Wertpapieren gestellt. Zwei Anwendungsfälle sind möglich. Entweder emittiert die Bank Wertpapiere, die mit eigenen Vermögensgegenständen ohne entsprechende Sicherungsübereignung, Sicherungsabtretung oder Einräumung eines Pfandrechts besichert sind. Oder die Wertpapiere werden ohne vorherige rechtswirksame Übertragung der Aktiva von dem Originator durch eine Zweckgesellschaft im Rahmen einer ABS-Transaktion emittiert. Der BGH hat in dieser Hinsicht entschieden, dass „*lediglich schuldrechtliche Treuhandabreden*“ nicht insolvenzfest waren, bzw. dass „*zur Vermeidung von Zugriffen anderer Gläubiger die Möglichkeit einer Sicherungsab-*

setzes vom 13. September 2012 (BGBl. I S. 1914) geändert worden ist.

²²⁹ Vgl. z.B. den Basisprospekt von Deutsche Bank AG im Rahmen des 2011 *Debt Issuance Programme*, § 10, abrufbar unter: https://www.db.com/ir/de/download/DB_DIP_18_April_2011_Basisprospekt.pdf

²³⁰ Pfandbriefgesetz vom 22. Mai 2005 (BGBl. I S. 1373), das zuletzt durch Artikel 2 des Gesetzes vom 28. August 2013 (BGBl. I S. 3395) geändert worden ist.

²³¹ Es muss sich um ein Kreditinstitut handeln, das eine Erlaubnis für das Pfandbriefgeschäft von der BaFin erhalten hat. Vgl. § 2 PfandBG.

²³² Bei den Hypothekenzinspfandbriefen gelten z.B. die Voraussetzungen der §§ 13-15 PfandBG.

tretung von Rechten, Sicherungsübereignung von beweglichen Sachen und die Einräumung einer Vormerkung bei Grundstücken bestehe“.²³³ Es heißt, die schuldrechtliche Vereinbarung ohne dingliche Komponente unter Gläubigern und Schuldner, wonach der Schuldner sich lediglich verpflichtet, die Sicherheiten von seinen anderen Vermögensgegenständen getrennt zu halten, reicht nach §§ 47, 50 InsO zur Begründung eines Absonderungs- oder Aussonderungsrechts nicht. Sobald die Sicherheiten bei dem Emittenten (Fall 1) oder bei der Zweckgesellschaft (Fall 2) aus praktischen Gründen verlagert werden müssen, können die Gläubiger eventuell durch Anwendung des § 22j KWG geschützt werden. Diese Vorschrift ermöglicht, wie § 30 PfandBG, eine Vermögenstrennung aufgrund der Eintragung in ein Register. Dafür müssen zwei Voraussetzungen erfüllt werden: Erstens muss sich die Sicherheit auf die Gegenstände eines Refinanzierungsunternehmens beziehen (§ 22j Abs. 1 KWG). Es handelt sich um Unternehmen, die Gegenstände (z.B. Forderungen, Wertpapieren) veräußern oder die für einen Dritten (Übertragungsberechtigten) als Treuhänder zum Zwecke der Refinanzierung handeln (§ 1 Abs. 24 KWG). Der Veräußerer oder der Dritte muss einer bestimmten Kategorie angehören (z.B. Kreditinstitute oder Zweckgesellschaften). Zweitens müssen die Vermögensgegenstände im Refinanzierungsregister des Refinanzierungsunternehmens eingetragen werden (§ 22j Abs. 1 KWG). Wenn diese Voraussetzungen erfüllt sind, entsteht gem. § 47 InsO ein Aussonderungsrecht zu Gunsten des Übertragungsberechtigten, der somit vor dem Insolvenzrisiko des Refinanzierungsunternehmens geschützt ist.²³⁴ Ein interessantes Beispiel bildet in dieser Hinsicht die Emission von besicherten Anleihen i.H.v. 5 Mrd. EUR durch die Commerzbank im Jahr 2013, bei der Forderungen gegen klein- und mittelständische Unternehmen (KMU) als Realsicherheiten eingeräumt wurden.²³⁵ Der Anleihevertrag wurde zwischen der Commerzbank und den Gläubigern abgeschlossen und die Forderungen auf eine Zweckgesellschaft übertragen (*SME Commerz SCB GmbH*). Die Commer-

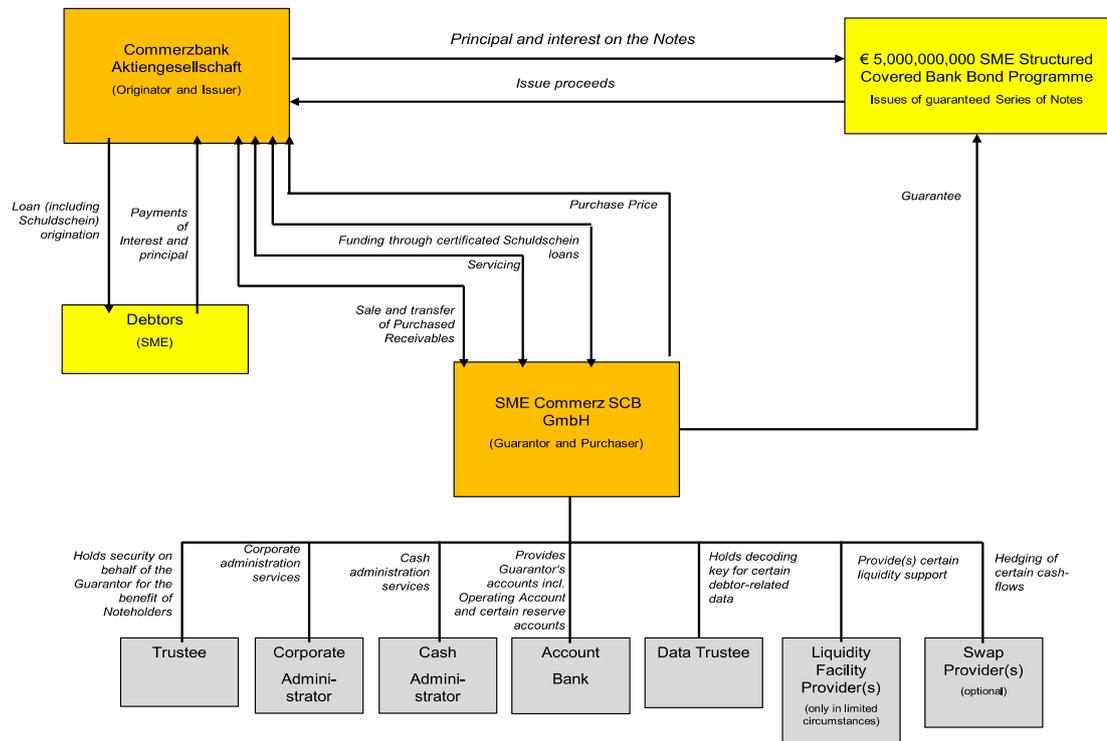
²³³ BGH, Urteil v. 24.6.2003 - IX ZR 75/01 = ZIP 2003, 1613, 1615; *Fleckner*, ZIP 2004, 585 (589).

²³⁴ *Tollmann* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 22j, Rn. 1 ff.

²³⁵ Vgl. den Base Prospectus v. 6.12.2013, SME Structured Covered Bond Programme, abrufbar unter: https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/emissionsprogramme/sme_programme/SCB_BP_06_12_2013.pdf. Es handelt sich um eine einzigartige Emission, in der Praxis bis dahin noch nicht vorhanden. Vgl. *Duarte*, BlackRock schlägt Alarm bei neuen Sicherheiten für Covered Bonds, Die Welt v. 19.2.2013.

zbank trat als Treuhänder gegenüber *SME Commerz* (Übertragungsberechtigten) ein bzw. die Tilgung der Forderungen der KMU erfolgte weiterhin gegenüber der Commerzbank. Den Gläubigern wurde eine Personalsicherheit (Garantie) gegen die *SME Commerz* eingeräumt, deren Aktiva ausschließlich aus den übertragenen Forderungen besteht.²³⁶

Abbildung 3 – Montage bei der Emission von besicherten Anleihen (Covered Bonds)



Quelle: Base Prospectus, *SME Structured Covered Bond Programme* (2013)

§ 6 – Ergebnis und Definition des vorrangigen Fremdkapitals

Vorrangige Fremdkapitalgeber sind alle Gläubiger deren Position rechtlich oder wirtschaftlich derjenigen eines Darlehensgebers entspricht. Der Vorrang ergibt sich entweder aus einem Sicherungsrecht oder aus einer schuldrechtlichen Vereinbarung. In beiden Fällen ist es wichtig, dass der Vorrang innerhalb eines Insolvenzverfahrens anerkannt wird. Im Fall des Sicherungsrechts muss dieses

²³⁶ Ibid.

(i) einer kodifizierten Realsicherheit entsprechen, (ii) in Form einer Sicherungsabtretung oder Sicherungsübereignung vereinbart werden oder (iii) aufgrund einer gesetzlichen Vermögenstrennung gem. § 30 PfandBG oder § 22 j KWG entstanden sein. Bei der schuldrechtlichen Vereinbarung muss eine Nachrangabrede unter dem Schuldner und den nachrangigen Fremdkapitalgebern abgeschlossen werden, die gegenüber allen Insolvenzgläubigern gilt. Daraus ergibt sich folgende Definition: *„Vorrangige Fremdkapitalgeber sind Gläubiger, deren Ansprüche sich auf die Rückzahlung eines Nominalbetrags sowie die Zahlung von vertraglich vereinbarten Zinsen richten, und die einen Vorrang in dem Insolvenzverfahren des Schuldners genießen. Dieser Vorrang ergibt sich entweder aus einem Sicherungsrecht, das ein Absonderungs- oder ein Aussonderungsrecht i.S.d. §§ 47, 50 InsO einräumt oder aus einer vertraglichen Nachrangabrede i.S.d. § 39 Abs. 2 InsO.“*

3. Kapitel – Insolvenztatbestand

Der Begriff der Insolvenz ist im Bankrecht nicht einheitlich definiert. Vielmehr hängt er von dem erstrebten Ziel der jeweiligen Vorschrift ab: Im Aufsichtsrecht wird eine Sanierung des Instituts vor dem Konkurs erzielt, so dass die Tatbestandsvoraussetzungen eine frühzeitige Reaktion der Bankaufsichtsbehörde ermöglichen sollen. Im Insolvenzrecht geht es dagegen darum, ein Unternehmen zu restrukturieren oder abzuwickeln, das sich bereits in einer existenzbedrohenden Lage befindet. Eine separate Prüfung der aufsichtsrechtlichen Eingriffsvoraussetzungen und der insolvenzrechtlichen Insolvenzgründe erscheint in dieser Hinsicht notwendig.

§ 7 – Aufsichtsrechtliche Eingriffsvoraussetzungen

Die §§ 45-48 KWG gehören zu den aufsichtlichen Instrumenten der BaFin, die im Fall einer konkreten Negativentwicklung zur Anwendung kommen. Sie gelten gegenüber „Instituten“ i.S.d. § 1 Abs. 1b KWG bzw. gegenüber Kreditinstituten und Finanzdienstleistungsinstituten.²³⁷

A. Eigenmittelausstattung und Liquiditätssicherung, § 45 KWG

Die §§ 45-45c KWG regeln die aufsichtsrechtlichen Maßnahmen des frühzeitigen Eingreifens. In Bezug auf den Begriff der „Insolvenz“ ist dabei § 45 KWG von Bedeutung. Es handelt sich um die erste Stufe des aufsichtlichen „Eskalationsverfahrens“.²³⁸ Abs. 1 greift im Fall der drohenden Nichteinhaltung der Anforderungen an die Eigenmittel- oder Liquiditätsausstattung ein. Der Gesetzgeber hat zwei Eingriffsschwellen hinzugefügt, die als widerlegbare Regelbeispiele gelten:²³⁹ (1) Die Absenkung des Solvabilitätskoeffizients um mehr als 10 % oder der Liquiditätskennziffer um mehr als 25 % von einem Meldestichtag zum nächsten Meldestichtag, wobei eine Unterschreitung der Mindestanforderungen innerhalb der nächsten 12 Monate zu erwarten ist (*kurzer Trend*) sowie (2) die Absenkung des Solvabilitätskoeffizients um mehr als 3 % oder der Liquiditätskennziffer um mehr als 10 % an mindestens drei aufeinanderfolgenden Meldestichtagen, wobei eine Unterschreitung der Mindestanforderungen innerhalb der nächsten 18 Monate zu erwarten ist (*ausgeprägter Trend*).²⁴⁰ Bei dem Vorliegen einer der o.g. Voraussetzungen unterliegt das Institut Berichtspflichten über die Geschäftsaktivitäten, die Risikoabschirmung und/oder die Erhöhung der Liquidität und der Eigenmittel (§ 45 Abs. 1 Nr. 1-4 KWG).²⁴¹ Bei der tatsächlichen Nichteinhaltung der Mindestanforderungen greifen die Maßnahmen des § 45 Abs. 2 Nr. 1-7 KWG ein. Der BaFin stehen in diesem Fall weitere Ein-

²³⁷ S. die Definitionen unter §§ 1 Abs. 1 und Abs. 1a KWG. Dazu *Höpfner* in: Brogl, Handbuch Banken-Restrukturierung, Kap. A. / Rn. 3.

²³⁸ *Höpfner* in: Brogl, Handbuch Banken-Restrukturierung, Kap. A. / Rn. 8.

²³⁹ Vgl. den Wortlaut des § 45 Abs. 1 S. 2 KWG: „Annahme (...) regelmäßig gerechtfertigt“; *Höpfner* in: Brogl, Handbuch Banken-Restrukturierung, Kap. A. / Rn. 20.

²⁴⁰ S. *Lindemann* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 45 KWG, Rn. 6-6c; *Willemsen/Rechel* in: Luz/Neus/Schaber/Scharpf/Schneider/Weber, KWG, § 45, Rn. 3-3c; *Müller-Eising/Brandi/Sinhart/Lorenz/Löw*, BB 2011, 66 (67).

²⁴¹ *Höche*, WM 2011, 49 (55).

griffsmöglichkeiten zu, insb. gegenüber den Anteilseignern und den nachrangigen Fremdkapitalgebern. Dazu zählt das Verbot der Gewinnausschüttungen (Nr. 1) und/oder der allgemeinen Ertragszahlungen auf Eigenmittelinstrumente (Nr. 3). Die Anordnungen der Aufsichtsbehörde sind dabei privatrechtsgestaltender Natur, da die Ansprüche gestundet werden oder erlöschen.²⁴² Vorrangige Fremdkapitalgeber sind hier aufgrund der Stärkung der Eigenkapitalpositionen geschützt. Es können aber auch andere Maßnahmen getroffen werden. Dazu zählt beispielweise das Verbot der Gewährung von Krediten (Nr. 4) oder der Anwendung bilanzieller Regeln zum Ausgleich eines entstandenen Jahresfehlbetrags (Nr. 2). Solche Maßnahmen sind kritisch anzusehen, da sie eine Verschärfung der Vertrauenskrise herbeiführen und die Refinanzierung des Instituts erschweren können.²⁴³

B. Gefahr für die Erfüllung der Verpflichtungen, § 46 KWG

§ 46 KWG greift im Fall einer konkreten Gefahr ein und weicht deshalb von § 45 KWG ab, der sich auf einen abstrakten Maßstab (Unterschreitung der Kapitalkennziffer) bezieht.²⁴⁴ Zwei alternative Tatbestandsvoraussetzungen sind dabei zu unterscheiden. Entweder ist eine wirksame Aufsicht nicht mehr möglich, oder es besteht eine Gefahr für die Erfüllung der Verpflichtungen des Instituts gegenüber seinen Gläubigern. Nur die zweite Voraussetzung wird hier geprüft. Bei den Gläubigern handelt es sich um sämtliche Vertragspartner des Instituts, die einen wirksamen Anspruch aus Bank- und Finanzdienstleistungsgeschäften haben.²⁴⁵ Darunter fallen die dem Institut anvertrauten Vermögenswerte (§ 46 Abs. 1 S. 1 KWG) wie die Geld- (Einlagen) und die Sachverbindlichkeiten.²⁴⁶ Der Begriff „Verpflichtungen“ umfasst dazu sämtliche finanzielle Verbindlichkeiten, die zum Kerngeschäft des Instituts gehören.²⁴⁷ Umstritten ist

²⁴² Vgl. *Lindemann* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 45, Rn. 24j.

²⁴³ Insb. weil Ausgleich durch Auflösung von Rücklagen und Bilanzgewinnabhängige Zahlungen auf das Eigenkapital untersagt werden, was Investoren entmutigt. S. *Lindemann* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 45 KWG, Rn. 24c; *Binder* in: Bankeninsolvenz, S. 208; *Bähre/Schneider*, KWG, § 45, Anm. 1.

²⁴⁴ *Lindemann* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 46, Rn. 1.

²⁴⁵ *Lindemann* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 46, Rn. 36.

²⁴⁶ *Lindemann* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 46, Rn. 35.

²⁴⁷ *Ibid.* Es handelt sich um die Verpflichtungen aus Kredit-, Diskont-, Finanzkommissions-, Investment-, Garantie-, Emissions-, und Netzgeldgeschäften sowie Finanzdienstleistungen.

allerdings, wie der Begriff „Gefahr“ auszulegen ist. Einen Vergleichsmaßstab bietet § 35 Abs. 2 Nr. 4 KWG, wonach die genannte Gefahr bei dem Verlust (1) der Hälfte der Eigenmittel oder (2) von mehr als 10% der Eigenmittel in mindestens drei aufeinander folgenden Geschäftsjahren besteht.²⁴⁸ Es handelt sich aber nur um Regelbeispiele. Mit Blick auf die Rechtssicherheit geht *Binder* davon aus, dass die Voraussetzung des § 46 Abs. 1 S. 1 KWG nur dann erfüllt seien, wenn ein Insolvenzgrund i.S.d. §§ 17-19 InsO vorliege.²⁴⁹ Es liegt jedoch im Ermessen der Bankaufsichtsbehörde, die Erfüllbarkeit der Forderungen im Einzelfall zu beurteilen. Andere Umstände (z.B. Fälschung der Bankbilanz) können ebenso die genannte Gefahr herbeiführen.²⁵⁰

Da § 46 KWG eine weitere Stufe des aufsichtlichen Eskalationsverfahrens darstellt, stehen der BaFin weitergehende Eingriffsmöglichkeiten zu. Entscheidend ist dabei, ob die Maßnahme eine vollstreckungsrechtliche Wirkung besitzt oder nicht.²⁵¹ Abs. 1 Nr. 1-3 enthält Maßnahmen ohne Vollstreckungsschutz. Dazu gehört der Erlass von Anweisungen gegenüber der Geschäftsführung (Nr. 1), das Verbot der Annahme von Einlagen oder Geldern oder Wertpapieren von Kunden und der Gewährung von Krediten (Nr. 2), und die Beschränkung oder Untersagung der Tätigkeit von Inhabern und Geschäftsleitern (Nr. 3). Dagegen enthält Abs. 1 Nr. 4-6 Maßnahmen mit Vollstreckungsschutz. Hierunter fällt das Veräußerungs- und Zahlungsverbot (Nr. 4), die Schließung des Instituts (Nr. 5) sowie das Verbot der Entgegennahme von Zahlungen, die nicht der Erfüllung von Verbindlichkeiten gegenüber dem Institut dienen (Nr. 6). Dabei werden der Schutz von Dritten (Nr. 1-3), die Gläubigersicherung (Nr. 6) und die Erhaltung des Vermögens des Instituts (Nr. 2, 4 und 5) erstrebt.²⁵² Solche Maßnahmen können aber der weiteren Verschlechterung der finanziellen Lage des Instituts nicht entgegenwirken. Erstens weil sie eine unvermeidbare Öffentlichkeitswirkung am Finanzmarkt und somit die Verschärfung der Vertrau-

²⁴⁸ Bilanzielle Ausgleichsmechanismen (z.B. Auflösung von Reserven) sind erlaubt. Vgl. *Lindemann* in: *Boos/Fischer/Schulte-Mattler*, KWG, § 46, Rn. 39.

²⁴⁹ *Binder*, *Bankeninsolvenz*, S. 138-147; *Binder*, *WM* 2006, 2114 (2116).

²⁵⁰ S. zum Verhältnis zwischen § 46 KWG und §§ 17-19 InsO, *BT-Dr.* 15/1653, S. 32.

²⁵¹ *Lindemann* in: *Boos/Fischer/Schulte-Mattler*, KWG, § 46, Rn. 55.

²⁵² S. zu den Rechtsfolgen des Zahlungsverbots *LG Frankfurt a.M.*, *WM* 2012, 403; *Pannen*, *Krise und Insolvenz bei Kreditinstituten*, Kap. 1, Rn. 82 ff; *Bährel/Schneider* in: *KWG*, § 46, Anm. 1.

enskrise bewirken. Und zweitens weil der größte Teil der Vertragspartner aus Finanzgeschäften, insb. aus Derivat- und Repogeschäften, von der Stundungswirkung des Moratoriums nicht betroffen ist, da die Verträge in den meisten Fällen einem ausländischen Recht unterliegen.²⁵³

C. Bestandsgefährdung, § 48b KWG

Laut § 48a KWG darf die BaFin eine Übertragungsanordnung gegenüber einem Kreditinstitut erlassen, wenn dieses in seinem Bestand gefährdet ist und eine Gefährdung der Finanzstabilität zu befürchten ist. Dabei bemisst sich die „Bestandsgefährdung“ an den Maßstäben des §48b KWG. Abs. 1 S. 1 enthält drei Regelbeispiele, die auf einer qualifizierten Verletzung der Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen²⁵⁴ beruhen. Eine Bestandsgefährdung wird vermutet, wenn der erforderliche Anteil am harten Kernkapital oder an Eigenmitteln oder die notwendige Liquiditätssicherung um 10% unterschritten wird. Gleiches gilt, wenn eine solche Unterschreitung voraussichtlich eintreten wird. Dem Wortlaut des Gesetzes nach sind diese Regelbeispiele unwiderlegbar.²⁵⁵ Eine Bestandsgefährdung i.S.d. § 48 Abs. 1 S. 1 KWG ergibt sich auch bei der Gefahr eines insolvenzbedingten Zusammenbruchs des Kreditinstitutes. Dabei verweist der Gesetzgeber auf die Insolvenzgründe der §§ 17-19 InsO. Eine drohende Überschuldung ist hier ausreichend.²⁵⁶ Die ständige Fähigkeit des Kreditinstituts, sich zum üblichen Marktzins zu refinanzieren sowie Absicherungsverträge anhand von Derivaten zu marktgerechten Bedingungen abzuschließen, spielt dabei eine ausschlaggebende Rolle.²⁵⁷ Wie bei § 46 KWG wird der BaFin bei der Prüfung der Bestandsgefährdung i.S.d. § 48b KWG ein erheblicher Ermessensspielraum gelassen.²⁵⁸ Man kann hier auf § 46g KWG verweisen, wonach die Bundesregierung Rechtsverordnungen (in der Form einer Stundung der fälligen

²⁵³ *Lindemann* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 46, Rn. 58 (Öffentlichkeitswirkung); *Günther*, Bad Banks, S. 110 f.; *Zimmer/Fuchs*, ZGR 2010, 597 (634 ff.) (Liquidationsnetting). Zur Kontraproduktivität des Moratoriums des § 46 KWG *Binder*, ZBB 2009, 19 (21); *Schelo*, NJW 2011, 186; *Binder* in: Allmendinger/Dorn/Lang/Lumpp/Steffek, Corporate Governance, S. 242-245.

²⁵⁴ Hierzu *Fridgen* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 48b, Rn. 6; *Obermüller*, NZI 2011, 81 (87); *Stengel*, DB 2011, Beil. 4, S. 11 (15); *Schuster/Westpfahl*, DB 2011, 221 (225).

²⁵⁵ *Fridgen* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 48b, Rn. 6.

²⁵⁶ BT-Drs. 17/3024, S. 63; *Fridgen* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 48b, Rn. 2-5.

²⁵⁷ *Ibid.*

²⁵⁸ *Wolfers/Voland*, WM 2011, 1159 (1164).

Verbindlichkeiten oder einer Einstellung des Bank- und Börsenverkehrs) aussprechen darf, sobald Kreditinstitute auf wirtschaftliche Schwierigkeiten stoßen, die schwerwiegende Gefahren für die Gesamtwirtschaft herbeiführen können.²⁵⁹

D. Ergebnis

Die §§ 45-48 KWG bilden die verschiedenen Stufen des aufsichtlichen Eskalationsverfahrens. Der BaFin wird in diesem Rahmen die Möglichkeit eingeräumt, auf präventive und repressive Maßnahmen einzugehen. Die Eingriffsvoraussetzungen sind in jeder Vorschrift unterschiedlich definiert, wobei eine Unterteilung in zweierlei Arten möglich ist. Einerseits sind objektive Voraussetzungen vorhanden, die sich auf die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Eigenmittel- und Liquiditätsausstattung beziehen. Es handelt sich um abstrakte Zahlen, die lediglich auf Statistiken beruhen.²⁶⁰ Deshalb sind diese andererseits durch subjektive Voraussetzungen flankiert. Dabei wird der BaFin durch unscharfe Formulierungen des Gesetzes, wie „Gefahr“ (§ 46 KWG) und „*insolvenzbedingter Zusammenbruch*“ (§ 48b KWG), ein Ermessensspielraum eingeräumt. Ausschlaggebend in dieser Hinsicht ist, dass die BaFin eine auf den Einzelfall zugeschnittene Entscheidung treffen kann. Unscharfe Definitionen bringen jedoch eine gewisse Rechtsunsicherheit auf dem Finanzmarkt mit sich, weil die Marktteilnehmer nicht einschätzen können, wann und wie die BaFin eingreifen wird.²⁶¹

²⁵⁹ Lindemann in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 47 a.F., Rn. 4.

²⁶⁰ Vgl. BIS, Bank Failures in Mature Economies, Working Paper Nr. 13, 2004. Es handelt sich um ein internationales Studium in Bezug auf die Bankeninsolvenzen zwischen 1990 und 2004 in 17 Ländern. Es wurde dabei festgestellt, dass 90% der geprüften Banken über eine ausreichende Eigenmittelausstattung verfügten und trotzdem sich in einer existenzbedrohenden Lage befanden.

²⁶¹ Fridgen in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 48b, Rn. 8. Bei einer Fehlbeurteilung ist trotzdem die Maßnahme aufgrund des § 48a Abs. 2 S. 2 KWG rechtmäßig.

§ 8 – Insolvenzgründe

Die Insolvenzgründe nach §§ 17-19 InsO unterteilen sich in die Überschuldung, die drohende und die bereits eingetretene Zahlungsunfähigkeit.

A. Überschuldung, § 19 InsO

I. Ursachen der Überschuldung

Die Überschuldung tritt bei der „*Schuldendeckungsunfähigkeit*“ des Schuldners ein.²⁶² Sie ergibt sich entweder aus einer Wertminderung der Aktiva oder aus außerbilanziellen Verlusten nach dem Eintritt von Marktpreis-, operationellen oder Adressrisiken. Der Fall *Herstatt* gehört beispielweise der ersten Kategorie an. Ab 1956 konzentrierte sich die Geschäftspolitik der Bank auf Devisenspekulationen in Bezug auf Kursentwicklungen verschiedener Währungen.²⁶³ Nach der Freigabe des US-Dollars im Jahr 1971 kam es zu sehr verbreiteten Kursschwankungen, was den Devisenhändlern mehr Spielraum ließ. Während der Ölkrise im Jahr 1974 spekulierte die Bank auf den Anstieg des Dollarkurses anhand von Derivaten. Die Überschreitung des täglichen Risikolimits bei den offenen Positionen im Devisenhandel erhöhte das Risiko.²⁶⁴ Der Dollarkurs fiel jedoch stetig und daher führte die Abwicklung der eingegangenen Positionen zu Verlusten. Der hohe Jahresfehlbetrag zehrte das Eigenkapital auf.²⁶⁵ Am 27.06.1974 stellte *Herstatt* einen Antrag auf Eröffnung des Vergleichsverfahrens mit Verlusten i.H.v. 480 Mio. DM.²⁶⁶ Der Eintritt der Überschuldung infolge operationeller Risiken kann anhand des Falles *Barings Bank* illustriert werden. Von 1992 bis 1995 war *Leeson* Terminhändler auf Futures-Märkten

²⁶² S. zur Definition der Überschuldung *Büschgen*, Der kleine Bank-Lexikon, S. 910.

²⁶³ BGH, Urteil v. 09.07.1979 - II ZR 118/77. Die dominanten Ertragsquellen waren die Gewinne aus dem Devisen- und Edelmetallhandel.

²⁶⁴ BGH, Urteil v. 12.7.1979 - III ZR 154/77 = NJW 1979, 1879 (1880). Offene Positionen werden ohne entsprechende Deckungspositionen eingegangen, so dass die Verlustgefahr höher ist. Beim *Herstatt* betrug das Volumen der Dollarspekulation 8 Mrd. DM, d.h. eine Kursschwankung von 1% führte zu einem Gewinn oder Verlust von 80 Mio. DM. Dagegen betrug das haftende Eigenkapital nur 77 Mio DM. Vgl. *Gespielt, getäuscht, gemogelt - Die Anatomie der Herstatt-Pleite*, Der Spiegel v. 7.4.1975, abrufbar unter: www.spiegel.de/spiegel/print/d-41533831.html

²⁶⁵ *Gespielt, getäuscht, gemogelt - Die Anatomie der Herstatt-Pleite*, Der Spiegel v. 24.3.1975, abrufbar unter: www.spiegel.de/spiegel/print/d-41521241.html. Der Verlust erreichte schließlich das Zehnfache des haftenden Kapitals bzw. einen Drittel der Bilanzsumme und wurde unter dem Aktivposten „*täglich fällige Forderungen an ausländische Kreditinstitute*“ anhand dreieckiger Geschäfte verborgen.

²⁶⁶ Dazu *Becker*, American Bar Association Journal, 1976, Vol. 62, S. 1291.

und gleichzeitig bei der Abteilung Settlement & Accounting tätig.²⁶⁷ Neben den erlaubten Arbitragegeschäften spekulierte *Leeson* mit massiven Positionen auf den Anstieg des japanischen Aktienindexes und den Kursabfall der japanischen Staatsanleihen. Dies hatte die Überschreitung des internen Risikolimits zur Folge. Um die Gesamtposition am Ende des Tages zu reduzieren, benutzte *Leeson* ein Trading-Konto. Damit konnte er bei der Abteilung Settlement & Accounting fiktive Geschäfte buchen und Verluste verbergen. Wegen des Kursabfalles des Aktienindexes im Februar 1995 wurde die *Barings Bank* unfähig, die Margin-Anforderungen der Clearing-Stelle zu leisten, so dass sie mit einem Verlust i.H.v. 1,4 Mrd. US-Dollar in den Konkurs ging.²⁶⁸ Die Überschuldung kann sich ebenso aus dem Ausfall eines Vertragspartners ergeben (Adressrisiko). Dies war der Fall bei der *Danat-Bank*.²⁶⁹ Nach einer Veränderung der Geschäftspolitik in den 1920er Jahren, wurde die Bank mit hoher Bilanzsumme, niedrigem Eigenkapital sowie stärkerer Abhängigkeit von ausländischen Refinanzierungsquellen betrieben.²⁷⁰ Die Bilanz war mit Forderungen gegenüber Industrie- und Handelsunternehmen belastet, insb. in sehr hohem Umfang gegenüber der *Nordwolle AG*. Gefälschte Bilanzierung und Verluste führten die *Nordwolle AG* in die Insolvenz. Dadurch geriet die *Danat-Bank* in eine existenzbedrohende Lage. Infolgedessen wurde diese verstaatlicht und im Jahr 1932 mit der Dresdner-Bank verschmolzen.²⁷¹

II. Rechnerische Überschuldung

Nach § 19 Abs. 2 S.1 Hs. 1 InsO liegt eine Überschuldung vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt. Der alten Fassung des § 19 Abs. 2 InsO nach ergab sich der Überschuldungsstatbestand aus der Zusammensetzung eines exekutorischen Elements (rechnerische Überschuldung) und eines prognostischen Elements (Fortführungsprognose).

²⁶⁷ *Brown/Steenbeek*, Pacific-Basin Finance Journal, 2001, Vol. 9, S. 83-99.

²⁶⁸ *Brown/Steenbeek*, Pacific-Basin Finance Journal, 2001, Vol. 9, S. 83-99.

²⁶⁹ Abkürzung für die Darmstädter und Nationalbank, die aus der Fusion der Darmstädter Bank für Handel und Industrie mit der Nationalbank für Deutschland im Jahr 1922 entstand.

²⁷⁰ *Kopper*, Business History, 2011, Vol. 53, 216 (217).

²⁷¹ *Heim*, Als Deutschlands Banker Demut lernten, Spiegel Online v. 16.10.2008.

se).²⁷² Der Schuldner musste einen Überschuldungsstatus aufstellen und dabei die Fortführungsprognose als Bewertungsmaßstab anwenden. Bei einer negativen Prognose war das Schuldnervermögen mit Zerschlagungswerten zu bewerten. Bei einer positiven Prognose waren Fortführungswerte einzusetzen.²⁷³ Der Unterschied zwischen Zerschlagungs- und Fortführungswerten lag daran, dass im ersten Fall Abschlüsse im Rahmen einer projizierten Zwangsliquidation vorzunehmen waren und im zweiten Fall das Schuldnervermögen zum Marktwert mit zusätzlicher Aktivierung des Firmenwertes zu bewerten war.²⁷⁴ Nach der Verabschiedung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes (FMStG) im Oktober 2008²⁷⁵ wurde § 19 Abs. 2 S. 1 InsO geändert. In der neuen Fassung sind rechnerische Überschuldung und Fortführungsprognose getrennt zu prüfen. Liquidationswerte sind im Überschuldungsstatus ohne Berücksichtigung der Fortführungsprognose einzusetzen. Ergibt sich aus der Prognose eine bilanzielle Überschuldung, muss der Schuldner einen Insolvenzantrag stellen, jedoch nur dann, wenn die Fortführungsprognose negativ ist. Fällt hingegen die Prognose positiv aus, liegt kein Insolvenzgrund vor. Die Fortführungsprognose ist unabhängig zu prüfen.²⁷⁶ Die neue Fassung des § 19 Abs. 2 S. 1 InsO sollte ursprünglich bis zum 31.12.2013 gelten.²⁷⁷ Im Jahr 2012 hat jedoch der Deutsche Bundestag deren Entfristung beschlossen. Die Rückkehr zum „modifiziert zweistufigen“ Überschuldungsbegriff bleibt bestehen.²⁷⁸ Fraglich ist, welche Aktiv- und Passivposten bei dem Überschuldungsstatus anzusetzen sind und wie der Begriff des Liquidationswerts auszulegen ist. Den Aktivposten gehören alle Vermögensgegenstände an, die bei dem Insolvenzverfahren verwertbar sind.²⁷⁹ Wenn

²⁷² *Uhlenbruck* in: *Uhlenbruck, InsO*, § 19, Rn. 28.

²⁷³ *Obermüller*, *Insolvenzrecht in der Bankpraxis*, Rn. 1.198; *Frystatzki*, *NZI* 2009, 581 (582); *IDW*, *Stellungnahme FAR* 1/1996, S. 523-527.

²⁷⁴ *Uhlenbruck* in: *Uhlenbruck, InsO*, § 19, Rn. 57-60, 83-85.

²⁷⁵ Gesetz zur Umsetzung eines Maßnahmenpakets zur Stabilisierung des Finanzmarktes v. 17.10.2008 BGBl I S. 1982, das zuletzt durch Art. 18 des Gesetzes v. 5.12.2012 BGBl I S. 2418 geändert worden ist.

²⁷⁶ *Obermüller*, *Insolvenzrecht in der Bankpraxis*, Rn. 1.204; *Uhlenbruck* in: *Uhlenbruck, InsO*, § 19, Rn. 21; *Pott*, *NZI*, 2012, 4 (5); *Dahl*, *NZI*, 2008, 719.

²⁷⁷ Die Änderung sollte ursprünglich bis zum 31.12.2010 gelten. Die Befristung ist dann nach dem Gesetz zur Erleichterung der Sanierung von Unternehmen v. 24.9.2009 (BGBl. I, 3151) verlängert worden.

²⁷⁸ Gesetz zur Einführung einer Rechtsbefehlsbelehrung im Zivilprozess, Beschluss des Deutschen Bundestages v. 8.11.2012 (BT-Drs. 17/11385). Dazu *Schmidt*, *DB* 2008, 2467 (2469); *Obermüller*, *Insolvenzrecht in der Bankpraxis*, Rn. 1.204.

²⁷⁹ *BGH*, *NJW* 1992, 2891 (2894). Immaterielle und materielle Vermögenswerte und rechtlich bestehende Forderungen sind einzuziehen. S. *Uhlenbruck* in: *Uhlenbruck, InsO*, § 19, Rn. 62.

ein Gewinn voraussichtlich erzielt wird, sind dabei ebenso Forderungen aus schwebenden Geschäften zu berücksichtigen.²⁸⁰ Den Passivposten sind alle bestehenden Verbindlichkeiten ohne Berücksichtigung des Fälligkeitspunkts zuzuordnen.²⁸¹ Eigenkapitalpositionen und nachrangige Forderungen i.S.d. § 39 Abs. 2 InsO sind nicht zu passivieren, § 19 Abs. 2 S. 2 InsO.²⁸² Die Bewertung der Aktivposten richtet sich nach dem Liquidationswert, der aus einem Zeit- (Liquidationsintensität) und einem Preisfaktor (Liquidationsgeschwindigkeit) besteht.²⁸³ Ausschlaggebend dabei ist der Marktpreis. Es handelt sich um den Verkaufserlös, der unter normalen Umständen am Markt zu erzielen wäre. Dafür müssen realistische Werte angesetzt werden. Es gilt der Grundsatz der Einzelbewertung, wobei ein Gesamtveräußerungswert ausnahmsweise bei einem konkreten Kaufangebot angesetzt werden darf.²⁸⁴ Einen interessanten Vergleichsmaßstab bietet in dieser Hinsicht der sog. „beizulegende Zeitwert“, der für die Bewertung von Finanzinstrumenten des Handelsbestands in Frage kommt (§ 340e i.V.m. § 255 Abs. 4 S. 1 HGB).²⁸⁵ Im Rahmen der *International Financial Reporting Standard* (IFRS) gilt folgende Definition des beizulegenden Zeitwerts:

Beizulegender Zeitwert: Der Betrag, zu dem zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern ein Vermögenswert getauscht oder eine Schuld beglichen werden könnte.²⁸⁶

Dies entspricht dem Maßstab des § 255 Abs. 4 S. 1 HGB, wobei das Vorliegen eines aktiven Markts ausschlaggebend ist. Der Preis muss insb. leicht und regelmäßig erhältlich sein und auf aktuellen Markttransaktionen beruhen.²⁸⁷ Im US-amerikanischen Recht sind ebenso ein Preis- und Zeitfaktor zu berücksichtigen:

²⁸⁰ *Schmidt/Hern* in: Müller/Rödter, Beck'sches Handbuch der AG, § 17, Rn. 31.

²⁸¹ *Mönning* in: Nerlich/Römermann, InsO, § 19, Rn. 37-39. Alle Verbindlichkeiten aus schwebenden Geschäften sind ebenso einzusetzen. Vgl. *Schmidt/Hern* in: Müller/Rödter, Beck'sches Handbuch der AG, § 17, Rn. 33.

²⁸² *Schmidt/Hern* in: Müller/Rödter, Beck'sches Handbuch der AG, § 17, Rn. 34.

²⁸³ *Uhlenbruck* in: Uhlenbruck, InsO, § 19, Rn. 16; *Bußhardt* in: Braun, InsO, § 19, Rn. 10.

²⁸⁴ *Uhlenbruck* in: Uhlenbruck, InsO, § 19, Rn. 58; *Mönning* in: Nerlich/Römermann, InsO, § 19, Rn. 24; *Leithaus* in: Andres/Leithaus, InsO, § 19, Rn. 9; *Arnold* in: Henssler/Strohn, InsO, § 19, Rn. 5.

²⁸⁵ *Scharpf/Schaber*, Handbuch Bankbilanz, S. 241 ff.

²⁸⁶ IFRS, S. 564, abrufbar unter: www.ifrs-portal.com/Publikationen/IFRS_Texte_4.0_2014_02.pdf

²⁸⁷ *Tiedchen* in: MünchKomm zum Bilanzrecht, HGB, § 255, Rn. 129.

„(...) courts consider the fair market price of the debtor’s assets that could be obtained if sold in a prudent manner within a reasonable period of time (...)“.²⁸⁸

Wenn kein aktiver Markt vorliegt und die Vermögensgegenstände illiquid sind, fällt die Ermittlung des Überschuldungsstatus schwerer. Dies stellte den Kernpunkt in der Insolvenz von *Lehman Brothers* dar. Die Bewertung richtete sich möglichst nach dem Marktpreis:

„Determining the fair value of any asset, especially illiquid assets (...) requires the party performing the valuation to exercise judgment as to a variety of criteria that a potential purchaser would consider. These criteria include, among others, the amount of future expected cash flows expected from the assets and the investor’s willingness to accept the risk that the asset will not produce these cash flows“.²⁸⁹

Entsprechende Abschläge sind somit auf den Aktivposten vorzunehmen, sobald die Wahrscheinlichkeit der Verwertung innerhalb einer vernünftigen Zeitspanne niedrig ist. Vermögensgegenstände, deren Verwertung als unwahrscheinlich anzusehen ist, und uneinbringliche Forderungen sind daher mit Erinnerungswerten einzusetzen.²⁹⁰ Die Bewertung der Passivposten erfolgt zum Nennwert.²⁹¹

III. Fortführungsprognose

Sobald eine rechnerische Überschuldung nach Ermittlung des Überschuldungsstatus festgestellt wurde, muss noch eine Fortführungsprognose erstellt werden, § 19 Abs. 2 S. 2 Hs. 2 InsO. Diese besteht aus einem subjektiven und einem objektiven Tatbestandsmerkmal. Einerseits muss ein Fortführungswillen des Schuldners vorliegen. Andererseits muss das Unternehmen lebensfähig sein.²⁹² Die Prüfung der Lebensfähigkeit setzt die Erstellung eines Ertrags- und Finanzplans (sog. Unternehmenskonzept) voraus.²⁹³ Bei dem Finanzplan werden alle Verbindlichkeiten nach Fälligkeitspunkt geprüft und den Refinanzierungsquellen gegenüber gestellt. Im Rahmen des Ertragsplans werden alle erwarteten und

²⁸⁸ Vgl. In Re Roblin Industries, Inc., 78 F.3d 30, 35 (2d Cir. 1996); In Re Trans World Airlines, Inc., 180 B.R. 389 (Bankr. D. Del. 1994).

²⁸⁹ Valukas, Examiner Report, S. 303.

²⁹⁰ Mönning in: Nerlich/Römermann, InsO, § 19, Rn. 34; Scharpf/Schaber, Handbuch Bankbilanz, S. 95 f., 127. Bei *Lehman Brothers* wurden Vermögensgegenstände des Immobilienportfolios mit starken Abschlägen bewertet, wie z.B. die Unternehmensbeteiligung an *Archstone*, deren Wert von 400 Mio. US-Dollar auf 140 Mio US-Dollar herabgesetzt wurde. S. Valukas, Examiner Report, S. 362.

²⁹¹ Fregel/Keller/Riedel, Insolvenzrecht, Rn. 354.

²⁹² BGH, Urteil v. 18.10.2010 - II ZR 151/09 (OLG Hamburg).

²⁹³ BGH, Beschluss v. 9.10.2006 - II ZR 303/05 (KG).

ausgehenden Zahlungsströme geprüft.²⁹⁴ Die Fortführungsprognose ist dementsprechend als Zahlungsfähigkeitsprognose zu bezeichnen.²⁹⁵ Das Ergebnis ist positiv, wenn das Unternehmen seinen Verbindlichkeiten mit überwiegender Wahrscheinlichkeit innerhalb eines Zeitraums von etwa zwei Jahren nachkommen kann.²⁹⁶

IV. Ergebnis und Folgerungen für die Praxis

Die Überschuldung ermöglicht die frühzeitige Erkennung der Schwierigkeiten eines Unternehmens, weil sie auf einer Gegenüberstellung zwischen dem Liquidationswert der Aktiva und dem Nennwert der Verbindlichkeiten beruht. Ein solcher Maßstab ist für Investmentbanken relevant, weil der Überschuldungstatbestand regelmäßig schon lange vor der Zahlungsunfähigkeit vorliegt. Der Fall *Lehman Brothers* zeigt in dieser Hinsicht, dass eine Investmentbank sich im Interbankenmarkt immer weiter refinanzieren kann – dies trotz bereits eingetretener Überschuldung aufgrund überwerteter und illiquider Aktiva.²⁹⁷ Eine gewisse Rechtsunsicherheit besteht jedoch bei der Bewertung der Aktivposten in dem Überschuldungsstatus, da der Gesetzgeber keine Verwertungsprämisse gegeben hat.²⁹⁸ Weniger überzeugend ist dagegen die zusätzliche Erstellung der Fortführungsprognose, die auf einer Prüfung der Zahlungsfähigkeit beruht. Wie im US-amerikanischen Recht müsste der Insolvenzgrund sich bereits aus der rechnerischen Überschuldung ergeben.²⁹⁹

B. Drohende und eingetretene Zahlungsunfähigkeit, §§ 17, 18 InsO

Im Gegensatz zu der Überschuldung, die auf der objektiven Bewertung der Aktivposten beruht, bemisst sich die Zahlungsfähigkeit einer Investmentbank nach

²⁹⁴ Arnold in: Henssler/Strohn, InsO, § 19, Rn. 6; Winnefeld, Bilanz-Handbuch, Kap. G / Rn. 1-5.

²⁹⁵ Wackerbarth, NZI 2009, 145; Borck, ZIP 2000, 1709 (1710).

²⁹⁶ Mönning in: Nerlich/Römermann, InsO, § 19, Rn. 6. Die Fortführung des Unternehmens muss dabei zu mehr als 50% wahrscheinlich sein. Vgl. Uhlenbruck in: Uhlenbruck, InsO, § 19, Rn. 51.

²⁹⁷ Valukas, Examiner Report, S. 1573. Hierzu Dombret, in: Kenadjian, Too big to fail, S. 30: „(...) credit institutions can typically hide solvency problems by procuring short-term liquidity on the interbank market to meet maturing liabilities“.

²⁹⁸ Ebenso Uhlenbruck in: Uhlenbruck, InsO, § 19, Rn. 16.

²⁹⁹ Vgl. in gleiche Richtung Wackerbarth, NZI 2009, 145 (146). *Lehman Brothers* konnte sich z.B. – trotz eingetretener Überschuldung – am Interbankenmarkt im Sommer 2008 weiter refinanzieren. Gerade zu diesem Zeitpunkt hätte man eingreifen sollen, um weitere Wertverluste zu vermeiden. Die Erstellung einer Fortführungsprognose verspätet jedoch die Antragstellung. Vgl. Valukas, Examiner Report, S. 1573.

einem subjektiven Element, dem Marktvertrauen. Die ständige Refinanzierung über den Kredit-, Geld- und Kapitalmarkt ermöglicht die Erfüllung der täglich fälligen Verbindlichkeiten gegenüber den anderen Marktteilnehmern.³⁰⁰ Ein Vertrauensverlust bzw. die Absperrung der Refinanzierungsquellen ergibt sich entweder aus einer bereits eingetretenen Überschuldung oder aus Rumoren. Der Fall *Lehman Brothers* gehört zu der ersten Kategorie. Der Vertrauensverlust ergab sich damals aus einer starken Überwertung der Aktiva.³⁰¹ Der Fall *Continental Illinois* gehört hingegen zu der zweiten Kategorie. Unbegründete Zweifel in Bezug auf die Qualität des Kreditportfolios verursachten einen Bankensturm im Jahr 1984. In zwei Monaten verlor die Bank 10 Mrd. US-Dollar an Liquiditätsmitteln trotz einem Firmenwert von 2 Mrd. US-Dollar. Sie wurde infolgedessen verstaatlicht. Im Jahr 1991 verkaufte die US-Regierung die erworbenen Aktien mit Gewinn.³⁰² Im Gegenteil zu Industrie- sowie Handelsunternehmen tritt die Zahlungsunfähigkeit bei Investmentbanken blitzschnell ein. Dies ist mit dem Geschäftsmodell verbunden. Bei *Lehman Brothers* z.B. betrug Ende Mai 2008 die Barreserve auf der Aktivseite nur 1% und dagegen der Anteil an langfristigen Investitionen 42%. Auf der Passivseite erhöhte sich der Anteil an langfristigen Refinanzierungsmitteln um 20% und an Eigenkapital um nur 3%. Der Anteil an kurzfristigen Refinanzierungsmitteln betrug 53%.³⁰³

I. Eingetretene Zahlungsunfähigkeit, § 17 InsO

Gem. § 17 Abs. 2 InsO ist der Schuldner zahlungsunfähig, sobald er nicht in der Lage ist, seine fälligen Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen. Dies ist der Fall bei dessen Zahlungseinstellung (§ 17 Abs. 2 S. 2 InsO). Falls diese Voraussetzung nicht vorliegt, ist die Erstellung einer Liquiditätsbilanz erforderlich. Die Bilanz besteht aus der Gegenüberstellung zwischen liquiden Mitteln auf der Aktivseite und fälligen Verbindlichkeiten auf der Passivseite.³⁰⁴ Den Zah-

³⁰⁰ Valukas, Examiner Report, S. 43: „Confidence was critical. The moment that repo counterparties were to lose confidence in Lehman and decline to roll over its daily funding, Lehman would be unable to fund itself and continue to operate.“

³⁰¹ ECB, Changes in Bank Financing Patterns, 2012, S. 6.

³⁰² BIS, Bank Failures in Mature Economies, Working Paper Nr. 13, 2004, S. 62.

³⁰³ Lehman Brothers Holdings Inc., Quarterly Report on Form 10-Q, May 2008, S. 4-5, abrufbar unter: www.sec.gov/Archives/edgar/data/806085/000110465908045115/a08-18147_110q.htm

³⁰⁴ Obermüller, Insolvenzrecht in der Bankpraxis, S. 40, Rn. 1.185; Leithaus in: Andres/Leithaus, InsO,

lungsmitteln sind die Barreserve und alle sofort liquidierbaren Vermögensgegenstände in verbrieft (z.B. Wertpapiere) sowie unverbrieft (einwendungsfreie Forderungen) Form zuzuordnen.³⁰⁵ Dazu sind unwiderrufliche Kreditzusagen zu addieren, wenn der Kreditgeber den Ausstattungsverpflichtungen tatsächlich nachkommen kann.³⁰⁶ Den Verpflichtungen sind alle i.S.d. § 271 BGB fälligen Forderungen zuzuordnen. Eine ernsthafte Einforderung des Gläubigers muss stattgefunden haben.³⁰⁷ Dies ist z.B. notwendig bei den täglich fälligen Sichteinlagen, die dem Schuldner auf unbefristeter Basis anvertraut wurden.³⁰⁸ Dagegen sind alle Rückzahlungsansprüche aus befristeten Darlehensverträgen nicht betroffen.³⁰⁹ Aus der Liquiditätsbilanz ergibt sich die sog. „Liquiditätskennzahl“. Sobald bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind, darf diese zwischen 0,9 und 1 liegen. Der Rechtsprechung nach ist eine bloße Zahlungsstockung nicht als Zahlungsunfähigkeit anzusehen, wenn eine innerhalb von drei Wochen nicht zu beseitigende Liquiditätslücke weniger als 10% der fälligen Gesamtverbindlichkeiten beträgt. Es heißt, der Schuldner muss in jenem Zeitraum fähig sein, sich flüssige Mittel zu beschaffen, um seinen fälligen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen.³¹⁰ Die Zahlungskraft des Schuldners bemisst sich nach einem Finanzplan, der den Zahlungsmittelbestand, die Summe der Einnahmen und der Ausgaben umfasst. Eine zeitraumbezogene Liquiditätsrechnung muss dazu erstellt werden.³¹¹

II. Drohende Zahlungsunfähigkeit, § 18 InsO

Der Schuldner ist drohend zahlungsunfähig, wenn er voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, die bestehenden Zahlungspflichten im Zeitpunkt der Fälligkeit zu erfüllen (§ 18 Abs. 2 InsO). Der Fälligkeitsspunkt bemisst sich nach

§ 17, Rn 2; *Eilenberger* in: MünchKomm zur InsO, § 17, Rn. 18.

³⁰⁵ *Bußhardt* in: Braun, InsO, § 17, Rn. 20.

³⁰⁶ BGH, Beschluss v. 19.09.2013 - IX ZR 232/12; *Bußhardt* in: Braun, InsO, § 17, Rn. 21; *Krüger/Pape*, NZI 2011, 617 (618).

³⁰⁷ BGH, Beschluss v. 19.7.2007 - IX ZB 36/07; *Obermüller*, Insolvenzrecht in der Bankpraxis, S. 39, Rn. 1.184; *Bußhardt* in: Braun, InsO, § 17, Rn. 17; *Mönning* in: Nerlich/Römermann, InsO, § 17, Rn. 15.

³⁰⁸ *Binder*, Bankeninsolvenz, S. 157, 158.

³⁰⁹ BGH Beschluss v. 22.11.2012 - IX ZR 62/10; *Bußhardt* in: Braun, InsO, § 17, Rn. 18.

³¹⁰ Vgl. § 15a InsO. Dazu BGH, Urteil v. 24.5.2005 - IX ZR 123/04; *Eilenberger*, MünchKomm zur InsO, § 17, Rn. 18 ff; *Obermüller*, Insolvenzrecht in der Bankpraxis, Rn. 1.187; *Bußhardt* in: Braun, InsO, § 17, Rn. 8.

³¹¹ *Eilenberger* in: MünchKomm zur InsO, Rn. 14; *Uhlenbruck* in: Uhlenbruck, InsO, § 17, Rn. 45.

§ 271 BGB.³¹² Im Gegensatz zu § 17 InsO sind hier den „bestehenden Zahlungspflichten“ die bereits fälligen sowie die fällig werdenden Verbindlichkeiten zuzuordnen.³¹³ Noch nicht begründete, finanzielle Forderungen sind ebenso zu berücksichtigen, sobald deren Eintritt absehbar ist.³¹⁴ Bei Investmentbanken ist die Funktionsfähigkeit des Refinanzierungsmodells oder „(...) *ability of a company to repay short-term borrowings with new borrowings (...) while meeting other obligations and continuing to operate as a going concern*“ zu prüfen.³¹⁵ Den Zahlungsmitteln sind die vorhandenen Liquiditätsmittel und die innerhalb eines bestimmten Zeitraums erwarteten Einnahmen sowie liquidierbaren Vermögensgegenstände zuzuordnen.³¹⁶ Zahlungspflichten und Zahlungsmittel sind in einer Liquiditätsbilanz gegenüberzustellen. Die Erstellung eines detaillierten Finanzplans, der die projizierten Einnahmen und Ausgaben des Unternehmens zusammenfasst, ist in diesem Rahmen erforderlich.³¹⁷ Die Liquiditätskennzahl wird hier pro geprüftem Zeitpunkt berechnet. Dies stellt die Entwicklung der finanziellen Lage des Unternehmens dar.³¹⁸ Der genaue Prognosezeitraum des Finanzplans ist in der Literatur umstritten.³¹⁹ Er sollte überschaubar sein. Im Fall von Investmentbanken kann eine Verschlechterung der Liquiditätslage blitzschnell eintreten, sodass der Prognosezeitraum max. ein Jahr umfassen sollte.³²⁰ Die Entwicklung der Zahlungsströme (Cash-Flows) ist dabei bedeutungsvoll. Im dritten Quartal 2008 waren z.B. bei *Lehman Brothers* und *Merrill Lynch* die Cash-Flows aus den Geschäfts- und Investitionstätigkeiten negativ und anhand der Einzahlungen aus der Finanzierungstätigkeit bzw. den Refinanzierungsgeschäften ausgeglichen. Ein paar Monate später waren

³¹² Uhlenbruck in: Uhlenbruck, InsO, § 18, Rn. 10; Jäger, DB 1986, 1441 (1446).

³¹³ Bußhardt in: Braun, InsO, § 18, Rn. 9; Leithaus in: Andres/Leithaus, InsO, § 18, Rn. 4.

³¹⁴ BT-Drs. 12/2443, S. 115; Leithaus in: Andres/Leithaus, InsO, § 18, Rn. 4; Uhlenbruck in: Uhlenbruck, InsO, § 18, Rn. 6.

³¹⁵ Merrill Lynch, Annual Report 2007, S. 67, abrufbar unter: www.ml.com/annualmeetingmaterials/2007/ar/pdfs/annual_report_2007_complete.pdf

³¹⁶ Vgl. Bußhardt in: InsO, § 18, Rn. 11-15; Uhlenbruck in: Uhlenbruck, InsO, § 18, Rn. 4.

³¹⁷ Drukarczyk in: MünchKomm zur InsO, Rn. 23 ff., 31.

³¹⁸ Jäger, DB 1986, 1441 (1443).

³¹⁹ Drukarczyk in: MünchKomm zur InsO, Rn. 52 ff.; Leithaus in: Andres/Leithaus, InsO, § 18, Rn. 5.

³²⁰ Bei *Lehman Brothers* war z.B. die Risikotragfähigkeit des Liquiditätspools in verschiedenen Stressszenarien innerhalb eines Zeitraums von 12 Monaten geprüft. Vgl. Valukas, Examiner Report, S. 1408.

beide Investmentbanken, wegen der Absperrung der Refinanzierungsquellen, tatsächlich zahlungsunfähig.³²¹

III. Ergebnis und Folgerungen für die Praxis

Die Zahlungsunfähigkeit als Insolvenzgrund kommt gegenüber Investmentbanken kaum in Betracht. Die Kernaktivität einer Bank besteht nämlich in ihrer ständigen Fähigkeit, ihren Zahlungspflichten rechtzeitig nachzukommen.³²² In dieser Hinsicht scheinen die Erforderlichkeit einer ernsthaften Einforderung der Gläubiger zur Berücksichtigung der Ansprüche in der Liquiditätsbilanz sowie die Prüfung einer eventuellen Zahlungsstockung sinnlos.³²³ Vielmehr sollte der Insolvenzgrund einen frühzeitigen Eingriff ermöglichen. Die drohende Zahlungsunfähigkeit als Insolvenzgrund bietet dabei einen interessanten Maßstab. Die Liquiditätsprognose basiert in der Tat auf der Liquidierbarkeit der Aktiva und den Refinanzierungsquellen. Die Merkmale des Geschäftsmodells der Investmentbanken werden in Anspruch genommen bzw. eine mögliche negative Entwicklung der finanziellen Lage frühzeitig anerkannt.

§ 9 – Zwischenfazit

Im Aufsichtsrecht bemisst sich der Insolvenztatbestand nach der Höhe der Eigen- und Liquiditätsmittel des Unternehmens. Dazu wird der Bankaufsichtsbehörde ein gewisser Ermessensspielraum eingeräumt. Dadurch kann die Behörde nach Bedarf eingreifen. Im Insolvenzrecht sind drei Insolvenzgründe vorhanden: Die Überschuldung, die drohende und eingetretene Zahlungsunfähigkeit. In Bezug auf Investmentbanken ist die Anwendung der rechnerischen Überschuldung und der drohenden Zahlungsunfähigkeit als Insolvenztatbestand sinnvoll. In beiden Fällen werden nämlich die Liquidierbarkeit der Aktiven sowie die Refinanzierungskapazitäten des Unternehmens berücksichtigt.

³²¹ Merrill Lynch, Annual Report 2007, S. 86; Lehman Brothers Holdings Inc., Quarterly Report on Form 10-Q, May 2008, S. 7. Dazu *Eilenberger*, Betriebliche Finanzwirtschaft, S. 352 ff. (zum Begriff der Cash-Flows); *Duffie*, How Big Banks Fail, S. 31 ff. (zur Absperrung der Refinanzierungsquellen).

³²² *Benston*, The Financial Review 2004, Vol. 39, S. 13 (15): „Banks provide an efficient means for people to transfer claims over resources so much that their principal product have universally been used as money“.

³²³ In gleiche Richtung *Binder*, Bankeninsolvenzen, S. 158.

4. Kapitel – Außergerichtliche Sanierung der in die Krise geratenen Investmentbank

Unter „außergerichtlicher Sanierung“ wird in dieser Arbeit *„die Beseitigung von Schwierigkeiten finanzieller Natur durch Abschluss eines Vertrags oder mehrerer Verträge zwischen einer Investmentbank als Schuldner und einem oder mehreren vorrangigen Fremdkapitalgeber(n) als Gläubiger“* verstanden. Der Vertrag unterliegt jeweils dem allgemeinen oder dem durch spezielle Vorschriften modifizierten Schuld- und Gesellschaftsrecht. Die Finanzmittel können von juristischen Personen des privaten oder des öffentlichen Rechts zur Verfügung gestellt werden. Die Sanierungsmaßnahmen können auf der Passiv- und/oder auf der Aktivseite der Bilanz vorgenommen werden. Die freie oder freiwillige Sanierung eines in Schwierigkeiten geratenen Unternehmens ist nur möglich, wenn ein Insolvenzgrund nach §§ 17-19 InsO nicht gegeben ist. Es besteht somit keine Pflicht der Geschäftsführung zur Stellung eines Insolvenzantrags gem. § 15a InsO und bei Kreditinstituten keine Anzeigepflicht gegenüber der BaFin i.S.d. § 46a KWG.

§ 10 – Sanierungsmaßnahmen auf der Passivseite

Zu den Sanierungsmaßnahmen auf der Passivseite zählt man die Erhöhung sowie die Umstrukturierung des Fremdkapitals, die Eigenkapitalerhöhung und die Emission von Wandelschuldverschreibungen.

A. Erhöhung des Fremdkapitals

Das vorrangige Fremdkapital erhöht sich entweder durch den Eintritt neuer vorrangiger Gläubiger oder durch die Erhöhung der Forderungen der alten Gläubiger. Die Exposition gegenüber dem Ausfallrisiko des Schuldners sowie die Hebelwirkung erhöhen sich. Aus wirtschaftlicher Sicht treten zwei Probleme bei der Erhöhung des Fremdkapitals ein. Die Refinanzierungskapazität des Schuldners kann erstens zu niedrig sein, entweder wegen der Eigenkapitalanforderungen oder weil die Gläubiger oder die Marktteilnehmer aufgrund des Kreditrisi-

kos an der Fremdkapitalerhöhung nicht teilnehmen wollen. Zukünftige profitable Investitionen können daran scheitern. Der Schuldner wird möglicherweise riskante Geschäfte eingehen, um höhere Erträge zu erzielen. Dies wird „*Debt-Overhang Problem*“ oder „Schuldenüberhang-Problem“ genannt.³²⁴ Zweitens können Fremdkapitalgeber das Verhalten des Schuldners nicht kontrollieren sowie die strategischen Entscheidungen der Geschäftsführung nicht beeinflussen. Auch wenn der Verschuldungsgrad des Schuldners akzeptabel ist, kann die Fremdkapitalerhöhung an einem Informationsdefizit auf der Gläubigerseite scheitern. Dies wird „*Agency Costs*“ (Agenturkosten) genannt.³²⁵ Der Prinzipal-Agent-Theorie nach entstehen nämlich Transaktionskosten, wenn ein Auftraggeber (Prinzipal) an einen Ausführenden (Agent) Aufgaben übergibt.³²⁶ Der Agent erlangt während der Durchführung des Auftrages mehr Informationen als der Prinzipal. Eine mangelhafte Überwachung des Agenten und eine fehlende Informationsverteilung können die Position des Prinzipals gefährden. Fremdkapitalgeber können gleichermaßen befürchten, dass die Sanierung des Schuldners nicht effizient wird. Dieses Problem lässt sich durch die Vereinbarung vertraglicher Verhaltensklauseln teilweise lösen.

Die Praxis zeigt in dieser Hinsicht, dass die Sanierung von Investmentbanken durch Erhöhung des Fremdkapitals auf beide Probleme stoßen kann.³²⁷ Im Jahr 1998 geriet beispielweise der Hedge-Fonds *LTCM* wegen ungünstiger Marktkursschwankungen in erhebliche Schwierigkeiten. Die Bereitstellung von zusätzlichen Finanzmitteln erwies sich als wesentlich zur Fortführung des Unternehmens. Die Geschäftsleitung wendete sich damals an verschiedene vorrangige Fremdkapitalgeber. Dies blieb erfolglos, da die Gläubiger den Umfang der Verluste nicht einschätzen konnten und das Vertrauen in das Geschäftsmodell verloren hatten.³²⁸ In jüngeren Zeiten scheiterte auch die Rettung von *HRE* durch den privaten Finanzsektor. Die Holdinggesellschaft geriet im September

³²⁴ *Shleifer/Vishny*, The Journal of Finance 1992, Vol. 47, Nr. 4, S. 1343 (1357); *Tsuji*, Journal of Business Economics & Finance 2012, Vol. 1, S. 70.

³²⁵ *Fama/Jensen*, The Journal of Law and Economics 1983, Vol. 26, S. 327 (328).

³²⁶ *Morrisson/Wilhelm*, Investment Banking, S. 22.

³²⁷ Kreditrisiko und Informationsdefizit erschweren die Marktkonditionen bei der Refinanzierung der Investmentbank. S. in dieser Hinsicht Fitch Downgrades Lehman Brothers, Bloomberg v. 9.6.2008, abrufbar unter: www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a8dqD5E6c17Y

³²⁸ *Lowenstein*, When Genius Failed, S. 157 ff.

2008 – infolge der Refinanzierungsschwierigkeiten ihrer Tochtergesellschaft *DEPFA Bank plc.* – in eine existenzbedrohende Lage.³²⁹ Die Schieflage ergab sich aus dem aggressiven Geschäftsmodell, das auf einer übermäßigen Fristentransformation beruhte, und aus ca. 12.500 wertgeminderten Vermögenspositionen.³³⁰ Dies betraf im großen Umfang Kredite und Wertpapiere im Immobilienbereich sowie gekaufte Staatsanleihen. Ein Konsortium von privaten Banken schlug am 18.9.2008 vor, Liquiditätslinien i.H.v. 15 Mrd. EUR zur Verfügung zu stellen. In den folgenden Tagen betrug der Liquiditätsbedarf von *HRE* 35 Mrd. EUR und im Oktober 50 Mrd. EUR. Dies überstieg die finanziellen Möglichkeiten des Konsortiums deutlich.³³¹

Aus diesen Gründen sind während der Krise öffentliche Akteure eingesprungen und haben an Fremdkapitalerhöhungen teilgenommen. Solche Akteure handeln nämlich nicht nach einer individuellen Kosten-Nutzen-Analyse. Vielmehr werden die Unterstützung der Realwirtschaft und die Gewährung der Finanzstabilität erstrebt.³³² Sobald systemrelevante Investmentbanken sich nicht mehr am Markt sowie bei der Zentralbank – mangels ausreichender Realsicherheiten – refinanzieren konnten, sind die Staaten in bestimmten Fällen als Garant eingestiegen. Dadurch wurden die Eröffnungen von Insolvenzverfahren wegen Zahlungsunfähigkeit vermieden.³³³ In Deutschland bei der Rettung von *HRE* hat z.B. der Bund eine Ausfallhaftung in der Form einer Bürgschaft gegenüber der Bundesbank übernommen, weil die von *HRE* angebotenen Wertpapiere illiquide waren und somit von der Bundesbank als Realsicherheiten nicht angenommen wurden.³³⁴ Die Bundesbank schloss einen Darlehensvertrag in der Form einer *Emergency Loan Assistance* (ELA-Fazilität)³³⁵ i.H.v. 20 Mrd. EUR mit *HRE* ab. Dazu stellte ein Konsortium von Banken und Versicherungsunterneh-

³²⁹ BT-Drs. 16/14000, S. 54 ff.

³³⁰ BT-Drs. 16/14000, S. 65; Hypo Real Estate, Wo Abschreiben teuer wird, Zeit Online v. 14.3.2011, abrufbar unter: www.zeit.de/2011/11/Bad-Bank-HRE

³³¹ BT-Drs. 16/14000, S. 119 ff.

³³² *Bhattacharya/Nyborg*, The Review of Corporate Finance Studies 2013, Vol. 2, S. 29 (38).

³³³ *Lehman Brothers* ging beispielweise wegen Zahlungsunfähigkeit in die Insolvenz, weil der Zugang zu der außerordentlichen Darlehensfazilität der FED (*Primary Dealer Credit Facility*) aufgrund der niedrigen Qualität der Realsicherheiten der Investmentbank gesperrt wurde. Vgl. *Valukas*, Examiner Report, S. 722.

³³⁴ Europäische Kommission, K(2008)5735, Staatliche Beihilfe NN 44/2008, Rn. 27.

³³⁵ Vgl. § 19 Nr. 1 des Gesetzes über die Bundesbank (BBankG) wonach: „Die Deutsche Bundesbank darf (...) Darlehen gegen Sicherheiten gewähren (...)“.

men zwei Liquiditätstranchen i.H.v. 15 Mrd. EUR zur Verfügung.³³⁶ Die ELA-Fazilität und eine Tranche wurden durch eine Bundesgarantie i.H.v. 35 Mrd. EUR besichert. Dagegen erhielt der Bund ein Pfandrecht über die Aktien der Tochtergesellschaften der *HRE*, ein nachrangiges Sicherungsrecht über ein Wertpapierportfolio und eine Rückgarantie aus dem Konsortium i.H.v. 8,5 Mrd. EUR. Für die Gewährung der Bürgschaft erhielt der Bund eine marktübliche Provision und die Bundesbank bekam die übliche Verzinsung für die ELA-Fazilität.³³⁷ Somit traten der Bund und die Bundesbank als neue vorrangige Fremdkapitalgeber ein. Die staatliche Bürgschaft entsprach dabei den Marktkonditionen nicht, da „*ein unter normalen marktwirtschaftlichen Bedingungen handelnder Investor*“ dies abgelehnt hätte.³³⁸ Der Finanzmarktstabilisierungsfonds (SoFFin) gewährte eine Garantie für die Emission von besicherten Schuldverschreibungen der Holdinggesellschaft von bis zu 52 Mrd. EUR.³³⁹ Dies erfolgte im Rahmen des Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetzes von 2008 (FMStFG).³⁴⁰ Nach § 6 Abs. 1 FMStFG kann ein spezieller Fonds des Bundes – der SoFFin – Garantien gegenüber vorrangigen Fremdkapitalgebern bzgl. der Refinanzierung von Unternehmen des Finanzsektors am Kapitalmarkt geben.³⁴¹ Der Bund haftet unmittelbar für die Verbindlichkeiten des SoFFin, § 5 FMStFG.³⁴² Im Endeffekt bildeten die staatlichen Garantien für *HRE* ein Ausfallrisiko i.H.v. 102 Mrd. EUR zu Lasten des Bundes.³⁴³ In den USA wurde eine vergleichbare Lösung für *AIG* gefunden. Am 15.09.2008 stand der weltgrößte Versicherungskonzern vor erheblichen Liquiditätsproblemen, deren Ursachen in Verbindlichkeiten aus Margenausgleich am Derivatemarkt lag.³⁴⁴ Mangels privater Lösung stellte die FED eine revolvingierende vorrangige Kreditlinie i.H.v. 85 Mrd. US-Dollar zur Verfügung.³⁴⁵ Die Agenturkosten wurden

³³⁶ BT-Drs. 16/14000, S. 154.

³³⁷ Europäische Kommission, K(2008)5735, Staatliche Beihilfe, NN 44/2008, Rn. 16; BT-Drs. 16/14000, S. 158.

³³⁸ Europäische Kommission, K(2008)5735, Staatliche Beihilfe, NN 44/2008, Rn. 22.

³³⁹ BT-Drs. 16/14000, S. 155.

³⁴⁰ Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz v. 17. Oktober 2008 (BGBl. I S. 1982), das zuletzt durch Artikel 6 Abs. 7 des Gesetzes vom 28. August 2013 (BGBl. I S. 3395) geändert worden ist.

³⁴¹ BT-Drs. 16/10600, S. 10; *Kremer/Laier* in: Jaletzke/Veranneman, FMStFG, § 6, Rn. 15, 17, 29 ff.

³⁴² Hierzu *Jaletzke/Magnusen* in: Jaletzke/Veranneman, FMStFG, § 5, Rn. 2-4.

³⁴³ BT-Drs. 16/14000, S. 155.

³⁴⁴ *Cohan*, How Goldman Killed A.I.G., The New York Times v. 16.2.2011.

³⁴⁵ Gem. 12 U.S.C. § 343, wonach „(...) in unusual and exigent circumstances, the Board of Governors of

durch die Einräumung vertraglicher Kontrollrechte zu Gunsten der FED teilweise überwunden.³⁴⁶ Gleichzeitig erwarb der US-amerikanische Staat einen Anteil i.H.v. 79,9% an AIG. Die FED erlangte verschiedene Sicherungsrechte an dem Vermögen des Versicherungsunternehmens.³⁴⁷ In beiden Fällen stellte sich heraus, dass die Erhöhung des Fremdkapitals alleine keine nachhaltige Lösung bildete. Im Jahr 2009 übernahm der SoFFin eine 100-prozentige Beteiligung an HRE und im Jahr 2010 wurde eine Anstalt des öffentlichen Rechts (FMS Wertmanagement) begründet, um die risikobehafteten Positionen der Holdinggesellschaft sowie nicht strategische Geschäftsbereiche abzuwickeln.³⁴⁸ Im Jahr 2009 wurden auch in den USA zwei Zweckgesellschaften gegründet, die verschiedene Vermögenspositionen von AIG zum Zweck der Abwicklung übernahmen, und zwar *Maiden Lane II LLC* (für die Übertragung des RMBS-Portfolios) sowie *Maiden Lane III LLC* (für die Übertragung des CDO-Portfolios). Die Kreditlinie der FED wurde in zwei Darlehensverträge gegenüber den Zweckgesellschaften umstrukturiert.³⁴⁹ Die Erhöhung des Fremdkapitals ist aus folgenden Gründen nur als vorübergehende Lösung anzusehen: Erstens belasten die illiquiden und wertgeminderten Vermögensgegenstände die Bankbilanz weiterhin. Zweitens mindern die Kosten der Refinanzierung das operative Ergebnis.³⁵⁰ Und drittens bleibt die Investmentbank unfähig, sich später ohne öffentliche Unterstützung weiter zu refinanzieren, dies aufgrund des Verlustes des Marktvertrauens³⁵¹ und/oder wegen ihrer fehlenden Lebensfähigkeit.³⁵²

the Federal Reserve System (...) may authorize any Federal Reserve Bank (...) to discount (...) notes, drafts and bills of exchange (...)“ S. den *Credit Agreement* zwischen AIG und der FED v. 22.9.2008, abrufbar unter: http://www.newyorkfed.org/aboutthefed/aig/pdf/original_credit_agreement.pdf

³⁴⁶ FED, Actions related to AIG, abrufbar unter: <http://www.newyorkfed.org/aboutthefed/aig/>, wonach „*The New York Fed had a dedicated team (...) to review AIG’s financial condition, monitor the use of cash and exercise the (...) contractual consent rights over decisions that could affect the company’s ability to repay its loan*“.

³⁴⁷ *Karnitschnig/Solomon/Pleven/Hilsenrath*, U.S. to Take Over AIG in \$85 Billion Bailout, *The Wall Street Journal* v. 16.9.2008.

³⁴⁸ Vgl. HRE-Hauptversammlung beschließt Ausschluss der Minderheitsaktionäre, Pressemitteilung v. 5.10.2009; HRE stellt Antrag auf Übertragung von Vermögensgegenständen, Pressemitteilung v. 21.1.2010. Beide abrufbar unter: <http://www.hyporealestate.com/presse/archiv-presseinformationen.html>

³⁴⁹ FED, Maiden Lane Transactions, abrufbar unter: <http://www.newyorkfed.org/markets/maidenlane.html>

³⁵⁰ Die FED hatte z.B. bereits am 10.11.2008 die Gebühren, die mit der Kreditlinie verbunden waren, reduziert. Die Kosten waren nämlich für AIG nicht langfristig haltbar. Vgl. FED, Actions related to AIG.

³⁵¹ *Bear Stearns* wurde ebenso durch eine Kreditlinie der FED im März 2008 unterstützt. Nominalbetrag und Zinsen wurden zwar vollständig zurückbezahlt, aber die Investmentbank konnte sich danach nicht mehr am Markt refinanzieren. Vgl. FED, *Bear Stearns*, JP Morgan Chase and Maiden Lane LLC, abrufbar

B. Umstrukturierung des Fremdkapitals

Die Umstrukturierung des Fremdkapitals erfolgt durch Herabsetzung der Verbindlichkeiten und/oder deren Umwandlung in Eigenkapital. Ziel ist es dabei, den Verschuldungsgrad des Schuldners auf ein erträgliches Niveau zu bringen. Nach dem Grundsatz der Vertragsfreiheit ist die Zustimmung der Gläubiger erforderlich.³⁵³ Die freiwillige Umstrukturierung des Fremdkapitals bietet folgende Vorteile. Auf der einen Seite ist das Verfahren schnell (eine vertragliche Vereinbarung zwischen dem Schuldner und den Gläubigern reicht), vertraulich (die Verhandlungen sollten nicht an die Öffentlichkeit gelangen) und kostengünstig (es entstehen keine Insolvenzkosten). Auf der anderen Seite ist das Verfahren effizient, weil die Entschuldung des Schuldners bzw. die Herabsetzung der Hebelwirkung einen „frischen Start“ durch die Restrukturierung der Passivseite ermöglicht.³⁵⁴ Dazu wird eine zwangsweise, sofortige Liquidation der Investmentbank am Markt zu Zerschlagungswerten vermieden.³⁵⁵ Im Rahmen einer systemischen Krise ist dies besonders vorteilhaft. Infolge der generellen Austrocknung der Finanzmärkte ist der Teil- oder Gesamtverkauf einer Investmentbank kaum möglich.³⁵⁶ Auf juristischer Ebene sind die wichtigsten Instrumente der Umstrukturierung in drei Kategorien aufzuteilen. Der ersten Kategorie gehören solche Maßnahmen an, die eine Minderung, eine Aufhebung des Nominalbetrags und/oder der Zinsen oder eine Verschiebung des Fälligkeitszeitpunkts der Forderung ermöglichen. Bei der Minderung und der Aufhebung handelt es sich um einen Teil- oder Gesamterlass des Anspruchs des Darlehensgebers gegen den Darlehensnehmer aus § 488 Abs. 1 S. 2 BGB.³⁵⁷ Die Re-

unter: http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_bearstearns.htm

³⁵² Die Unterstützung von Dexia durch die luxemburgische, französische und belgische Staaten hat z.B. in 2008 durch Kapitalmaßnahmen und Garantiegewährungen begonnen, die immer vergrößert und verlängert wurden, ohne dass die Abwicklung der Bank stattfand, obwohl das Geschäftsmodell nicht tragfähig war. S. Europäische Kommission, Staatliche Beihilfen: Kommission genehmigt gemeinsame Rettungsbeihilfe Belgiens, Frankreichs und Luxemburgs zugunsten von Dexia, Nr. IP/08/1745; dazu Verstaatlichte Bank: Dexia bekommt 45-Milliarden Garantie, Spiegel Online, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/verstaatlichte-bank-dexia-bekommt-45-milliarden-garantie-a-801784.html>.

³⁵³ Garrido, Out-of-Court Debt Restructuring, S. 1, Rn. 1.

³⁵⁴ Jackson, Harvard Law Review 1985, Vol. 98, S. 1393 ff.

³⁵⁵ Garrido, Out-of-Court Debt Restructuring, S. 9, Rn. 15.

³⁵⁶ Garrido, Out-of-Court Debt Restructuring, S. 52, Rn. 105.

³⁵⁷ S. zur Hauptpflichten der Parteien im Darlehensvertrag: HK-BGB/Ebert, BGB, § 488, Rn. 2.

gelungen richten sich nach § 397 Abs. 1 BGB. Der Erlass führt zum Erlöschen einzelner Forderungen.³⁵⁸ Eine vertragliche Vereinbarung zwischen den Parteien ist erforderlich. Sie bedarf grundsätzlich keiner Form bzw. kann auch konkludent stattfinden.³⁵⁹ Die Rechtsfolge des Erlasses als Verfügungsgeschäft ist die teilweise oder ganze Schuldtilgung.³⁶⁰ Bei verbrieften Forderungen ist gem. § 5 Abs. 3 Nr. 1-10 SchVG zur Verringerung der Hauptforderung und zum Ausschluss oder zur Verringerung der Zinsen ein Beschluss der Mehrheit der Anleihegläubiger von mindestens 75% der teilnehmenden Stimmrechte erforderlich. Ein vollständiger Verzicht auf die Hauptforderung ist hier nicht zulässig.³⁶¹ Bei der Verschiebung des Fälligkeitszeitpunkts handelt es sich um die Änderung eines wesentlichen Vertragsbestandteiles, die in jedem Fall einer vertraglichen Vereinbarung bedarf. Die Anleihegläubiger müssen mit der o.g. Mehrheit zustimmen (§ 5 Abs. 3 Nr. 1-2 SchVG). Dabei kann der Emittent eine Änderung der Anleihebedingungen oder einen Anleiheumtausch anbieten. Im letzten Fall werden die ursprünglichen Anleihen durch Schuldverschreibungen mit längerer Laufzeit oder mit niedrigerem Nominalbetrag/Zinsen ersetzt (*debt-debt-swap*).³⁶² Der zweiten Kategorie gehören solche Maßnahmen an, die eine Umwandlung der unverbrieften oder der verbrieften Forderungen in Eigenkapital ermöglichen (*debt-equity-swap*).³⁶³ Dies erfolgt durch vertragliche Vereinbarung bei den allgemeinen Gläubigern und Zustimmung der Dreiviertelmehrheit bei den Anleihegläubigern, § 5 Abs. 3 Nr. 5 SchVG. Es handelt sich dabei, wie bei dem Anleiheumtausch, um eine Novation bzw. um die gleichzeitige Aufhebung des alten und Begründung eines neuen Schuldverhältnisses.³⁶⁴ Die Abwicklung erfolgt durch Einbringung der Forderung als Sacheinlage gegen die Gewährung neuer Aktien. Die Forderung erlischt entweder durch Abtretung an den Emittenten im Wege der Konfusion oder durch Abschluss eines Erlassver-

³⁵⁸ Schlüter in: MünchKomm zum BGB, § 397, Rn 7.

³⁵⁹ HK-BGB/Schulze, BGB, § 397, Rn. 2.

³⁶⁰ HK-BGB/Schulze, BGB, § 397, Rn. 4.

³⁶¹ Kuder/Obermüller, ZInsO 2009, 2025 (2026).

³⁶² Tetzlaff in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 88, Rn. 108.

³⁶³ Hierzu Knecht/Haghani in: Buth/Hermanns, RSI, § 18, Rn. 45-48; Podewills, DStR 2009, 1914 (1915).

³⁶⁴ Olzen in: Staudinger, Eckpfeiler des Zivilrechts, BGB G., Rn. 71-72 (Begriff der Novation); Ekkenga, ZGR 2009, 581 (586) (Entschuldung gegen Sachkapitalerhöhung oder Debt-Equity-Swap).

trags gem. § 397 Abs. 1 BGB.³⁶⁵ Die Altgesellschafter müssen dazu der Kapitalerhöhung mit einer Dreiviertelmehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals sowie mit einer einfachen Stimmenmehrheit zustimmen (§§ 133 Abs. 1, 182 Abs. 1 AktG).³⁶⁶ Es ist umstritten, ob die Bewertung der einzubringenden Forderung des Gläubigers sich nach dem Nennwert oder nach dem Marktwert richten soll.³⁶⁷ Im Fall einer Bewertung zum Marktwert sind die Gläubiger doppelt benachteiligt. Erstens weil sie wegen der Umwandlung in Aktien den Vorrang in dem Insolvenzverfahren verlieren: Den Aktionären steht lediglich ein Residualanspruch zu. Zweitens weil der Nominalbetrag der umzuwandelnden Forderung, angesichts der Lage des Schuldners, entsprechend herabzusetzen ist bzw. sich nach dem niedrigeren Marktwert richten soll.³⁶⁸ Eine Bewertung zum Nennwert scheint infolgedessen sachgerecht. Es besteht nämlich kein schutzwürdiges Interesse der Gesellschafter oder der anderen Gläubiger. Vielmehr reduzieren sich der Verschuldungsgrad der Gesellschaft und der Anteil am Fremdkapital infolge der Umwandlung.³⁶⁹ Ein *Debt-Equity-Swap* entspricht darüber hinaus nur einer Umstrukturierung der Passivseite aus bilanzieller Sicht.³⁷⁰ § 183 Abs. 1 AktG findet bei Sacheinlagen Anwendung. Dementsprechend müssten der Gegenstand der Sacheinlage und dessen vollwertiger Verkehrswert in der Satzung festgestellt sowie Offenlegungspflichten erfüllt werden.³⁷¹ Folgt man der oben dargestellten Ansicht, wonach die Forderungen zum Nennwert zu bewerten sind, dann sollten die Sacheinlagevorschriften so teleologisch reduziert werden, dass nur die Offenlegungspflichten erfüllt werden müssen.³⁷²

Fraglich ist, ob die Umstrukturierung des Fremdkapitals in der Insolvenz einer Investmentbank eine wirtschaftlich effiziente Lösung darstellt. Festzustellen ist,

³⁶⁵ Vogel, ZBB 2010, 211 (213).

³⁶⁶ Die Satzung kann eine höhere Kapitalmehrheit bestimmen, § 182 Abs. 1 AktG. Dazu Elser in: Heidel, Aktienrecht, § 182 AktG, Rn. 30 f.

³⁶⁷ BGH, Urteil v. 16.9.2002 - II ZR 1/00 (Prinzip der Bewertung zum Marktwert bei der Einbringung von Forderungen als Sacheinlagen). S. zu den Besonderheiten des Debt-Equity-Swaps bzw. der Notwendigkeit einer Bewertung zum Nennwert: Cahn/Simon/Theiselmann, DB 2010, 1629; Simon, Corporate Finance Law 2010, S. 448 (452); Thole in: Kenadjian, Too big to fail, S. 233; a.A. Priester, DB 2010, 1445 (1449).

³⁶⁸ Cahn/Simon/Theiselmann, Journal of Corporate Finance 2010, S. 238 (240-242).

³⁶⁹ Cahn/Simon/Theiselmann, DB 2012, 501 ff.

³⁷⁰ Cahn/Simon/Theiselmann, Journal of Corporate Finance 2010, 238 (245).

³⁷¹ Sinhart in: Picot, Unternehmenskauf und Restrukturierung, § 16, Rn. 83g.

³⁷² Cahn/Simon/Theiselmann, DB 2010, 1629 (1632).

dass eine freiwillige Sanierung auf der Gläubigerseite ausschließlich in Betracht kommt, wenn die dadurch entstehenden Kosten niedriger als im Insolvenzverfahren sind. Um hohe Transaktionskosten zu vermeiden, müssten die Gläubiger dazu über ausreichende Informationen bzgl. der finanziellen Lage des Schuldners verfügen.³⁷³ In der Praxis ist dies aber hypothetisch.³⁷⁴ Bei Investmentbanken treten folgende Probleme auf. Erstens ist die Gläubigeranzahl hoch. Im Fall *Lehman Brothers* haben sich z.B. 16 000 Gläubiger gemeldet. Es fiel dabei schwer, alle Forderungen aus Anleihen und Derivatgeschäften genau zu identifizieren.³⁷⁵ Zweitens sind die Refinanzierungsprodukte vielfältig. Da jeder Gläubiger grundsätzlich den Vertragsänderungen zustimmen muss, ergeben sich daraus Koordinationsprobleme.³⁷⁶ Drittens kommt es selten vor, dass ein oder mehrere Gläubiger, aufgrund der Höhe der Forderung, eine beherrschende Stellung besitzen bzw. Interesse an einer Umstrukturierung haben. Im Fall *Lehman Brothers* betrug z.B. die höchste Forderung nur 7,9% der Gesamtverbindlichkeiten.³⁷⁷ Wegen dieser Umstände tritt das sog. „Trittbrettfahrerproblem“ auf. Auf der einen Seite möchten die Gläubiger nur zusammen handeln bzw. es wird erwartet, dass alle Gläubiger auf die Erfüllung ihrer Forderungen teilweise verzichten. Auf der anderen Seite hoffen bestimmte Gläubiger, dass die Umstrukturierung nur unter den größten Gläubigern stattfinden wird. Damit können sie davon profitieren, ohne die entsprechenden Kosten zu tragen.³⁷⁸ Das Problem wird größer, wenn eine Unsicherheit am Markt in Bezug auf die Bewertung der Aktiva der Investmentbank besteht. Die Wahrscheinlichkeit einer Verweigerung der Gläubiger wird dadurch höher. Dies ist ein Grund dafür, dass in der Finanzkrise staatliche Maßnahmen durch Kapitalerhöhungen und Bereitstellung von Garantien gegenüber Umstrukturierungen des Fremdkapitals bevorzugt wurden.³⁷⁹

³⁷³ Jostarndt/Sautner, *Review of Finance* 2010, Vol. 14, S. 623 (632).

³⁷⁴ Hotchkiss/John/Thorburn/Mooradian, *Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress*, S. 9 ff.

³⁷⁵ Scinta/Sandler, *Lehman Facing More Than 16,000 Creditors' Claims*, Bloomberg v. 23.9.2009.

³⁷⁶ Jostarndt/Sautner, *Review of Finance* 2010, Vol. 14, S. 623 (634).

³⁷⁷ Scinta/Sandler, *Lehman Facing More Than 16,000 Creditors' Claims*, Bloomberg v. 23.9.2009.

³⁷⁸ Drukarczyk/Schöntag in: Gottwald, *Insolvenzrechts-Handbuch*, § 3, Rn. 3.

³⁷⁹ In Deutschland insb. für HSH Nordbank, BayernLB, WestLB, NORD/LB, IKB sowie SachsenLB. Vgl. Europäische Kommission, *Pressemitteilungen* v. 6.9.2005 (IP/05/1096), v. 18.7.2007 (IP/07/1112), und v. 25.7.2012 (IP/12/847). S. ebenso Europäische Kommission, *MEMO/08/124* v. 27.02.2008.

Aufgrund der oben dargestellten Gründe wurden die Vertragsbedingungen der Fremdkapitalgeber in bestimmten Fällen zwangsweise modifiziert. Dies wurde beispielweise in Irland gegenüber den Gläubigern von *Allied Irish Bank (AIB)* vorgenommen.³⁸⁰ Die Maßnahmen richteten sich damals nur an nachrangige Fremdkapitalgeber. Sie hätten jedoch auch vorrangige Fremdkapitalgeber treffen können. Im Jahr 2010 wurden einige irische Banken gezwungen, ihre Kernkapitalquote zu erhöhen. Dies ergab sich aus dem *Programme of Financial Support for Ireland*. Eine Voraussetzung für den Erhalt der vorausgesehenen Finanzstabilisierungsfazilität war die Verlustverteilung auf die Gläubiger der betroffenen Banken.³⁸¹ Nach der Verabschiedung des Bankstabilisierungsgesetzes von 2010 in Irland wurde dem Finanzminister erlaubt, anhand von Verordnungen wesentliche Vertragsbestandteile von nachrangigen Verbindlichkeiten zu modifizieren. Verschiebung der Fälligkeit, Herabsetzung des Nominalbetrags und/oder der Zinsen oder Verzicht auf die Forderung waren die möglichen Maßnahmen, dies nach entsprechender Zustimmung des *Irish High Court*.³⁸² Im Jahr 2011 wurde z.B. die Fälligkeit der von *AIB* emittierten nachrangigen Anleihen auf 2035 verschoben sowie die Zinszahlung dem freien Ermessen des Emittenten überlassen.³⁸³ Um eine Fremdkapitalreduzierung durch öffentliches Angebot am Markt zu ermöglichen (Anleiherückkauf durch den Emittenten zum Maximalpreis von 10% bis 25% des Nominalbetrags) wurden die Rückkaufklauseln in den Anleihebedingungen der nachrangigen Fremdkapitalgeber auch verändert.³⁸⁴

³⁸⁰ Vgl. den Credit Institutions (Stabilisation) Act 2010, Art. 28.

³⁸¹ Verordnung (EU) Nr. 407/2010, Art. 3(3); Council Implementing Decision on granting Union financial assistance to Ireland Nr. 2011/77/EU. Dazu bzgl. den Gläubigern: Ireland Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality v. 3.12.2010, S. 4, abrufbar unter: ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/pdf/2010-12-07-mou_en.pdf

³⁸² Vgl. Credit Institutions (Stabilisation) Act 2010, Art. 28, 29(2), 31(3) und 31(4).

³⁸³ Irish High Court, Subordinated Liabilities Order v. 14.4.2011, Nr. 114 MCA. S. AIB, Pressemitteilung v. 9.6.2011, Update on the effectiveness of the Subordinated Liability Order, abrufbar unter: www.aib.ie/servlet/ContentServer?pagename=PressOffice/AIB_Press_Releas/aib_po_d_press_releases-0_08&cid=1307462536815&poSection=AR&poSubSection=paDA&position=notfirst&rank=top&month=06&year=2011

³⁸⁴ AIB, Tender and Consent Memorandum v. 13.5.2011; dazu S&P, Allied Irish Banks Lower Tier 2 Sub Debt To D On Tender Offer Announcement, Research Update v. 13.5.2011 abrufbar unter: http://www.aib.ie/servlet/ContentServer?pagename=AIB_Investor_Relations/AIB_Download/aib_d_download&c=AIB_Download&cid=1308217136671&channel=IRFP

C. Eigenkapitalerhöhung

I. Wirtschaftliche Grundlagen

Verluste schmälern das Eigenkapital und können zu dessen ganzer Auszehrung führen. Bei Kreditinstituten müssen im Fall von Verlusten Kapitalmaßnahmen vorgenommen werden, da die Verringerung der Eigenmittel zur Aufhebung der Bankerlaubnis führen kann (§ 35 Abs. 2 Nr. 4 u. 6 KWG). Der Betrag der Kapitalerhöhung bemisst sich nach dem Jahresfehlbetrag, der Höhe der zu erwartenden Verluste und dem Liquiditätsbedürfnis des Instituts.³⁸⁵ Eine Teilnahme der Altaktionäre, der Gläubiger oder von Dritten an der Kapitalerhöhung ist dabei denkbar. Aus wirtschaftlicher Sicht scheint von vornherein die Teilnahme der vorrangigen Fremdkapitalgeber zweifelhaft. In der Tat würden sie als Aktionäre einem höheren Risiko im Fall der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Schuldners unterliegen. Wegen der hohen Anzahl an Gläubigern können Koordinationsprobleme auftreten.³⁸⁶ Die Geschäftsführung hat dazu in den meisten Fällen das Vertrauen der Gläubiger verloren. Das Problem besteht darin, dass Fremdkapitalgeber keinen Einfluss auf die Machtverteilung ausüben können. Im Aktiengesellschaftsrecht wird der Aufsichtsrat von der Hauptversammlung gewählt (§ 101 Abs. 1 AktG). Dieser bestellt gem. § 84 Abs. 1 AktG die Mitglieder des Vorstandes.³⁸⁷ In erster Linie tragen die Aktionäre das Investitionsrisiko. Dem Vorstand und dem Aufsichtsrat wird die Unternehmenskontrolle zugewiesen.³⁸⁸ In guten Zeiten ist eine solche Struktur effizient, da eine gewisse Rentabilität zur Befriedigung sämtlicher Gläubiger und zur Ausschüttung von Dividenden erreicht werden muss.³⁸⁹ In der Krise des Schuldners ist

³⁸⁵ Im Fall IKB wurden bei der Prüfung der notwendigen Kapitalmaßnahmen die künftigen Erträge, den bestehenden Jahresfehlbetrag und die Liquiditätslage berücksichtigt. S. die Pressemitteilung v. 3.9.2007, abrufbar unter: www.ikb.de/uploads/media/07_09_03_PM_Verlustausweis.pdf

³⁸⁶ S. hierzu *Gennaioli/Rossi*, Optimal Resolutions of Financial Distress by Contract, S. 34.

³⁸⁷ *Wolff* in: Henn/Frodermann/Jannott, Handbuch des Aktienrechts, Kap. 8, Rn. 23. Da die Vertreter der Anteilseigner mit einfacher Stimmmehrheit gewählt werden, kann der Mehrheitsaktionär alle Mitglieder des Aufsichtsrats bestellen und abbestellen. Dadurch kann er die Besetzung des Vorstandes beeinflussen. S. in dieser Hinsicht *Berrar*, NZG 2001, 1113 (1115).

³⁸⁸ *Fama/Jensen*, Journal of Law and Economics, 1983, Vol. 26, S. 327 (330): „Control of agency problems in the decision process is important when the **decision managers** who initiate and implement important decisions are not the **major residual claimants** and therefore do not bear a major share of the **wealth effects of their decisions**“.

³⁸⁹ *Baird/Rasmussen*, The Chicago Working Paper Series 2001, Nr. 121; *Baird/Bernstein*, The Yale Law Journal 2006, Vol. 115, S. 1930 (1937 f.); *Vermeille/Bézert*, Recueil Dalloz 2013, Nr. 30, S. 2045 (2046).

dagegen die Übernahme der Kontrolle durch die Gläubiger empfehlenswert, da diese das Unternehmen auf eine vorsichtige Art und Weise führen werden, um die Rückerstattung der Forderungen zu ermöglichen. Dagegen haben die aktuelle Geschäftsführung und die Aktionäre Anreize, hohe Risiken einzugehen, um Gewinne bei einer eventuellen Umkehr der Situation zu erzielen.³⁹⁰ Aktionäre haben dabei nichts zu verlieren. Im Fall der Liquidation des Schuldnervermögens wird kein Überschuss vorliegen. Dazu kommt, dass die vorhandenen Fremdkapitalgeber geringeren Transaktionskosten als externe Investoren unterliegen. Sie haben bereits eine Due-Diligence-Prüfung beim Abschluss der Finanzierungsverträge vorgenommen und können die Entwicklung der finanziellen Lage des Schuldners weiterhin einschätzen, insb. wenn dieser vertraglichen Informationspflichten unterliegt.³⁹¹ Die Position der Fremdkapitalgeber ist desto stärker, wenn sie ebenso im Investmentbanking tätig sind. In diesem Fall betreiben sie nämlich gleichartige Geschäfte und können das Investitionsrisiko besser beurteilen. Fremde Investoren müssen dagegen eine aufwändige und sorgfältige Risikoprüfung durchführen, die Zeit in Anspruch nimmt.³⁹²

Zusammengefasst setzt die Teilnahme der vorrangigen Fremdkapitalgeber an einer Kapitalerhöhung folgendes voraus: Der Fortführungswert der Investmentbank muss erstens höher als der Liquidationswert sein. Ansonsten sind Maßnahmen zur Weiterführung des Unternehmens sinnlos. In diesem Fall wäre eine sofortige Liquidation sinnvoll. Zweitens sollte nur eine begrenzte Anzahl an vorrangigen Fremdkapitalgebern an der Kapitalerhöhung teilnehmen. Es müsste sich um die wichtigsten Gläubiger handeln, die ebenso im Investmentbanking tätig sind. Und drittens müssten die vorrangigen Fremdkapitalgeber die Kontrolle über die Investmentbank bzw. eine Mehrheitsbeteiligung (mehr als 50% der Anteile oder der Stimmrechte) erlangen. Die Rettung des Hedge-Fonds *LTCM* im Jahr 1998 durch eine erfolgreiche Kapitalerhöhung, an der nur bestimmte vorrangige Fremdkapitalgeber teilgenommen haben, bildet ein Muster-

³⁹⁰ Ibid.

³⁹¹ *Drukarczyk/Schöntag* in: Gottwald, Insolvenzrechts-Handbuch, § 3, Rn. 25.

³⁹² Im Fall *Lehman Brothers* haben sich externe Investoren wie *Barclays* und die *Korean Development Bank* verweigert, an einer Kapitalerhöhung teilzunehmen. Eine sorgfältige Due-Diligence Prüfung wäre nämlich aufgrund der Komplexität des Immobilien-Portfolios zeitaufwendig gewesen. Dazu war die Bewertung des o.g. Portfolios umstritten. S. *Valukas*, Examiner Report, S. 622 ff.

beispiel dafür. Im Oktober 1998 kam es zu massiven Verlusten bei eingegangenen Arbitragegeschäften.³⁹³ Die Ursachen lagen in der Währungskrise in Russland und in den damit verbundenen Turbulenzen auf den Finanzmärkten. Infolgedessen reduzierte sich das Eigenkapital des Hedgefonds von 4,8 Mrd. auf 600 Mio. US-Dollar. Aufgrund der Kapitalaufzehrung drohte seine Clearing-Bank *Bear Stearns*, die vertraglichen Clearing-Dienstleistungen nicht mehr zu erbringen.³⁹⁴ Dies hätte die Zahlungsunfähigkeit des Hedge-Fonds herbeigeführt, weil der Clearing-Vertrag Überziehungsfazilitäten enthielt, die zur Abwicklung der Geschäfte notwendig waren. Dabei wäre der Liquidationswert des Hedge-Fonds viel niedriger als der Fortführungswert gewesen.³⁹⁵ Infolge der Marktturbulenzen hätten sich die eingegangenen Positionen nicht oder nur mit hohen Verlusten abwickeln lassen. Ein Konsortium von vorrangigen Fremdkapitalgebern beschloss daraufhin die Teilnahme an einer Kapitalerhöhung i.H.v. 3,65 Mrd. US-Dollar.³⁹⁶ Damit sollten weitergehende Verluste für die Gläubiger sowie der Eintritt eines systemischen Risikos vermieden werden. Der gesamte Nominalwert der von dem Hedge-Fonds eingegangenen Derivategeschäfte betrug nämlich eine Billion US-Dollar, so dass die sofortige Liquidation der Geschäfte im Rahmen eines Insolvenzverfahrens schwerwiegende Verluste auf die Finanzmärkte herbeigeführt hätte.³⁹⁷ Die Verhandlungen mit dem Konsortium fanden unter der Ägide der FED und der US-amerikanischen Regierung statt. Der Staat und die Zentralbank nahmen jedoch an der Kapitalerhöhung nicht teil.³⁹⁸ Vielmehr wurde das Risiko ausschließlich auf private Akteure verteilt. Der Grundsatz der vertraglichen Freiheit galt bei den Verhandlungen weiterhin. Dies verursachte ein Trittbrettfahrerproblem. Zwei große Gläubiger, *Bear Stearns* und *Crédit Agricole*, verweigerten ihre Teilnahme an der Kapitalerhöhung aufgrund des damit verbundenen Risikos.³⁹⁹ Nach der Kapitalerhöhung gelangte man zur

³⁹³ *Morgenson*, The Man Behind the Curtain, The New-York Times v. 2.10.1998.

³⁹⁴ *Lowenstein*, When Genius Failed, S. 155.

³⁹⁵ *Edwards*, Journal of Economic Perspectives 1999, Vol. 13, S. 189 (200).

³⁹⁶ *Lewis*, How the Eggheads Cracked, The New-York Times v. 24.1.1999.

³⁹⁷ *Edwards*, Journal of Economic Perspectives 1999, Vol. 13, S. 189 (199).

³⁹⁸ Vgl. The Federal Reserve Board, Testimony of Chairman Alan Greenspan v. 1.10.1998, abrufbar unter: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1998/19981001.htm>

³⁹⁹ *United States General Accounting Office*, Responses to Questions Concerning Long-Term Capital Management and Related Events, abrufbar unter: www.gao.gov/products/GAO/GGD-00-67R

folgenden Kapitalstruktur: Der Anteil der Altaktionäre wurde nach Herabsetzung des Eigenkapitals auf 400 Mio. US-Dollar reduziert.⁴⁰⁰ Infolge der Kapitalerhöhung erlangten die 14 Mitglieder des Konsortiums 90% des Eigenkapitals.⁴⁰¹ Die Geschäftsführung wurde nicht abgestellt, weil sie über wesentliche Informationen verfügte. Ihre Handlungsfreiheit wurde jedoch eingeschränkt.⁴⁰² In zwei Jahren wurden die offenen Positionen des Hedge-Fonds ordentlich abgewickelt, ohne Nebeneffekte für die Finanzmärkte. Am Anfang musste zwar das Konsortium mit weiteren Verlusten rechnen.⁴⁰³ Am Ende wurden jedoch alle Gläubiger vollständig befriedigt.⁴⁰⁴ Dieses Beispiel zeigt, dass eine Kapitalherabsetzung vor der Kapitalerhöhung notwendig ist, um die Bilanz des Unternehmens zu sanieren und eine erfolgreiche Restrukturierung zu ermöglichen. Fraglich ist, ob eine solche Lösung im deutschen Recht sich effizient durchsetzen lässt.

II. Kapitalerhöhung nach AktG

Laut der vertraglichen Prioritätenordnung müssten zuerst alle Anteilseigner, dann alle nachrangigen Gläubiger die Verluste tragen, bevor der Restbetrag auf die anderen Gläubiger verteilt wird. Die Verlustteilnahme der nachrangigen Gläubiger lässt sich rein schuldrechtlich durchsetzen und bereitet keine Schwierigkeiten.⁴⁰⁵ Bei den Anteilseignern sind hingegen zwei Maßnahmen erforderlich, nämlich eine Kapitalherabsetzung, gefolgt von einer Kapitalerhöhung mit Ausschluss des Bezugsrechts. Beide Kapitalmaßnahmen müssen in derselben Hauptversammlung beschlossen werden.⁴⁰⁶ Die Voraussetzungen jeder Maßnahme werden einzeln geprüft.⁴⁰⁷ Sobald ein Sanierungszweck vorliegt,⁴⁰⁸ darf

⁴⁰⁰ Ibid.

⁴⁰¹ *Slivinski* in: Federal Reserve Bank of Richmond, Region Focus 2009, S. 34.

⁴⁰² *Lowenstein*, When Genius Failed S. 208; *United States General Accounting Office*, Responses to Questions Concerning Long-Term Capital Management and Related Events, S. 45.

⁴⁰³ *Lowenstein*, When Genius Failed, S. 224 ff.

⁴⁰⁴ *United States General Accounting Office*, Responses to Questions Concerning Long-Term Capital Management and Related Events, S. 9-10.

⁴⁰⁵ Im Fall IKB wurden z.B. die Verluste auf die Inhaber von Genussscheinen, von stillen Einlagen und von *Trust Preferred Securities* durch Herabsetzung des Buchwerts und Ausschluss der Zinsbezahlung verteilt. IKB, Pressemitteilung v. 3.7.2008, abrufbar unter:

www.dgap.de/dgap/News/?newsType=ADHOC&newsID=244660

⁴⁰⁶ *Hüffer* in: Hüffer, AktG, § 228, Rn. 2; *Oechsler* in: MünchKomm zum AktG, § 228, Rn. 4.

⁴⁰⁷ *Frodermann/Becker* in: Henn/Frodermann/Jannott, Handbuch des Aktienrechts, Kap. 5, Rn. 321.

⁴⁰⁸ Insb. Ausgleich von Wertminderungen und/oder Deckung sonstiger Verluste. Vgl. § 229 Abs. 1 AktG.

die Kapitalherabsetzung in der vereinfachten Form der §§ 229-236 AktG erfolgen. Dadurch entfallen insb. die Gläubigerschutzvorschriften bzw. die Pflicht zur Sicherheitsleistung, § 233 Abs. 2 AktG.⁴⁰⁹ Die Vorschriften der ordentlichen Kapitalherabsetzung sind aber sinngemäß anzuwenden. Es heißt, die Hauptversammlung ist ausschließlich dafür zuständig und muss der Kapitalmaßnahme mit Dreiviertelmehrheit zustimmen, § 222 Abs. 1 AktG.⁴¹⁰ Nach der Herabsetzung wird das Nennkapital dem verminderten Vermögen angepasst und somit die Rückzahlung des Eigenkapitals an die Aktionäre endgültig ausgeschlossen.⁴¹¹ Bei der Kapitalerhöhung gelten §§ 182-191 AktG. Dabei ist auch eine Dreiviertelmehrheit erforderlich, § 182 Abs. 1 AktG. Den Aktionären steht ein Bezugsrecht bzw. ein Teilnahmerecht subjektiver Natur an der Kapitalerhöhung zu, das sich nach dem Anteil an dem bisherigen Grundkapital richtet, § 186 Abs. 1 AktG.⁴¹² Sobald nur die vorrangigen Fremdkapitalgeber an der Kapitalerhöhung teilnehmen sollen, muss das Bezugsrecht der Aktionäre in dem Kapitalerhöhungsbeschluss ausgeschlossen werden, § 186 Abs. 3 AktG. Vorausgesetzt wird dabei eine sachliche Rechtfertigung. Es heißt, der Ausschluss des Bezugsrechts muss im Interesse der Gesellschaft vorgenommen werden und zur Erreichung des vorgesehenen Zwecks erforderlich sein.⁴¹³ Bemerkenswert ist, dass die Aktionäre zur Zustimmung zum Kapitalerhöhungsbeschluss nicht verpflichtet sind. In Ausnahmefällen könnte sich aber eine gesellschaftsrechtliche Treuepflicht aus den Umständen ergeben, insb. wenn die Kapitalerhöhung zur Rettung der Gesellschaft erforderlich ist.⁴¹⁴ Die Machtverteilung zwischen vorrangigen Fremdkapitalgebern und Aktionären ist somit nicht ausgewogen. Die Aktionäre können nämlich auch in der Krise der Investmentbank den Inhalt der Sanierungsmaßnahmen bestimmen und an der Kapitalerhöhung selbst teilnehmen. Dazu lässt sich die Kapitalerhöhung praktisch kaum durchsetzen. Gem. § 123 Abs. 1 AktG muss die Hauptversammlung der Aktio-

Die vereinfachte Kapitalherabsetzung ist nur nach Erschöpfung der Reserven zulässig, § 229 Abs. 2 AktG.

⁴⁰⁹ *Frodermann/Becker* in: Henn/Frodermann/Jannott, Handbuch des Aktienrechts, Kap. 5, Rn. 351.

⁴¹⁰ *Oechsler* in: MünchKomm zum AktG, § 229, Rn. 8.

⁴¹¹ *Beck* in: Beck/Depré, Praxis der Insolvenz, § 1, Rn. 145.

⁴¹² Dazu *Rebmann* in: Heidel, AktG, § 186, Rn. 5 ff.

⁴¹³ BGH, *Urteil v. 13.3.1978 - II ZR 142/76* = NJW 1978, 1316 (1317).

⁴¹⁴ *Frodermann/Becker* in: Henn/Frodermann/Jannott, Handbuch des Aktienrechts, Kap. 5, Rn. 18; *Peifer* in: MünchKommAktG, § 182, Rn. 5; *Schmidt*, ZGR 1982, 519 (525).

näre mindestens dreißig Tage vor dem Tag der Versammlung einberufen werden. Diese Vorschrift ist mit der sofortigen Anzeigepflicht des § 46b KWG gegenüber der BaFin bei der Überschuldung oder der Zahlungsunfähigkeit eines Kreditinstitutes nicht vereinbar. Mit anderen Worten müsste die Hauptversammlung vor der Eröffnung des Insolvenzverfahrens einberufen werden. Die Kapitalerhöhung könnte erst nach der Eröffnung tatsächlich stattfinden.⁴¹⁵ Bei Unternehmen des Finanzsektors erscheint diese Voraussetzung besonders sinnlos, weil die Situation sich rasch verschlechtern kann. Die Sanierung muss eher schnell erfolgen, damit das Institut am folgenden Tag seinen fälligen Verbindlichkeiten am Finanzmarkt nachkommen kann.

Ein anderer Weg könnte die genehmigte Kapitalerhöhung der §§ 202-206 AktG bilden. Hier wird der Vorstand der Gesellschaft „zur ggf. sukzessiven Erhöhung des Grundkapitals ermächtigt“.⁴¹⁶ Die Ermächtigung erfolgt entweder bereits in der Satzung oder nach entsprechendem Beschluss der Hauptversammlung, § 202 Abs. 2 AktG. Sie wird für maximal fünf Jahre erteilt. Der Nennbetrag des genehmigten Kapitals darf dabei die Hälfte des zur Zeit der Ermächtigung vorhandenen Grundkapitals nicht übersteigen, § 202 Abs. 3 AktG. Ein Ausschluss des Bezugsrechts ist zulässig (§ 203 Abs. 2 AktG) und muss entweder in der Satzung oder in dem Ermächtigungsbeschluss vorgesehen werden.⁴¹⁷ Dadurch wird die Kapitalerhöhung praktisch durchsetzbar. Zwei Probleme bestehen aber immer noch: Erstens beschließt die Geschäftsführung über die Kapitalmaßnahme. Dies kann möglicherweise Interessenkonflikte verursachen, insb. wenn die Geschäftsführung Aktien des Instituts besitzt und eine Verwässerung vermeiden möchte oder wenn die Mitglieder des Vorstands vermuten, dass die Erlangung der Kontrolle durch die vorrangigen Fremdkapitalgeber zu ihrer Abbestellung führen könnte. Zweitens erfolgt eine solche Kapitalerhöhung ohne vorherige Herabsetzung des Eigenkapitals. Demzufolge kann eine nachhaltige Sanierung unter Berücksichtigung der Prioritätenordnung nicht erreicht werden. Die Anteile der Altaktionäre werden nur verwässert, während der Jahresfehlbetrag

⁴¹⁵ Beck in: Beck/Depré, Praxis der Insolvenz, § 1, Rn. 145.

⁴¹⁶ Frodermann/Becker in: Henn/Frodermann/Jannott, Handbuch des Aktienrechts, Kap. 5, Rn. 30.

⁴¹⁷ BGH, Urteil v. 7.3.1994 - II ZR 52/93 = NJW 1994, 1410.

weiterhin die Bilanz der Gesellschaft belastet. Die Praxis zeigt in dieser Hinsicht, dass Gesellschaften, bei denen nur eine Kapitalerhöhung stattgefunden hat, einige Zeiten später wieder in Schwierigkeiten gerieten.⁴¹⁸

Nebenbei muss erwähnt werden, dass vorrangige Fremdkapitalgeber den Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)⁴¹⁹ unterliegen, wenn sie die Kontrolle über ein börsennotiertes Institut erlangen wollen. In diesem Rahmen sind sie zur Abgabe eines Pflichtangebots zum Erwerb von Wertpapieren i.S.d. § 1 Abs. 1 WpÜG verpflichtet, sobald der erworbene Anteil an der Zielgesellschaft 30% beträgt, § 35 Abs. 1 i.V.m. § 29 WpÜG.⁴²⁰ Spezielle Verfahrensregelungen müssen beachtet werden. Der Bieter ist verpflichtet, den Altaktionären der Zielgesellschaft eine angemessene Gegenleistung i.S.d. § 31 WpÜG anzubieten.⁴²¹ Angebotsunterlagen müssen der BaFin zur Genehmigung übermittelt und veröffentlicht werden, § 14 WpÜG. Die Annahmefrist darf nicht weniger als vier Wochen betragen, § 16 Abs. 1 WpÜG, und wird auf zehn Wochen verlängert, wenn die Einberufung der Hauptversammlung der Zielgesellschaft vorgesehen ist, § 16 Abs. 3 WpÜG. Der Ausschluss der übrigen Aktionäre ist erst nach Erlangung von mindestens 95 % des Grundkapitals zulässig, § 39a WpÜG.⁴²² Ein öffentliches Übernahmeangebot ist somit zeit- und kostenaufwendig und kann zur Verzögerung der Sanierung führen.

III. Kapitalerhöhung nach FMStG

Da die aktienrechtlichen Vorschriften keine effiziente Lösung zur Beseitigung der Insolvenz eines Unternehmens des Finanzsektors anbieten, wurden sie während der Krise durch das FMStG modifiziert. Das Maßnahmenpaket zur Stabilisierung des Finanzmarktes führte zur Verabschiedung des Gesetzes zur Errich-

⁴¹⁸ S. ausführlich *Vermeille/Bourguet/Bézert*, *Revue Trimestrielle de Droit Financier* 2013, Nr. 3, S. 17; zu dem Verhältnis der Anteilseigner von AIG nach der staatlichen Rekapitalisierung, wobei die Aktionäre die US-Regierung aufgrund der durch die Übernahme verursachten Benachteiligung verklagt haben bzw. zur Notwendigkeit einer vorherigen Kapitalherabsetzung, s. *Pitzke*, *Geretteter Versicherungsriese*, Spiegel Online v. 9.1.2013.

⁴¹⁹ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822), das zuletzt durch Artikel 4 Absatz 53 des Gesetzes vom 7. August 2013 (BGBl. I S. 3154) geändert worden ist.

⁴²⁰ Hierzu *Schröder/Schöfer* in: Schüppen/Schaub, MAH Aktienrecht, § 51, Rn. 1-11.

⁴²¹ Hierzu *Wackerbarth* in: MünchKomm zum AktG, WpÜG § 31, Rn. 2.

⁴²² Hierzu *Müller-Michaels* in: Hölter, Aktiengesetz, WpÜG § 39a, Rn. 1-17.

tung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds (FMStFG)⁴²³ und des Gesetzes zur Beschleunigung und Vereinfachung des Erwerbs von Anteilen an sowie Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors (FMStBG).⁴²⁴ Das Gesetz zur Rettung von Unternehmen zur Stabilisierung des Finanzmarktes von 2009 (RettungsG)⁴²⁵ ermöglicht ergänzend eine Übernahme durch Enteignung. Ziel ist es dabei, die Rekapitalisierung von notleidenden Unternehmen des Finanzsektors durch den Finanzmarktstabilisierungsfonds (SoFFin) zu vereinfachen. Dabei bestehen drei Möglichkeiten.⁴²⁶ Erstens kann das Erlangen der Kontrolle auf dem Kapitalmarkt erfolgen, durch die Anwendung der Vorschriften des WpÜG, modifiziert durch § 12 FMStBG. Der Fonds wird von der Pflicht zur Veröffentlichung und Abgabe eines Angebots (§ 35 WpÜG) befreit. Die Annahmefrist wird auf zwei Wochen verkürzt und der Ausschluss des Altaktionäre ist schon nach Erlangen eines neunprozentigen Anteils am Grundkapital der Zielgesellschaft zulässig.⁴²⁷ Der Mindestwert bemisst sich hier, abweichend von § 31 Abs. 1 WpÜG, nach dem durchschnittlichen Börsenkurs der drei letzten Wochen. Zweitens kann das Erlangen der Kontrolle durch die Anwendung des AktG, modifiziert durch §§ 7 bis 7d, 12 FMStBG, stattfinden.⁴²⁸ Die Herabsetzung des Grundkapitals bedarf der einfachen Mehrheit der Aktionäre, wenn die Hälfte des Grundkapitals vertreten ist. Dies gilt auch für die Kapitalerhöhung und den Ausschluss des Bezugsrechts (§ 7 Abs. 3 S. 2 FMStBG). Gem. § 7 Abs. 1 FMStBG werden die Einberufungsfrist der Hauptversammlung auf zwei Wochen verkürzt und etwaige Sicherheitsleistungen zu Gunsten der Gläubiger ausgeschlossen (§ 7 Abs. 6 FMStBG). Die Kapitalerhöhung durch Ermächtigung des Vorstandes ist ebenso geregelt (§ 7b FMStBG). Der Beschluss der Hauptversammlung bedarf der Mehrheit der abgegebenen Stimmen. Der Nennbetrag des genehmigten Kapitals ist gem. § 7b Abs. 1 FMStBG nicht

⁴²³ Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz v. 17. Oktober 2008 (BGBl. I S. 1982), das zuletzt durch Artikel 6 Absatz 7 des Gesetzes v. 28. August 2013 (BGBl. I S. 3395) geändert worden ist.

⁴²⁴ Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz v. 17. Oktober 2008 (BGBl. I S. 1982, 1986), das zuletzt durch Artikel 6 Absatz 8 des Gesetzes v. 28. August 2013 (BGBl. I S. 3395) geändert worden ist.

⁴²⁵ Rettungsübernahmegesetz v. 7. April 2009 (BGBl. I S. 725, 729), das durch Artikel 2 Absatz 60 des Gesetzes v. 22. Dezember 2011 (BGBl. I S. 3044) geändert worden ist.

⁴²⁶ Hierzu *Veranneman* in: Jaletzke/Veranneman, FMStFG § 7, Rn. 25-30.

⁴²⁷ Das Squeeze-Out Verfahren erfolgt entweder gem. §§ 327a ff. AktG i.V.m. § 12 Abs. 4 FMStBG oder gem. § 39a Abs. 1 WpÜG i.V.m. § 12 Abs. 3 Nr. 1 FMStBG. Dazu *Götz*, NZG 2010, 412 (414).

⁴²⁸ Vgl. BT-Drs. 16/10600, S. 11.

begrenzt. Drittens kann die Erlangung der Kontrolle durch Enteignung erfolgen, § 1 RettungsgG.⁴²⁹ Dies stellt das allerletzte Mittel dar. Eine Gefährdung der Finanzstabilität muss dabei vorliegen, § 1 Abs. 4 RettungsgG. Die Enteignungsbehörde ist gem. § 3 Abs. 1 RettungsgG das Bundesministerium der Finanzen. Eine Entschädigungspflicht ist vorgesehen und richtet sich nach dem Börsenpreis der Aktien, § 4 Abs. 4 RettungsgG. Die Aktionäre des notleidenden Instituts werden dabei unter Druck gesetzt. Laut § 7 Abs. 7 FMStBG werden solche Aktionäre, die insb. durch ihre Stimmrechtsausübung die Rekapitalisierung vereiteln oder verzögern, verschuldensunabhängig zum Schadenersatz gegenüber der Gesellschaft verpflichtet.⁴³⁰

Im Fall *HRE* hat zuerst der SoFFin 8,6% des Grundkapitals durch genehmigte Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss erlangt. Infolgedessen müsste die Übernahme des Instituts am Kapitalmarkt erfolgen – anhand eines freiwilligen Übernahmeangebots. Interessanterweise haben sich aber die Aktionäre teilweise geweigert, ihre Aktien zu verkaufen, sodass der SoFFin nur 47,7% des Grundkapitals erlangte. Eine zweite Kapitalerhöhung fand demzufolge statt. Der SoFFin zeichnete 986,5 Mio. neuer Aktien und das Grundkapital erhöhte sich dadurch von 693,3 Mio. auf 3652,9 Mio. EUR. Die Beteiligung des SoFFin erreichte 90% und dieser konnte damit den Ausschluss der verbleibenden Aktionäre verlangen.⁴³¹ Dies zeigt, dass die Aktionäre weiterhin ein Blockadepotential besitzen (die Annahme des Übernahmeangebots ist freiwillig). Da keine vorherige Kapitalherabsetzung stattfand, musste der SoFFin an einer immensen Kapitalerhöhung teilnehmen, um den zum Ausschluss der Aktionäre notwendigen Anteil zu erlangen.⁴³² Dies erhöht die Kosten der Übernahme erheblich.

Die oben dargestellten Ausnahmevorschriften gelten nur zu Gunsten öffentlicher Akteure, §§ 7 Abs. 1, 12 Abs. 1 FMStBG, § 1 Abs. 2 Nr. 3 RettungsgG. Sie kommen nicht zur Anwendung bei einer Kapitalerhöhung zu Gunsten von vorrangigen Fremdkapitalgebern. Eine Ausnahme gibt es jedoch bzgl. der Kapitalmaßnahmen: §§ 7 bis 7d FMStBG gelten gegenüber Dritten, auch wenn die

⁴²⁹ Hierzu *Wolfers/Rau*, NJW 2009, 1297.

⁴³⁰ *Böckenförde*, NJW 2009, 2484 (2485 f.).

⁴³¹ *Ibid.*

⁴³² *Ibid.*

neuen Aktien ausschließlich durch private Personen gezeichnet werden.⁴³³ Dafür muss ein Zusammenhang mit einer Stabilisierungsmaßnahme (wie z.B. eine Garantiermächtigung, Rekapitalisierung oder Risikoubernahme durch den SoFFin) i.S.d. §§ 7e, 7f FMStBG vorliegen. Leider erstreckt sich der Anwendungsbereich des Gesetzes nicht auf rein privat durchgeführte Sanierungsmaßnahmen. Dies ist bedauerlich, weil die Privaten in erster Linie handeln müssen, bevor der Staat eingreift. Eine Kontrollübernahme durch die Gläubiger ist aber im gegenwärtigen Rechtssystem nur unter erschwerten Voraussetzungen möglich, sodass die Wahrscheinlichkeit des staatlichen Eingriffs steigt.

D. Emission von bedingten Pflichtwandelanleihen

Bedingte Pflichtwandelanleihen (*Contingent Convertible Bonds*), kurz CoCos, sind verlustabsorbierende Fremdkapitalinstrumente. Im Rahmen der Finanzkrise wurde die Idee der Emission von Cocos im Bankensektor in den USA verteidigt.⁴³⁴ Es handelt sich hier um Schuldverschreibungen, die als Fremdkapital emittiert sind und sich in eine bestimmte Anzahl junger Aktien des Emittenten gegen Hingabe der Schuldtitel bzw. Erlöschen des Gläubigeranspruches umwandeln.⁴³⁵ Im Gegensatz zu den unter § 221 Abs. 1 AktG definierten Wandelschuldverschreibungen steht dem Gläubiger hier kein Umtausch- oder Bezugsrecht zu.⁴³⁶ Vielmehr erfolgt die Umwandlung in Eigenkapital nach Eintritt eines bestimmten, objektiven Ereignisses, wie der negativen Entwicklung des Aktienkurses des Emittenten.⁴³⁷ Mit anderen Worten vollzieht sich die Umwandlung im Falle des Eintritts einer aufschiebenden Bedingung gem. § 158 Abs. 1 BGB, also eines zukünftigen und ungewissen Ereignisses.⁴³⁸ Be-

⁴³³ Hierzu *Zimmer/Bueren*, NZG 2011, 405.

⁴³⁴ *French* u.a., The Squam Lake Report, S. 53-57; dazu BIS, Proposal to Ensure the Loss Absorbency of Regulatory Capital at the Point of Non-viability, 2010. S. auf europäischer Ebene: *Björk*, ZfgK 2014, 92.

⁴³⁵ *Haisch* in: Haisch/Helios, Rechtshandbuch Finanzinstrumente, § 1, Rn. 91; *Avdjiev* u.a., BIS Quarterly Review 2013, S. 43.

⁴³⁶ Hierzu *Rdalmayr* in: Heidel, AktG, § 221, Rn. 4. Die Begebung von Pflichtwandelanleihen ist jedoch aktienrechtlich zulässig. Vgl. *Seiler* in: Spindler/Stilz, AktG § 221, Rn. 151.

⁴³⁷ *Bösch/Leisinger*, SZW/RSDA 2012, 2 (5); FINMA/SNB, Schlussbericht der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen, S. 88-92; *Madjlessi/Leopold* in: Habersack/Albrecht/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 11, Rn. 50-54.

⁴³⁸ *Westermann* in: MünchKomm zum BGB, § 158, Rn. 8.

dingte Pflichtwandelanleihen bieten mehrere Vorteile:⁴³⁹ Erstens wird die Fremdfinanzierung des Emittenten zu günstigeren Konditionen als bei der Emission von Eigenkapital, ohne Verwässerung der Altaktionäre, ermöglicht. Zweitens erhöht sich das Eigenkapital nach der Umwandlung. Dies ist in Krisenzeiten vorteilhaft, wenn die Schaffung von Eigenkapital auf dem Finanzmarkt ausgeschlossen ist. Drittens verbessert sich die Liquiditätslage nach der Umwandlung, weil die Tilgungs- und Zinskosten entfallen. Viertens vermindert sich der Verschuldungsgrad, weil der Anteil am Fremdkapital sinkt und der Anteil am Eigenkapital sich erhöht.

Die Einzelheiten der Emission von bedingten Pflichtwandelanleihen lassen sich vertraglich vereinbaren. Zwei Elemente sind zu berücksichtigen, nämlich der Wandlungsauslöser (*Trigger Event*) und das Umwandlungsverhältnis. Im ersten Fall handelt es sich um die Voraussetzungen der Umwandlung bzw. die Ausgestaltung der Bedingung. Die verschiedenen Auslöser lassen sich in zwei Kategorien unterteilen. Erstens ist die Anknüpfung an das Finanzsystem, etwa eine eventuelle Gefährdung der Finanzstabilität, möglich.⁴⁴⁰ Denkbar sind in dieser Hinsicht entweder bestimmte Auslöser wie die Höhe der gesamten Marktkapitalisierung der Unternehmen des Finanzsektors oder eine Entscheidung der Bankaufsichtsbehörde.⁴⁴¹ Zweitens ist eine Anknüpfung an die finanzielle Lage des Emittenten möglich. Die Auslöser können sich hier entweder auf die Entwicklung der Passivseite (wie die Höhe des Verschuldungsgrads, die Eigenmittelausstattung) oder auf Marktindikatoren (wie den Aktienpreis, die Höhe des CDS-Spreads) beziehen.⁴⁴² Binäre Auslöser, die auf mehreren kumulativen oder alternativen Voraussetzungen beruhen, sind auch denkbar.⁴⁴³ Bei der Bestimmung des Wandlungsauslösers müssen die negativen Nebeneffekte der Umwandlung auf den Finanzmarkt beachtet werden. Kriterien, die sich ausschließlich auf den Aktienpreis beziehen, können beispielweise Anreize für eine Spekulation durch Leerverkäufe setzen, die den Börsenpreis der Aktien noch

⁴³⁹ S. ausführlich *Pazarbasioglu* u.a., IMF Staff Discussion Note, 2011, SDN/11/01, S. 7, 24 ff.

⁴⁴⁰ *Pazarbasioglu* u.a., IMF Staff Discussion Note 2011, SDN/11/01, S. 9.

⁴⁴¹ *Pazarbasioglu* u.a., IMF Staff Discussion Note, 2011, SDN/11/01, S. 25-26.

⁴⁴² *Pazarbasioglu* u.a., IMF Staff Discussion Note, 2011, SDN/11/01, S. 9, 24-25; von der *Cronel/Beeler*, ZBB 2012, 12 (17).

⁴⁴³ *Nodoushani*, ZBB 2011, 143 (149).

weiter herunterzieht. Jene Bedingungen, die sich auf das Finanzsystem beziehen, können gesunde Institute unberechtigterweise zur Umwandlung zwingen. Bankaufsichtsbehörden können zu spät eingreifen, insb. wenn sie politischem Druck unterliegen. Aus diesen Gründen hat die Praxis solche Kriterien, die sich auf die Bilanz beziehen, bevorzugt. Binäre Auslöser kommen auch zur Anwendung. Im Jahr 2009 hat beispielweise die *Lloyds Bank Enhanced Capital Notes* emittiert, die sich bei einer fünfprozentigen Unterschreitung der harten Kernkapitalquote in Eigenkapital umwandeln.⁴⁴⁴ Im Jahr 2011 emittierte *Crédit Suisse Buffer Capital Notes*, die sich in Eigenkapital umwandeln, falls die harte Kernkapitalquote 7% unterschreitet, nach entsprechender Anordnung der FINMA⁴⁴⁵ oder nach Inanspruchnahme einer staatlichen Beihilfe.⁴⁴⁶ Im Jahr 2011 emittierte die *Bank of Cyprus Enhanced Capital Securities*. Die Umwandlung erfolgt, sobald die Kernkapitalquote 5% unterschreitet.⁴⁴⁷

Neben dem Wandlungsauslöser ist das Wandlungsverhältnis zu berücksichtigen. Das Wandlungsverhältnis bemisst die Aktienanzahl, die der Anleihegläubiger infolge der Umwandlung der bedingten Pflichtwandelanleihen erhält.⁴⁴⁸ Dadurch wird die Verlustverteilung zwischen Aktionären und Gläubigern bestimmt. Ein Wandlungsverhältnis, das sich auf den Marktpreis der Aktien zum Zeitpunkt der Emission bezieht, schützt die Anteilseigner vor der Verwässerung und geht zu Lasten der Gläubiger. Dies ist der Fall bei den Wandelanleihen von der *Lloyds Bank*. Nach hypothetischer Berechnung würden die Gläubiger nach der Umwandlung nur ca. 40% des Nennwerts der Anleihen bekommen.⁴⁴⁹ Ein Wandlungsverhältnis, das sich hingegen auf den Marktpreis der Aktien zum Zeitpunkt der Umwandlung bezieht, zieht die Verwässerung der Anteilseigner nach sich bzw. bevorzugt die Gläubiger. Dies ist der Fall bei den Wandelanlei-

⁴⁴⁴ S. den Enhanced Capital Note Programme Prospectus v. 1.12.2009, abrufbar unter: www.lloydsbankinggroup.com/globalassets/documents/investors/2011/ecn_prog_prospectus_01dec2009.pdf

⁴⁴⁵ Eidgenössische Finanzmarktaufsicht.

⁴⁴⁶ S. die Pressemitteilung der Credit Suisse Group AG v. 14.2.2011, abrufbar unter: www.credit-suisse.com/news/de/media_release.jsp?ns=41709

⁴⁴⁷ Vgl. Bank of Cyprus Cocos suscription misses target, Reuters v. 20.5.2011, abrufbar unter: uk.reuters.com/article/2011/05/20/bankofcyprus-cocos-idUKLDE74J0CV20110520

⁴⁴⁸ *Nodoushani*, ZBB 2011, 143 (149).

⁴⁴⁹ *Von Furstenberg*, HKIMR Working Paper 2012, Nr. 07, S. 22; dazu *von der Crone/Beeler*, ZBB 2012, 12 (18).

hen von *Crédit Suisse*, bei denen eine Untergrenze in Höhe des anrechenbaren Marktpreises vorgesehen ist, um eine Spekulation gegen den Aktienkurs zu vermeiden. Nach hypothetischer Berechnung würden die Gläubiger nach der Umwandlung ca. 80% des Nennwerts der Anleihen bekommen.⁴⁵⁰ Ebenso möglich ist die Anwendung eines „neutralen“ Wandlungsverhältnisses, wie z.B. die Anrechnung des Buchwerts des materiellen Eigenkapitals (*Tangible Common Equity*) bei der Umwandlung.⁴⁵¹ Das Wandlungsverhältnis hat demzufolge eine verhaltenssteuernde Wirkung. Der Schutz vor Verwässerung setzt bei der Geschäftsführung und den Aktionären Anreize, hohe Risiken einzugehen. Der Schutz der Gläubiger führt dagegen zur Reduzierung der riskanten Projekte und erhöht die Marktdisziplin.⁴⁵² Eine hohe Verwässerungsgefahr für die Anteilseigner kann aber zu einer suboptimalen Investitionspolitik führen, d.h. zu risiko- und ertragsarmen Projekten, um die eingegangenen Risiken möglichst zu reduzieren: Die Ertragsquellen und damit die Wertschöpfung verringern sich.⁴⁵³ Die Kriterien der Umwandlung müssen somit beide Interessen berücksichtigen. Deren Ausgestaltung bleibt jeweils eine Geschäftsentscheidung.⁴⁵⁴ Im deutschen Recht sind die bedingten Pflichtwandelanleihen vom Gesetzgeber nicht ausdrücklich anerkannt.⁴⁵⁵ § 221 AktG betrifft nur Schuldverschreibungen, bei denen den Gläubigern bzw. nicht der Gesellschaft ein Umtauschrecht eingeräumt wird. Fraglich ist somit, wie die Kapitalerhöhung erfolgen soll, wenn die vertraglichen Voraussetzungen der Umwandlung erfüllt sind. Zuerst kommt eine ordentliche Kapitalerhöhung nach §§ 182 ff. AktG in Betracht. Die Frist bei der Einberufung der Hauptversammlung, die Erforderlichkeit der Dreiviertelmehrheit und die Ausübung der Bezugsrechte der Aktionäre könnten jedoch einer raschen Umwandlung zu den vertraglichen Konditionen entgegenwirken. Falls die Aktionäre sich weigern, der Kapitalerhöhung zuzustim-

⁴⁵⁰ Ibid.

⁴⁵¹ Von Furstenberg, HKIMR Working Paper 2012, Nr. 07, S. 8. Unter materiellem Eigenkapital versteht man das Eigenkapital abzüglich aller immaterieller Werte bzw. das Haftungskapital im Fall der Insolvenz.

⁴⁵² Nodoushani, ZBB 2011, 143 (145).

⁴⁵³ Eisdorfer, The Financial Review 2011, 43 (45ff.).

⁴⁵⁴ FINMA/SNB, Schlussbericht der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen, S. 94: „(...) die Kapitalstruktur und Ausgabekonditionen und die Ausgestaltung des Wandlungskapitals sind wesentliche Geschäftsentscheide, welche die Gesellschaft selbst treffen muss und für welche der Staat keine Verantwortung übernehmen kann“.

⁴⁵⁵ Nodoushani, ZBB 2011, 143 (145).

men, muss die Gesellschaft nur Schadenersatz leisten.⁴⁵⁶ Die Kapitalerhöhung könnte nach Ermächtigung des Vorstandes gem. §§ 202 ff. AktG stattfinden. Die Ermächtigung ist aber auf fünf Jahre begrenzt und gilt nur bis zur Hälfte des Grundkapitals, § 202 Abs. 1, Abs. 3 AktG. Dies ist problematisch, sobald die Umwandlung in Eigenkapital sich auf einen höheren Betrag bezieht, insb. im Fall eines Wandlungsverhältnisses, das die Gläubiger bevorzugt. Dazu kann sich die Laufzeit von Wandelanleihen auf mehr als fünf Jahre erstrecken. Die Einzelheiten der Kapitalerhöhung können in dem Ermächtigungsbeschluss geregelt werden. Der Inhalt des Beschlusses bindet den Vorstand.⁴⁵⁷ Im Rahmen der Begebung von Wandelschuldverschreibungen i.S.d. § 221 Abs. 1 AktG ist eine bedingte Kapitalerhöhung gem. §§ 192 ff. AktG möglich. Die Hauptversammlung beschließt eine Kapitalerhöhung, die nur zur Gewährung von Umtauschrechten beschlossen werden darf (§ 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG). Dabei ist die Höhe der Emission gem. § 192 Abs. 3 AktG auf die Hälfte des Grundkapitals beschränkt. Im Blick auf die Rechtssicherheit ist hier ein nachträglicher Beschluss der Hauptversammlung, der dem Beschluss über die bedingte Kapitalerhöhung entgegensteht, nichtig (Abs. 4). In der Literatur ist es umstritten, ob die §§ 192 ff. AktG auf bedingte Pflichtwandelanleihen anwendbar sind.⁴⁵⁸ Angesichts der Wichtigkeit der bedingten Wandelanleihen als Instrumente der Krisenbewältigung – insb. in Bezug auf die Unternehmen des Finanzsektors – wäre hier eine Änderung des Gesetzeswortlauts wünschenswert. Ein interessanter Vergleichsmaßstab bietet das novellierte schweizerische Bankengesetz (BankG).⁴⁵⁹ Kreditinstitute, die in Form einer Aktiengesellschaft betrieben werden, dürfen die Begebung von Wandlungskapital bereits in der Satzung regeln (Art. 11 Abs. 1 b.). Diese Vorschriften betreffen ausdrücklich die Pflichtwandelanleihen. Die zulässigen Zwecke sind die Stärkung der Eigenkapitalbasis und die Verhinderung oder Bewältigung einer Krise (Art. 11 Abs. 3). Die Voraussetzungen einer bedingten Kapitalerhöhung in Bezug auf Wandel-

⁴⁵⁶ Vgl. *Habersack* in: MünchKomm zum AktG, AktG § 221, Rn. 131.

⁴⁵⁷ Vgl. *Radlmayr* in: Heidel, AktG § 221, Rn. 17.

⁴⁵⁸ *Seiler* in: Spindler/Stilz, AktG, § 221, Rn. 151; *Kleidt/Schiereck*, BKR 2004, 18; *Frey* in: Großkomm zum AktG, § 192, Rn. 84.

⁴⁵⁹ Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen v. 8.11.1934, Nr. 952.0, zuletzt geändert am 1.1.2013.

schuldverschreibungen können in der Satzung geregelt werden (Art. 13 Abs. 1). Anzahl, Art und Nennwert der zu emittierenden Aktien müssen bestimmt sein. Gleiches gilt gem. Art. 11 Abs. 2 für den Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre. Soweit die Satzung es nicht feststellt, ist der Vorstand ermächtigt, gem. Art. 11 Abs. 3 den Wandlungsauslöser und das Wandlungsverhältnis selber zu bestimmen. Die Kapitalerhöhung erfolgt nach Eintritt des Ereignisses und nach entsprechendem Beschluss des Vorstandes. Ein Beschluss der Hauptversammlung ist dafür nicht erforderlich (Art. 11 Abs. 7). Diese Vorschriften bewirken eine Verschiebung der Entscheidungsmacht von den Aktionären auf die Geschäftsführung.

Die Begebung von bedingten Pflichtwandelanleihen betrifft in den meisten Fällen nachrangige Forderungen.⁴⁶⁰ Die Emission von vorrangigen Anleihen mit Umtauschrecht zu Gunsten des Emittenten ist jedoch denkbar. Dadurch wird in Krisensituationen die Erlangung der Kontrolle über das Institut durch die vorrangigen Fremdkapitalgeber vereinfacht. Die Prioritätsordnung zwischen vorrangigen und nachrangigen Gläubigern sowie Anteilseignern muss aber gewahrt werden. Mit anderen Worten sollte der Wandlungsauslöser für vorrangige bedingte Pflichtwandelanleihen so ausgestaltet sein, dass die Umwandlung nur nach Herabsetzung des Eigenkapitals und Abschreibung oder Umwandlung des nachrangigen Fremdkapitals erfolgen kann.⁴⁶¹

E. Zusammenfassung und Bewertung

Verschiedene Maßnahmen können bei einer notleidenden Investmentbank auf der Passivseite präventiv vorgenommen werden, um der Insolvenz vorzubeugen sowie die Fortführung des Unternehmens zu ermöglichen. Die Erhöhung des Fremdkapitals unterstützt die Beseitigung eines vorübergehenden Liquiditätsengpasses. Sie stellt jedoch keine nachhaltige Lösung dar und kann auf Vertrauensprobleme stoßen. Die Umstrukturierung des Fremdkapitals reduziert den Verschuldungsgrad der Investmentbank. Es handelt sich um eine effiziente Lösung, die vertraglich schnell durchsetzbar ist. Koordinationsprobleme sind je-

⁴⁶⁰ *Eisdorfer*, *The Financial Review* 2011, Vol. 46, S. 43 (44).

⁴⁶¹ Vgl. *Adler*, *Stanford Law Review* 1993, Vol. 45, S. 311 (323).

doch zu erwarten. Die Übernahme der Kontrolle der Investmentbank durch die vorrangigen Fremdkapitalgeber, anhand einer Kapitalerhöhung, kann erfolgreich sein, sobald eine vorherige Kapitalherabsetzung stattgefunden hat. Wegen der starken Position der Anteilseigner im Gesellschaftsrecht lässt sich dies jedoch praktisch schwer durchsetzen.⁴⁶² Die Emission von bedingten Pflichtwandelanleihen ermöglicht eine verbesserte Steuerung der Kapitalstruktur in Krisensituationen. Hier ist eine Abklärung der anwendbaren Regeln wünschenswert, um den potentiellen Investoren eine höhere Rechtssicherheit anzubieten.

§ 11 – Sanierungsmaßnahmen auf der Aktivseite

A. Einzelverkäufe

Liquiditätsengpässe zwingen die Unternehmen des Finanzsektors zu Einzelverkäufen auf der Aktivseite, sobald die Restrukturierung der Passivseite durch die Bereitstellung von liquiden Mitteln (Eigen- oder Fremdkapitalerhöhung) scheitert.⁴⁶³ In diesem Fall gilt die Liquidierbarkeit der Aktiva als Indikator für die Zahlungsfähigkeit des Unternehmens. Illiquide und langfristige Vermögensgegenstände führen in der Regel zur Zahlungsstockung – insb. wenn der Finanzmarkt in Krisenzeiten ausgetrocknet ist.⁴⁶⁴ Dagegen bieten Einzelverkäufe, die Zug um Zug über einen langen Zeitraum stattfinden bzw. ohne Zwangsliquidation, wesentliche Vorteile. Die Liquiditätslage verbessert sich dank dem Zufluss der Verkaufserlöse. Eine Herabsetzung der Hebelwirkung findet statt, da bereits bestehende Verbindlichkeiten aus Finanzierungsgeschäften erfüllt werden können – ohne Inanspruchnahme von neuen Krediten. Nach der Sanierung der Aktivseite erhöht sich das Marktvertrauen und die Refinanzierung erfolgt zu niedrigeren Kosten. Auf juristischer Ebene richten sich die auf die Übertragung anwendbaren Regelungen nach der Form des Vermögensgegenstandes. Bei verbrieften Aktiven handelt es sich schuldrechtlich um einen Kaufvertrag i.S.d. § 433 BGB (Verpflichtungsgeschäft), wobei das Eigentum nach sachenrechtli-

⁴⁶² Hierzu *Brinkmann*, WM 2011, 97 (98).

⁴⁶³ Vgl. *Boyson/Helwegel/Jindra*, Northeastern University D’Amore-McKim School of Business, Research Paper 2013, Nr. 18 (Zwangsliquidationen bei Investmentbanken in Krisensituationen).

⁴⁶⁴ *Ibid.*, S. 6.

chen Grundsätzen (§§ 929 ff. BGB) übertragen wird (Verfügungsgeschäft).⁴⁶⁵ Die Verkehrsfähigkeit der verbrieften Forderungen ermöglicht einen schnellen Abbau der Bilanzsumme bei Vorliegen eines aktiven Markts. Bei unverbrieften Forderungen handelt es sich um eine Abtretung i.S.d. § 398 BGB. Die Einigung zwischen Zedent und Zessionär reicht. Die Mitwirkung des Schuldners ist nicht erforderlich.⁴⁶⁶ Der vertragliche Ausschluss der Abtretung ist unwirksam, sobald das zugrundeliegende Rechtsgeschäft ein Handelsgeschäft für beide Parteien ist, § 354a HGB.⁴⁶⁷ Die Abtretung einer Forderung gegenüber einem Verbraucher könnte sich aber aufgrund des Bankgeheimnisses als problematisch erweisen. Gem. Nr. 2 Abs. 1 AGB-Banken ist beispielweise *„die Bank (...) zur Verschwiegenheit über alle kundenbezogenen Tatsache und Wertungen verpflichtet, von denen sie Kenntnis erlangt“*. Fraglich ist, ob eine solche Klausel der Wirksamkeit der Abtretung zuwiderläuft. Dafür müsste das Bankgeheimnis ein konkludentes Abtretungsverbot i.S.d. § 399 Alt. 2 BGB darstellen. Eine Abtretung führt jedoch nicht zwangsweise zur Verletzung der Geheimhaltungsverpflichtung. Die Übergabe kann z.B. durch verschlüsselte oder anonymisierte Daten erfolgen. Eine vertragliche Klausel über das Bankgeheimnis alleine reicht somit nicht zur Begründung eines konkludenten Abtretungsverbots.⁴⁶⁸ Ebenso wenig überzeugend ist die Herleitung eines Abtretungsverbots aus einem gesetzlichen Schuldverhältnis gem. § 311 Abs. 2 BGB.⁴⁶⁹ Neben dem etwaigen vertraglichen Verbot könnte die Abtretung als Verfügungsgeschäft gegen ein gesetzliches Verbot verstoßen. In Betracht kommt § 203 StGB, in Bezug auf die Verletzung von Privatgeheimnissen. Diese Vorschrift betrifft insb. Amtsträger. Investmentbanken, als private Personen, sind von der Norm nicht umfasst. Fraglich ist, ob eine analoge Anwendung auf andere Unternehmen des Finanzsektors in Betracht kommt. Dies ist wegen Art. 103 Abs. 2 GG bzw. des Analogieverbots im Strafrecht ausgeschlossen.⁴⁷⁰ Etwas anderes könnte sich

⁴⁶⁵ S. bzgl. der Übertragung von Aktien im Aktienkaufvertrag: *Mirow*, NZG 2008, 52.

⁴⁶⁶ *Roth* in: MünchKomm zum BGB, § 398, Rn. 3.

⁴⁶⁷ Vgl. hierzu *Roth* in: MünchKomm zum BGB, § 399, Rn. 39f.; *Karsten/Schmidt* in: MünchKomm zum HGB, § 354a, Rn. 6 ff.

⁴⁶⁸ *Klüwer/Meister*, WM 2004, 1157 (1158).

⁴⁶⁹ *Nobbe*, WM 2005, 1537 (1540).

⁴⁷⁰ BGH, Urteil v. 27.2.2007 - XI ZR 195/05 = NJW 2007, 2106 (2108); BGH, Urteil v. 27.10.2009 - XI ZR 225/08; *Nobbe*, WM 2005, 1537 (1547).

aus § 1 Abs. 4 S. 2 des Bundesdatenschutzgesetzes (BDSG), wonach die Erhebung, Verarbeitung und Nutzung personenbezogener Daten eine gesetzliche Erlaubnis oder die Zustimmung des Betroffenen voraussetzt, ergeben.⁴⁷¹ Laut § 3 Abs. 1 BDSG bezieht sich das Verbot auf persönliche oder sachliche Einzelangaben natürlicher Personen. Die Weitergabe der o.g. Daten ist jedoch für eigene Geschäftszwecke zulässig, § 28 Abs. 1 BDSG. Darüber hinaus besteht bei der Abtretung die gesetzliche Pflicht zur Weitergabe der forderungsbezogenen Informationen, § 402 BGB. Die Abtretung ist daher nicht wegen Verstoßes gegen ein gesetzliches Verbot nach § 134 BGB i.V.m. § 203 StGB oder nach § 134 BGB i.V.m. § 1 Abs. 4 S. 2 BDSG unwirksam.⁴⁷² Dem Schuldner der abgetretenen Forderung könnte ein Schadensersatzanspruch gegenüber dem Zedenten zustehen, § 280 Abs. 1 BGB. Im Falle des Schuldnerverzuges darf dieser Anspruch nicht geltend gemacht werden. Der Schuldner würde sich dadurch treuwidrig verhalten, § 242 BGB.⁴⁷³ Bei den anderen Forderungen sollte sich der Zessionär im gleichen Umfang wie der Zedent verpflichten, die ermittelten Daten zu bewahren.⁴⁷⁴ Somit wird dem Geheimhaltungsinteresse des Schuldners ausreichend Rechnung getragen.⁴⁷⁵

Anders ist die Rechtslage, wenn die notleidende Investmentbank als Vertragspartei ein gegenseitiges Schuldverhältnis eingegangen ist. Dies ist insb. der Fall bei Derivaten, wenn eine offene Position vor Ablauf der vertraglichen Frist geschlossen werden soll, um ihre negative Entwicklung bzw. weitergehende Verluste zu vermeiden. Drei Lösungen kommen in Betracht. Erstens die Aufhebung des Vertrags durch Vereinbarung mit dem Vertragspartner mit Ausgleichszahlung. Zweitens die Öffnung einer umgekehrten Position am Finanzmarkt, um die ursprüngliche Position zu neutralisieren.⁴⁷⁶ Und drittens die Übertragung der vertraglichen Rechte und Pflichten auf einen Dritten. Es han-

⁴⁷¹ Bundesdatenschutzgesetz in der Fassung der Bekanntmachung v. 14.1.2003 (BGBl. I S. 66), das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes v. 14.8.2009 (BGBl. I S. 2814) geändert worden ist.

⁴⁷² Hofmann/Walter, WM 2004, 1566 (1571); Klüwer/Meister, WM 2004, 1157; Rinze/Heda, WM 2004, 1557 (1564 f.).

⁴⁷³ Klüwer/Meister, WM 2004, 1157 (1161 f.).

⁴⁷⁴ Hofmann/Walter, WM 2004, 1566 (1572).

⁴⁷⁵ Bruchner, BKR 2004, 394 (396).

⁴⁷⁶ Die Neutralisierung des Verkaufs einer Kaufoption erfolgt z.B. durch Kauf einer Kaufoption in Bezug auf den gleichen Basiswert, mit gleichlautendem Anspruch (Lieferung des Basiswerts oder Zahlung eines Geldbetrags) und ähnlicher Frist bzw. Art der Ausübung.

delt sich im letzten Fall um einen Austausch des Vertragspartners oder eine „Vertragsübernahme“. Dies stellt eine Kombination von Abtretung und Schuldübernahme dar, §§ 398, 415 Abs. 1 BGB.⁴⁷⁷ Es handelt sich dabei um ein einheitliches Rechtsgeschäft *sui generis*.⁴⁷⁸ Die Mitwirkung aller Beteiligten ist erforderlich, und die Formerfordernisse des übernommenen Vertrags sind einzuhalten.⁴⁷⁹ Bei Finanztermingeschäften erfolgt in der Regel die Vertragsübernahme anhand einer Novation unter Zustimmungsvorbehalt jeder Partei.⁴⁸⁰ In der Praxis werden Angebote von potentiellen Übernehmern gesammelt. Ein Antrag auf Zustimmung des besten Übernehmers wird danach gestellt. Die Vertragsübernahme erfolgt nach Abschluss des Novationsvertrages.⁴⁸¹

Einzelverkäufe werden nach freiem Ermessen des Vorstands der Gesellschaft vorgenommen, § 76 Abs. 1 AktG. Das Gesetz sieht dabei keine Zuständigkeit der Hauptversammlung vor, § 119 Abs. 1 AktG. Nach der Rechtsprechung besteht jedoch eine ungeschriebene Zuständigkeit der Hauptversammlung, sobald die Entscheidung des Vorstandes schwerwiegende Eingriffe in die Rechte und Interessen der Anteilseigner herbeiführt.⁴⁸² Es ist insb. der Fall bei der Übertragung des ganzen Gesellschaftsvermögens oder der Ausgliederung von ca. 80% der wesentlichen Vermögensgegenstände.⁴⁸³ Vorrangige Fremdkapitalgeber können die Entscheidung des Vorstandes grundsätzlich nicht beeinflussen. Vertragliche Einschränkungen bei dem Kauf oder Verkauf von Aktiven (*Asset Disposal Covenants*) sind jedoch möglich.⁴⁸⁴ Es handelt sich dabei um Unterlassungsverpflichtungen (*Negative Covenants*).⁴⁸⁵ Die Folgen einer Verletzung

⁴⁷⁷ OLG Nürnberg, Urteil v. 10.5.1965 - 5 U 29/65; *Busche* in: Staudinger, Einleitung zu §§ 398 ff. BGB, Rn. 196. S. ergänzend *Bydlinsky* in: MünchKomm zum BGB, § 414, Rn. 1-9 sowie § 415, Rn. 1-19.

⁴⁷⁸ S. BGH, Urteil v. 10.11.1960 - VIII ZR 167/59 = NJW 1961, 453 (454); *Kreße/Eckard* in: Dauner-Lieb/Langen, BGB § 398, Rn. 41; *Busche* in: Staudinger, BGB § 398, Rn. 201.

⁴⁷⁹ S. BGH, Urteil v. 27.11.1985 - VIII ZR 316/84 = NJW 1986, 918; BGH, Urteil v. 29.11.1978 - VIII ZR 263/77 = NJW 1979, 369; *Busche* in: Staudinger, BGB § 398, Rn. 201; *Kreße/Eckard* in: Dauner-Lieb/Langen, § 398 BGB, Rn. 42.

⁴⁸⁰ S. *Behrends* in: Zerey, Finanzderivate, § 6, Rn. 58-59 (deutscher Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte); *Sachsen-Altenburg* in: Zerey, Finanzderivate, § 7, Rn. 76-77 (ISDA Agreement).

⁴⁸¹ S. beispielweise den Antrag auf Novation des *Interest Swap Agreement* zwischen Lehman Brothers (ausscheidende Partei) und Long Island Power Authority (verbleibende Partei) zu Gunsten von Wells Fargo (übernehmende Partei) v. 15.12.2011 abrufbar unter: <http://lipower.org/pdfs/company/papers/board/121511-interest.pdf>

⁴⁸² S. BGH, Urteil v. 25.2.1982 - II ZR 174/80 = NJW 1982, 1703.

⁴⁸³ *Liebscher* in: *Henssler/Strohn*, AktG § 119, Rn. 15.

⁴⁸⁴ *Drukarczyk/Schöntag* in: Gottwald, Insolvenzrechts-Handbuch, § 3 Rn. 20.

⁴⁸⁵ Hierzu: *Heidorn/Jaster/Willeitner*, Die Bank 2002, 249; bei den Anleihen: *Menz*, Die Bank 2002, 774; *Kilgus* in: Schüppen/Schaub, MAH Aktienrecht, § 49, Rn. 21.

sind vertraglich geregelt. Außerordentliche Kündigungsrechte oder die Bereitstellung von zusätzlichen Sicherheiten kommen in Betracht.⁴⁸⁶ Die Geltendmachung von diesen Klauseln kommt z.B. im Rahmen der Veräußerung von wesentlichen Aktiven oder bei einem Verkauf zu sehr ungünstigen Konditionen in Betracht.

Aus wirtschaftlicher Sicht sind Einzelverkäufe nur möglich, wenn eine entsprechende Nachfrage am Markt vorliegt. Dabei gehören die Käufer entweder derselben Branche wie die Investmentbank (*Inside Buyers*) oder einer anderen Geschäftsbranche (*Outside Buyers*).⁴⁸⁷ *Inside Buyers* unterliegen niedrigen Transaktionskosten. Sie sind dazu in der Lage, die betroffenen Vermögensgegenstände zum fairen Preis zu bewerten. Dadurch wird eine effiziente Ressourcenallokation ermöglicht. Problematisch ist allerdings, dass die Insolvenz des Verkäufers im Rahmen einer Finanzkrise stattfinden kann. Alle Unternehmen des Finanzsektors sind dabei gleichzeitig betroffen und verfügen meistens über keine ausreichenden Finanzmittel, um die Aktiven zu erwerben.⁴⁸⁸ Auf der Seite der *Outside Buyers* könnte der Kaufpreis – aufgrund der Transaktionskosten – den Fundamentalwert der Vermögensgegenstände unterschreiten. Notverkäufe (*Asset Fire Sales*) zu Zerschlagungswerten drohen. Daraus könnte sich eine Preisspirale am Finanzmarkt ergeben.⁴⁸⁹ Einzelverkäufe sollten somit zu verschiedenen Zeitpunkten vorgenommen werden. Zuerst sollten Aktiven verkauft werden, bei denen die Bewertungsmaßstäbe unberührt bleiben. Im Fall *Lehman Brothers* hätte z.B. ein Verkauf der *Investment Management Division* zum Fundamentalwert stattfinden können.⁴⁹⁰ Der Verkaufserlös hätte dabei der Investmentbank geholfen, die bereits bestehenden Liquiditätsengpässe zu bewältigen. Zu einem späteren Zeitpunkt sollten solche Aktiven verkauft werden, deren Marktwert ihren Fundamentalwert momentan unterschreitet. Bei *Lehman Brothers* hätten sich z.B. die an dem Immobilienfonds *Archstone* erworbenen Anteile im Jahr 2007 zu einem lediglich symbolischen Preis verkaufen lassen.

⁴⁸⁶ Vgl. *Gottwald* in: Insolvenzrechts-Handbuch § 3, Rn. 29; *Knecht/Haghani* in: Buth/Hermanns, RStB, § 18, Rn. 71-94.

⁴⁸⁷ *Pulvino*, *The Journal of Finance* 1998, Vol. 53, S. 939 (942).

⁴⁸⁸ *Adrian/Shin*, Federal Reserve Bank of New-York, Staff Reports 2008, Nr. 346, S. 12.

⁴⁸⁹ *Pulvino*, *The Journal of Finance* 1998, Vol. 53, S. 939 (940).

⁴⁹⁰ *Valukas*, Examiner Report, Appendix 13, S. 38.

Im Jahr 2013 wurden, im Rahmen des Insolvenzverfahrens, die Anteile zum Preis von 6,5 Mrd. US-Dollar an *Equity Residential* und *Avalon Bay* verkauft.⁴⁹¹ Angesichts der Liquiditätslage der notleidenden Investmentbank sind manchmal Einzelverkäufe nicht ausreichend, um eine drohende Zahlungsunfähigkeit zu vermeiden, insb. wenn die Marktkonditionen schlecht sind. In diesem Fall müssen andere Maßnahmen vorgenommen werden. Dabei bildet die Auslagerung der toxischen Aktiven auf eine Zweckgesellschaft eine möglicherweise erfolgreiche Lösung.

B. Auslagerung auf Zweckgesellschaft

Die Fähigkeit einer Investmentbank, toxische Aktiva rechtzeitig auszulagern, spielt eine entscheidende Rolle im Insolvenzfall.⁴⁹² Bei *Lehman Brothers* sind die Einzelverkäufe zu spät vorgenommen worden bzw. auf einem bereits illiquiden Markt. Als die Investmentbank sich später in Schwierigkeiten befand, haben sich mehrere potentielle Vertragspartner geweigert, an einer Verschmelzung teilzunehmen oder wesentliche Betriebsteile zu übernehmen.⁴⁹³ In dieser Hinsicht bietet die Auslagerung auf eine Zweckgesellschaft die Möglichkeit, notleidende Vermögenswerte auf einen Dritten zu übertragen.⁴⁹⁴ Die Restrukturierung des Instituts wird dank der Entlastung der Bilanz vereinfacht. Die Auslagerung muss von dem Workout und von dem Outsourcing unterschieden werden. Bei dem *Workout* erfolgt die Bearbeitung der notleidenden Vermögenswerte nur intern durch eine spezielle Abteilung. Neben den Mitarbeitern des Instituts kann auch ein Dienstleister beauftragt werden.⁴⁹⁵ Im Rahmen des *Outsourcing* erfolgt die Betreuung der Vermögensgegenstände ausschließlich durch einen externen Dienstleister. Ihm können Vertretungsbefugnisse eingeräumt werden.⁴⁹⁶ Die Voraussetzungen des § 25b KWG sind einzuhalten.⁴⁹⁷ Es erfolgt in beiden Fällen keine Übertragung der Risikopositionen auf einen Dritten.

⁴⁹¹ Valukas, Examiner Report, S. 128; Sallaberry, Lehman verkauft Immobilien-Tochter Archstone für 6,5 Mrd. Dollar, Die Welt v. 26.11.2012.

⁴⁹² Geithner, BIS Review 2008, Nr. 74, S. 2.

⁴⁹³ Valukas, Examiner Report, S. 3 ff., 18, 44 ff., 83 ff., 157, 494 ff., 541 ff. und 637.

⁴⁹⁴ Günther, Bad Banks, S. 145.

⁴⁹⁵ Theewen, WM 2004, 105 (109).

⁴⁹⁶ Theewen, WM 2004, 105 (111 f.); Braun/Wolfgarten in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG § 25a

I. Auslagerung nach allgemeinem Recht

Die Übertragung von Vermögenswerten ist auf eine Zweckgesellschaft des privaten Sektors oder auf eine staatliche Abwicklungsanstalt möglich. Sie erfolgt nach allgemeinen Regeln im Wege einer Einzelrechtsübertragung, einer Risikobeteiligung oder einer Abspaltung/Ausgliederung nach § 123 UmwG. Im ersten Fall finden die oben dargestellten Regeln auf die Einzelveräußerungen Anwendung. Die Übertragung erfolgt nach §§ 929 ff. BGB bei den Wertpapieren und nach §§ 398 ff. BGB bei den Forderungen. Bei dem Übergang von Rechten und Pflichten ist nach §§ 398, 415 Abs. 1 BGB eine Vertragsübernahme erforderlich.

Im zweiten Fall sind mehrere Arten von Risikobeteiligungen denkbar. Zuerst kann das Ausfallrisiko des Schuldners der Investmentbank anhand Kreditderivaten übertragen werden. Es erfolgt keine Veränderung des ursprünglichen Vertrags.⁴⁹⁸ In Betracht kommen hier insb. *Credit Default Swaps*, bei denen der Sicherungsgeber eine Ausgleichzahlung an den Sicherungsnehmer leisten muss, sobald der Referenzschuldner seinen Verpflichtungen nicht nachkommt.⁴⁹⁹ *Total Return Swaps* ermöglichen die Übertragung der Risiken aus einem Vermögenswert von dem Sicherungsnehmer auf den Sicherungsgeber. Der letztere verpflichtet sich zur Zahlung eines variablen oder festen Zinssatzes und zur Ausgleichung der Wertminderung des Referenzaktivums. Der erstere verpflichtet sich zur Zahlung sämtlicher Erträge aus dem Referenzaktivum.⁵⁰⁰ Bei den *Credit Linked Notes* begibt der Sicherungsnehmer eine Anleihe an den Sicherungsgeber, der sofort eine Ausgleichzahlung leistet. Im Fall des Ausfalls des Referenzschuldners während eines bestimmten Zeitraums behält der Sicherungsnehmer die Ausgleichzahlung. Kommt der Referenzschuldner hingegen seinen Verpflichtungen rechtzeitig nach, muss der Sicherungsnehmer den Initialbetrag zurückzahlen.⁵⁰¹ Neben den Finanzderivaten ist eine Risikobeteiligung

a.F., Rn. 872-884.

⁴⁹⁷ S. dazu das Rundschreiben der BaFin Nr. 10/2012 v. 14.12.2012, BA 54-FR 2210-2012/0002, S. 17 f.

⁴⁹⁸ Bock in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG § 19, Rn. 58.

⁴⁹⁹ Zerey in: Zerey, Finanzderivate, § 8, Rn. 15-17.

⁵⁰⁰ Läger in: Zerey, Finanzderivate, § 2, Rn. 7.

⁵⁰¹ Läger in: Zerey, Finanzderivate, § 2, Rn. 8.

durch Unterbeteiligung möglich. Die Unterbeteiligung bezieht sich grundsätzlich auf Anteile einer Personen- oder Kapitalgesellschaft.⁵⁰² Eine Innengesellschaft bürgerlichen Rechts wird zwischen dem Gesellschafter (Hauptbeteiligter) und einem Dritten (Unterbeteiligter) gegründet, § 705 BGB. Eine Gewinnbeteiligung zu Gunsten des Unterbeteiligten wird im Innenverhältnis vereinbart.⁵⁰³ Eine Übernahme der mit den Anteilen verbundenen Risiken ist möglich. Der Zweck der Unterbeteiligung besteht insb. darin, die Finanzierung eines Anteilserwerbs zu ermöglichen. §§ 705 ff. BGB sowie §§ 230 ff. HGB analog finden Anwendung.⁵⁰⁴ Im Rahmen der Auslagerung von notleidenden Forderungen ist ebenso eine Unterbeteiligung an Kreditgeschäften möglich. Die Risiken werden in Bezug auf ein Portfolio von dem Hauptbeteiligten auf den Unterbeteiligten übertragen.⁵⁰⁵ Im Außenverhältnis bleibt der Hauptbeteiligte Inhaber der Forderung. Es findet keine Abtretung i.S.d. § 398 BGB statt. Im Innenverhältnis muss der Hauptbeteiligte das Portfolio im eigenen Namen, für Risiko und Rechnung des Unterbeteiligten verwalten.⁵⁰⁶ Die Übernahme des Risikos kann durch eine Garantiehaftung des Unterbeteiligten im Falle des Verzugs des Schuldners (risikomäßige Unterbeteiligung) oder durch eine Barzahlung des Unterbeteiligten in Höhe der betroffenen Forderungen bei Abschluss des Vertrages (liquiditätsmäßige Unterbeteiligung) erfolgen.⁵⁰⁷ Im zweiten Fall leitet der Hauptbeteiligte die von dem Schuldner geleisteten Tilgungs- und Zinszahlungen an den Unterbeteiligten weiter.⁵⁰⁸ §§ 705 ff. BGB finden Anwendung: Das Rechtsverhältnis zwischen Hauptbeteiligtem und Unterbeteiligtem ist nämlich als Innengesellschaft zu qualifizieren.⁵⁰⁹ Eine Risikobeteiligung kann sich auch aus dem Abschluss eines Garantievertrags ergeben. Hier verpflichtet sich der Garantiegeber, bei Eintritt eines bestimmten Ereignisses, dem Garantienehmer eine Ausgleichszahlung zu leisten – unabhängig von dem Bestehen der

⁵⁰² *Schmidt* in: MünchKomm zum HGB, § 230, Rn. 192.

⁵⁰³ *Servatius* in: Henssler/Strohn, HGB § 230, Rn. 1.

⁵⁰⁴ *Schmidt* in: MünchKomm zum HGB, § 230, Rn. 204.

⁵⁰⁵ *Kristen/Keppel*, BKR 2005, 123 (125).

⁵⁰⁶ *Ibid.*

⁵⁰⁷ *Früh*, WM 2000, 497 (498); *Günther*, Bad Banks, S. 237.

⁵⁰⁸ *Günther*, Bad Banks, S. 237.

⁵⁰⁹ Vgl. BGH, Urteil v. 11.7.1968 - II ZR 179/66 = NJW 1968, 2003; *Sittmann*, WM 1996, 469 (471); *Früh*, WM 2000, 497 (498).

Hauptforderung.⁵¹⁰ Die Garantie ist somit als nicht-akzessorisch zu qualifizieren. Es handelt sich gem. § 311 Abs. 1 BGB um einen selbständigen Vertrag.⁵¹¹ Die Auslagerung toxischer Aktiven auf eine Zweckgesellschaft kann auch im Wege einer Abspaltung oder einer Ausgliederung zur Neugründung i.S.d. §§ 123 ff. UmwG erfolgen. Bei der Abspaltung handelt es sich um die Übertragung von Vermögenswerten gegen die Gewährung von Anteilen des Übernehmers an die Anteilsinhaber des Überträgers (§ 123 Abs. 1 UmwG). Bei der Abspaltung werden die Anteile an den Überträger gewährt (§ 123 Abs. 2 UmwG). Der Spaltungs- und Übernahmevertrag muss die Gegenstände des Aktiv- und Passivvermögens genau bezeichnen (§ 126 Abs. 1 Nr. 9 UmwG). Ein Beschluss der Hauptversammlung ist gem. §§ 125, 13, 65 Abs. 1 UmwG mit Dreiviertelmehrheit erforderlich. Der Spaltungs- und Übernahmevertrag bedarf der notariellen Beurkundung (§§ 125, 6 UmwG). Eine Eintragung in das Handelsregister muss zum Schluss erfolgen (§§ 125, 16 Abs. 1 UmwG). Nach der Eintragung geht der abgespaltene oder ausgegliederte Vermögensteil auf den Übernehmer gem. § 131 Abs. 1 Nr. 1 UmwG im Wege der partiellen Gesamtrechtsnachfolge über.⁵¹² Mängel der Spaltung lassen gem. § 131 Abs. 2 UmwG die Wirksamkeit der Eintragung unberührt. Die Gläubiger des übertragenden Rechtsträgers – hier der notleidenden Investmentbank – sind gem. § 133 Abs. 1 UmwG geschützt. Der Überträger und der Übernehmer haften als Gesamtschuldner für alle vor dem Wirksamwerden der Spaltung begründeten Verbindlichkeiten.⁵¹³ In der Praxis lässt sich die Auslagerung durch eine Kombination der oben dargestellten Übertragungsinstrumente durchsetzen. Im Fall *HRE* hat z.B. die Auslagerung auf die Abwicklungsanstalt *FMS Wertmanagement* durch Abspaltung, Abtretung von Forderungen, Unterbeteiligung und Garantieübernahme stattgefunden.⁵¹⁴ Von wesentlicher Bedeutung ist in jedem Fall die Feststellung des Übertragungswerts der betroffenen Vermögensgegenstände bzw. des Um-

⁵¹⁰ *Klappstein* in: Heidel/Schall, HGB § 349, Rn. 9.

⁵¹¹ BGH, Urteil v. 11.07.1985 - IX ZR 11/85 = NJW 1985, 2941 (2942).

⁵¹² *Hörtnagl* in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG § 123, Rn. 5; *Kübler* in: Semler/Stengel, UmwG § 131, Rn. 7-9.

⁵¹³ Dazu *Maier-Reimer/Seulen* in: Semler/Stengel, UmwG § 133, Rn. 26-27.

⁵¹⁴ Vgl. hierzu *FMS Wertmanagement*, Geschäftsbericht 2010, S. 26, abrufbar unter: http://www.fms-wm.de/en/downloadcenter/cat_view/29-english/15-investors/16-reports

tauschverhältnisses oder des Kaufpreises. Im Fall *Lehman Brothers* ist z.B. eine Auslagerung des Immobilienportfolios auf die Zweckgesellschaft *SpinCo* insb. daran gescheitert, dass die anzuwendenden Bewertungsmaßstäbe bei der Übertragung streitig waren.⁵¹⁵ Entscheidend ist die Fähigkeit der Zweckgesellschaft, sich am Finanzmarkt refinanzieren zu können. Die emittierten Refinanzierungsinstrumente bzw. ihre Laufzeiten sollen der Abwicklungsstrategie entsprechen. Damit werden Notverkäufe und Verluste vermieden. Im Fall *Lehman Brothers* war z.B. eine Abwicklung über einen Zeitraum von fünf bis zehn Jahren vorgesehen.⁵¹⁶ Auch bei der *HRE* wurden langfristige Forderungen übertragen (40% der Forderungen waren erst ab 2030 fällig). Oft war eine Restrukturierung vor dem Verkauf erforderlich (Übernahme der Gesellschaft, Erlangen einer Sperrminorität usw.).⁵¹⁷ Solche Maßnahmen lassen sich nur während eines gewissen Zeitraums durchsetzen. Das Refinanzierungsmodell der Zweckgesellschaft soll somit stark genug sein.

II. Auslagerung nach FMStFG

Nach der Verabschiedung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes sind spezielle Regelungen in Kraft getreten, die sich auf die Auslagerung der vor dem 1. Oktober 2012 erworbenen Risikopositionen sowie nichtstrategienotwendigen Geschäftsbereiche der Unternehmen des Finanzsektors beziehen. Diese Regeln sind im Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz enthalten. Die Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA) wurde gem. § 3a FMStFG im Jahr 2009 begründet. Sie kann laut § 8a Abs. 1 FMStFG bundesrechtliche Abwicklungsanstalten gründen. Diese dürfen die o.g. Vermögenswerte im Wege einer Einzelrechtsübertragung übernehmen (Abs. 1 S. 1). Eine Risikobeteiligung durch Übernahme von Garantien, Unterbeteiligungen oder durch sonstige Absicherungsgeschäfte ist auch zulässig (Abs. 1 S. 4). Die Übertragung kann auch im Wege der Abspaltung oder der Ausgliederung erfolgen. Zivilrechtliche Abtretungs- und Übertragungshindernisse können der Wirksamkeit der Übertragung

⁵¹⁵ S. *Sullivan & Cromwell*, Memorandum v. 21.8.2008, abrufbar unter: <http://www.stanford.edu/~jbulow/Lehmandocs/docs/DEBTORS/LBEX-DOCID%201298065.pdf>

⁵¹⁶ *Sullivan & Cromwell*, Memorandum v. 21.8.2008, S. 7.

⁵¹⁷ FMS Wertmanagement, Geschäftsbericht 2010, S. 38 und Geschäftsbericht 2011, S. 9.

nicht entgegenstehen, §§ 8a Abs. 9, 16 FMStBG. §§ 123 ff. UmwG sind durch § 8a Abs. 8 FMStFG modifiziert. Der Spaltungs- und Übernahmevertrag bedarf in diesem Rahmen keines Prüfungsberichts nach §§ 125 i.V.m. 9 bis 12 UmwG, § 8a Abs. 8 S. 1 Nr. 3 FMStFG. Der Inhalt ist erleichtert (Nr. 5). Die Haftung der übertragenden und übernehmenden Rechtsträger gem. § 133 Abs. 1 UmwG ist ausgeschlossen. Die Anteilseigner müssen der Übertragung zustimmen. Dabei reicht eine einfache Mehrheit, sobald die Hälfte des Kapitals vertreten ist, § 8a Abs. 8 S. 1 Nr. 4 FMStFG. Darüber hinaus sind die Abwicklungsanstalten von der Pflicht befreit, eine aufsichtsrechtliche Erlaubnis im Fall der Ausübung von erlaubnispflichtigen Tätigkeiten zu beantragen, § 8a Abs. 5 FMStFG. In Bezug auf die Verlustverteilung gelten besondere Maßstäbe. Die FMSA muss nämlich bei der Gründung der Abwicklungsanstalt sicherstellen, dass die Anteilseigner des übernehmenden Rechtsträgers einer Ausgleichspflicht gegenüber der Abwicklungsanstalt unterliegen (§ 8a Abs. 4 Nr. 1 FMStFG). Bei börsennotierten Instituten ist eine solche Haftung aus praktischen Gründen ausgeschlossen. Die Verluste sind dabei aus dem an die Anteilseigner auszuschüttenden Betrag auszugleichen (Nr. 2). Die Höhe der auszugleichenden Verluste bemisst sich gem. §§ 6a-6c FMStFG nach der Differenz zwischen dem Übertragungswert und dem tatsächlichen wirtschaftlichen Wert der übertragenen Vermögensgegenstände. Der Bund, die FMSA und der SoFFin haften nicht für die Verbindlichkeiten der Abwicklungsanstalt, § 8a Abs. 1 S. 9 FMStFG. Der SoFFin darf jedoch gem. § 8a Abs. 4 Nr. 1 FMStFG eine Verlustausgleichspflicht übernehmen. Die Pflicht des SoFFin zum Ausgleich tritt nachrangig gegenüber der Pflicht der Anteilseigner ein.

Neben den öffentlichen Abwicklungsanstalten kann auch der Fonds Garantien an Zweckgesellschaften des privaten Sektors erteilen. Die Garantie betrifft entweder deren Verbindlichkeiten (§ 6 Abs. 1 S. 2 FMStFG) oder deren begebene Schuldtitel, die als Gegenleistung für die Übertragung der Vermögenswerte emittiert worden sind (§ 6a Abs. 1 FMStFG). Die oben dargestellte Verlustausgleichspflicht der Anteilseigner nach §§ 6a-6c FMStFG gilt entsprechend. Dazu darf der SoFFin die Risikopositionen von Zweckgesellschaften erwerben oder sie auf andere Weise absichern, § 8 FMStFG. Es gilt § 16 FMStBG: Zivilrecht-

liche Abtretungs- und Übertragungshindernisse stehen der Wirksamkeit der Übertragung nicht entgegen.⁵¹⁸

Die speziellen Vorschriften des FMStG erleichtern somit deutlich die Auslagerung von toxischen Aktiven auf öffentliche Abwicklungsanstalten. Ebenso vereinfacht wird der Erwerb von Risikopositionen durch den SoFFin. Diese Ausnahmeregelungen gelten jedoch nicht bei rein privaten Transaktionen. Mit anderen Worten wird der Einstieg des Staates bevorzugt. Vorrangige Fremdkapitalgeber sind von dem Entscheidungsprozess ausgeschlossen. Das Bundesministerium der Finanzen trifft nämlich die Entscheidung in Bezug auf die vorzunehmenden Stabilisierungsmaßnahmen, § 4 FMStFG. Die Errichtung von Abwicklungsanstalten wird von der FMSA beschlossen, § 8a Abs. 1 FMStFG. Dabei werden auch den Gläubigern des notleidenden Instituts keine Verluste aufgebürdet. Es gilt der Grundsatz der Eigentümerverantwortung. Die Anteilseigner müssen „*die Lasten aus den zu übertragenden Risikopositionen und nichtstrategienotwendigen Bereichen tragen*“.⁵¹⁹ Bei systemrelevanten, börsennotierten Investmentbanken wird aus praktischen Gründen die Ausgleichspflicht auf die Dividenden begrenzt (s.o.). Im Regelfall werden die Dividenden zur Verlustdeckung nicht ausreichen, sodass eine entsprechende Übernahme der nicht gedeckten Verluste durch den SoFFin bzw. den Bund zu erwarten ist (§ 5 FMStFG).⁵²⁰

III. Anwendung in der Praxis

In Deutschland wurde im Oktober 2010 „FMS Wertmanagement“ als Abwicklungsanstalt errichtet, um bestimmte Risikopositionen von der *HRE* zu übernehmen und abzuwickeln.⁵²¹ Die übertragenen Vermögenswerte umfassten dabei Wertpapiere, Forderungen und die damit verbundenen Derivate. Das gesamte Portfolio betrug 173 Mrd. EUR. Darunter fielen staatliche Anleihen aus eu-

⁵¹⁸ Hierzu *Diem/Neuberger*, BKR 2009, 177 (179); *Becker/Mock* in: FMStG-Kommentar, FMStBG § 16, Rn. 6-8 und Rn. 19-20 (Nichtanwendbarkeit bestimmter datenschutzrechtlicher Vorschriften).

⁵¹⁹ BT-Dr. 16/13591, S. 11.

⁵²⁰ *Wolfers/Rau*, NJW 2009, 2401 (2403); *Becker/Mock* in: FMStG-Kommentar, FMStFG § 5, Rn. 5-6.

⁵²¹ Vgl. Charter of FMS Wertmanagement v. 7.7.2010, Art. 2 Abs. 1: „*FMS Wertmanagement shall take over the risk positions and non-strategic operations of Hypo Real Estate Holding AG (...) and both realise and unwind them in a manner aimed at maximising the assets' value (...)*“, abrufbar unter: http://www.fms-wm.de/en/downloadcenter/cat_view/29-english/15-investors/18-constituting-documents

ropäischen Ländern (*Public Sector*), unterschiedliche ABS (*Structured Products*), gewerbliche Immobilienkredite (*Commercial Real Estate*), Forderungen in Bezug auf öffentliche Infrastrukturinvestitionen (*Infrastructure*) sowie notleidende Immobilienkredite (*Workout*).⁵²² Ein Teil der Verbindlichkeiten des HRE-Konzernverbunds wurde auch übertragen. Das Refinanzierungsmodell des FMS Wertmanagement soll sich an den privaten Marktbedingungen orientieren und beruht auf der Emission von kurzfristigen sowie langfristigen Refinanzierungsinstrumenten.⁵²³ Der SoFFin unterliegt als Alleinaktionär der HRE (übertragender Rechtsträger) einer unbeschränkten Ausgleichspflicht in Bezug auf die gesamten Verbindlichkeiten und Verluste von FMS Wertmanagement, § 8a Abs. 4 Nr. 1 FMStFG.⁵²⁴ Für das Geschäftsjahr 2010 wurden Vermögenswerte i.H.v. 3,3 Mrd. EUR abgewickelt. Der SoFFin musste 3,04 Mio. EUR als Ausgleichspflicht leisten.⁵²⁵ Im Geschäftsjahr 2011 wurden durch Abwicklung Verkaufserlöse von 13,6 Mrd. EUR erzielt. Dabei betrug die Ausgleichspflicht des SoFFin 9,96 Mrd. EUR. Der Gesamtbetrag der Refinanzierung am Finanzmarkt erhöhte sich auf 20,8 Mrd. EUR.⁵²⁶ Im Geschäftsjahr 2012 wurden durch Abwicklung Verkaufserlöse von 23,8 Mrd. EUR erzielt. Diesmal war das Ergebnis positiv. Die Abwicklungsanstalt erzielte einen Gewinn von 37 Mio. EUR. Der SoFFin unterlag hier keiner Ausgleichspflicht. Refinanzierungsinstrumente i.H.v. 34,9 Mrd. EUR wurden am Markt erfolgreich platziert.⁵²⁷ Im Geschäftsjahr 2013 ergab sich ebenso ein positives Jahresergebnis i.H.v. 146 Mio. EUR. Die gesamte Abwicklung betrug 17,8 Mrd. EUR. Für die Jahre 2012 und 2013 wurden dem Staat 31 Mio. EUR Einkommensteuer bezahlt.⁵²⁸ Im Jahr 2014 wird die Abwicklung der Risikopositionen weitergeführt. Im Juni wurden beispielweise 1,2 Mrd. US-Dollar von US-amerikanischen gewerblichen Immobilienkrediten verkauft.⁵²⁹ Dies zeigt, dass eine sogenannte Bad Bank, trotz

⁵²² FMS Wertmanagement, Geschäftsbericht 2010, S. 14 ff.

⁵²³ FMS Wertmanagement, Geschäftsbericht 2010, S. 20 ff.

⁵²⁴ Vgl. Charter of FMS Wertmanagement, Art. 7.

⁵²⁵ FMS Wertmanagement, Geschäftsbericht 2010, S. 41-45.

⁵²⁶ FMS Wertmanagement, Geschäftsbericht 2011, S. 58-59.

⁵²⁷ FMS Wertmanagement, Geschäftsbericht 2011, S. 31 und 61.

⁵²⁸ FMS Wertmanagement, Geschäftsbericht 2013, S. 14 und 42.

⁵²⁹ FMS Wertmanagement, Pressemitteilung v. 5.06.2014, abrufbar unter: <http://www.fms-wm.de/en/press/408-fms-wertmanagement-sells-us-real-estate-portfolio-with-a-nominal-value-of-usd-1-2-billion>

der Komplexität und der Problemfälle innerhalb des übernommenen Portfolios, in „normalen Jahren“ ein ausgeglichenes Ergebnis erzielen kann.⁵³⁰ Es bleibt jedoch das oben dargestellte Problem der Macht- und Verlustverteilung. Der SoFFin wählt bei FMS Wertmanagement die Mitglieder des Verwaltungsrats. Eine Abberufung ist aus wichtigem Grund möglich. Die FMSA muss der Bestellung des Vorstands zustimmen. Ihr steht ebenso ein Abberufungsrecht zu. Mit anderen Worten liegt die Machtausübung bei öffentlichen Akteuren. Verluste werden ausschließlich von dem Staat getragen. Die ca. 13 Mrd. EUR Verluste von *FMS Wertmanagement*, die durch den SoFFin ausgeglichen worden sind, wurden nur teilweise durch Verwässerung auf die Aktionäre der *HRE* verteilt, da keine Kapitalherabsetzung stattfand. Ebenso wurden den Gläubigern der *HRE* und von *FMS Wertmanagement* keine Verluste aufgebürdet, obwohl diese unter normalen Marktumständen das Investitionsrisiko tragen sollen. Es darf nicht vergessen werden, dass die Errichtung einer Zweckgesellschaft Risiken birgt, insb. weil eine entsprechende Liquiditätsbeschaffung notwendig ist und sich erhebliche Kosten bei der Abwicklung der Vermögenswerte ergeben können.⁵³¹ Diese Kosten müssten nicht dem Staat zugewiesen werden.

Im Ausland wurden in bestimmten Fällen ebenso Zweckgesellschaften bei der Auslagerung von toxischen Aktiven der Unternehmen des Finanzsektors eingesetzt. In Schweden übernahmen z.B. im Jahr 1992 zwei Abwicklungsanstalten, *Securum* und *Retriva*, notleidende Kredite von der *Nordbanken* und der *Gota Bank*. Der Staat nahm an Kapitalerhöhungen bei den übertragenden Rechtsträgern teil und refinanzierte die Anstalten. Langfristig erwies sich diese Sanierungslösung für beide Banken als erfolgreich, insb. weil strenge Bewertungsmaßstäbe angewendet wurden.⁵³² In Frankreich wurde beispielweise im Fall *Crédit Lyonnais* eine Abwicklungsanstalt mit Staatsgarantie gegründet. Notleidende Aktiven wurden von der Anstalt übernommen. Der Verkauf wurde durch einen Kredit von *Crédit Lyonnais* finanziert. Dabei wurden die Verluste ausschließlich auf den Staat verteilt – ohne Verantwortung der Anteilseigner.⁵³³ In

⁵³⁰ FMS Wertmanagement, Geschäftsbericht 2012, Vorwort.

⁵³¹ Schäfer/Zimmermann, DIW Berlin Discussion Papers 2009, Nr. 897, S. 6.

⁵³² Schäfer/Zimmermann, DIW Berlin Discussion Papers 2009, Nr. 897, S. 12.

⁵³³ Europäische Kommission (2009), Mitteilung der Kommission über die Behandlung wertgeminderter

Italien wurde einige Zeit später die *Banco di Napoli* in eine „gute Bank“ und eine Bad Bank gespalten. Die Verluste wurden von den Anteilseignern getragen und die Finanzierung des Verkaufs der notleidenden Aktiven erfolgte durch einen Kredit der Zentralbank, dessen Rückzahlung von dem italienischen Staat garantiert wurde.⁵³⁴ Im Fall *Lehman Brothers* hätte die oben erwähnte Zweckgesellschaft *SpinCo* sich nach dem folgenden Geschäftsmodell gerichtet: Das gewerbliche Immobilienportfolio (verbriefte und unverbiefte Forderungen), dessen Wert ca. 32 Mrd. US-Dollar betrug, wäre Gegenstand der Übertragung gewesen.⁵³⁵ Die Refinanzierung hätte 25% des Eigenkapitals und 75% des Fremdkapitals betragen.⁵³⁶ *Lehman Brothers* hätte durch eine Kapitalerhöhung und den Verkauf der *Investment Management Division* einen Teil der notwendigen Liquiditätsmittel eingezahlt. *SpinCo* hätte dazu Schuldverschreibungen gegenüber externen Investoren emittiert. Die Auslagerung wurde im Fall *Lehman Brothers* nicht umgesetzt. Ein vergleichbares Modell wurde jedoch bei *Barclays* mit der Zweckgesellschaft *Protium* eingesetzt, um notleidende Forderungen aus dem ABS-Markt auszulagern. Die Refinanzierung erfolgte teilweise am Markt (450 Mio. US-Dollar) und teilweise anhand eines Darlehens von *Barclays* (12,6 Mrd. US-Dollar).⁵³⁷

C. Sanierungsfusionen

Im Gegensatz zu der Auslagerung führen Sanierungsfusionen zur Auflösung des übertragenden Rechtsträgers und zur Übertragung dessen gesamten Vermögens auf den übernehmenden Rechtsträger.⁵³⁸ Es handelt sich hier um eine Verschmelzung i.S.d. § 1 Abs. 1 Nr. 1 UmwG. Diese erfolgt entweder durch Aufnahme, d.h. Übertragung des Vermögens auf einen bereits bestehenden Rechtsträger, oder durch Neugründung, d.h. Übertragung auf einen neuen gegründeten

Aktiva im Bankensektor der Gemeinschaft (2009/C72/01), Anhang II abrufbar unter:

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=OJ:C:2009:072:TOC>

⁵³⁴ Ibid.

⁵³⁵ *Valukas*, Examiner Report, S. 644 ff.

⁵³⁶ S. dazu ausführlich *Sullivan & Cromwell*, *Spinco Proposed Term Sheet v. 19.8.2009*, abrufbar unter: <http://jenner.com/lehman/docs/ERNST%20%20YOUNG/EY-LE-LBHI-KEYPERS%203670025-3670039.pdf>

⁵³⁷ *Menon/Glover*, *Barclays Sells \$12,3 Billion of Loans to Protium Fund*, Bloomberg v. 16.9.2009.

⁵³⁸ *Müller-Eising* in: *Picot*, *Unternehmenskauf und Restrukturierung*, § 6, Rn. 388.

Rechtsträger unter Auflösung der Beteiligten (§ 2 UmwG). Während der Krise erfolgte die Sanierung von Investmentbanken im Wege der Aufnahme.⁵³⁹ Der Abschluss eines Verschmelzungsvertrags ist dabei gem. § 4 UmwG erforderlich. Der Vertrag muss die Angaben des § 5 Abs. 1 UmwG enthalten. Bei Aktiengesellschaften ist die Prüfung des Vertrags durch einen sachverständigen Verschmelzungsprüfer Pflicht, §§ 9 Abs. 1, 60 UmwG. Die Aktionäre müssen der Verschmelzung mit der Dreiviertelmehrheit des vertretenen Grundkapitals zustimmen, §§ 13 Abs. 1, 65 Abs. 1 UmwG. Dies gilt nicht für übernehmende Rechtsträger, die bereits einen neunprozentigen Anteil an dem übertragenden Rechtsträger besitzen (§ 62 Abs. 1 UmwG). Die Feststellung des Umtauschverhältnisses, d.h. der Anzahl der Anteile, die den Aktionären des übernehmenden Rechtsträgers an dem übertragenden Rechtsträger gewährt werden, ist besonders wichtig. Sie erfolgt nach Berechnung des Unternehmenswertes jedes Rechtsträgers und Ermittlung deren Relation zueinander.⁵⁴⁰ Eine bare Zuzahlung erfolgt nur zum Ausgleich von nicht gedeckten Spitzenbeträgen.⁵⁴¹ Infolge der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister gehen die Vermögenswerte des übertragenden Rechtsträgers auf den übernehmenden Rechtsträger im Wege der Gesamtrechtsnachfolge über, d.h. ohne Zustimmungserfordernis der betroffenen Gläubiger.⁵⁴² Der übertragende Rechtsträger erlischt gem. § 20 Abs. 1 UmwG. Um zu vermeiden, dass die Gläubiger des übertragenden Rechtsträgers ihre Ansprüche ausschließlich gegenüber einem evtl. zahlungsunfähigen Übernehmer gelten machen, gibt es spezielle Regelungen. Erstens können die Gläubiger Sicherheitsleistungen innerhalb einer Frist von sechs Monaten nach der Eintragung verlangen, § 22 Abs. 1 UmwG. Die Forderung muss fällig sein. Dazu muss der Gläubiger glaubhaft machen, dass die Erfüllung der Forderung infolge der Verschmelzung gefährdet ist.⁵⁴³ Zweitens steht nach § 25 UmwG den Gläubigern ein Schadenersatzanspruch gegen die Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats des übertragenden Rechtsträgers zu. Die

⁵³⁹ S.o. Einleitung, A.

⁵⁴⁰ OLG Stuttgart, Beschluss v. 8.3.2006 - 20 W 5/05; *Heldinger* in: Henssler/Strohn, UmwG § 5, Rn. 12.

⁵⁴¹ *Stratz* in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG § 5, Rn. 65.

⁵⁴² *Heldinger* in: Henssler/Strohn, UmwG § 20, Rn. 4.

⁵⁴³ *Müller-Eising* in: Picot, Unternehmenskauf und Restrukturierung, § 6, Rn. 587.

Mitglieder haften dabei gesamtschuldnerisch. Der Schaden muss durch die Verschmelzung entstanden sein.⁵⁴⁴ Die Ansprüche der Gläubiger gegen den übernehmenden Rechtsträger richten sich hingegen nach den allgemeinen Regeln, § 27 UmwG i.V.m. § 93 Abs. 5 AktG.⁵⁴⁵ Neben den aktienrechtlichen Vorschriften sind bestimmte Regelungen im Bankenaufsichts- und Kartellrecht einzuhalten. Darunter fällt § 2c KWG, wonach der Erwerber einer Anzeigespflicht gegenüber der BaFin unterliegt. Dazu finden §§ 1, 35 ff. des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB)⁵⁴⁶ Anwendung: Der Zusammenschluss von Unternehmen, die bestimmte Umsatzerlöse überschreiten, unterliegt der Prüfung des Bundeskartellamts. Bei einem Zusammenschluss von Unternehmen mit europäischer Dimension sind auch die Vorschriften der EG-Fusionskontrollverordnung zu beachten.⁵⁴⁷

Vorrangige Gläubiger treten entweder als übernehmender Rechtsträger oder als Dritter ein. Im ersten Fall geht das Ausfallrisiko des Schuldners zu Lasten des Gläubigers. Im zweiten Fall ist der Gläubiger „Trittbrettfahrer“. Er erhält nämlich nur die Vorteile der Sanierungsfusion, d.h. er kann seinen Anspruch gegen den übernehmenden Rechtsträger geltend machen. Sobald dieser zahlungsfähig ist, wird die Forderung vollständig befriedigt. Solche Gläubiger, die an der Fusion nicht teilnehmen, können etwaige vertragliche Change of Control-Klauseln geltend machen. Es handelt sich dabei um ein außerordentliches Kündigungsrecht, das der anderen Partei in einer Übernahmesituation eingeräumt wird.⁵⁴⁸ Während der Finanzkrise sind die Beteiligten an Sanierungsfusionen regelmäßig staatlich unterstützt worden. Bei der Verschmelzung zwischen der *Commerzbank* und der *Dresdner Bank* erhielt beispielweise der übernehmende Rechtsträger (*Commerzbank*) einen Kapitalzufluss von dem SoFFin, der anschließend 25% am Grundkapital der Bank erwarb.⁵⁴⁹ Die Verschmelzung fand

⁵⁴⁴ Müller in: Henssler/Strohn, UmwG § 25, Rn. 8.

⁵⁴⁵ Stratz in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG § 27, Rn. 1-4.

⁵⁴⁶ Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen in der Fassung der Bekanntmachung v. 26.6.2013 (BGBl. I S. 1750, 3245), das zuletzt durch Artikel 2 Absatz 8 des Gesetzes v. 7.8.2013 (BGBl. I S. 3154) geändert worden ist.

⁵⁴⁷ S. die Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates v. 20.1.2004 über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen (L 24/1).

⁵⁴⁸ Schlitt/Ries in: MünchKomm zum AktG, WpÜG § 33, Rn. 114.

⁵⁴⁹ FMSA, Historischer Überblick über die Maßnahmen des SoFFin, abrufbar unter:

dabei in zwei Phasen statt: Zuerst erwarb die *Commerzbank* 60,2% und dann 39,8% der Anteile der *Allianz SE* gegen Barzahlung und Aktienumtausch. Abschließend fand die Fusion ohne Beschluss der Aktionäre (§ 62 Abs. 1 UmwG) statt.⁵⁵⁰ Im Jahr 2013 verkaufte der SoFFin 89 Mio. Aktien am Markt. Daraus ergab sich ein Verlust von 2,5 Mrd. EUR.⁵⁵¹ Der Anteil des SoFFin an der *Commerzbank* liegt zurzeit bei 17,2%. Weitere Wertberichtigungen sind noch zu erwarten.⁵⁵² In den USA wurden auch Sanierungsfusionen bei Investmentbanken staatlich unterstützt. Im Fall der Übernahme von *Bear Stearns* durch *JPMorgan*⁵⁵³ wurden z.B. wertgeminderte Vermögenswerte i.H.v. 30 Mrd. US-Dollar ausgelagert. Dabei finanzierte die *FRBNY* die Zweckgesellschaft mit einem Darlehen i.H.v. 29 Mrd. US-Dollar. *JPMorgan* stellte nur eine Mrd. US-Dollar zur Verfügung.⁵⁵⁴ Bei der Fusion zwischen *Merrill Lynch* und der *Bank of America* im Jahr 2008⁵⁵⁵ nahm der *U.S. Treasury* an einer Kapitalerhöhung bei dem übernehmenden Rechtsträger (*Bank of America*) teil. Liquiditätslinien und Garantien wurden von dem *Treasury*, der *FED* und dem *FDIC* zur Verfügung gestellt.⁵⁵⁶

Aus wirtschaftlicher Sicht ergeben sich folgende Vorteile aus den Sanierungsfusionen:

(1) Die Zahlungsunfähigkeit des übertragenden Rechtsträgers wird beseitigt und somit die Forderungen der Gläubiger rechtzeitig erfüllt. Dadurch werden Nebeneffekte auf die Finanzmärkte vermieden.

www.fmsa.de/de/fmsa/soffin/Berichte/SoFFin-Massnahmen/SoFFin-Massnahmen.html

⁵⁵⁰ *Nikoleyczik*, NZG 2011, 91 (92).

⁵⁵¹ *Mussler*, Bund verliert mit der Commerzbank 2,5 Milliarden Euro, F.A.Z. v. 25.5.2013.

⁵⁵² Vgl. FMSA, Vollständige Rückführung der stillen Einlagen des SoFFin bei der Commerzbank AG, Pressemitteilung v. 31.5.2013, abrufbar unter:

www.fmsa.de/de/presse/pressemitteilungen/2013/20130531_pressemitteilung_fmsa.html

⁵⁵³ Agreement and Plan of Merger by and between The Bear Stearns Companies and JP Morgan Chase & Co. v. 16.3.2008, abrufbar unter:

http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/777001/000091412108000252/be12335840-ex2_1.txt

⁵⁵⁴ *Sorkin*, JP Morgan Pays \$2 a Share for Bear Stearns, The New York Times v. 17.3.2008; FED, Bear Stearns, JPMorgan Chase and Maiden Lane LLC, abrufbar unter:

www.federalreserve.gov/newsevents/reform_bearstearns.htm

⁵⁵⁵ S. den Agreement and Plan of Merger by and between Merrill Lynch and Bank of America Corporation v. 15.9.2008, abrufbar unter:

www.sec.gov/Archives/edgar/data/65100/000095012308011151/y71399exv2w1.htm

⁵⁵⁶ FED, Treasury, Federal Reserve and the FDIC provide Assistance to Bank of America, Joint Press Release v. 16.1.2009, abrufbar unter: www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20090116a.htm

(2) In manchen Fällen ergeben sich aus dem Zusammenschluss Synergien und infolgedessen eine zukünftige Wertschöpfung.⁵⁵⁷

(3) Es bestehen wirtschaftliche Anreize bei der Übernahme eines Konkurrenten zu einem niedrigen Preis. Dies ist der Fall bei einer Finanzkrise und/oder wenn die Situation der notleidenden Investmentbank aussichtslos ist. Feindliche Übernahmen kommen insb. der Marktdisziplin zugute.⁵⁵⁸

Folgende Nachteile sind dagegen zu berücksichtigen:

(1) Die systemische Relevanz des konsolidierten Institutes erhöht sich, da die Bilanzsumme sich vergrößert. Seine Abwicklungsfähigkeit bei einer zukünftigen Insolvenz wird herabgesetzt. Eine Verringerung der Konkurrenz und die Erhöhung der Marktkonzentration sind zu erwarten.⁵⁵⁹

(2) In bestimmten Fällen verschlechtert sich die wirtschaftliche Lage des konsolidierten Instituts, insb. wenn die Due-Diligence Prüfung nicht ausreichend war oder wenn der Übernehmer unter politischem Druck an der Sanierung teilgenommen hat.⁵⁶⁰

(3) Ein Beschluss der Anteilseigner ist erforderlich. Dies verzögert die Transaktion und erhöht die Gefahr eines Rechtsstreits. Daraus ergeben sich Ineffizienzen am Markt und zusätzliche Kosten.⁵⁶¹

⁵⁵⁷ Vgl. hierzu *Fritsch*, Long Term Effects of Bank Acquisitions in Central and Eastern Europe, S. 10; *Klamar/Sommer/Weber*, Der effiziente M&A Prozess, S. 221 ff.

⁵⁵⁸ *Köhler* in: *Hopt/Wohlmannstetter*, Handbuch Corporate Governance von Banken, S. 248.

⁵⁵⁹ Infolge der Verschmelzung erhöht sich z.B. die Bilanzsumme der *Commerzbank* um 640 Mrd. Euro, wobei das Filialgeschäft überdimensioniert ist. S. *Mussler*, Die Commerzbank ist überdimensioniert, F.A.Z. v. 6.11.2013. Nach der Übernahme von *Merrill Lynch* erhöhte sich die Bilanzsumme von *Bank of America* um 2,7 Billionen US-Dollar. Dadurch erlangte sie 11,9% der sämtlichen Einlagen in den USA. S. FED, Order Approving the Acquisition of a Savings Association and an Industrial Loan Company, abrufbar unter: www.federalreserve.gov/newsevents/press/orders/orders20081126a1.pdf

⁵⁶⁰ Nach der Übernahme von *Commerzbank* wurden Verluste i.H.v. 6,3 Mrd. Euro in 2008 bei der *Dresdner Bank* gemeldet. S. *Dresdner Bank tief in den roten Zahlen*, F.A.Z. v. 26.2.2009, abrufbar unter: www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/6-3-miliarden-euro-verlust-dresdner-bank-tief-in-den-roten-zahlen-1772895.html. Im Jahr 2013 musste *JP Morgan* eine Geldstrafe von 13 Mrd. US-Dollar in Bezug auf die von *Bear Stearns* übernommenen Hypothekengeschäfte bezahlen. S. *Eavis/Protess*, Considering the Fairness of JPMorgan's Deal, *The New York Times* v. 21.10.2013. Nach der Übernahme von *Merrill Lynch* meldete *Bank of America* 1,79 Mrd. US-Dollar Verluste. S. *Story*, For Bank of America, the Pressure Mounts Over Merrill Deal, *The New York Times* v. 16.1.2009.

⁵⁶¹ Bei der Übernahme von der *Dresdner Bank* durch *Commerzbank* war streitig, ob ein Beschluss der Aktionäre aufgrund einer ungeschriebenen Zuständigkeit der Hauptversammlung erforderlich war. S. OLG Frankfurt a.M., Urteil v. 7.12.2010 - 5 U 29/10 = NZG 2011, 62. Bei der Verschmelzung von *Bank of America* und *Merrill Lynch* sowie von *JPMorgan* und *Bear Stearns* wurden Gruppenklagen der Aktionäre gegenüber dem Übernehmer erhoben. S. *Kahan/Rock*, *Emory Law Journal* 2009, Vol. 58, S. 713.

(4) Die Kontrolle und die mit den Vermögenswerten verbundenen Risiken werden ausschließlich dem übernehmenden Rechtsträger übertragen. Den anderen Gläubigern werden keine Risiken auferlegt.

D. Zusammenfassung

Die Sanierungsmaßnahmen auf der Aktivseite umfassen die Einzelverkäufe, die Auslagerung auf eine Zweckgesellschaft und die Verschmelzung mit einer anderen Gesellschaft. Einzelverkäufe beziehen sich auf isolierte Vermögensgegenstände. Sie ermöglichen einen Zufluss von liquiden Mitteln, sodass Fremdkapital zurückgezahlt werden kann. Dadurch kann die Bilanzsumme verkürzt werden. Die Gläubiger können vertragliche Rechte geltend machen, wenn eine Asset Disposal-Klausel mit dem Schuldner vereinbart wurde. Die Auslagerung entspricht dem Verkauf einer Geschäftsbranche. Sie ermöglicht ebenso eine Entlastung der Bilanz. Die Gläubiger sind hier durch die speziellen Vorschriften des UmwG geschützt. Die Verschmelzung führt zum Verkauf des Unternehmens als Ganzes. Aus der Gegenüberstellung der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten ergibt sich der Unternehmenswert. Die Gläubiger sind dabei auch nach den Vorschriften des UmwG geschützt. Manchmal können sie eine vertraglich vereinbarte Kontrollwechselklausel geltend machen.

§ 12 – Zwischenfazit und Bewertung

Die außergerichtliche Sanierung der in Schwierigkeiten geratenen Investmentbank erfolgt im Vorfeld der Insolvenz. Die vorgenommenen Maßnahmen richten sich nach dem Grundsatz der Vertragsfreiheit, sodass die Voraussetzungen der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens oder des Eingriffs einer Bankaufsichtsbehörde nicht vorliegen müssen. Verschiedene Maßnahmen, die entweder die Aktiv- oder die Passivseite der Investmentbank betreffen, sind dabei möglich. Eine erfolgreiche und nachhaltige Sanierung des Unternehmens setzt aber voraus, dass die Restrukturierung sich gleichzeitig auf beide Seiten der Bankbilanz bezieht. In einem ersten Schritt muss eine ausreichende Liquiditätsbeschaffung die Zahlungsfähigkeit sicherstellen. Dadurch werden Notverkäufe auf dem

Finanzmarkt vermieden sowie die sich daraus ergebenden negativen Nebeneffekte und Verluste. Die Liquiditätsbeschaffung erfolgt hier durch Erhöhung des Fremd- oder Eigenkapitals, Einzelverkäufe oder Übertragung von Vermögensgegenständen auf eine Zweckgesellschaft – gegen Bezahlung eines Kaufpreises. In einem zweiten Schritt muss die Passivseite restrukturiert werden. Ziel ist es, das Fremdkapital herabzusetzen und das Eigenkapital zu erhöhen. Die Emission von bedingten Pflichtwandelanleihen bietet eine Lösung, die vor dem Eintritt der Krise umgesetzt werden soll. Die Umstrukturierung des Fremdkapitals und die Herabsetzung des Eigenkapitals gefolgt von einer Kapitalerhöhung gehören zu den nachträglichen Maßnahmen an. In einem dritten und letzten Schritt muss eine Sanierung der Aktivseite durch Einzelverkäufe und/oder Auslagerung der toxischen Aktiven auf eine Zweckgesellschaft vorgenommen werden. Dies erfolgt in einem gewissen Zeitraum, der notwendig ist, um eine ordentliche Abwicklung sowie eine Maximierung des Veräußerungserlöses zu erreichen. Vorrangige Fremdkapitalgeber können die außergerichtliche Sanierung führen. Dies ist insb. effizient, wenn sie im Investmentbanking tätig sind bzw. über ausreichende Kenntnisse verfügen. Vorausgesetzt wird eine Kapitalherabsetzung zur Deckung der Verluste und eine Kapitalerhöhung mit Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre. Dadurch wird den vorrangigen Fremdkapitalgebern das Erlangen der Kontrolle ermöglicht. Im deutschen Recht ist dies – aufgrund der starken Position der Aktionäre – nur schwer durchsetzbar. Die Krise hat in dieser Hinsicht gezeigt, dass die Änderung bestimmter aktien- und zivilrechtlicher Vorschriften notwendig war, um eine effiziente Sanierung von Investmentbanken zu ermöglichen. Bis dahin gelten die modifizierten Vorschriften nur gegenüber bestimmten juristischen Personen des öffentlichen Rechts. Diese Vorschriften sollten aber bei rein privaten Restrukturierungen ebenso Anwendung finden, um die Marktdisziplin zu erhöhen. Die zwei folgenden Tabellen bieten eine kurze Zusammenfassung der Rolle der vorrangigen Fremdkapitalgeber bei jeder Sanierungsmaßnahme.

Abbildung 4 – Sanierungsmaßnahmen auf der Passivseite der Bilanz

<u>MASSNAHME</u>	<u>VORTEILE</u>	<u>NACHTEILE</u>	<u>VORRANGIGE GLÄUBIGER</u>
ERHÖHUNG FREMDKAPITAL	=> Liquidität (+) => Solvabilität (+)	=> ≠ Entlastung Aktivseite => Verschuldungsgrad => Hebelwirkung => Refinanzierungskosten => Transaktionskosten	=> Gläubigeranzahl => Höhe der Forderungen SOWEIT VORHANDEN => Kontrollrechte (Vertrag) => Informationsrechte (Vertrag)
UMSTRUKTURIERUNG DES FREMDKAPITALS	=> Verschuldungsgrad (-) => Hebelwirkung (-) => Marktvertrauen (+) => Solvabilität (+)	=> ≠ Entlastung Aktivseite => Transaktionskosten => Koordinationsprobleme => Trittbrettfahrerproblem => Zustimmung Anteilshaber bei <i>debt-debt-swap</i>	=> Zustimmung Gläubiger WENN => Kosten < Insolvenzverfahren SOWEIT VORHANDEN => Kontrollrechte (Vertrag) => Informationsrechte (Vertrag)
EIGENKAPITALERHÖHUNG	=> Liquidität (+) => Solvabilität (+) => Verschuldungsgrad (-) => Hebelwirkung (-) => Transaktionskosten (-)	=> ≠ Entlastung Aktivseite => Zustimmung Anteilshaber => Aufwendiges Verfahren => Trittbrettfahrerproblem	=> Teilnahme Kapitalerhöhung NUR WENN => Liquidations- < Ertragswert => Erlangen der Kontrolle ODER => Erlangen einer Minderheitssperre
BEDINGTE PFLICHTWANDELANLEIHEN	=> Liquidität (+) => Solvabilität (+) => Verschuldungsgrad (-) => Hebelwirkung (-)	=> ≠ Entlastung Aktivseite => Maßnahme <i>Ex Ante</i> => Zustimmung Anteilshaber => Zinskosten	ZU BESTIMMEN => Wandlungsverhältnis (Vertrag) => Wandlungsauslöser (Vertrag)

Abbildung 5 – Sanierungsmaßnahmen auf der Aktivseite der Bilanz

<p>EINZELVERKÄUFE</p>	<p>=> Liquidität (+) => Solvabilität (+) => Entlastung Aktivseite (+) => Marktvertrauen (+) => ≠ Zustimmung Anteilshaber</p>	<p>=> Verluste WENN => Illiquidität des Markts SOMIT => Eigenkapital (-) => Transaktionskosten</p>	<p>SOWEIT VORHANDEN => Kontrollrechte (Vertrag) => Informationsrechte (Vertrag) => Asset-Substitution Klausel</p>
<p>AUSLAGERUNG (BAD-BANK)</p>	<p>=> Entlastung Aktivseite (+) => Verluste beim Verkauf (-) => Liquidität (+) => Solvabilität (+) => Marktvertrauen (+) => Verschuldungsgrad (-) => Hebelwirkung (-) => ≠ Zustimmung Anteilshaber</p>	<p>=> Finanzierung der Bad-Bank => Unabhängigkeit der Bad-Bank</p>	<p>SOWEIT VORHANDEN => Kontrollrechte (Vertrag) => Informationsrechte (Vertrag) => Asset-Substitution Klausel</p>
<p>SANIERUNGSFUSIONEN</p>	<p>=> Liquidität (+) => Solvabilität (+) => Marktsynergien (+) => Marktvertrauen (+)</p>	<p>=> Zustimmung Anteilshaber => Systemisches Risiko => Verlustrisiken => Transaktionskosten => Trittbrettfahrerproblem</p>	<p>=> Erlangen der Kontrolle => Übertragung der Aktiva => Übertragung der Passiva SOWEIT VORHANDEN => Change of Control-Klausel</p>

5. Kapitel – Die Bewältigung der Insolvenz systemrelevanter Investmentbanken durch Abwicklungsbehörden: ein Rechtsvergleich zwischen deutschem, französischem und US-amerikanischem Recht

Die Bewältigung der Insolvenz von systemrelevanten Unternehmen des Finanzsektors durch Abwicklungsbehörden ist der Trend, der nach der Finanzkrise auf internationaler Ebene entstanden ist.⁵⁶² Langfristig sollte die zwangsweise Rekapitalisierung oder Abwicklung systemrelevanter Institute durch staatliche Behörden möglich sein. Dabei sollten die Gläubiger die Kosten der Sanierung tragen.⁵⁶³ Dies wurde auf nationaler Ebene fortgesetzt. In Deutschland wurden der BaFin infolge des Restrukturierungsgesetzes vom 9.12.2010 spezielle Befugnisse in §§ 48a ff. KWG eingeräumt.⁵⁶⁴ In Frankreich kann seit dem Bankgesetz vom 26.7.2013 die *Autorité de Contrôle Prudentiel et de Régulation* (ACPR) gem. Art. L.613-31-16 ff. CMF Restrukturierungs- und Abwicklungsmaßnahmen vornehmen. In den USA wurden die Eingriffsmöglichkeiten der *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) nach Verabschiedung des DFA erweitert. Diese sind im zwölften Titel des United States Code (U.S.C.) in §§ 5301-5394 enthalten. Die Verabschiedung der Abwicklungsrichtlinie am 15.5.2014 in Europa hat ebenso diesen Umständen Rechnung getragen.⁵⁶⁵ Diese Richtlinie wurde im Rahmen der Schaffung eines einheitlichen Abwicklungsmechanismus in der EU veröffentlicht und ist ein wesentliches Element der Bankenunion.⁵⁶⁶ Ihr Ziel besteht darin, den nationalen Behörden effiziente In-

⁵⁶² French, u.a., The Squam Lake Report, 2010, S. 60: „regulators should be granted the authority to restructure financial institutions as soon as possible“; Wie schließt man eine insolvente Bank über Nacht? Die Welt v. 20.8.2014, abrufbar unter: www.welt.de/print/die_welt/finanzen/article131398092/Wie-schliesst-man-eine-insolvente-bank-ueber-Nacht.html

⁵⁶³ Vgl. hierzu *Duve/Wimalasena*, BB 2014, 2755 ff.

⁵⁶⁴ Gesetz zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Haftung (BGBl. 2010, Teil I Nr. 63, S. 1900).

⁵⁶⁵ Richtlinie 2014/59/EU des europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen (ABl. EG I. Nr. 173/190). Vgl. dazu *Duve/Wimalasena*, BB 2014, 2755 ff.

⁵⁶⁶ Die Bankenunion besteht aus einem einheitlichen Aufsichts- und Abwicklungsmechanismus. Die

strumente zu geben, um eine frühzeitige und rasche Intervention bei ausfallenden Instituten zu ermöglichen.⁵⁶⁷ Die Vorschriften müssen bis zum 31.12.2014 von den Mitgliedstaaten umgesetzt werden.⁵⁶⁸

Abwicklungsbehörden sind Anstalten des öffentlichen Rechts, die ihre Aufgaben und Befugnisse im öffentlichen Interesse wahrnehmen. Es finden in dieser Hinsicht § 4 Abs. 4 FinDAG (Deutschland), Art. L612-1 Abs. 1 CMF (Frankreich) und 12 U.S.C. § 1811(a) (USA) Anwendung. Gem. der Abwicklungsrichtlinie müssen die zuständigen Abwicklungsbehörden den öffentlichen Verwaltungsbehörden gehören, Art. 2 Abs. 2 RiLi. Die Einräumung der Abwicklungsbefugnisse an Bankaufsichtsbehörden ist zulässig (Abs. 3). Im Gegensatz zum Insolvenzrecht wird nicht die Maximierung des Unternehmenswertes, sondern die Gewährleistung der Finanzstabilität erstrebt.⁵⁶⁹ Unter dem Begriff Finanzstabilität versteht man das reibungslose Funktionieren der Finanzmärkte. Die ständige Zahlungsfähigkeit der Marktteilnehmer ist dafür erforderlich.⁵⁷⁰ Infolgedessen gilt in jeder Gesetzgebung der Grundsatz des Fortbestands der kritischen Finanz- und Wirtschaftsfunktionen des Instituts.⁵⁷¹ Die Bewältigung der Insolvenz durch Bankaufsichtsbehörden setzt folgende Prämisse voraus: Die außergerichtliche Sanierung des Instituts ist aus praktischen Gründen unmöglich,⁵⁷² die insolvenzrechtlichen Vorschriften wären in der Restrukturierung

Aufsichtsfunktion wird der EZB zugewiesen – mit Unterstützung der nationalen Aufsichtsbehörden. Eine einheitliche Abwicklungsbehörde (*Single Resolution Board*) wird die Abwicklungsentscheidung treffen. Diese soll durch die nationalen Abwicklungsbehörden umgesetzt werden. S. Europäische Kommission, Memo 14/244 v. 28.3.2014, abrufbar unter: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-244_en.htm

⁵⁶⁷ Europäische Kommission, Statement 14/119 v. 15.4.2014, abrufbar unter: http://europa.eu/rapid/press-release_STATEMENT-14-119_de.htm?locale=en

⁵⁶⁸ Vgl. Richtlinie 2014/59/EU Art. 30 Abs. 1. Die Umsetzung zum 1.1.2016 für die Bail-in-Befugnis vorzunehmen.

⁵⁶⁹ Vgl. § 48b KWG (Deutschland), Art. L612-1 CMF (Frankreich), 12 U.S.C. § 5384(a) (USA), Richtlinie 2014/59/EU, Erwägungsgrund Nr. 3; Franke/Krahen/Lüpke, ZVglRWiss 2014, 556 (557), wonach „bank resolution does not only differ from an insolvency procedure by pace but also by objectives: While an insolvency procedure has the exclusive aim of maximizing proceeds, resolution will also aim at financial stability“.

⁵⁷⁰ Vgl. EZB, Annual Report 2004, S. 226.

⁵⁷¹ Richtlinie 2014/59/EU, Erwägungsgrund Nr. 3; ebenso § 48a Abs. 1 KWG, Art. L612-1 Abs. 2 Nr. 4 CMF und 12 U.S.C. § 5390(a)(B). Dazu Bair, FDIC Quarterly 2011, Vol. 5, S. 31; FSB, Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, S. 5-6.

⁵⁷² In Deutschland, in Frankreich und in den USA ist der Eingriff der Bankaufsichtsbehörde als allerletztes Mittel angesehen. Vgl. § 48a Abs. 2 Nr. 2 KWG; Art. L613-31-15 Abs. 1 CMF; 12 U.S.C. § 5386(1).

oder in der Abwicklung des Instituts nicht effizient durchsetzbar⁵⁷³ und die Zahlungsunfähigkeit des Instituts könnte die Finanzstabilität gefährden.⁵⁷⁴

Dieses Kapitel beschäftigt sich mit einem Rechtsvergleich zwischen den deutschen, den französischen und den US-amerikanischen Vorschriften in Bezug auf die Restrukturierung und Abwicklung von systemrelevanten Investmentbanken durch Abwicklungsbehörden. Zuerst wird der Anwendungsbereich geprüft. Danach werden die Befugnisse der Behörden erklärt. Die sich daraus ergebenden verfassungsrechtlichen Probleme werden abschließend untersucht.

§ 13 – Anwendungsbereich

A. Betroffene Institute

In Deutschland richten sich die Maßnahmen der §§ 48a ff. KWG grundsätzlich an Kreditinstitute i.S.d. § 1 Abs. 1 KWG. Eine Erweiterung des Anwendungsbereichs ist im Fall der Insolvenz von Konzerngesellschaften vorgesehen. Betroffen sind in dieser Hinsicht übergeordnete Unternehmen von Institutsgruppen (§ 48o KWG). Unter „übergeordnete Unternehmen“ versteht man Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, die Konsolidierungspflichten unterliegen.⁵⁷⁵ Von der Norm umfasst sind auch Finanzholding-Gesellschaften und gemischte Finanzholding-Gesellschaften (§ 48p KWG). Es handelt sich dabei um Finanzinstitute, deren Haupttätigkeit darin besteht, Beteiligungen zu erwerben, und deren Tochterunternehmen ausschließlich oder hauptsächlich Kredit-, Finanzdienstleistungs- und/oder Finanzinstitute sind.⁵⁷⁶ Man spricht von „gemischten“ Finanzholding-Gesellschaften, wenn mindestens eines der Tochterunternehmen ein Kredit-, ein Finanzdienstleistungsinstitut oder ein Versicherungsunternehmen ist und die Tätigkeit in einem Finanzkonglomerat ausgeübt wird.⁵⁷⁷ Ebenso betroffen sind übergeordnete Finanzkonglomeratsunternehmen (§ 48r KWG). Unter Finanzkonglomerat versteht man eine Gruppe, in der mindestens ein Unternehmen ein Kredit-, ein Finanzdienstleistungsinstitut oder ein Versicherungs-

⁵⁷³ Richtlinie 2014/59/EU, Erwägungsgrund Nr. 1; BT-Drs. 17/3024, S. 40 ff.

⁵⁷⁴ Vgl. BT-Drs. 17/3024, S. 1; *Bair*, FDIC Quarterly 2011, Vol. 5, S. 31 ff.

⁵⁷⁵ Vgl. § 10a Abs. 1 S. 2 KWG und Artikel 11 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 (Konsolidierung).

⁵⁷⁶ Vgl. § 10a Abs. 2 KWG, Artikel 4 Abs. 4 Nr. 20 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013.

⁵⁷⁷ Vgl. § 10a Abs. 2 KWG, Artikel 2 Nr. 15 der Richtlinie 2002/87/EG.

unternehmen ist und deren Haupttätigkeit in der Finanzbranche liegt.⁵⁷⁸ In Frankreich umfasst der Anwendungsbereich gem. Art. L613-31-14 CMF Kredit-, Finanzdienstleistungsinstitute, Finanzholding- sowie gemischte Finanzholding-Gesellschaften. In der Abwicklungsrichtlinie richten sich die Maßnahmen an Kredit-, Finanzdienstleistungs- und Finanzinstitute sowie an Finanzholding-, gemischte Finanzholding-, gemischte Holding-, Mutterfinanzholding- und gemischte Mutterfinanzholdinggesellschaften (Art. 1 Abs. 1 RiLi). Unter einer gemischten Holdinggesellschaft versteht man ein Mutterunternehmen, zu deren Tochterunternehmen mindestens ein Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut gehört.⁵⁷⁹ Die sog. „Mutterfinanzholdinggesellschaft“ ist eine Finanzholding-Gesellschaft, die nicht Tochterunternehmen eines Kredit-, Finanzdienstleistungsinstituts oder einer Finanzholding-Gesellschaft ist.⁵⁸⁰ In den USA umfasst der Anwendungsbereich Bankholdinggesellschaften bzw. Gesellschaften, die eine Bank gem. 12 U.S.C. § 1841(a) kontrollieren, 12 U.S.C. § 5381(a)(11). Depotbanken, die gesicherte Einlagen verwalten, sind von der Norm nicht umfasst, 12 U.S.C. § 1813(c)(2). Die Vorschriften richten sich dazu an andere Mutter- und Tochtergesellschaften, deren Haupttätigkeit in der Finanzbranche liegt. Dies ist der Fall, sobald 85% der Erträge der Gesellschaft aus Aktivitäten finanzieller Art kommen, 12 U.S.C. § 5311(a)(6). 12 U.S.C. § 1843(k)(4) enthält die Liste der betroffenen Aktivitäten.⁵⁸¹

B. Eingriffsvoraussetzungen

Im deutschen Recht darf die BaFin die Maßnahmen der §§ 48a KWG nur vornehmen, wenn das Institut in seinem Bestand gefährdet ist und es hierdurch die Finanzstabilität gefährdet (§ 48a Abs. 2 KWG). Wie oben dargestellt, sind die Begriffe der Bestands- und Systemgefährdung durch eine nicht abschließende Liste von Kriterien definiert.⁵⁸² Dazu muss der Eingriff das allerletzte Mittel zur

⁵⁷⁸ Vgl. § 1 Abs. 1 Nr. 20 KWG i.V.m. § 1 Abs. 2 Finanzkonglomerate-Aufsichtsgesetz.

⁵⁷⁹ Vgl. Artikel 4 Abs. 1 Nr. 22 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013.

⁵⁸⁰ Vgl. Artikel 4 Abs. 1 Nr. 30 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013.

⁵⁸¹ Es handelt sich z.B. um Finanzdienstleistungen oder Versicherungsgeschäfte. Der FDIC beschließt den Umfang der betroffenen Aktivitäten. Vgl. FDIC, 12 CFR Part 380, Definition of „Predominantly Engaged in Activities that Are Financial in Nature or Incidental Thereto“, Federal Register 2013, Vol. 78, Nr. 111, S. 34712, abrufbar unter: www.fdic.gov/regulations/laws/federal/2013/2013-06-10_final-rule.pdf

⁵⁸² S.u. § 2 B, § 7 C.

Beseitigung der Systemgefährdung sein (§ 48 Abs. 2 Nr. 2 KWG). Im französischen Recht ist das Institut in seinem Bestand gefährdet wenn (1) die aufsichtsrechtlichen Eigenmittelanforderungen unterschritten sind, (2) im Fall einer drohenden oder bereits eingetretenen Zahlungsunfähigkeit oder (3) im Fall einer Gewährung staatlicher Unterstützung(en) (Art. L613-31-15 Abs. 2 CMF). Dazu muss der Eingriff gem. Art. L612-1 Abs. 2 Nr. 4 CMF zu der Gewährleistung der Finanzstabilität, zu der Fortführung kritischer Funktionen des Instituts, zum Einlegerschutz oder um die Anwendung staatlicher Mittel zu vermeiden, notwendig sein. Der Eingriff der ACPR ist gem. Art. L613-31-15 Abs. 1 CMF als allerletztes Mittel anzusehen. Gem. Art. 32 Abs. 4 der Abwicklungsrichtlinie müssen die Abwicklungsbehörden eingreifen wenn das Institut gegen die Voraussetzungen für die Erlaubnis verstößt, bei dessen Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit oder im Fall der Gewährleistung einer staatlichen Unterstützung. In den USA ist der Eingriff des FDIC nur gegenüber Instituten, deren Insolvenz die Finanzstabilität gefährden könnte, zulässig (12 U.S.C. § 5384(a)). Gem. 12 U.S.C. § 5383(a) erfolgt die Prüfung der Systemrelevanz einzelfallbezogen. Eine Bestandsgefährdung des Instituts liegt vor, wenn (1) die Voraussetzungen zur Eröffnung eines Insolvenzverfahrens erfüllt sind, (2) das Eigenkapital aufgrund drohender oder bereits eingetretener Verluste aufgezehrt ist oder (3) eine drohende oder eingetretene Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit i.S.d. 12 U.S.C. § 5383(c)(4) vorliegt.

C. Insolvenz von Konzerngesellschaften

I. Konzernrelevante Fragen

“*Banks are international in life and national in death.*”⁵⁸³ Diese Äußerung von Professor Goodhart erwies sich im Fall *Lehman Brothers* als besonders zutreffend. Als die Muttergesellschaft *Lehman Brothers Holdings Inc.* (LBHI) einen Antrag auf Eröffnung des Gläubigerschutzverfahrens (*Chapter 11*) am 15.09.2008 stellte, gerieten die Tochtergesellschaften gleichzeitig oder einige Monate später in die Insolvenz. Insgesamt wurden 75 separate Insolvenzverfahren

⁵⁸³ Goodhart in: Banco de España, Estabilidad Financiera 2009, Nr. 16, S. 11 (16).

ren in 16 Jurisdiktionen eröffnet.⁵⁸⁴ Da der Konzern aus Gesellschaften unterschiedlicher Rechtsformen bestand, fanden fünf Rechtssysteme Anwendung.⁵⁸⁵ Die Berücksichtigung des Konzerns in der Insolvenz von Unternehmen des Finanzsektors, die auf internationaler Ebene tätig sind, ist daher eine wesentliche Frage.⁵⁸⁶ Bei Konzerngesellschaften trifft die Muttergesellschaft die strategischen Entscheidungen. Operative Geschäfte werden aus steuerrechtlichen, juristischen, finanziellen sowie organisatorischen Gründen auf in- und ausländische Tochtergesellschaften ausgelagert.⁵⁸⁷ Im Fall *Lehman Brothers* war z.B. LBHI für die Refinanzierung, *Lehman Brothers Inc.* (LBI) für das Investmentbanking und *Lehman Brothers Commercial Bank* (LBCB) als Geschäftsbank sowie andere Tochtergesellschaften im Bereich Derivatgeschäfte zuständig.⁵⁸⁸ Im deutschen Recht werden Unternehmensverträge zwischen Mutter- und Tochtergesellschaften abgeschlossen, wie beispielweise ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag i.S.d. § 291 AktG.⁵⁸⁹ Konzerngesellschaften bilden somit eine Einheit aus wirtschaftlicher Sicht. Sie sind gegenseitig voneinander abhängig, insb. weil die Liquidität über ein zentrales Cash-Pooling verteilt wird, die Bereitstellung von Garantien sowie Liquiditätslinien innerhalb des Konzerns stattfindet und die Tochtergesellschaften der Konzernmutter unterstellt sind.⁵⁹⁰ Aus diesem Grund ist ein „Dominoeffekt“ im Fall der Insolvenz einer Konzerngesellschaft zu befürchten. Stellt nämlich die Muttergesellschaft einen Insolvenzantrag, ist eine Absperrung der Refinanzierungsquellen der Tochtergesellschaften zu befürchten. Geraten eine oder mehrere Tochtergesellschaften in die Insolvenz, werden betriebsnotwendige Aktiven eingefroren.⁵⁹¹ Im Fall *Washington Mutual* musste beispielweise die Muttergesellschaft (*Washington Mutual Inc.*) nach der Übertragung der Vermögensgegenstände

⁵⁸⁴ FED, Study on International Coordination Relating to Bankruptcy Process for Nonbank Financial Institutions, Juli 2011, abrufbar unter: www.federalreserve.gov/publications/other-reports/files/nonbank-financial-study-201107.pdf. Dazu: *Ng/Tudor*, Hong Kong Agreement in Lehman Case, *The Wall Street Journal* v. 5.8.2011.

⁵⁸⁵ *Summe* in: Scott/Taylor, Bankruptcy Not Bailout, S. 87. LBHI, The State of the Estate, 2010, abrufbar unter: www.srz.com/files/upload/Alerts/Lehman_Brothers_State_of_the_Estate.pdf

⁵⁸⁶ *Lubben/Woo*, *Texas International Law Journal* 2014, Vol. 49, S. 295 (317 ff.).

⁵⁸⁷ *Hirte*, *Kapitalgesellschaftsrecht*, § 8, Rn. 8.5.

⁵⁸⁸ S. Lehman Brothers Company Overview, 2007, abrufbar unter:

<http://jenner.com/lehman/docs/barclays/LBEX-LL%202165164-2165176.pdf>

⁵⁸⁹ *Hirte*, *Kapitalgesellschaftsrecht*, § 8, Rn. 8.63.

⁵⁹⁰ *Humbeck*, *NZI* 2013, 957 (958).

⁵⁹¹ *Siemon/Frind*, *NZI* 2013, 1 (4).

und Verbindlichkeiten der Tochtergesellschaft *Washington Mutual Bank* auf *JPMorgan* einen Insolvenzantrag stellen.⁵⁹² Bei Investmentbanken, die im Derivatgeschäft tätig sind, ist die Geltendmachung von marktüblichen „Cross-Default-Klauseln“, wonach die Insolvenz einer Konzerngesellschaft die Fälligkeit der Ansprüche gegenüber den anderen Konzerngesellschaften nach sich zieht, zu erwarten.⁵⁹³ Wenn separate Insolvenzverfahren gegenüber den Konzerngesellschaften im in- und ausländischen Recht eröffnet werden müssen, treten erhebliche Koordinationsprobleme ein.⁵⁹⁴ Die Maximierung des Unternehmenswertes wird deshalb nicht erreicht.

II. Abwicklungsstrategie

Auf internationaler Ebene wurden zwei Abwicklungsstrategien bzgl. Bankeninsolvenzen vorgelegt, nämlich die „Multiple-Point-of-Entry“- (MPE) sowie die „Single-Point-of-Entry“- (SPE) Abwicklungsverfahren.⁵⁹⁵ Bevor auf die Einzelheiten jedes Abwicklungsverfahrens eingegangen wird, muss zunächst geprüft werden, ob der Begriff der Bestandsgefährdung die Konzerninsolvenz berücksichtigt. Im deutschen Recht ist eine Prüfung der Bestandsgefährdung auf Ebene der Institutsgruppe, der Finanzholding-Gruppe, der gemischten Finanzholding-Gruppe und des Finanzkonglomerats möglich (§§ 48o-48q KWG). Dabei ist insb. die Einhaltung der Eigenmittelanforderungen auf konsolidierter Basis zu prüfen.⁵⁹⁶ Im französischen Recht erfolgt die Prüfung der Bestandsgefährdung i.S.d. Art. L613-31-15 Abs. 1 CMF auf Gesellschafts- oder Konzernebene. Nach der Abwicklungsrichtlinie können die Abwicklungsvoraussetzungen auf konsolidierter Basis geprüft werden (Art. 33 RiLi). In den USA werden hingegen die Eingriffsvoraussetzungen nur auf Ebene der Mutter- oder der Tochtergesellschaft geprüft (12 U.S.C. § 5383(4)).

⁵⁹² FDIC, Status of Washington Mutual Bank Receivership, abrufbar unter: www.fdic.gov/bank/individual/failed/wamu_settlement.html

⁵⁹³ Dies war insb. problematisch im Fall *Lehman Brothers*. Vgl. *Mohinsky*, BoE Seeks Derivatives Pact to Prevent a Repeat of Lehman Cascade, Bloomberg v. 4.3.2014.

⁵⁹⁴ *Lüer* in: Uhlenbruck, InsO § 217, Rn. 26; Cross-Border Insolvency Protocol for the Lehman Brothers Group of Companies 2009 abrufbar unter: www.ekvandoorne.com/files/CrossBorderProtocol.pdf

⁵⁹⁵ Vgl. FDIC/BoE, Resolving Globally Active, Systemically Important, Financial Institutions, S. 1; FSB, Recovery and Resolution Planning: Making the Key Attributes Requirements Operational, S. 4.

⁵⁹⁶ BT-Drs. 17/3024, S. 70.

Im Fall der MPE-Abwicklungsstrategie wird das Abwicklungsverfahren von einer oder mehreren Abwicklungsbehörden in Bezug auf mehrere Konzerngesellschaften gleichzeitig durchgeführt. Ein solches Verfahren ist effizient, sobald der Konzern nur teilweise insolvent ist bzw. die anderen Konzerngesellschaften nach der Abwicklung weiterbetrieben werden können.⁵⁹⁷ Im französischen und deutschen Recht sowie in der Abwicklungsrichtlinie wird diese Strategie bevorzugt: Die Maßnahmen der ACPR richten sich grundsätzlich an Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute (Art. L613-31-14 CMF). Gleiches gilt für die in der Abwicklungsrichtlinie vorhandenen Instrumente (Art. 32 RiLi). Die Übertragungsanordnung der BaFin betrifft gem. § 48a Abs. 1 KWG Kreditinstitute. Problematisch ist dabei, dass nachgeordnete Unternehmen, die in den Anwendungsbereich der Norm nicht fallen, nur im Rahmen des allgemeinen Insolvenzrechts abgewickelt werden können. Im Fall einer Insolvenz des *Deutsche-Bank-Konzerns* wären z.B. wesentliche Tochtergesellschaften von dem Anwendungsbereich der §§ 48a KWG nicht umfasst.⁵⁹⁸ In der Gesetzesbegründung wurde jedoch darauf hingewiesen, dass die Vorschriften der §§ 48o-48q KWG in bestimmten Fällen auch gegenüber nachgeordneten Unternehmen anzuwenden sind:

„Zum anderen soll die Anordnung entsprechender Übertragungsanordnungen aber auch dann ermöglicht werden, wenn gegenüber einem gruppenangehörigen Institut die Voraussetzungen für den Erlass einer Übertragungsanordnung gegeben sind, sofern von der Schieflage des gruppenangehörigen Unternehmens eine Gefahr für die Solidität der Gruppe und damit besondere Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems ausgeht“.⁵⁹⁹

Im Fall der „SPE-Abwicklungsstrategie“ wird im Gegenteil das Abwicklungsverfahren von einer Abwicklungsbehörde ausschließlich gegenüber der Muttergesellschaft durchgeführt. Die Unternehmenstätigkeit der Tochtergesellschaften wird fortgeführt.⁶⁰⁰ Mit anderen Worten werden die Verluste nur von den Aktionären und den Gläubigern der Muttergesellschaft getragen. Dies setzt insb.

⁵⁹⁷ FSB, Recovery and Resolution Planning for SIFIs: Guidance on Developing Effective Resolution Strategies, S. 17-20.

⁵⁹⁸ Vgl. Deutsche Bank, Jahresbericht 2012, S. 415, abrufbar unter: https://geschaeftsbericht.deutschebank.de/2012/gb/servicesseiten/downloads/files/dbfy2012_gesamt.pdf

⁵⁹⁹ BT-Drs. 17/3024, S. 70.

⁶⁰⁰ FSB, Recovery and Resolution Planning for SIFIs: Guidance on Developing Effective Resolution Strategies, S. 13: „(...) *operating subsidiaries should be able to continue as a going concern without entering resolution*“.

voraus, dass der Umfang des von der Muttergesellschaft emittierten Eigen- und Fremdkapitals zu der Verlustabsorption ausreichend ist.⁶⁰¹ Eine solche Strategie wurde von dem US-amerikanischen Gesetzgeber bevorzugt: Der FDIC müsste nämlich die Maßnahmen auf Ebene der Muttergesellschaft vornehmen. In Ausnahmefällen, insb. bei hohen Verlusten oder bei der bereits eingetretenen Insolvenz eines nachgeordneten Unternehmens, können die Maßnahmen auf Ebene der Tochtergesellschaft gleichzeitig vorgenommen werden.⁶⁰² Im deutschen und im französischen Recht sowie nach der Abwicklungsrichtlinie können die Abwicklungsbehörden eine SPE-Abwicklungsstrategie als zweite Handlungsmöglichkeit anwenden.⁶⁰³ Eine solche Strategie bietet folgende Vorteile: Der Eingriff der Behörde wird vereinfacht, da nur eine Gesellschaft betroffen ist. Die oben erwähnten Probleme im internationalen Insolvenzrecht und im Konzernrecht treten nicht auf. Der Fortbestand der wesentlichen Aktivitäten wird gesichert. Dies kommt der Finanzstabilität zugute.⁶⁰⁴ Es wird aber schwer für die anderen Marktteilnehmer zu bestimmen, welche Konzerngesellschaft die Verluste tatsächlich verursacht hat.⁶⁰⁵ Dazu wird möglicherweise die Refinanzierung der Muttergesellschaft teurer – aufgrund des damit verbundenen Risikos für die Kapitalgeber. Dagegen sind auf Ebene der Tochtergesellschaften eine höhere Risikobereitschaft und niedrigere Refinanzierungskosten zu erwarten, da die Gläubiger nur in Ausnahmefällen die Verluste tragen werden.⁶⁰⁶

D. Zusammenfassung und Bewertung

Der Machtumfang der Abwicklungsbehörden bemisst sich nach dem Anwendungsbereich des Gesetzes. Auf europäischer Ebene richtet sich dieser nach der Rechtsform der betroffenen Gesellschaft. Mit anderen Worten sind alle Gesell-

⁶⁰¹ Ibid., S. 15.

⁶⁰² Aus diesem Grund umfasst der Begriff „*financial company*“ auch die Tochtergesellschaften. Vgl. den Wortlaut des 12 U.S.C. § 5381(a)(11): „*The term financial company means any company that is (...) any subsidiary of any company (...) that is predominantly engaged in activities (...) financial in nature*“.

⁶⁰³ Vgl. Richtlinie 2014/59/EU, Erwägungsgrund Nr. 43: „*Die Befugnisse der Abwicklungsbehörden sollten auch auf Holdinggesellschaften Anwendung finden wenn (...) sowohl die Holdinggesellschaft als auch ein nachgeordnetes Institut ausfällt oder wahrscheinlich ausfällt*“ und Nr. 80.

⁶⁰⁴ S. dazu FDIC, Resolution of Systemically Important Financial Institutions: The Single Point of Entry Strategy, Federal Register 2013, Vol. 78, Nr. 243, S. 76614 (76615 f.).

⁶⁰⁵ *Melaschenko/Reynolds*, BIS Quarterly Review, June 2013, S. 37.

⁶⁰⁶ Ending Too-Big-To-Fail, The Clearing House Banking Brief White Paper, S. 9, abrufbar unter: www.theclearinghouse.org/publications/2013/title-ii-white-paper-finds-single-point-of-entry-can-end-too-big-to-fail

schaften, die der gesetzlichen Qualifikation nicht entsprechen, ausgeschlossen. Da der Anwendungsbereich breit gestaltet ist, sind Verweise auf andere Vorschriften in dem Gesetzestext erforderlich. Dadurch wird das Verfassen schwer verständlich. Die Weiterentwicklung des Schattenbankensystems, um die Regelungen umzugehen, ist zu befürchten.⁶⁰⁷ In den USA ist der Anwendungsbereich nach der Tätigkeit definiert. Dies hat den Vorteil der Klarheit. In den drei Gesetzgebungen sind die Eingriffsvoraussetzungen breit gefächert: Ein Eingriff ist bei der voraussichtlichen Nichteinhaltung der Eigenmittelanforderungen bis zur eingetretenen Zahlungsfähigkeit möglich. Der Zeitpunkt des Eingriffs wird nach dem freien Ermessen der Abwicklungsbehörde bestimmt. Zwei Konsequenzen können sich daraus ergeben: Erstens könnte eine außergerichtliche Sanierung beeinträchtigt werden, da die Kapitalgeber spätere Maßnahmen der Abwicklungsbehörde befürchten – wie z.B. die Herabsetzung des Eigen- oder Fremdkapitals. Zweitens könnte sich die Liquiditätskrise des Instituts beschleunigen, wenn die Marktteilnehmer vermuten, dass die Abwicklungsbehörde eingreifen wird.⁶⁰⁸ Zu beachten ist dabei, dass die Entscheidung der Abwicklungsbehörde, ein Abwicklungsverfahren zu eröffnen, mit Opportunitätskosten verbunden ist. Falls die Abwicklungsbehörde nicht oder zu spät eingreift, verursacht die Restrukturierung oder die Liquidation des betroffenen Instituts höhere Kosten. Falls sie eingreift, obwohl ein Abwicklungsverfahren nicht nötig war, verliert das betroffene Institut an Wert.⁶⁰⁹ Um solche Opportunitätskosten zu reduzieren sowie eine ausreichende Rechtssicherheit am Finanzmarkt zu gewährleisten, ist somit empfehlenswert, den Ermessensspielraum der Abwicklungsbehörde bzgl. der Eröffnung eines Abwicklungsverfahrens möglichst gering zu halten.⁶¹⁰

⁶⁰⁷ S. zur Regulierung des Schattenbankensystems: *Schaffelhuber*, GWR 2011, 488.

⁶⁰⁸ *Scott*, Stanford Law and Economics Olin Working Paper 2012, Nr. 426, S. 4; *Jackson/Skeel*, Harvard Business Law Review 2012, Vol. 2, S. 436 (442); *Wallison*, The Error at the Heart of the Dodd-Frank Act, AEI Financial Services Outlook, August-September 2011; *Spraygeren/Hessler*, Too Much Discretion to Succeed: Why A Modified Bankruptcy Code Is Preferable to Title II of the Dodd-Frank Act, S. 9 ff.

⁶⁰⁹ *Franke/Krahn/Lüpke*, ZVglRWiss 2014, 556 (562, 563).

⁶¹⁰ *Franke/Krahn/Lüpke*, ZVglRWiss 2014, 556 (566).

§ 14 – Abwicklungsverfahren

Die Befugnisse der Abwicklungsbehörden sind nach dem Gesetzesziel gestaltet. Im US-amerikanischen Recht ist ausschließlich die ordentliche Abwicklung des Instituts zulässig. Das Unternehmen darf nur vorläufig fortgeführt werden, um dies zu ermöglichen (12 U.S.C. § 5384(a)). Im deutschen Recht hingegen wird die Sanierung des Instituts erstrebt (§§ 481 Abs. 2, 48m Abs. 1 KWG).⁶¹¹ Der französische Gesetzesgeber hat das Verfahrensziel nicht festgelegt. Den der ACPR eingeräumten Befugnissen ist zu entnehmen, dass eine Restrukturierung oder eine Liquidation des Instituts zulässig ist (Art. L613-31-16 CMF).⁶¹² In der Abwicklungsrichtlinie und in den nationalen Gesetzgebungen verfügen jeweils die Abwicklungsbehörden über ordentliche und außerordentliche Befugnisse. Der ersten Kategorie sind alle Maßnahmen zuzuordnen, die der Kompetenz der Gesellschaftsorgane gehören. Zu der zweiten Kategorie zählen die Maßnahmen, die einen Eingriff in die Gläubigerrechte ermöglichen. Die Abwicklungsbehörden können somit die Rechtslage der vorrangigen Fremdkapitalgeber verändern. Fraglich ist, nach welchen Kriterien die Befriedigung der vorrangigen Fremdkapitalgeber erfolgt und wer die Kosten des Abwicklungsverfahrens tragen wird.

A. Ordentliche Befugnisse

Die den Abwicklungsbehörden eingeräumten ordentlichen Befugnisse werden nach Machtumfang geprüft. Die Position der Abwicklungsbehörde in den USA ist die stärkste. Gem. 12 U.S.C. § 5390(1)(A) tritt der FDIC in die Rechte des Instituts ein: „(...) *shall succeed to all rights (...) and its assets*“. Die Mitglieder der Geschäftsführung, die für den Eintritt des Insolvenztatbestands verantwortlich sind, müssen abberufen werden (12 U.S.C. § 5386(4)). Der FDIC ist Insolvenzverwalter mit ausschließlicher Kompetenz und muss bis zur kompletten Liquidation das Unternehmen fortführen. Ziel ist es, eine ordentliche Abwick-

⁶¹¹ Unter Sanierungsziel versteht man, gem. § 48m Abs. 1 S. 2 KWG „*die realisierbare Möglichkeit der Herstellung einer Vermögens-, Finanz und Ertragslage, welche die Wettbewerbsfähigkeit des übertragenen Unternehmens nachhaltig gewährleistet*“.

⁶¹² Insb. weil die ACPR Restrukturierungsmaßnahmen vornehmen kann, wie z.B. die Herabsetzung des Eigen- oder Fremdkapitals (Nr. 9) oder die Emission von Eigen- und Fremdkapital (Nr. 10).

lung ohne Nebeneffekte auf den Finanzmarkt und die höchsten Liquidationserlöse zu erzielen (12 U.S.C. § 5390(B)). Dabei kann der FDIC Vermögensgegenstände, Verbindlichkeiten und/oder Rechte des Schuldners auf einen Dritten übertragen sowie Einzelverkäufe vornehmen. Das Institut kann auf eine andere Gesellschaft verschmolzen werden. Es entfallen alle zivil- und gesellschaftsrechtliche Hindernisse, die der Ausübung der Befugnisse des FDIC entgegenwirken können (12 U.S.C. § 5390(G)). Die Abwicklungsrichtlinie räumt ebenso den nationalen Abwicklungsbehörden eine zentrale Rolle ein. Diese sind für die Bestellung und die Abberufung des Sonderverwalters zuständig (Art. 35 RiLi). Alle Befugnisse der Geschäftsführung werden auf den Sonderverwalter übertragen, der seine Funktionen unter der Kontrolle der Abwicklungsbehörde ausübt. Die Beschränkung der Befugnisse des Sonderverwalters oder ein Zustimmungsrecht zu Gunsten der Abwicklungsbehörde kann abgeschlossen werden, Art. 35 Abs. 4 RiLi. Die vorherige Geschäftsführung wird ersetzt, es sei denn, deren Unterstützung ist zur Erreichung der Abwicklungsziele notwendig (Art. 34 Abs. 1 c) RiLi). Die Abwicklungsbehörden sind für die Umsetzung der Abwicklungsinstrumente ausschließlich zuständig. Zu den ordentlichen Befugnissen zählen die Unternehmensveräußerung (Art. 38 RiLi) und die Ausgliederung (Art. 42 RiLi). Die Abwicklungsbehörde kann Vermögenswerte, Rechte oder Verbindlichkeiten des Instituts auf einen Dritten übertragen, ohne Berücksichtigung der oben erwähnten zivil- und gesellschaftsrechtlichen Vorschriften (Art. 38 RiLi). Der Verkauf muss dabei zu üblichen Marktkonditionen erfolgen (Art. 39 Abs. 2 RiLi). Die betroffenen Gegenstände sind von einem unabhängigen Sachverständigen zu bewerten (Art. 36 Abs. 4 f) RiLi). Die Ausgliederung von bestimmten Vermögenswerten auf eine Zweckgesellschaft ist möglich. Die Zweckgesellschaft muss ganz oder teilweise einer juristischen Person des öffentlichen Rechts gehören (Art. 42 Abs. 2 RiLi). Sie unterstützt die ordentliche Abwicklung der Vermögenswerte und das Ziel höchstmöglicher Liquidationserlöse (Art. 42 Abs. 5 RiLi). Auch erwähnt sei das Problem des Zustimmungsbedürfnisses der Anteilseigner bei der Kapitalherabsetzung und der Kapitalerhöhung. Die Gesellschaftsrichtlinien sollten entsprechend modifiziert werden, um

eine rechtzeitige Intervention der Abwicklungsbehörden zu ermöglichen.⁶¹³ Im französischen Recht spielt ebenso die ACPR eine wesentliche Rolle. Sie kann einen vorläufigen Sonderverwalter bestellen, auf den die Befugnisse der Geschäftsführung übertragen werden (Art. L612-34 CMF). Die Dirigenten können von der ACPR gem. Art. L613-31-16 Abs. 1 Nr. 3 CMF abberufen werden. Eine Übertragung von einem oder mehreren Geschäftsbereichen auf einen Dritten ist ohne materielle und formale Voraussetzungen möglich (Nr. 4). Die bestehenden Vertragsverhältnisse sind auch übertragbar und etwaige Kündigungsrechte unwirksam. Der Gesetzgeber hat die Übertragung einzelner Vermögensgegenstände, Verbindlichkeiten oder Rechte nicht geregelt. Die Möglichkeit der Ausgliederung von bestimmten Vermögenswerten auf eine Zweckgesellschaft ist auch nicht vorhanden. Unklar ist somit, welche Befugnisse die ACPR tatsächlich ausüben kann, da die von dem Gesetzgeber verfasste Liste nicht abschließend ist.⁶¹⁴ Dazu kann die ACPR das Institut zwingen, eine Kapitalherabsetzung vorzunehmen (Nr. 9) sowie neue Kapitalinstrumente auszugeben, um die Rekapitalisierung zu ermöglichen (Nr. 10). Die Modalitäten der Kapitalherabsetzung und der Kapitalerhöhung sind jedoch nicht ausdrücklich geregelt. Fraglich ist somit, ob das allgemeine Gesellschaftsrecht Anwendung findet. Dies könnte die rechtzeitige Intervention der Abwicklungsbehörde beeinträchtigen. Hinzu kommt, dass die Bewertungsmaßstäbe des Gesetzes nicht richtlinienkonform sind. Der Wert der emittierten Kapitalinstrumente und der übertragenen Vermögenswerte muss zwar von einem unabhängigen Sachverständigen festgestellt werden. Der ermittelte Wert ist aber für die ACPR nicht verbindlich, Art. L613-31-16 Abs. 3 CMF. In Ausnahmesituationen kann sogar die Behörde den Wert selber bestimmen. Dabei sind die von dem Gesetzgeber angegebenen Kriterien unscharf, sodass der Ermessensspielraum der Behörde sehr groß ist.⁶¹⁵ Im deutschen Recht spielt hingegen die BaFin eine geringere Rolle. Die Behörde kann einen Sonderbeauftragten bestellen, § 45 c KWG. Dieser

⁶¹³ Vgl. Richtlinie 2014/59/EU, Erwägungsgründe Nr. 120 bis 124.

⁶¹⁴ Hierzu *Bonneau*, *Revue des Procédures Collectives* 2013, Nr. 5, Étude Nr. 26, Rn. 28; *Kovar*, *LPA* 2013, Nr. 194, S. 39.

⁶¹⁵ *Salord/Vermeille*, *Expropriation, aléa moral & Chapter 11 bancaire, Droit & Expertise*, *La Minute Éco* v. 19.12.2012. Dazu *Müller*, *Revue de Droit bancaire et financier* 2013, Nr. 6, Rn. 8; *Vermeille*, *Revue Banque* 2013, Nr. 755, S. 92.

kann die Befugnisse eines Organs oder Organmitglieds übernehmen und eine Übertragungsanordnung nach §48a KWG vorbereiten, § 45 c Abs. 2 KWG. Die gesellschaftsrechtlichen Pflichten des Organs finden Anwendung, soweit dies der Aufgabenstellung des Sonderbeauftragten nicht entgegensteht.⁶¹⁶ Der BaFin steht zwar ein Informationsanspruch, jedoch kein Einzelweisungsrecht zu.⁶¹⁷ Gem. § 45 c Abs. 5 KWG kann die BaFin den Sonderbeauftragten aus wichtigem Grund abberufen. Der BaFin steht nur ein spezielles Abwicklungsinstrument zu, nämlich die Übertragungsanordnung nach §§ 48a KWG. Es handelt sich um die Übertragung des gesamten Vermögens einschließlich der Verbindlichkeiten des Instituts im Wege der Ausgliederung.⁶¹⁸ Eine Teilübertragung ist zulässig, § 48k KWG. §§ 48a KWG können für die erzwungene Übertragung auf einen Konkurrenten sowohl im Rahmen der Brückenbank-Technik zur Anwendung kommen.⁶¹⁹ Die Gegenleistung des übernehmenden Rechtsträgers besteht gem. § 48d Abs. 1 KWG aus Anteilen und in Ausnahmefällen aus einem Geldbetrag. Deren Angemessenheit muss von einem sachverständigen Prüfer geprüft werden, § 48d Abs. 3 KWG. Im Fall einer Anteilsgewährung sollte sich die Gegenleistung nach dem Wert des Unternehmens des Rechtsträgers richten, wobei die Ertragsmethode und nicht der Börsenkurs als Maßstab anzuwenden wäre. Der Bewertungsprozess könnte sich somit als schwer und zeitaufwendig erweisen.⁶²⁰ Andere Maßnahmen sind nicht vorhanden, sodass eine Ergänzung der Befugnisse der BaFin nach der Umsetzung der Abwicklungsrichtlinie abzuwarten ist.

B. Außerordentliche Befugnisse

I. Brückenbank-Technik

1. Begründung, Tätigkeit und Auslösung des Brückeninstituts

Eine Brückenbank oder ein Brückeninstitut ist eine juristische Person, die als Rechtsträger eintritt und zum Ziel der vorläufigen Übernahme systemrelevanter

⁶¹⁶ *Lindemann* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG § 45c, Rn. 44.

⁶¹⁷ *Lindemann* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG § 45c, Rn. 48-49.

⁶¹⁸ *Fridgen* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG § 48a, Rn. 3.

⁶¹⁹ *Riethmüller*, WM 2010, 2295 (2300).

⁶²⁰ *Schuster/Westpdahl*, DB 2011, 282 (284).

Geschäftsbereiche eines Unternehmens des Finanzsektors gegründet wird.⁶²¹ In der Abwicklungsrichtlinie ist das Instrument des Brückeninstituts im Art. 40 geregelt, wonach die nationalen Abwicklungsbehörden Anteile, Vermögenswerte, Rechte und/oder Verbindlichkeiten eines Instituts auf ein Brückeninstitut übertragen können. Die Anteile an dem Brückeninstitut müssen ganz oder teilweise einer Person des öffentlichen Rechts gehören. Sein Gesellschaftszweck besteht ausschließlich in der Übernahme der o.g. Geschäftsbereiche und deren Abwicklung durch Verkauf am Markt oder Liquidation (Art. 40 Abs. 2 RiLi). Im deutschen Recht kann seit der Verabschiedung des Restrukturierungsfondsgesetzes (RstruktFG)⁶²² der Restrukturierungsfonds (Nachfolger des SoFFin) Brückeninstitute begründen. Diese sind im Rahmen einer Übertragung nach § 48a Abs. 1 KWG tätig, § 5 RStruktFG. Das Brückeninstitut wird zum Zweck der Übertragungsordnung begründet bzw. andere Zwecke sind unzulässig.⁶²³ Der Restrukturierungsfonds ist ein Sondervermögen des Bundes i.S.d. § 110 Abs. 1 GG (§ 3 Abs. 3 RStruktFG).⁶²⁴ Im französischen Recht kann ebenso die ACPR gem. Art. L613-31-16 Abs. 1 Nr. 5 CMF ein Brückeninstitut (*établissement-relais*) zum Zweck der Übertragung von sämtlichen oder von bestimmten Vermögenswerten, Rechten und Verbindlichkeiten eines Instituts anwenden. In den USA kann der FDIC gem. 12 U.S.C. § 5390(h) einen „*bridge financial company*“ zum Zweck der vorläufigen Übertragung von Vermögensgegenständen und Verbindlichkeiten errichten. Allgemein sollte die Einsetzung eines Brückeninstituts der Finanzstabilität dienen und die Kosten der Abwicklung auf private Akteure verteilen. Die Rettung des Instituts ist kein zulässiger Zweck.⁶²⁵ Um eine rasche Intervention der Abwicklungsbehörden zu ermöglichen, soll die Übertragung unter vereinfachten Voraussetzungen stattfinden. Im deutschen Recht bedarf die Ausgliederung keines Beschlusses der Hauptver-

⁶²¹ Dazu: *Fridgen* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, RStruktFG § 5, Rn. 1; *Schelo*, NJW 2011, 186 (190); *Binder*, ORDO (Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft) 2013, S. 377 (391); *Müller*, Revue de Droit bancaire et financier 2013, Nr. 6, Dossier Nr. 54, Rn. 7.

⁶²² Restrukturierungsfondsgesetz v. 9.12.2010 (BGBl. I S. 1900, 1921), das zuletzt durch Artikel 3 des Gesetzes v. 20.12.2012 (BGBl. I S. 2777) geändert worden ist.

⁶²³ *Fridgen* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, RStruktFG § 5, Rn. 2.

⁶²⁴ Der Restrukturierungsfonds ist ausschließlich dafür zuständig, der Restrukturierung von Kreditinstituten im Krisenfall zu dienen und wurde Anfang 2011 errichtet. Vgl. BT-Drs. 17/3024, S. 117; *Fridgen* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, RStruktFG § 5, Rn. 9; zur Bankenabgabe: *Martini*, NJW 2010, 2019.

⁶²⁵ BT-Drs. 17/3024, S. 117; *Bernanke*, Financial Regulation and Financial Stability, Rede v. 8.7.2008, abrufbar unter: www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080708a.htm

sammlung des Instituts. Nur die Zustimmung des Brückeninstituts ist notwendig, § 48f KWG.⁶²⁶ Die Ausgliederung wird mit der Bekanntgabe der Übertragungsanordnung i.S.d. § 48g KWG wirksam. Die Ausgliederungsgegenstände werden im Wege der Gesamtrechtsnachfolge übertragen.⁶²⁷ Es findet ein Übergang aller Rechtsverhältnisse auf den übernehmenden Rechtsträger statt. Etwasige Kündigungsrechte sind unwirksam, § 48g Abs. 7 KWG. Die Übertragungsanordnung gilt gem. §§ 32, 48g Abs. 6 KWG als Erlaubniserteilung für die übertragenen Geschäfte. Eine Gegenleistung in Form von Anteilen an dem Brückeninstitut wird gewährleistet, falls der Wert der übertragenen Gegenstände positiv ist, § 48d Abs. 1 KWG. Da es sich um eine „leere Gesellschaft“ handelt, treten die o.g. Probleme der Unternehmensbewertung nicht auf.⁶²⁸ In der Abwicklungsrichtlinie wird das Instrument des Brückeninstituts gleichermaßen geregelt: keine formellen und materiellen Voraussetzungen bzw. zivilrechtgestaltende Natur der Übertragung (Art. 40 Abs. 1 S. 2 RiLi), Gegenleistung unter bestimmten Voraussetzungen (Art. 40 Abs. 4 RiLi) sowie Erlaubnisverteilung (Art. 40 Abs. 10 RiLi). Im Gegensatz zum deutschen Recht dürfen die übertragenen Verbindlichkeiten den Wert der übertragenen Aktiven nicht übersteigen (Art. 40 Abs. 3 RiLi).⁶²⁹ In Frankreich wurde das Brückeninstitut nicht im Detail geregelt, sodass eine entsprechende Anpassung an die Vorschriften der Abwicklungsrichtlinie abzuwarten ist.⁶³⁰ Im US-amerikanischen Recht beschließt der FDIC den Inhalt der Übertragung, die ohne Zustimmung der Anteilseigner und der Gläubiger des Instituts erfolgt (12 U.S.C. § 5390(h)(2)(E)). Die Abwicklungsbehörden sollten eine wesentliche Rolle in der Geschäftsführung des Brückeninstituts spielen. Laut Art. 41 Abs. 1 der Abwicklungsrichtlinie müssen insb. die Satzung, die Geschäftsführung, die Strategie und das Risikoprofil des Brückeninstituts von der Abwicklungsbehörde genehmigt werden. Diese ist auch zuständig bei der Veräußerung am Markt der Vermögensgegenstände des Brückeninstituts. Die Vermarktung muss offen und transparent sein (Art. 40 Abs. 4 RiLi). In den USA enthält 12 U.S.C. § 5390(h)(2) vergleichbare

⁶²⁶ *Fridgen* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 48a KWG, Rn. 4.

⁶²⁷ *Fridgen* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 48a KWG, Rn. 5.

⁶²⁸ *Schuster/Westphal*, DB 2011, 282 (284).

⁶²⁹ Vgl. § 48d Abs. 6 KWG (Ausgleichspflicht bei dem negativen Wert der übertragenen Gegenstände).

⁶³⁰ Hierzu *Bonneau*, *Revue des Procédures Collectives* 2013, Nr. 5, Étude Nr. 26, Rn. 5.

Regelungen. Im deutschen Recht besteht eine Aufteilung der Kompetenzen zwischen der FMSA (Begründung des Brückeninstituts) und der BaFin (Durchführung der Übertragung). Der BaFin steht nur ein Anweisungsrecht gegenüber dem übertragenden Rechtsträger bzgl. der Ausübung des Stimmrechts in der Hauptversammlung des Brückeninstituts zu, § 48l Abs. 2 KWG. Dies setzt voraus, dass Anteile als Gegenleistung gewährleistet wurden.⁶³¹ Die Aufteilung der Kompetenzen zwischen zwei Behörden könnte der raschen Errichtung eines Brückeninstituts im Krisenfall entgegenwirken.⁶³² Dazu wurden die Modalitäten des Betriebs des Brückeninstituts – insb. die Veräußerung der Aktiven am Markt – bedauerlicherweise nicht geregelt.⁶³³ In der Anwendung der Brückenbank-Technik wird oft die Frage der Refinanzierung spannend. Im Grunde genommen sollte sich das Brückeninstitut durch die Emission von Eigen- und Fremdkapital am Markt refinanzieren können.⁶³⁴ Im Regelfall ist der Liquiditätsbedarf zu hoch. Aus diesem Grund sieht jede Gesetzgebung vor, dass ein Fonds eingreifen kann. In Deutschland kann der Restrukturierungsfonds Anteile an Brückeninstituten und Garantien übernehmen, § 5 RStruktFG.⁶³⁵ In Frankreich ist ebenso die Teilnahme des *Fonds de Garantie des Dépôts et de Résolution* (FGDR) an der Rekapitalisierung und der Refinanzierung des Brückeninstituts zulässig, Art. L312-5 Abs. 4 Nr. 3 und Nr. 4 CMF.⁶³⁶ In den USA ist gem. 12 U.S.C. § 5390(n)(1) die Refinanzierung des Brückeninstituts über den *Orderly Liquidation Fund* (OLF) möglich.⁶³⁷ Da die Abwicklung von großen, komplexen Finanzinstituten über ein Brückeninstitut oft hohe Kosten verursacht, wird wahrscheinlich die Finanzierung durch die Beteiligung staatlicher Stellen erfolgen.⁶³⁸ In diesem Fall übernimmt der Staat das Insolvenzrisiko des Brückeninstituts sowie die Verantwortung für die Abwicklung der Vermögens-

⁶³¹ *Fridgen* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 48l KWG, Rn. 6.

⁶³² *Riethmüller*, WM 2010, 2295 (2300).

⁶³³ *Fridgen* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 5 RStruktFG, Rn. 5.

⁶³⁴ *Cetin*, *Restructuring an Insolvent Bank*, S. 17 f. (Fortführung des Brückeninstituts).

⁶³⁵ *Bachmann*, ZBB 2010, 459; *Müller-Eising* u.a., BB 2011, 66 (68).

⁶³⁶ *Kovar*, LPA 2013, Nr. 194, S. 39; *De Ganay*, *Revue de Droit bancaire et financier* 2013, Nr. 4, Dossier Nr. 35.

⁶³⁷ *Grünberg*, Remarks to the Federal Bank of Chicago Bank Structure Conference, 2012, abrufbar unter: <http://www.fdic.gov/news/news/speeches/chairman/spmay1012.html>

⁶³⁸ *Riethmüller*, WM 2010, 2295 (2300).

werte am Markt.⁶³⁹ Ein Brückeninstitut sollte nur vorläufig betrieben werden, d.h. bis zur ordentlichen Liquidation der Vermögensgegenstände. Dies erfolgt insb. durch Übertragung des Instituts auf einen Dritten, Eröffnung eines Insolvenzverfahrens oder vollständige Abwicklung der Positionen am Markt.⁶⁴⁰ Das Brückeninstitut sollte z.B. in Europa nach Art. 41 Abs. 5 der Abwicklungsrichtlinie und in den USA nach 12 U.S.C. 5390(h)(12) nicht mehr als zwei Jahre betrieben werden. Eine Rückübertragung der Vermögensgegenstände auf den übertragenden Rechtsträger ist gem. Art. 40 Abs. 6 der Abwicklungsrichtlinie und im deutschen Recht nach § 48j KWG zulässig.

2. Anwendung in der Praxis

Im US-amerikanischen Rechtssystem wurde das Instrument des Brückeninstituts nach der Verabschiedung des *Competitive Banking Equality Act* von 1987 in der Abwicklung von Depotbanken regelmäßig angewendet.⁶⁴¹ Sobald dies die billigste Lösung darstellte (*Least Cost Alternative*), hat der FDIC ein oder mehrere Brückeninstitute zu gründen, um die Tätigkeit scheiternder Depotbanken fortzuführen.⁶⁴² Dabei wurden vorrangige und besicherte Forderungen sowie die gesetzlich gesicherten Einlagen übertragen. Die Brückeninstitute wurden von dem FDIC durch Eigen- oder Fremdkapital nach Bedarf refinanziert. Die Bereitstellung von Garantien kam auch zur Anwendung.⁶⁴³ Die Veräußerung der übertragenen Vermögensgegenstände erfolgte im Rahmen von Auktionen. Es fand in den meisten Fällen eine Risikoverteilung zwischen dem Erwerber und dem FDIC statt. Allgemein stellte das Instrument des Brückeninstituts nicht immer eine effiziente Lösung dar. Es entstanden in manchen Fällen nach der Abwicklung der Depotbank hohe Kosten für den FDIC. Unter den größten Banken hat z.B. die Abwicklung von der *First City Bancorporation of Texas* 1,07 Mrd. US-Dollar gekostet; diejenige von der *First Republicbank Corporation* 3,86 Mrd.; diejenige von der *Bank of New England Corporation*

⁶³⁹ Der Bund haftet unmittelbar für die Verbindlichkeiten des Restrukturierungsfonds, § 10 RStrukFG. S. dazu *Binder*, ORDO (Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft) 2013, 377 (391 ff.).

⁶⁴⁰ Vgl. Art. 41 Abs. 3 RiLi; 12 U.S.C. § 5390(h)(13).

⁶⁴¹ Act of August 10, 1987 (Pub. L. No. 100-86; 101 Stat. 563). Vgl. 12 U.S.C. § 1821(n).

⁶⁴² FDIC, *Managing the Crisis: The FDIC and RTC Experience*, S. 171 ff.

⁶⁴³ FDIC, *Managing the Crisis: The FDIC and RTC Experience*, S. 578 ff.

889 Mio. und diejenige von *MCorp* 2,8 Mrd.⁶⁴⁴ Der FDIC hat sich im Rahmen der Verabschiedung des *Dodd-Frank Act* in Betracht zu einer hypothetischen Abwicklung von *Lehman Brothers* geäußert.⁶⁴⁵ Der Abwicklungsbehörde nach hätte die Errichtung eines Brückeninstituts die Kosten der Abwicklung gemindert. Die Übertragung hätte sich auf die besicherten und auf die kurzfristigen Forderungen erstreckt. Die risikobehafteten Aktiven wären separat abgewickelt worden und der FDIC hätte die übertragenen Vermögensgegenstände am Markt Zug um Zug veräußert.⁶⁴⁶

II. Bail-in-Befugnis

Die gesamte Abschreibung auf die wertgeminderten Aktiven der Unternehmen des Finanzsektors betrug 940 Mrd. EUR zwischen 2008 und 2012.⁶⁴⁷ Hätten Aktionäre und Gläubiger die Verluste der betroffenen Institute getragen, hätte sich der Abschreibungsbedarf auf die Anteile und Forderungen auf 534 Mrd. EUR erhöht.⁶⁴⁸ Die Verlustverteilung hätte sich in den meisten Fällen auf die Anteilseigner und die nachrangigen Gläubiger erstreckt. Problematisch ist allerdings, dass Anteilseigner und Gläubiger nur in Ausnahmefällen die Verluste trugen. Im Jahr 2012 wurden z.B. die Befugnisse der Abwicklungsbehörden in Spanien erweitert und nachrangigen Forderungen in Eigenkapital umgewandelt: Eine gesamte Abschreibung bei vier verstaatlichten Banken i.H.v. 61% des Forderungsbetrags fand statt.⁶⁴⁹ In den anderen Fällen trug der Steuerzahler die Kosten der Abwicklung. Ohne Eröffnung eines Insolvenzverfahrens oder Abschreibungsbedürfnisse einer Behörde kann nämlich eine Verlustverteilung nur mit Zustimmung der Anteilseigner und Gläubiger erfolgen. Die Einführung einer Bail-in-Befugnis, d.h. die Möglichkeit für eine Abwicklungsbehörde, durch Hoheitsakt Anteile und Forderungen abzuschreiben oder Forderungen in Eigenkapital umzuwandeln, wird deshalb als zentrales Abwicklungsinstrument

⁶⁴⁴ FDIC, *Managing the Crisis: The FDIC and RTC Experience*, S. 584, 611, 629, 649.

⁶⁴⁵ *Bair* in: *FDIC Quarterly* 2011, Vol. 5, Nr. 2, S. 31.

⁶⁴⁶ *Ibid.*

⁶⁴⁷ *Colon/Cotter*, *Anatomy of a Bail-In*, S. 4-6.

⁶⁴⁸ *Ibid.*

⁶⁴⁹ *Bankia, Catalunya Bank, Banco Gallego und NCG Banco*. Vgl. *Haentjens*, *IILR* 2014, 255 (263).

angesehen⁶⁵⁰ und sollte die Marktdisziplin wiederherstellen.⁶⁵¹ Dadurch sollten nämlich systematische Fehlanreize beseitigt und die Gläubiger „zu verantwortungsvollem Handeln“ angehalten werden.⁶⁵² Das Bail-in Instrument wurde bereits im Fall Zypern bei der Sanierung der *Bank of Cyprus* gegenüber den unbesicherten Einlagen angewendet und ist derzeit auf internationaler Ebene als fester Bestandteil des Krisenmanagements zu betrachten.⁶⁵³

Laut der Abwicklungsrichtlinie muss das Bail-in-Instrument spätestens zum 1. Januar 2016 von den Mitgliedstaaten umgesetzt werden (Art. 130 RiLi). Im deutschen Recht ermöglichen §§ 45-48 KWG keine Verlustverteilung auf Anteilseigner und Gläubiger, sodass der Gesetzestext entsprechend verändert werden muss.⁶⁵⁴ Im französischen Recht steht der ACPR eine begrenzte Bail-in-Befugnis zu. Gem. Art. L613-31-16 Abs. 1 Nr. 9 CMF darf diese nur gegenüber den Anteilseignern und nachrangigen Gläubigern ausgeübt werden. Im US-amerikanischen Recht wurde im 12 U.S.C. § 5384(a)(1) der Grundsatz der Verlustverteilung betont: „*The authority (...) shall be exercised (...) so that creditors and shareholders will bear the losses of the financial company (...)*.“ Allerdings sollte sich die Verlustverteilung bereits aus dem Liquidationsverfahren ergeben: Die Fortführung des Instituts ist gem. 12 U.S.C. § 5384(a) nicht zulässig. Eine Herabschreibung oder eine Umwandlung der Forderungen könnte aber im Rahmen der Übertragung auf ein Brückeninstitut stattfinden.⁶⁵⁵ Der Anwendungsbereich der Bail-in-Befugnis sowie die Bewertung des Abschreibungsbedarfs sind zwei wesentliche Punkte, die geprüft werden müssen.

Im französischen Recht bezieht sich die Bail-in-Befugnis auf folgende Ansprüche – wobei die Herabsetzung oder Umwandlung in der folgenden Reihenordnung erfolgt: (1) Eigenkapitalanteile, (2) nachrangige Schuldverschreibungen, bei denen die Verlustverteilung außerhalb des Insolvenzverfahrens, d.h. bei der Fortsetzung der Unternehmenstätigkeit, vorgesehen ist, und (3) alle anderen

⁶⁵⁰ Brandi/Glieseler, ZfgK 2013, 894; Eckhardt, Die Bank 2014, S. 35; Goedeckmeyer, Die Bank 2014, S. 8; Schraner, Schweizer Bank 2012, Nr. 8, S. 15.

⁶⁵¹ Zhou u.a., IMF Staff Discussion Note 2012, Nr. SDN/12/03.

⁶⁵² Duve/Wimalasena, BB 2014, 2755 (2757).

⁶⁵³ Ibid.

⁶⁵⁴ Chattopadhyay, WM 2013, 405 (412); Binder, ORDO (Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft) 2013, 377 (391).

⁶⁵⁵ Grünberg, Remarks to the Federal Bank of Chicago Bank Structure Conference, 2012.

nachrangigen Schuldverschreibungen, bei denen die Verlustverteilung nach der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens stattfinden muss.⁶⁵⁶ Da der Gesetzgeber nur die Schuldverschreibungen erwähnt hat, bleibt unklar, ob eine Ausübung der Bail-in-Befugnis gegenüber unverbrieften Forderungen möglich ist. Es gilt gem. Art. L631-31-16 Abs. 1 Nr. 9 CMF das Prinzip der Gläubigergleichbehandlung. In der Abwicklungsrichtlinie umfasst die Bail-in Befugnis nachrangige, vorrangige, verbrieft und unverbrieft Forderungen (Art. 44 RiLi). Bestimmte Verbindlichkeiten sind von dem Anwendungsbereich ausgeschlossen, insb. gesetzlich gesicherte Einlagen, besicherte Forderungen, kurzfristige Forderungen, deren Laufzeit weniger als sieben Tage beträgt, und Forderungen von Geschäfts- oder Handelsgläubigern, die für den alltäglichen Geschäftsbetrieb von wesentlicher Bedeutung sind (Art. 44 Abs. 2 a), b), e), g) ii) RiLi). Dadurch sollten insb. die unvollständige Entschädigung der Einleger, die Wertlosigkeit der besicherten Forderungen, der Eintritt von Marktstörungen und die Beeinträchtigung der Fortführung des Unternehmens vermieden werden.⁶⁵⁷ Eine Beschränkung des Anwendungsbereichs der Bail-in-Befugnis ist in bestimmten Fällen – etwa bei einer Ansteckungsgefahr oder in Bezug auf die Fortführung der systemrelevanten Funktionen und Geschäftsbereiche des Instituts – gem. Art. 44 Abs. 3 b), c) RiLi möglich und wird von der Abwicklungsbehörde beschlossen. Im US-amerikanischen Recht ist der Ausschluss von bestimmten Forderungen zulässig (12 U.S.C. § 5390(b)(4)). Dies ist insb. der Fall, wenn der FDIC nach seinem freien Ermessen beschließt, dass dies zur Maximierung des Unternehmenswerts oder zum Fortbestand wesentlicher Tätigkeiten notwendig ist. Ebenso zentral ist die Frage der Bewertung des Abschreibungsbedarfs bzw. des Umwandlungssatzes im Fall einer Umwandlung. Die Ermittlung der Höhe der Verluste und des Wertes der Anteile oder der Forderungen dient nämlich der fairen und angemessenen Verlustverteilung auf Anteilseigner und Gläubiger. Die Lebensfähigkeit des Instituts muss dazu sichergestellt werden und die Umstrukturierung der Passivseite ausreichend sein.⁶⁵⁸ Gem. Art. 36 Abs. 1 RiLi

⁶⁵⁶ Vgl. den Wortlaut des Art. L.613-31-16 Abs. 1 Nr. 9 CMF.

⁶⁵⁷ Vgl. Richtlinie 2014/59/EU, Erwägungsgründe Nr. 70 f.; s. dazu *Bates/Gleeson*, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, 2011, S. 7.

⁶⁵⁸ Richtlinie 2014/59/EU, Erwägungsgrund Nr. 68. Dazu *Gracie*, *A practical process for implementing a*

muss „eine faire, vorsichtige und realistische Bewertung der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten“ durch einen unabhängigen Sachverständigen vorgenommen werden. Dies gilt laut Art. 36 Abs. 4 d) RiLi bei der Anwendung des Bail-in-Instruments. Das französische Recht ist dabei kritisch zu betrachten, da die Bewertung des Sachverständigen gegenüber der ACPR nicht verbindlich ist und weil in Krisenfällen die Behörde den Abschreibungsbedarf selber bestimmen darf (Art. L613-31-16 Abs. 3 CMF).⁶⁵⁹ Im US-amerikanischen Recht wird gem. 12 U.S.C. § 5390(a) (7)(A)) dem FDIC ein freier Ermessensspielraum in der Befriedigung der Ansprüche gelassen: „(...) *the Corporation as receiver may, in its discretion and to the extent that funds are available, pay creditor claims (...)*“. Dies könnte sich als problematisch erweisen, weil staatliche Behörden in Krisenzeiten unter politischen Druck gesetzt werden können.⁶⁶⁰

Aus praktischer Sicht kann das Bail-in-Instrument auf Ebene der Tochter- oder der Muttergesellschaft angewendet werden. Diese Möglichkeit wird in der Abwicklungsrichtlinie ausdrücklich erwähnt (Art. 43 Abs. 2 RiLi). In den USA ist dagegen zu erwarten, dass die Anteile und Forderungen auf Ebene der Muttergesellschaft abgeschrieben oder umgewandelt werden. Auf der einen Seite muss berücksichtigt werden, dass die Anwendung des Bail-in-Instruments gegenüber den Tochtergesellschaften zu Abschreibungen auf der Aktivseite der Muttergesellschaft führt bzw. zu ihrer eventuellen Überschuldung. Auf der anderen Seite setzt hingegen die Ausübung der Bail-in-Befugnis gegenüber der Muttergesellschaft voraus, dass die abschreibungsfähigen Anteile und Forderungen ausreichend sind, um die Fortführung des ganzen Konzerns zu ermöglichen.⁶⁶¹

Eine Kombination des Bail-in-Instruments mit anderen Abwicklungsinstrumenten stellt eine interessante Lösung dar, um eine nachhaltige Restrukturierung durchzuführen. Die Abwicklungsrichtlinie sieht in dieser Hinsicht vor, dass die Abwicklungsbehörden im Rahmen der Veräußerung des Instituts, der Ausgliederung von Vermögenswerten und der Übertragung auf ein Brückeninstitut die

Bail-in resolution power, Rede v. 17.9.2012, abrufbar unter:

<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech600.pdf>

⁶⁵⁹ Müller, *Revue de Droit bancaire et financier* 2013, Nr. 6, Dossier Nr. 54, Rn. 8.

⁶⁶⁰ *Sprayregen/Hessler*, Too Much Discretion To Succeed, Why A Modified Bankruptcy Code Is Preferable to Title II of the Dodd-Frank Act, S. 8.

⁶⁶¹ *Bates/Gleeson*, *Legal Aspects of Bank Bails-Ins*, 2011, S. 14-15.

Bail-in-Befugnis anwenden können (Art. 37 Abs. 4 RiLi). In den zwei ersten Fällen wird der Übergang auf den Käufer oder den übernehmenden Rechtsträger vereinfacht, da die Verbindlichkeiten herabgesetzt oder umgewandelt werden, d.h. die Kapitalstruktur saniert wird. Im letzten Fall wird das Brückeninstitut durch die Umwandlung der Forderungen in Anteile an dem Brückeninstitut rekapitalisiert.⁶⁶² Dies könnte einen Kontrollwechsel auf die Gläubiger bewirken. Nach Art. 40 Abs. 2 S. 3 RiLi muss jedoch die Abwicklungsbehörde das Brückeninstitut weiterhin kontrollieren. In den USA ist dagegen ein Kontrollwechsel auf die Gläubiger bzw. den privaten Sektor erwünscht.⁶⁶³

C. Rechtsstellung der vorrangigen Fremdkapitalgeber

Es bleibt fraglich, wie die Befriedigung der vorrangigen Fremdkapitalgeber im Rahmen der Abwicklung stattfinden soll. Im US-amerikanischen Insolvenzrecht wurde die sog. „*absolute priority rule*“ verankert. Aus ihr folgt, dass „*senior creditors (...) have a right to be paid in full before junior investors receive anything*“.⁶⁶⁴ Das Pendant dieser Regel ist die Gläubigergleichbehandlung, d.h. das Prinzip, wonach Gläubiger in gleichem Rang gleiche Befriedigungsquoten erhalten sollen.⁶⁶⁵ In den drei geprüften Rechtssystemen gelten beide Grundsätze im Rahmen einer Abwicklung durch staatliche Behörden. Art. 34 Abs. 1 der Abwicklungsrichtlinie sieht in der Tat vor, dass die Gläubiger die Verluste in der Rangfolge der Forderungen nach dem allgemeinen Insolvenzrecht tragen müssen. Gläubiger desselben Rangs müssen gleich behandelt werden. Im deutschen Recht ist bei der Anwendung der §§ 48a KWG keine Verlustverteilung vorgesehen. Es heißt, die Gläubiger werden entweder vollkommend befriedigt, oder ein Insolvenzverfahren wird über das Vermögen des übertragenden bzw. übernehmenden Rechtsträgers eröffnet (§§ 48h Abs. 2, 48m Abs. 7 KWG). In Frankreich wird bzgl. der Anwendung des Bail-in-Instruments das Prinzip der Gläubigergleichbehandlung erwähnt (Art. L613-31-16 Abs. 1 Nr. 9 S. 2 CMF). Im US-amerikanischen Recht muss ebenso die Abwicklungsbehörde die Gläu-

⁶⁶² Grünberg, Remarks to the Federal Bank of Chicago Bank Structure Conference, 2012.

⁶⁶³ Ibid.

⁶⁶⁴ Baird/Bernstein, The Yale Law Journal 2006, Vol. 115, S. 1930 (1932).

⁶⁶⁵ Ibid.

biger des Instituts gleich behandeln (12 U.S.C. § 5390(b)(4)). Im allgemeinen Insolvenzrecht genießen bestimmte Gläubiger eine gesetzliche Privilegierung in der Befriedigung (z.B. die Arbeitnehmer). Bzgl. der Verlustverteilung werden nach Art. 44 Abs. 2 der Abwicklungsrichtlinie folgende Forderungen privilegiert: die gesetzlich gesicherte Einlagen, besicherte Verbindlichkeiten, Verbindlichkeiten aus Verwaltungsverträgen und aus Treuhandverhältnissen sowie alle Forderungen mit einer Fälligkeit von weniger als sieben Tagen. Arbeitnehmer, Geschäfts- und Handelsgläubiger, Steuer- sowie Sozialversicherungsbehörden sind ebenso privilegiert. Im US-amerikanischen Recht gilt gem. 12 U.S.C. § 5390(b)(1) folgende Rangordnung: (1) besicherte Forderungen, (2) Forderungen des FDIC, die in Bezug auf die Finanzierung der Abwicklung entstanden sind, (3) Kosten des Insolvenzverfahrens, (4) etwaige Ansprüche des Staats, (5) bestimmte Ansprüche von den Arbeitnehmern, (6) vorrangige Forderungen, (7) nachrangige Forderungen und (8) Ansprüche der Anteilseigner. Problematisch ist aber, dass in bestimmten Fällen der Grundsatz der Gläubigergleichbehandlung durch die Abwicklungsbehörde gebrochen werden kann. Es heißt, Gläubiger desselben Rangs werden höhere oder niedrigere Befriedigungsquoten erhalten. Nach Art. 37 Abs. 3 RiLi ist dies in vier Konstellationen zulässig: erstens wenn die Anwendung des Bail-in-Instruments innerhalb einer angemessenen Frist nicht möglich ist; zweitens um den Fortbestand von systemrelevanten Funktionen des Instituts zu ermöglichen; drittens im Fall einer Ansteckungsgefahr und viertens wenn eine Wertvernichtung zu befürchten ist. Im US-amerikanischen Recht ist dies ebenso gem. 12 U.S.C. § 5390(b)(4)(A) in vier alternativen Fällen zulässig: erstens um den Wert des Unternehmens zu maximieren; zweitens um eine Übertragung auf ein Brückeninstitut zu vereinfachen; drittens um den zu erzielenden Erlös bei einer Unternehmensveräußerung oder bei Einzelverkäufen zu erhöhen und viertens um Verluste in den o.g. Fällen zu reduzieren. Eine Verordnung von 2011 in den *Code of Federal Regulations* (CFR) hat präzisiert, welche Forderungen der FDIC privilegieren wird. Dabei handelt es sich um alle Verbindlichkeiten, deren Laufzeit weniger als 360 Tage beträgt, sowie um „*partially funded, revolving or other open lines of credit that are necessary to continuing operations essential to the receivership or*

any bridge financial company, (...) any contracts to extend credit enforced by the receiver“ (12 CFR § 380.27). Zu befürchten ist dabei, dass bestimmte mächtige Gläubiger die Abwicklungsbehörde unter Druck setzen, um eine Abschreibung deren Forderungen zu vermeiden.⁶⁶⁶ Darüber hinaus ist ebenso eine Ungleichbehandlung der Gläubiger im Rahmen einer Übertragung auf ein Brückeninstitut möglich. Die Ansprüche der Gläubiger, deren Forderungen nicht übertragen wurden, richten sich nämlich weiterhin nach dem insolventen Institut. Dagegen können die von der Übertragung umfassten Gläubiger ihre Forderungen gegenüber dem – solventen – übernehmenden Rechtsträger geltend machen. Die Befriedigungsquoten werden dadurch unterschiedlich.⁶⁶⁷ Dazu kommt, dass die Gläubiger des insolventen Instituts keinerlei Rechte gegen das Brückeninstitut haben. Im deutschen Recht besteht eine sekundäre Ausfallhaftung des Kreditinstituts gegenüber den Gläubigern, deren Forderungen übertragen worden sind, § 48h Abs. 1 KWG.⁶⁶⁸ Art. 40 Abs. 11 der Abwicklungsrichtlinie schließt ausdrücklich die Geltendmachung eines Anspruchs der Gläubiger des insolventen Instituts gegen das Brückeninstitut aus. In jedem geprüften Rechtssystem muss jedoch der Grundsatz des „no creditor worse off“ eingehalten werden, wonach alle Gläubiger mindestens die Befriedigungsquote erhalten müssen, die sie im Rahmen eines Liquidationsverfahrens nach allgemeinem Insolvenzrecht erhalten hätten.⁶⁶⁹

Neben der Frage nach der Befriedigung besteht auch das Problem der Fälligkeit der Forderungen. In der Abwicklungsrichtlinie (Art. 68 RiLi), im französischen (Art. L613-31-16 Abs. 4 CMF), im deutschen (§ 48g Nr. 7 KWG) und im US-amerikanischen Recht (12 U.S.C. § 5390(c)(16)) sind vertragliche Kündigungsrechte, die allein aufgrund der Anwendung eines Abwicklungsinstruments geltend gemacht werden können, unwirksam. Dies gilt so lange, wie die Forderung weiterhin erfüllt wird. Ein Vollstreckungsstopp kann laut Art. 63 Abs. 1 j) der

⁶⁶⁶ Vgl. dazu Franke/Krahn/Lüpke, ZVglRWiss 2014, 556 (564): „This exceptional circumstances-driven exemption from the bail-in provides the creditors an option to try to convince the resolution authority that their bail-in would destabilize financial markets“.

⁶⁶⁷ Binder, ORDO (Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft) 2013, 377 (397).

⁶⁶⁸ Fridgen, Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 48h KWG, Rn. 1. Zu den wirtschaftlichen Konsequenzen der Ausfallhaftung s. Kenadjian in: Kenadjian, Too big to fail, S. 11-12.

⁶⁶⁹ Vgl. Richtlinie 2014/59/EU, Art. 73; Art. L613-31-16 Abs. 2 CMF; 12 U.S.C. § 5390(d)(2). Im deutschen Recht werden die Gläubiger nach der InsO befriedigt (Eröffnung eines Insolvenzverfahrens).

Abwicklungsrichtlinie in Bezug auf die Erfüllung berücksichtigungsfähiger Forderungen⁶⁷⁰ angeordnet werden. Die Fälligkeit dieser Forderungen kann auch zeitlich verschoben werden. Im französischen Recht ist die Ordnung eines Vollstreckungsstopps gem. Art. L613-31-16 Abs. 1 Nr. 11 CMF nur gegenüber nachrangigen Verbindlichkeiten zulässig. §§ 48a ff. KWG enthalten diese Möglichkeit nicht. Im US-amerikanischen Recht kann der FDIC einen Vollstreckungsstopp für max. 90 Tage anordnen (12 U.S.C. § 5390(a)(8)). Es gelten für Derivat- und Repogeschäfte spezielle Regelungen: Der Vollstreckungsstopp bezieht sich nur auf einen Geschäftstag und betrifft die Zahlungs- sowie die Lieferverpflichtungen des Schuldners.⁶⁷¹

D. Finanzierung des Abwicklungsverfahrens

Sobald die Refinanzierung des sich in Abwicklung befindenden Instituts durch den privaten Sektor nicht möglich ist, müssen liquide Finanzmittel durch andere Finanzierungsquellen zur Verfügung gestellt werden. Die Fortführung der Tätigkeit einer Investmentbank setzt nämlich ihre ständige Zahlungsfähigkeit voraus. In Europa und in den USA müsste im Prinzip die Finanzierung über Abwicklungsfonds erfolgen bzw. die Vergabe von staatlichen Mitteln ausgeschlossen sein.⁶⁷² Im deutschen Recht wird der SoFFin Ende 2014 abgewickelt und aufgelöst (§ 13 Abs. 1 FMStFG). Dessen Nachfolger ist der Restrukturierungsfonds, § 3 Abs. 2a RStruktFG. Der Fonds wird durch Beiträge von Kreditinstituten finanziert, § 12 Abs. 1 RStruktFG. Die Finanzholding-Gesellschaften und alle andere Unternehmen des Finanzsektors, die keine Bankgeschäfte betreiben, sind von der Beitragspflicht befreit. Dies ist problematisch, weil solche Institute auch systemrelevant sein können.⁶⁷³ Die Höhe der jährlich zu leistenden Beiträge hängt von dem Geschäftsvolumen, der Größe und der Vernetzung des Kreditinstituts ab, § 12 Abs. 10 RStruktFG. Die Zielgröße des Fonds beläuft sich

⁶⁷⁰ Unter berücksichtigungsfähigen Forderungen versteht man alle Forderungen, die in den Anwendungsbereich des Bail-in-Instruments fallen.

⁶⁷¹ Richtlinie 2014/59/EU Art. 69 Abs. 1; Art. L613-31-16 Abs. 1 Nr. 14 CMF; 12 U.S.C. § 5390(b)(8)(F).

⁶⁷² Vgl. Richtlinie 2014/59/EU, Erwägungsgrund Nr. 55; *Quinn*, Obama promises US taxpayer will never again foot bill for banks, *The Telegraph* v. 21.7.2010.

⁶⁷³ Vgl. *Ammelung/Frank* in: Brogl, *Handbuch Banken-Restrukturierung*, Kap. F / Rn. 6 ff.

auf 70 Mrd. EUR.⁶⁷⁴ In Frankreich kann der FGDR bei der Finanzierung von Restrukturierungsmaßnahmen eingreifen, Art. L312-5 Abs. 3 CMF. Beitragspflichtig sind Kreditinstitute, Finanzholding-Gesellschaften und Finanzdienstleistungsinstitute, Art. L312-4 S. 1 CMF. Die Höhe des Jahresbeitrages ist gem. Art. L312-7 Abs. 1 CMF durch Verordnung des Wirtschaftsministeriums festgestellt. Im Jahr 2013 betrug der gesamte Jahresbeitrag 500 Mio. EUR.⁶⁷⁵ Zurzeit verfügt der FGDR über 2263 Mio. EUR. Die Zielgröße beträgt 10 Mrd. EUR.⁶⁷⁶ Dabei ergeben sich zwei Probleme. Erstens ist die Zielgröße zu niedrig, um in Krisenzeiten die Einlagen zu sichern und Restrukturierungsmaßnahmen von systemrelevanten Instituten zu finanzieren. Zweitens sollten die Finanzmittel für die Einlagensicherung und die Restrukturierung nicht vermischt werden, da es sich um zwei verschiedene Versicherungsarten handelt. Auf europäischer Ebene werden in einem ersten Schritt die Abwicklungsmaßnahmen durch nationale Abwicklungsfonds finanziert.⁶⁷⁷ In einem zweiten Schritt werden die Beiträge im Rahmen des Einheitlichen Europäischen Abwicklungsmechanismus in einem zentralen Bankenabwicklungsfonds gesammelt. Der Abwicklungsfonds wird voraussichtlich ab dem 01.01.2016 tätig sein.⁶⁷⁸ Die Zielgröße beträgt mindestens 1% der gesicherten Einlagen; die Beiträge sind jährlich zu leisten.⁶⁷⁹ In den USA wird hingegen der OLF durch Sonderbeiträge finanziert, die *ex post* nach dem Eingriff des FDIC erhoben werden. Beitragspflichtig sind die Finanzholding-Gesellschaften, deren Bilanzsumme sich auf konsolidierter Basis auf mindestens 50 Mrd. US.-Dollar erhöht, und die Finanzinstitute, die keine Bankgeschäfte betreiben (12 U.S.C. § 5390(o)(1)(A)). In dem ersten Gesetzesentwurf des DFA war die Erhebung von Jahresbeiträgen vorgesehen. Die Zielgröße des OLF hätte dabei 150 Mrd. US-Dollar betragen.

⁶⁷⁴ S. dazu die Restrukturierungsfonds-Verordnung vom 20. Juli 2011 (BGBl. I S. 1406), die durch Artikel 7 des Gesetzes vom 26. Juni 2012 (BGBl. I S. 1375) geändert worden ist.

⁶⁷⁵ Arrêté du 18 novembre 2013 relatif au montant des cotisations au mécanisme de garantie des dépôts pour 2013, JORF Nr. 0274 v. 26.11.2013, S. 19134.

⁶⁷⁶ Vgl. Financement du FGDR, abrufbar unter: <http://www.garantiedesdepots.fr/fr/fonds-de-garantie-des-depots-et-de-resolution/financement-du-fgdr>. S. hierzu FGDR, Rapport Annuel 2013, abrufbar unter: http://www.garantiedesdepots.fr/sites/default/files/rapport_annuel_2013_fgdr_final.pdf

⁶⁷⁷ Vgl. Richtlinie 2014/59/EU, Erwägungsgründe Nr. 47 und 55.

⁶⁷⁸ Europäische Kommission, A Single Resolution Mechanism for the Banking Union, MEMO/14/295 v. 15.4.2014, abrufbar unter: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-295_fr.htm

⁶⁷⁹ Vgl. Art. 102 und Art. 103 der Richtlinie 2014/59/EU.

Aus politischen Gründen wurde dies leider in die endgültige Gesetzgebung nicht übernommen.⁶⁸⁰

Art. 104 der Abwicklungsrichtlinie sieht ergänzend die Erhebung von Sonderbeiträgen vor, wenn die verfügbaren Finanzmittel des Abwicklungsfonds zur Deckung der eingegangenen Aufwendungen nicht ausreichen. In Deutschland kommen Sonderbeiträge i.S.d. §§ 3 Abs. 2, 12 Abs. 3 RStruktFG bei Restrukturierungsmaßnahmen in Betracht. Der französische Gesetzgeber hat eine solche Möglichkeit nicht geregelt.⁶⁸¹ Die Inanspruchnahme staatlicher Finanzmittel ist jedoch in keiner der Gesetzgebungen ausgeschlossen. In Deutschland ist das Bundesministerium nach § 12 Abs. 6 RStruktFG ermächtigt, Kredite bis 20 Mrd. EUR für den Restrukturierungsfonds aufzunehmen, um Restrukturierungsmaßnahmen zu finanzieren. Weil der Staat gem. § 10 RStruktFG für die Verbindlichkeiten des Fonds unmittelbar haftet, werden staatliche Finanzmittel in Anspruch genommen, sobald die Beiträge des Fonds nicht ausreichen. In Frankreich hat der Gesetzgeber nicht ausdrücklich geregelt, wie die ACPR die Maßnahmen finanzieren muss, falls die Mittel des FGDR die Kosten nicht decken können. Die Vergabe von staatlichen Mitteln ist nicht ausgeschlossen.⁶⁸² Im US-amerikanischen Recht ist der FDIC ermächtigt, bei der Abwicklung eines Instituts Schuldverschreibungen gegenüber dem *Treasury of the United States* zu emittieren (12 U.S.C. § 5390(n)(5)). Der Gesamtbetrag der Emissionen beträgt 90% des Marktwerts der nicht verpfändeten Vermögensgegenstände des abzuwickelnden Instituts auf konsolidierter Basis (12 U.S.C. § 5390(n)(6)). Auf europäischer Ebene sieht die Abwicklungsrichtlinie vor, dass eine Rekapitalisierung anhand staatlicher Mittel oder eine vorübergehende Übernahme des Instituts durch den Staat in Krisenfällen zulässig ist (Art. 56-58 RiLi). Dafür muss die Finanzstabilität gefährdet sein und eine Herabsetzung oder eine Umwandlung von Anteilen und Forderungen des Instituts i.H.v. mindestens 8% der gesamten Verbindlichkeiten stattgefunden haben (Art. 37 Abs. 10 RiLi).

⁶⁸⁰ Wilmarth, Oregon Law Review 2011, Vol. 89, S. 951 (1015 ff.).

⁶⁸¹ Vgl. den Wortlaut des Art. L312-7 CMF.

⁶⁸² Vgl. den Wortlaut des Art. L612-1 Abs. 2 Nr. 4 CMF: „(...) d'éviter ou de limiter au maximum le recours au soutien financier public“.

E. Bewertung

Die Abwicklungsinstrumente ermöglichen eine schnelle Intervention der Abwicklungsbehörden, da die zivil- und gesellschaftsrechtlichen Zustimmungsbefürfnisse aufgehoben werden. Dank der Unwirksamkeit der Kündigungsrechte der Vertragspartner wird ein rascher Wertverlust des Unternehmens vermieden. Die Möglichkeit einer Ausgliederung toxischer Aktiven auf eine Zweckgesellschaft unter vereinfachten Konditionen und einer Übertragung systemrelevanter Aktiven auf ein Brückeninstitut dient der Fortführung des Unternehmens, ohne dass Notverkäufe notwendig sind. Es bleiben jedoch wesentliche Anhaltspunkte, die einer effizienten Abwicklung entgegenstehen. Erstens unterliegen Abwicklungsbehörden Transaktionskosten, weil sie extern eingreifen, d.h. keine tiefgehenden Kenntnisse bzgl. der Geschäftsbereiche des Instituts besitzen.⁶⁸³ Insb. bezweifelt wird die Fähigkeit einer staatlichen Behörde, sich mit der Insolvenz einer systemrelevanten Investmentbank zu befassen. In den USA hat der FDIC bis dahin nur Depotbanken abgewickelt, deren Geschäftsmodelle einfach waren.⁶⁸⁴ Der Fall *LTCM* hat in dieser Hinsicht gezeigt, dass die Mitwirkung der Geschäftsführung in der Abwicklung notwendig ist, weil sie über wesentliche Informationen verfügt.⁶⁸⁵ In den geprüften Gesetzgebungen wird aber die aktuelle Geschäftsführung als verantwortlich für die Krise bezeichnet und abberufen. Zu erwarten ist somit, dass die wichtigsten Geschäftsführer bereits vor dem Eingriff der Abwicklungsbehörden zurücktreten.⁶⁸⁶ Wenn die Abwicklung über ein Brückeninstitut erfolgen soll, wird zweitens die Trennung zwischen systemrelevanten und abwicklungsfähigen Aktiven schwer sein. Dies ist nämlich nur nachvollziehbar, wenn bestimmte Geschäftsbereiche aus juristischen oder wirtschaftlichen Gründen trennbar sind.⁶⁸⁷ Bei Investmentbanken sind die Geschäftsbereiche oft voneinander abhängig. Zu erwarten ist somit, dass den Abwicklungsbehörden die gesamten Vermögensgegenstände übertragen werden – insb. wenn die Übertragung innerhalb eines Wochenendes statt-

⁶⁸³ *Swire*, Duke Law Journal 1992, Vol. 42, S. 469 (535, 553); *Karmel*, Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law 2011, Vol. 6, S. 1 (4).

⁶⁸⁴ *Kenadjian* in: *Kenadjian*, Too big to fail, S. 12 ff.

⁶⁸⁵ *Lowenstein*, When Genius Failed, S. 216.

⁶⁸⁶ *Strasser*, DePaul Business & Commercial Law Journal 2012, 291.

⁶⁸⁷ *Franke/Krahn/Lüpke*, ZVglRWiss 2014, 556 (561).

finden soll, damit die Investmentbank am folgenden Montag auf dem Markt tätig wird. In diesem Fall werden die Kosten der Abwicklung erhöht. Es erfolgt keine Sanierung, weil die wertgeminderten Aktiven mitübertragen werden.⁶⁸⁸ Dazu kommt, dass der Betrieb eines Brückeninstituts durch staatliche Behörden aus wirtschaftlicher Sicht nicht effizient ist. Die im Rahmen der Abwicklung erzielten Verkaufserlöse sind nämlich niedriger als der Marktpreis bei rein privaten Transaktionen.⁶⁸⁹ Brückeninstitute werden wahrscheinlich auf Refinanzierungsschwierigkeiten stoßen, sodass alternative Finanzierungsquellen (Staat, Restrukturierungsfonds) in Anspruch genommen werden. Der US-Kongress hat beispielweise die Kosten des DFA über einen Zeitraum von zehn Jahren um 19 Mrd. US-Dollar geschätzt, weil der FDIC die Refinanzierung von Brückeninstituten unterstützen wird.⁶⁹⁰ Seit 2008 hat die Abwicklung scheiternder Depotbanken dem FDIC ca. 75 Mrd. US-Dollar gekostet. Insgesamt erwiesen sich die bereits fortgeführten Abwicklungsverfahren defizitär für den FDIC. Nur in einem Fall konnten nämlich die Einleger anhand der Verkaufserlöse vollständig zurückbezahlt werden.⁶⁹¹ Drittens könnte die Bail-in-Befugnis negative Nebeneffekte *ex ante* und *ex post* haben. *Ex ante* wird die Kapitalstruktur der Unternehmen des Finanzsektors beeinflusst, weil kurzfristige Verbindlichkeiten nicht abgeschrieben werden können. Es heißt, die Zinsen werden niedriger bei kurzfristigen als bei langfristigen Refinanzierungsgeschäften. Mit anderen Worten werden die Institute eine Refinanzierung auf kurzfristiger Basis gegenüber der Emission von langfristigen Schuldverschreibungen bevorzugen.⁶⁹² Dazu wird die Kontrolle der kurzfristigen Gläubiger nicht effizient, da sie die Kosten der Insolvenz nicht tragen werden.⁶⁹³ *Ex post* könnte die Liquiditätskrise des Instituts beschleunigt werden, da deren Vertragspartner und die Eigenkapitalgeber den Eingriff der Abwicklungsbehörde befürchten. Refinanzierungsquellen wer-

⁶⁸⁸ Hierzu: *Binder*, ORDO (Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft) 2013, 377 (397); *Schelo*, NJW 2011, 186; *Schuster/Westpdahl*, DB 2011, 282 (284).

⁶⁸⁹ *Berkovec/Mingo/Zhang*, Premiums in Private versus Public Bank Branch Sales, 1997.

⁶⁹⁰ *Wilmarth*, Oregon Law Review 2011, Vol. 89, S. 951 (997, 1018).

⁶⁹¹ *Douglas* in: Kenadjian, Too big to fail, S. 208.

⁶⁹² *Franke/Krahen/Lüpke*, ZVglRWiss 2014, 556 (564).

⁶⁹³ *Macey/Miller*, Columbia Law Review 1988, Vol. 88, S. 1153 (1179); *Wilmarth*, Oregon Law Review 2011, Vol. 89, S. 951 (993 ff.).

den somit abgesperrt.⁶⁹⁴ Dazu kommt, dass die Gläubiger ungleich behandelt werden können. Der Ermessensspielraum der Abwicklungsbehörden ist dabei sehr groß. Dies wird das Marktvertrauen erschüttern und die Fortführung des Unternehmens durch die Abwicklungsbehörde mangels ausreichender Finanzierungsquellen erschweren. Wie sich die Investoren gegen das Ausfallrisiko bei abschreibungsfähigen Verbindlichkeiten versichern werden, bleibt noch unklar.⁶⁹⁵ Viertens ist in keinem der geprüften Gesetze die Möglichkeit eines Vollstreckungsstopps gegenüber allen Verbindlichkeiten des Instituts vorhanden. Der Zeitraum, in dem das Institut seinen fälligen Verbindlichkeiten nicht nachkommen kann, beträgt lediglich einen Geschäftstag. Die Sanierung wird deshalb schwerer: Dem Schuldner fehlt nämlich eine Atempause (*breathing space*), die zum Vornehmen einer Restrukturierung notwendig ist. Die zugrunde liegenden Finanzsicherheiten können auf dem Markt weiter verwertet werden: Forcierte Verkäufe bzw. gefährliche Preisspirale sind zu befürchten.⁶⁹⁶ In Bezug auf die Finanzierung des Abwicklungsverfahrens muss darauf hingewiesen werden, dass das Problem der systematischen Fehlanreize nicht vollkommen beseitigt ist. Die Errichtung von Restrukturierungsfonds ist zwar zu begrüßen, da sie eine Kostenverteilung auf die Unternehmen des Finanzsektors ermöglicht bzw. die Marktdisziplin erhöht. In der Zukunft bleibt jedoch zu befürchten, dass die Staaten bei systemischen Krisen weiterhin einspringen. Auf europäischer Ebene ist dies bereits nach einer Kostenverteilung von lediglich 8% auf Anteilseigner und Gläubiger möglich. In den USA wird der Staat die Abwicklungskosten tragen, da der FDIC nur über begrenzte Finanzierungsmöglichkeiten verfügt. Die Erhebung von Sonderbeiträgen *ex post* kann in dieser Hinsicht die Kosten für den Staat herabsetzen. Sie stellt aber keine Lösung zu dem Problem der systematischen Fehlanreize dar, da die gesunden Unterneh-

⁶⁹⁴ Jackson/Skeel, Harvard Business Law Review 2012, Vol. 2, S. 435 (454); Henriques/Leukers/Longato, The Ins and Outs of Bail-Ins, JPMorgan Europe Credit Research, 2010; Coffee, Columbia Law School, 2010, Working Paper Nr. 380, S. 31.

⁶⁹⁵ Schillig, Bank Resolution Regimes in Europe II – Resolution Tools and Powers, 2012, S. 31 ff.

⁶⁹⁶ Dazu ausführlich Duffie/Skeel, University of Pennsylvania Institute for Law and Economics, Research Paper 2012, Nr. 12-02.

men die Kosten der fehlerhaften Geschäftsführung von den anderen Unternehmen tragen werden.⁶⁹⁷

§ 15 – Verfassungsrechtliche Probleme

Die oben geprüften Gesetzgebungen könnten auf verfassungsrechtliche Probleme stoßen. Eine Herabsetzung oder Umwandlung der Forderungen vorrangiger Fremdkapitalgeber ist nämlich ohne deren Zustimmung zulässig. Infolge der im Fall *Bank of Cyprus* vorgenommenen Abschreibungen haben beispielsweise zahlreiche Gläubiger Entschädigungsklagen erhoben.⁶⁹⁸ Die Anfechtungsmöglichkeiten vor dem Gericht sind dazu in den neuen Regelungen beschränkt.⁶⁹⁹ Fraglich ist, ob dies gegen das Eigentumsrecht und gegen das Recht auf Zugang zu den Gerichten verstößt. Der Fokus ist hier auf die Vorschriften der Europäischen Menschenrechtskonvention (EMRK)⁷⁰⁰ sowie auf das nationale Verfassungsrecht in Deutschland, in Frankreich sowie in den USA gerichtet.

A. Eigentumsrecht

Der Klarheit halber wird hier das Eigentumsrecht zuerst auf europäischer Ebene und dann nach den US-amerikanischen Rechtsvorschriften geprüft.

I. Rechtsvergleich zwischen der Europäischen Menschenrechtskonvention, dem französischen und dem deutschen Recht

Im deutschen Recht muss das Eigentumsrecht gem. Art. 14 Abs. 1 GG gewährleistet werden. Eine Enteignung ist nur unter bestimmten Voraussetzungen zulässig. Inhalts- und Schrankenbestimmungen sind auch möglich, sobald sie von dem Gesetzgeber geregelt sind (Art. 14 Abs. 3 GG). Im französischen Recht ist gleichermaßen das Eigentumsrecht nach Art. 17 des sog. „*Déclaration des Droits de l’Homme et du Citoyen*“ von 1789 (DDHC) als unverletzliches und heili-

⁶⁹⁷ Wilmarth, Oregon Law Review 2011, Vol. 89, S. 951 (1015 ff.).

⁶⁹⁸ Duve/Wimalasena, BB 2014, 2755 (2759).

⁶⁹⁹ Dazu Douglas in: Kenadjian, Too big to fail, S. 212 ff.

⁷⁰⁰ Europäische Konvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten v. 4.11.1950, zuletzt geändert durch Protokoll Nr. 14 v. 13.5.2004 m.W.v. 1.6.2010.

ges Recht anerkannt.⁷⁰¹ Beschränkungen sind nur im öffentlichen Interesse zulässig. Sie unterliegen gem. Art. 2 DDHC dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit. Art. 1 des ersten Zusatzprotokolls zur EMKR regelt ebenso auf der einen Seite die Zulässigkeit einer Enteignung (Abs. 1) und auf der anderen Seite die Möglichkeit von Beschränkungen des Eigentumsrechts (Abs. 2). Somit bilden die Enteignung und die Inhalts- und Schrankenbestimmungen zwei unterschiedliche Eingriffe in das Eigentumsrecht, deren Voraussetzungen voneinander abweichen und demzufolge einer getrennten Prüfung unterliegen müssen.

1. Eigentumsschutz

In jeder der drei Gesetzgebungen bemisst sich die Gewährleistung des Eigentumsschutzes nach vier Tatbestandsvoraussetzungen. Zuerst muss ein Schutzobjekt vorliegen. Ein Enteignungstatbestand muss dazu festgestellt werden. Die Enteignung muss dem Wohle der Allgemeinheit dienen und der Eigentümer entsprechend entschädigt werden. Die Prüfung der Rechtmässigkeit des Bail-in muss demzufolge folgender Reihenfolge unterliegen: Erstens muss geprüft werden, ob die betroffenen Forderungen von dem gesetzlichen Schutzbereich umfasst sind. Falls dies zu bejahen sein sollte, muss die Handlung der Abwicklungsbehörde als Eingriff qualifiziert werden. Falls diese Voraussetzung erfüllt sein sollte, wäre als letzter Schritt zu prüfen, ob der Eingriff gerechtfertigt sein könnte. Dies ist der Fall, wenn der Eingriff im öffentlichen Interesse, unter Berücksichtigung des Verhältnismässigkeitgrundsatzes und mit entsprechender Entschädigung des Gläubigers vorgenommen wurde.⁷⁰²

a. Schutzobjekt

Ein Schutzobjekt, an dem ein Eigentumsrecht nach den verfassungsrechtlichen Vorschriften ausgeübt werden kann, muss vorliegen. Schutzobjekt wäre hier der schuldrechtliche Rückzahlungsanspruch eines Gläubigers aus einem Darlehensvertrag. Fraglich ist somit, ob ein schuldrechtlicher Anspruch einem Schutzobjekt entspricht. Im deutschen Recht sind neben den beweglichen Sachen privatrechtliche Positionen – wie Ansprüche und Forderungen – nach Art. 14 GG

⁷⁰¹ Die DDHC wurde im Jahr 1982 als Teil der Verfassung anerkannt. Vgl. den Beschluss des französischen Verfassungsrates v. 16.1.1982, Nr. 81-132 DC, Rn. 16.

⁷⁰² *Duve/Wimalasena*, BB 2014, 2755 (2760).

geschützt.⁷⁰³ Im französischen Recht ist es noch umstritten, ob schuldrechtliche Ansprüche in den Anwendungsbereich des Art. 17 DDHC fallen. Der französische Verfassungsrat hat zwar einzelfallbezogen schuldrechtliche Forderungen geschützt.⁷⁰⁴ Es fehlt aber an einer generellen Anerkennung.⁷⁰⁵ Laut der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs für Menschenrechte (EGMR) sind hingegen alle Vermögenswerte, denen ein wirtschaftlicher Wert zugeordnet werden kann, von dem Anwendungsbereich des Art. 1 des Zusatzprotokolls zur EMKR umfasst.⁷⁰⁶ Dafür muss die Forderung wirksam, bezifferbar, nach Ablauf der vertraglichen Frist fällig sowie durchsetzbar sein.⁷⁰⁷

b. Enteignung

Die Herabsetzung oder die Abschreibung der Gläubigerforderung müsste dazu einer Enteignung entsprechen. Im deutschen Recht liegt eine Enteignung nach Art. 14 Abs. 3 GG vor, wenn eine vollständige oder teilweise Entziehung der Rechtsposition(en) zur Erfüllung öffentlicher Aufgaben stattgefunden hat.⁷⁰⁸ Es handelt sich um eine „Administrativenteignung“ wenn diese durch hoheitlichen Rechtsakt erfolgt. Dafür muss „*die rechtliche Zuordnung eines eigentumsrechtlich geschützten Vermögensgutes zu dem bisherigen Rechtsinhaber*“ aufgelöst werden.⁷⁰⁹ Infolge der Ausübung der Bail-in-Befugnis werden die Forderungen der Gläubiger entweder teilweise oder ganz abgeschrieben. Der Gläubiger verliert seinen Anspruch gegen den Schuldner für den abgeschriebenen Betrag. Es handelt sich somit um eine definitive Entziehung der Rechtsposition bzw. um eine administrative Enteignung i.S.d. 14 Abs. 3 GG. Im französischen Recht ist ebenso die Auflösung der Rechtsposition des Eigentümers gegen dessen Willen als Enteignung zu qualifizieren.⁷¹⁰ Der EMGR nach ist gleichermaßen die formale Auflösung des Eigentumsrechts als Enteignung zu betrachten.⁷¹¹

⁷⁰³ BVerfGE 112, 93, 107 = NJW 2005, 879, 880; hierzu *Axer* in: Epping/Hillgruber BeckOK GG, Art. 14, Rn. 48.

⁷⁰⁴ Vgl. Französischer Verfassungsrat, Beschlüsse Nr. 2000-440 DC v. 10.1.2001 und Nr. 2010-607 DC v. 10.6.2010.

⁷⁰⁵ Hierzu *De Montgolfier*, Conseil constitutionnel et la propriété privée des personnes privées, Cahier Constitutionnel 2011, Nr. 31.

⁷⁰⁶ EMGR, *Pressos Compania Naviera SA v. Belgium*, Urteil v. 20.11.1995 (A/332), § 38.

⁷⁰⁷ EMGR, *Stran Greek Refineries and Stratis Andreadis v. Greece*, Urteil v. 9.12.1994 (A/301/B), § 60.

⁷⁰⁸ Vgl. BVerfGE 114, 1, 59 = NJW 2005, 2363, 2373.

⁷⁰⁹ *Axer* in: Epping/Hillgruber, BeckOK GG Art. 14, Rn 73; dazu *Böckenförde*, NJW 2009, 2484 (2487).

⁷¹⁰ Französischer Verfassungsrat, Beschluss Nr. 81-132 DC v. 16.1.1982 und Question Prioritaire de

c. Öffentliches Interesse und Verhältnismäßigkeit

Nach Art. 14 Abs. 3 S. 1 GG, Art. 17 DDHC und Art. 1 Abs. 1 S. 2 des ersten Zusatzprotokolls zur EMKR muss eine Enteignung durch Hoheitsakt zum Wohle der Allgemeinheit vorgenommen werden sowie dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit entsprechen. In jedem Rechtssystem muss das öffentliche Interesse von dem Gesetzgeber festgestellt werden, sodass die Behörde an die gesetzliche Definition gebunden ist.⁷¹² Im deutschen Recht müssen dabei die Umstände besonders schwerwiegend und dringend sein.⁷¹³ Der französische Verfassungsrat ist etwa flexibler bei der Annahme eines öffentlichen Interesses.⁷¹⁴ Die EMGR lässt die nationalen Gesetzgeber selber die Besonderheiten des öffentlichen Interesses feststellen und kontrolliert nur offensichtliche Beurteilungsfehler.⁷¹⁵ Die Abschreibung der Gläubigerforderungen von Investmentbanken wird auf europäischer Ebene in der Abwicklungsrichtlinie durch das Vorliegen einer Systemgefährdung rechtfertigt.⁷¹⁶ Fraglich ist somit erstens, ob die Finanzstabilität als öffentliches Interesse wahrgenommen werden kann, und zweitens, ob die Abschreibung der Gläubigerforderungen zu der Gewährleistung der Finanzstabilität erforderlich ist. Die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems ist von wesentlicher Bedeutung für die Gesamtwirtschaft und deshalb als „sozialökonomische Dienstleistungsinfrastruktur“ zu betrachten.⁷¹⁷ Die Verwaltung, Weiterleitung und Bereitstellung von Finanzmitteln unterstützen das Handeln privater und öffentlicher Akteure unter allen Umständen und gehören zu den öffentlichen Aufgaben: „*The banking system is an indispensable part of the economy. Through its payment system, it provides the lifeblood for the exchange of goods and services (...)*“.⁷¹⁸ Es besteht somit ein öffentliches Interesse an der Gewährleistung der Finanzstabilität.⁷¹⁹ Dazu müsste die Abschreibung der Gläubiger-

Constitutionnalité (QPC) Nr. 2010-43 v. 6.10.2010.

⁷¹¹ EMGR, *The former King of Greece and others v. Greece*, Urteil v. 23.11.2000 (2000-XII), § 50.

⁷¹² BVerfG 56, 249, 261 = NJW 1981, 1257; Französischer Verfassungsrat, Beschluss Nr. 81-132 v. 16.1.1982, Rn. 19 und EMGR, *Sporrong and Lönnroth v. Sweden*, Urteil v. 23.12.1982 (A/52), § 46.

⁷¹³ BVerfG 74, 264, 289 = NJW 1987, 1251, 1243.

⁷¹⁴ Französischer Verfassungsrat, Beschluss Nr. 89-256 DC v. 25.7.1989, Rn. 19.

⁷¹⁵ EMGR, *Sporrong and Lönnroth v. Sweden*, Urteil v. 23.12.1982 (A/52), § 46.

⁷¹⁶ Richtlinie 2014/59/EU, Erwägungsgründe Nr. 67.

⁷¹⁷ Hofmann, NVwZ 2009, 675.

⁷¹⁸ Franke/Krahen/Lüpke, ZVglRWiss 2014, 556; hierzu Böckenförde, NJW 2009, 2481 (2488).

⁷¹⁹ Wolfer/Rau, NJW 2009, 1297 (1299).

forderungen erforderlich sein, um die Finanzstabilität zu gewährleisten. Dies kommt nur in Betracht bei systemrelevanten Instituten, wobei die Systemrelevanz sich aus der Wahrscheinlichkeit der Auslösung einer Kettenreaktion ergeben muss.⁷²⁰ Die Prüfung dieser Voraussetzung erfolgt einzelfallbezogen. Wenn sie vorliegt, unterstützt die Abschreibung der Gläubigerforderungen die Gewährleistung der Finanzstabilität. Es erfolgt nämlich eine Sanierung der Passivseite, die die Fortführung der Unternehmenstätigkeit bzw. die Zahlungsfähigkeit des systemrelevanten Instituts ermöglicht. Die Enteignung unterliegt darüber hinaus dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit. Dafür müssen die eingesetzten Mittel zum Erreichen des Zweckes erforderlich sein. Mit anderen Worten: Es darf kein milderes Mittel verfügbar sein. Dieser Grundsatz gilt im deutschen und im französischen Recht und entspricht ebenso der Rechtsprechung der EMGR.⁷²¹ Die Prüfung dieser Voraussetzung erfolgt auch einzelfallbezogen.

d. Entschädigung

Wenn die Enteignung nach den oben dargestellten Voraussetzungen gerechtfertigt ist, ändert sich die Bestandsgarantie in eine Wertgarantie, die als Abwehrrecht gegenüber den öffentlichen Maßnahmen gilt.⁷²² Im deutschen Recht muss der Gesetzgeber gem. Art. 14 Abs. 3 S. 2 GG die Art und das Ausmaß der Entschädigung regeln. Diese dürfen nicht den Gerichten oder den Enteignungsbehörden überlassen werden.⁷²³ Dabei muss der infolge des Eingriffes eingetretene Vermögensverlust wertmäßig aufgewogen werden.⁷²⁴ Im französischen Recht wird die Entschädigung als Schadenersatzanspruch qualifiziert. Mit anderen Worten: Der Schaden muss sich unmittelbar aus dem Enteignungstatbestand ergeben und sicher sein. Nur Sachschäden werden kompensiert.⁷²⁵ Nach der Rechtsprechung der EMGR muss die Entschädigung angemessen sein und im Gesetzestext nach dem Wert des entzogenen Vermögensgegenstandes festge-

⁷²⁰ S. unter § 2 A I 2.

⁷²¹ BVerfG, NVwZ 2003, 726; französischer Verfassungsrat, Beschluss Nr. 84-181 DC v. 11.10.1984, Rn. 82; EMGR, *James and Others v. the United Kingdom*, Urteil v. 21.2.1986 (A/098/B), § 50.

⁷²² Vgl. *Axer* in: Epping/Hillgruber, BeckOK GG Art. 14, Rn. 17.

⁷²³ BVerfG 58, 300, 324 = NJW 1982, 745, 747.

⁷²⁴ *Papier* in: Maunz/Dürig, GG Art. 14, Rn. 615.

⁷²⁵ Französischer Verfassungsrat, Beschluss Nr. 89-256 DC v. 5.7.1989, Rn. 19, 24.

stellt werden.⁷²⁶ Dabei muss jeweils die Entschädigung mindestens dem Verkehrswert des Vermögensgegenstands bzw. dem erzielten Verkaufserlös unter normalen Marktkonditionen entsprechen.⁷²⁷ Da vorrangige Fremdkapitalgeber Gläubiger sind, musste die Kapitaldienstfähigkeit des Schuldners zum Zeitpunkt der Enteignung ausschlaggebend sein. Diese bemisst sich nach dem Unternehmenswert. Die Betriebswirtschaftslehre stützt sich in dieser Hinsicht auf mehrere Bewertungsmethoden, unter anderem das Substanz- und das Ertragswertverfahren, die Multiplikator- sowie die Discounted-Cash-Flow-Methode.⁷²⁸ Die Wahl der Bewertungsmethode wird einzelfallbezogen getroffen. Sie hängt von der finanziellen Lage des Schuldners ab. Ist die Investmentbank lediglich sanierungsbedürftig, wie etwa bei der alleinigen Unterschreitung der Eigenmitelanforderungen, sollte sich die Bewertung nach den zukünftigen Einnahmen richten, d.h. nach den zu erwartenden Gewinnen (Ertragswert) oder nach der Differenz zwischen Einnahmen und Ausgaben innerhalb einer Zeitperiode *Z* (*Cash-Flows*) unter Berücksichtigung des Kapitalisierungszinses. Befindet sich hingegen die Investmentbank in einer tiefgehenden Krise, wäre eher der Liquidationswert (Substanzwertverfahren) einzusetzen. In dieser Hinsicht erscheint der Grundsatz des „*no creditor worse off*“ als ungenügend, um eine verfassungsrechtliche Entschädigung zu gewährleisten.⁷²⁹ Dabei wird nämlich ausschließlich der Liquidationswert des Unternehmens in Anspruch genommen. Vielmehr müsste sich die Bewertung nach den einzelfallbezogenen Umständen richten.

e. Ergebnis

Schuldrechtliche Forderungen – unter denen auch Rückzahlungsansprüche aus Darlehensverträgen einzuordnen sind – fallen in den Schutzbereich der deutschen und französischen Grundgesetze sowie in denjenigen der EMKR. Das „Eigentumsrecht“ der vorrangigen Fremdkapitalgeber ist somit geschützt. Bei

⁷²⁶ Dazu: EMGR, *James and Others v. the United Kingdom*, Urteil v. 21.2.1986 (A/098/B), § 54; *The Holy Monasteries v. Greece*, Urteil v. 9.12.1994 (A/301/A), §§ 70-75; *Hentrich v. France*, Urteil v. 22.12.1994 (A/296/A), § 48; *Guillemin v. France*, Urteil v. 21.2.1997 (1998-IV, Nr. 89), §§ 52-57; *Lithgow and Others v. the United Kingdom*, Urteil v. 8.07.1986 (A/102), §§ 121 f.

⁷²⁷ Vgl. BVerfG 24, 367, 421 = NJW 1969, 309, 316; französischer Verfassungsrat, Beschluss Nr. 81-132 DC v. 16.1.1982, Rn. 47, 51 und QPC Nr. 2010-87 v. 21.1.2011.

⁷²⁸ Dazu ausführlich *Kuhner/Maltry*, Unternehmensbewertung, S. 31 ff.

⁷²⁹ Dagegen FSB, Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, 2011, S. 11.

der Anwendung der Bail-in-Befugnis ist die teilweise oder ganze Abschreibung der Forderungen als administrative Enteignung durch Hoheitsakt zu qualifizieren. In den drei Gesetzgebungen ist eine solche Enteignung nur zulässig, wenn ein öffentliches Interesse vorliegt, der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit eingehalten wird und der Inhaber der Rechtsposition nach dem Verkehrswert entschädigt wird. Die Finanzstabilität ist als öffentliches Interesse anzusehen. In der Insolvenz einer systemrelevanten Investmentbank wird demzufolge die Enteignung nur zulässig, wenn eine Ansteckungsgefahr vorliegt. Das französische Bankgesetz erscheint in dieser Hinsicht verfassungswidrig, weil der Anwendungsbereich der Norm alle Institute umfasst, d.h. nicht auf systemrelevante Institute beschränkt ist.⁷³⁰ Das Gesetz enthält keine Definition der Systemgefährdung, obwohl das öffentliche Interesse ausschließlich von dem Gesetzgeber zu bestimmen ist.⁷³¹ Die Entschädigung richtet sich nach dem Verkehrswert der entzogenen Rechtsposition. Im deutschen Recht bemisst sich beispielweise nach § 4 Abs. 3 RettungsG der Verkehrswert bei der Enteignung von Anteilseignern nach dem Börsenkurs. Der Rechtsprechung der BVerfG nach spielt insb. bei börsennotierten Unternehmen der Börsenpreis eine wichtige Rolle.⁷³² Dies ist kritisch zu betrachten, da der Börsenkurs lediglich den Desinvestitionswert der Aktien darstellt. Vielmehr sollte der Fundamentalwert des Unternehmens berücksichtigt werden.⁷³³ Das französische Bankgesetz erscheint in dieser Hinsicht verfassungswidrig, weil die Behörde selber die Höhe der Entschädigung in Ausnahmefällen bestimmen kann. Dazu kommt, dass der Gesetzgeber die Bewertungsmaßstäbe der Entschädigung nicht ausreichend festgestellt hat. Beide Punkte müssten aber von dem Gesetzgeber geregelt werden.⁷³⁴

2. Inhalts- und Schrankenbestimmungen

Inhalts- und Schrankenbestimmungen des Eigentumsrechts umfassen alle anderen Eingriffsarten in das Eigentumsrecht, die mangels endgültigen Entzuges der

⁷³⁰ Vgl. Art. L613-31-14 CMF. Dazu *Salord/Vauplane*, *Revue Banque* 2013, Nr. 765, S. 44 (46).

⁷³¹ *Ibid.*

⁷³² BVerfG, Urteil v. 27.4.1999 - 1 BvR 1613/94, wonach der Verkehrswert bei börsennotierten Unternehmen „nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgelegt werden kann“. S. dazu BVerfG 100, 289 = NJW 2007, 3266.

⁷³³ Dazu *Ruthardt/Hachmeister*, NZG 2014, 41.

⁷³⁴ *Salord/Vauplane*, *Revue Banque* 2013, Nr. 765, S. 44 (46).

Rechtsposition keine Enteignung darstellen.⁷³⁵ Dies ist der Fall bei der Übertragung der Forderungen auf ein Brückeninstitut sowie bei deren Umwandlung in Eigenkapital. Der Rückzahlungsanspruch der Gläubiger erlischt nämlich nicht: Im ersten Fall erfolgt ein Schuldnerwechsel (der Anspruch richtet sich zukünftig gegen das Brückeninstitut) und im zweiten Fall eine Änderung der wesentlichen Bestandteile der Forderung (der Rückzahlungsanspruch wird durch einen Anspruch auf Liquidationserlös gegen die Gesellschaft ersetzt).⁷³⁶ Im deutschen Recht sind Inhalt und Schranken gem. Art. 14 Abs. 1 S. 2 GG durch das Gesetz zu bestimmen. Sie sind ebenso nur im öffentlichen Interesse zulässig und unterliegen dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit, d.h., kein weniger belastendes Mittel darf vorhanden sein.⁷³⁷ Solche Begrenzungen der Eigentümerbefugnisse sind grundsätzlich entschädigungslos vorzunehmen, es sei denn, die Art, Intensität und Auswirkung des Eingriffs sind so schwerwiegend, dass die Belastung nicht mehr im Einklang mit dem Grundgesetz steht.⁷³⁸ Im französischen Recht sind ebenso nach Art. 2 DDHC Begrenzungen an dem Eigentumsrecht zulässig, sobald sie im öffentlichen Interesse vorgenommen und dementsprechend angemessen sind.⁷³⁹ Eine Entschädigung ist notwendig bei unverhältnismäßigen Belastungen des Eigentümers.⁷⁴⁰ Der Rechtsprechung der EMGR nach weichen hingegen die Tatbestandsvoraussetzungen der Enteignung und der Inhalts- und Schrankenbestimmungen nicht voneinander ab. Deswegen muss eine Entschädigung in beiden Fällen gewährleistet werden.⁷⁴¹ Als Ergebnis ist somit festzuhalten, dass die Übertragung auf ein Brückeninstitut und die Umwandlung der Forderungen vorrangiger Fremdkapitalgeber in Eigenkapital zulässig ist, wenn (i) die Finanzstabilität infolge der Insolvenz der Investmentbank gefährdet würde (öffentliches Interesse) und (ii) die Insolvenz sich in keiner anderen Weise

⁷³⁵ Axer in: Epping/Hillgruber, BeckOK GG Art. 14, Rn. 72.

⁷³⁶ Vgl. in Bezug auf die Übertragung auf ein Brückeninstitut BT-Drs. 17/3024, S. 62.

⁷³⁷ Vgl. BVerfG, Urteil v. 18.2.2009, 1 BvR 3076/09 = NVwZ 2009, 1025; BVerfG, Urteil v. 2.3.1999, 1 BvL 7-91 = NJW 1999, 2877.

⁷³⁸ Vgl. BVerfG, Urteil v. 14.7.1981, 1 BvL 24/78 = NJW 1982, 633; BVerfG, Urteil v. 15.5.2011, 1 BvR 2232/10 = NVwZ 2012, 429.

⁷³⁹ Französischer Verfassungsrat, QPC v. 12.11.2010, Nr. 2010-60, Rn. 3.

⁷⁴⁰ Französischer Verfassungsrat, QPC v. 14.10.2011, Nr. 2011-182, Rn. 7.

⁷⁴¹ EMGR, *Chassagnou and Others v. France*, Urteil v. 29.4.1999 (1999-III), § 85; *Mellacher and Others v. Austria*, Urteil v. 19.12.1989 (A/169), §§ 44, 48, 57; *Sporrong and Lönnroth v. Sweden*, Urteil v. 23.12.1982 (A/52), § 61; *Lithgow and Others v. the United Kingdom*, Urteil v. 8.07.1986 (A/102), § 106; *Immobiliare Saffi v. Italy*, Urteil v. 28.7.1999 (1999-V), §§ 49, 50, 54.

beseitigen lässt (Verhältnismäßigkeit). Im Fall der Übertragung der Forderungen auf ein Brückeninstitut ist keine Entschädigung der Gläubiger notwendig, da die Rückzahlungsansprüche sich weiter gegen den übernehmenden Rechtsträger richten. Im Fall der Umwandlung der Forderungen in Eigenkapital muss der Umwandlungssatz angemessen sein, d.h. die ausgegebenen Anteile dem Verkehrswert der betroffenen Forderungen entsprechen. Wie oben dargestellt, sollte dabei die Kapitaldienstfähigkeit bzw. der Unternehmenswert berücksichtigt werden. Das französische Bankgesetz erscheint ebenso hier verfassungswidrig, wegen des Ermessensspielraums der Abwicklungsbehörde und der Abwesenheit gesetzlicher Maßstäbe in der Feststellung des Umwandlungssatzes.⁷⁴²

II. US-amerikanisches Recht

Der 5. Zusatzartikel zur Verfassung der Vereinigten Staaten gewährleistet das Eigentum wie folgt: „(...) *nor shall private property be taken for public use, without just compensation*“. Der 14. Zusatzartikel zur Verfassung erweitert den Anwendungsbereich der Norm auf alle Bundesstaaten. Vier Tatbestandsvoraussetzungen müssen somit geprüft werden: Das Eigentumsrecht (*private property*), die Enteignung (*be taken*), die öffentliche Nutzung (*public use*) und die faire Entschädigung (*just compensation*). Der verfassungsrechtliche Begriff des Eigentumsrechts umfasst alle gesetzlichen und vertraglichen Ansprüche, die wirksam sind: „(...) *to have a property interest in a benefit, a person (...) must (...) have a legitimate claim of entitlement to it (...)*“.⁷⁴³ Der Rückzahlungsanspruch aus einem Darlehensvertrag fällt somit in den Anwendungsbereich der Norm. Eine Enteignung liegt vor im Fall der Übertragung des Eigentums auf den Staat oder auf einen Dritten sowie des Erlöschens des Eigentumsrechts. Sie muss durch Hoheitsakt vorgenommen werden.⁷⁴⁴ Nach Eröffnung des Abwicklungsverfahrens nach 12 U.S.C. §§ 5381 ff. erlöschen alle Ansprüche der Gläubiger gegen den Schuldner (12 U.S.C. § 5390(a)(1)(M)). Sie werden durch einen begrenzten Anspruch gegenüber dem FDIC ersetzt. Es erfolgt damit ein

⁷⁴² Vgl. den Wortlaut des Art. L613-31-16 Abs. 3 CMF.

⁷⁴³ *Board of Regents of State Colleges v. Roth*, 408 U.S. 564 (1972). Dazu *Barros*, *Fordham Law Review* 1995, Vol. 63, S. 1853.

⁷⁴⁴ Zum Begriff der Enteignung: *Penn Central Transportation Co. v. New York City*, 438 U.S. 104 (1978); *Lucas v. South Carolina Coastal Council*, 505 U.S. 1003 (1992).

vollständiger Entzug der Rechtsposition, der als Enteignung i.S.d. 5. Zusatzartikels zur Verfassung zu qualifizieren ist. Der Begriff der öffentlichen Nutzung ist weiter gefasst als derjenige des öffentlichen Interesses. Es reicht nämlich, dass die Enteignung der Erreichung eines öffentlichen Zieles dient.⁷⁴⁵ Die Enteignung wird durch den FDIC als staatliche Behörde vorgenommen, um die Finanzstabilität zu gewähren. Es handelt sich somit um eine öffentliche Nutzung.⁷⁴⁶ Der vollständige Wert der entzogenen Rechtsposition muss entschädigt werden, und dies ohne Berücksichtigung der Wiederbeschaffungskosten.⁷⁴⁷ Vielmehr ist hier der Marktwert unter normalen Marktkonditionen maßgeblich: „*what a willing buyer would pay in cash to a willing seller at the time of the taking (...)*“.⁷⁴⁸ Eine Abweichung vom Marktwert ist jedoch möglich, wenn dessen Anwendung zu ungerechten Ergebnissen führt und zwischen privaten und öffentlichen Interessen abgewogen wurde.⁷⁴⁹ Bei einem Squeeze-out-Verfahren werden beispielweise andere Faktoren berücksichtigt: „*(...) fair price obviously requires consideration of all relevant factors involving the value of a company (...)*“.⁷⁵⁰ Dies wäre im Fall einer Investmentbank zutreffend, da in Krisenzeiten der Börsenpreis der emittierten Schuldtitel sehr volatil ist und von dem Fundamentalwert des Unternehmens stark abweichen kann. Im Rahmen der Entschädigung der Gläubiger steht dem FDIC ein großer Ermessensspielraum zu: „*(...) the Corporation as receiver may, in its discretion and to the extent that funds are available, pay creditor claims (...)*“ (12 U.S.C. § 5390(a)(7)). Dabei ist der höchste Betrag, den der FDIC bezahlen muss, auf den Liquidationswert des Unternehmens begrenzt, 12 U.S.C. § 5390(d)(2). Die Bewertung erfolgt durch die Abwicklungsbehörde. Dies ist somit mit der Entschädigungspflicht nach dem 5. Zusatzartikel zur Ver-

⁷⁴⁵ Kelo v. City of New London, 545 U.S. 469 (2005). Hierzu *Madueno*, Loyola of Los Angeles Law Review 2007, Vol. 40, S. 809.

⁷⁴⁶ Vgl. *Arlin*, William and Mary Law Review 1991, Vol. 33, S. 293 (313).

⁷⁴⁷ United States v. Miller, 317 U.S. 369 (1943); Olson v. United States, 292 U.S. 246 (1934); United States v. 50 Acres of Land, 469 U.S. 24 (1984).

⁷⁴⁸ United States v. 564.54 Acres of Land, 441 U.S. 506 (1979); Chicago, B. & Q.R. Co. v. Chicago, 166 U.S. 226 (1897); United States v. Commodities Trading Corp., 339 U.S. 121 (1950); Monongahela Navigation Co. v. United States, 148 U.S. 312 (1893).

⁷⁴⁹ United States v. 564.54 Acres of Land, 441 U.S. 506 (1979).

⁷⁵⁰ William Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, (Del. 1983).

fassung nicht vereinbar, da die Ersetzung des vollständigen Verkehrswerts nicht garantiert wird.

B. Recht auf Zugang zu den Gerichten

Neben dem Problem der Gewährleistung des Eigentumsrechts wird das Recht auf Zugang zu den Gerichten in den drei geprüften Gesetzgebungen stark eingeschränkt. Im deutschen Recht kann nur das übertragende Institut die Übertragungsanordnung anfechten (§ 48r Abs. 1 KWG). Die Wirksamkeit der Ausgliederung bleibt unberührt (§ 48s Abs. 1 KWG). Dem Institut wird jedoch ein Entschädigungsanspruch – im Fall der Aufhebung der Übertragungsordnung – eingeräumt (§ 48s Abs. 2 KWG). Im französischen Recht können die Beschlüsse der ACPR zwar angefochten werden. Die Wirksamkeit der zugrunde liegenden Anordnungen bleibt jedoch unberührt (Art. L613-31-18 CMF). In den USA ist die Erhebung von Klagen vor dem Gericht im Rahmen eines Abwicklungsverfahrens vollständig ausgeschlossen (12 U.S.C. § 5390(a)(9)(D)): „ (...) *no court shall have jurisdiction over any claim (...) with respect to the assets of any financial company for which the Corporation has been appointed receiver (...)*.“⁷⁵¹ Fraglich ist, ob diese Vorschriften gegen das Recht auf Zugang zu den Gerichten, das in den nationalen Verfassungen sowie in der EMKR enthalten ist, verstoßen.

I. Deutsches Recht

Laut Art. 103 Abs. 1 GG hat jedermann einen Anspruch auf rechtliches Gehör vor dem Gericht. Dies ist in der aktuellen Fassung der §§ 48a KWG gewährleistet, weil die Gläubiger, deren Forderungen übertragen worden sind, die Ansprüche gegenüber dem übernehmenden Rechtsträger weiter ausüben können. Falls dieser ausfällt, besteht eine auf dem Liquidationswert begrenzte sekundäre Haftung des übertragenden Rechtsträgers, § 48h Abs. 1 KWG.⁷⁵¹ Im Rahmen einer Enteignung muss gem. § 14 Abs. 3 S. 3 GG der Rechtsweg vor den ordentlichen Gerichten bzgl. der Höhe der Entschädigung offen bleiben. Betrifft hingegen der Anspruch die Rechtmäßigkeit des Hoheitsakts, sind die Verwaltungs-

⁷⁵¹ Vgl. BT-Drs. 17/3024, S. 67.

gerichte zuständig.⁷⁵² Nach der Umsetzung der Abwicklungsrichtlinie wird die Ausübung der Bail-in-Befugnis durch die BaFin zulässig sein. Fraglich ist somit, ob das Recht auf Zugang zu den Gerichten im Fall der Enteignung ebenso gewährleistet wird. Falls die Höhe der Entschädigung bestritten ist, müsste sich der Anspruch der Gläubiger gegen die BaFin richten. In Betracht kommt hier ein Schadenersatzanspruch aus § 839 Abs. 1 BGB i.V.m. § 34 GG. Dafür müsste ein im hoheitlichen Dienst tätiger Beamter eine ihm gegenüber einem Dritten obliegende Amtspflicht verletzen. Die Verantwortlichkeit trifft die Körperschaft, in deren Dienst der Beamte handelt. Bei grober Fahrlässigkeit und Vorsatz ist die Haftung der Körperschaft ausgeschlossen. Die BaFin ist eine Körperschaft gem. § 34 GG, da sie nach § 1 FinDAG die Rechtspersönlichkeit besitzt.⁷⁵³ Es müsste dazu eine schuldhaftes Amtspflichtverletzung vorliegen, die für den Eintritt des Schadens kausal ist, § 839 Abs. 1 BGB. In der Ausübung der Abwicklungsbefugnisse steht den Behörden ein Ermessensspielraum zu. In diesem Fall ist die Rechtswidrigkeit des Hoheitsakts nur zu bejahen, wenn gem. §§ 40, 114 VwGO die gesetzlichen Grenzen des Ermessens überschritten worden sind oder das Handeln dem Ermächtigungszweck zuwiderläuft.⁷⁵⁴ In der aktuellen Gesetzesfassung ist dies stark eingeschränkt. Bei Eingriffen in die Gläubigerrechte kommt es nämlich darauf an, ob nach der subjektiven Perspektive der Behörde das Handeln rechtmäßig war. Dies gilt bei der Übertragungsanordnung i.S.d. § 48a Abs. 2 S. 2 KWG und bei der Restrukturierung i.S.d. Kreditinstitute-Reorganisationsgesetzes (KredReorgG).⁷⁵⁵ Die Beweislast ist demzufolge schwer zu erbringen. Dagegen wird die Kausalität zwischen der Ausübung der Bail-in-Befugnis und dem von dem Gläubiger erlittenen Schaden unproblematisch sein. Dazu müsste die Amtspflicht drittschützend sein. In der Vergangenheit hat die Rechtsprechung die Drittbezogenheit in bestimmten Fällen bejaht. Die Klagen von Einlagen- und Darlehensgläubigern wurden als begründet und zulässig erklärt, wenn die BaFin fehlerhaft Maßnahmen unterlassen

⁷⁵² Axer in: Epping/Hillgruber BeckOK GG, Art. 14, Rn. 133.

⁷⁵³ Laars in: Laars, FinDAG, § 1, Rn. 1-3.

⁷⁵⁴ Verwaltungsgerichtsordnung in der Fassung der Bekanntmachung vom 19.3.1991 (BGBl. I S. 686), die durch Artikel 13 des Gesetzes vom 8. Juli 2014 (BGBl. I S. 890) geändert worden ist (VwGO).

⁷⁵⁵ Kreditinstitute-Reorganisationsgesetz vom 9. Dezember 2010 (BGBl. I S. 1900), das durch Artikel 2 Absatz 75 des Gesetzes vom 22. Dezember 2011 (BGBl. I S. 3044) geändert worden ist.

oder ergriffen hatte.⁷⁵⁶ Danach hat der Gesetzgeber im § 4 Abs. 4 FinDAG geregelt, dass die BaFin ihre Aufgaben und Befugnisse ausschließlich im öffentlichen Interesse wahrnimmt.⁷⁵⁷ Seitdem ist ein Anspruch aus § 839 BGB i.V.m. § 34 GG gegen die BaFin mangels Drittbezogenheit ausgeschlossen.⁷⁵⁸ Den Gläubigern steht auch kein Anspruch gegen den Restrukturierungsfonds zu, § 4 Abs. 2 S. 2 RStruktFG. Im Rahmen der Umsetzung der Abwicklungsrichtlinie müsste eine gesetzliche Anspruchsgrundlage geschaffen werden, damit das Recht auf Zugang zu den Gerichten i.S.d. § 14 Abs. 3 S. 3 GG gewährleistet wird. Es muss nämlich für die Gläubiger möglich sein, die Höhe der Entschädigung vor dem ordentlichen Gericht zu bestreiten.⁷⁵⁹

II. Französisches Recht

In Frankreich ist das Recht auf Zugang zu den Gerichten im Art. 16 DDHC gewährleistet. Der Gesetzgeber muss die Modalitäten der Klageerhebung gegen den Hoheitsakt im Gesetzestext ausdrücklich regeln.⁷⁶⁰ Dabei muss dem Kläger jeweils ein geeignetes Rechtsmittel zustehen.⁷⁶¹ In der gegenwärtigen Fassung des Bankgesetzes kann die ACPR nur in die Rechte der nachrangigen Gläubiger eingreifen, Art. L613-31-16 Abs. 1 Nr. 9 CMF. Im Rahmen der Umsetzung der Abwicklungsrichtlinie wird dies auch gegenüber vorrangigen Fremdkapitalgebern möglich sein. Problematisch ist allerdings, dass das Bankgesetz von 2013 keine gesetzliche Anspruchsgrundlage enthält. Fraglich ist somit, ob die Gläubiger des Instituts nach der Ausübung der Bail-in-Befugnis eine Klage vor den ordentlichen Gerichten nach dem allgemeinen Recht erheben können.⁷⁶² Da die ACPR keine Rechtspersönlichkeit besitzt, muss die Klage gegen den Staat vor den Verwaltungsgerichten erhoben werden. Der Rechtsprechung nach haftet der Staat nur im Fall eines groben Verschuldens der Bankbehörde bei dem Unter-

⁷⁵⁶ Vgl. BGH, Urteil v. 12.7.1979 - III ZR 154/77 = NJW 1979, 1879; BGH Urteil v. 15.2.1979 - III ZR 108/76 = NJW 1979, 1354.

⁷⁵⁷ Vgl. § 48a Abs. 2 S. 3 KWG, § 1 Abs. 4 S. 3 KredReorgG.

⁷⁵⁸ BGH, Urteil vom 20.01.2005 - III ZR 48/01 = BKR 2005, 231; dazu *Fridgen* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KredReorgG § 1, Rn. 13; *Pannen*, Krise und Insolvenz bei Kreditinstituten, Kap. 1 / Rn. 166 ff.

⁷⁵⁹ Vgl. BVerfG, Urteil v. 15.7.1981 - 1 BvL 77/78 = NJW 1982, 745.

⁷⁶⁰ Französischer Verfassungsrat, QPC Nr. 2012-298 v. 28.3.2013.

⁷⁶¹ Vgl. Art. 34 des französischen Grundgesetzes. Dazu Französischer Verfassungsrat, Beschlüsse Nr. 89-261 DC v. 28.7.1989, Nr. 86-207 DC v. 25.6.1986 und Nr. 2009-595 DC v. 3.12.2009.

⁷⁶² Im Fall einer Enteignung sind nämlich nur die ordentlichen Gerichte (*juge judiciaire*) für alle Streitfälle über die Entschädigung zuständig. Vgl. Tribunal des Conflits, Beschluss v. 21.5.2007, Nr. 3532.

lassen oder Vornehmen von Maßnahmen.⁷⁶³ Eine Beschwerde der Gläubiger ist somit nur unter schweren Voraussetzungen vor den Verwaltungsgerichten möglich. Somit bildet dies kein „geeignetes Rechtsmittel“ i.S.d. Art. 16 DDHC. Es verstößt ebenso gegen den Grundsatz der Kompetenz der ordentlichen Gerichte im Fall einer Enteignung. Das Gesetz ist deshalb als verfassungswidrig zu betrachten. Eine entsprechende Änderung des Gesetzestextes ist wünschenswert, um den Gläubigern eine gesetzliche Anspruchsgrundlage im Streitfall zu verleihen. Sobald die Klage die Höhe der Entschädigung betrifft, müssten die ordentlichen Gerichte dafür zuständig sein.

III. Europäische Menschenrechtskonvention

Das Recht auf Zugang zu den Gerichten ist im Art. 6 EMKR gewährleistet. Der Rechtsprechung nach müssen die Modalitäten der Klageerhebung im Gesetzestext geregelt sein. Dabei gilt Folgendes: „*For the right of access to be effective, an individual must have a clear, practical opportunity to challenge an act that is an interference with his rights (...)*.”⁷⁶⁴ Etwaige Beschränkungen unterliegen dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz. Die Substanz des Rechts darf jedoch nicht beeinträchtigt werden. Deshalb sind die vollständige Sperrung der ordentlichen Rechtswege und deren Ersatz durch ein Verfahren vor einer staatlichen Behörde als unzulässig zu betrachten.⁷⁶⁵ Die Gläubiger des sich in Abwicklung befindenden Instituts müssten somit vor den ordentlichen Gerichten die Höhe der Entschädigung bestreiten können. Die Sperrung des Zugangs für alle Ansprüche, die sich gegen die Wirksamkeit der Hoheitsakte der Abwicklungsbehörde richten, ist dagegen als zulässig zu betrachten. Die Aufhebung bereits umgesetzter Maßnahmen könnte nämlich die Finanzstabilität gefährden, sodass eine solche Sperrung als angemessen anzusehen ist.

⁷⁶³ CE, Urteil *Kechichian et autres* Nr. 219562 v. 30.11.2001; Urteil *Darmont* Nr. 96200 v. 29.12.1978; Urteil *Kampmann* v. 2.2.1960 (AJDA 1960.I.46).

⁷⁶⁴ EMGR, *Bellet v. France*, Urteil v. 4.12.1995, Nr. 2305/94, §§ 36-38; dazu EMGR, *Golder v. United Kingdom*, Urteil v. 21.2.1975, Nr. 4451/70, § 36.

⁷⁶⁵ Vgl. EMGR, *Golder v. United Kingdom*, Urteil v. 21.2.1975, Nr. 4451/70, §§ 37-40; EMGR, Urteil v. 22.5.1998, *Vasilescu v. Romania*, Nr. 53/1997/837/1043, §§ 32-41. S. dazu EMGR, *Right to a Fair Trial - Guide on Article 6*, 2013, abrufbar unter: http://www.echr.coe.int/Documents/Guide_Art_6_ENG.pdf

IV. US-amerikanisches Recht

Der 5. Zusatzartikel zur Verfassung der Vereinigten Staaten gewährleistet ein Recht auf Zugang zu den Gerichten im Fall der Enteignung wie folgt: „*No person shall be (...) deprived of (...) property, without due process of law.*“ Laut der Rechtsprechung besteht das Recht auf einen ordnungsgemäßen rechtsstaatlichen Prozess aus einem prozessualen und aus einem materiellen Recht.⁷⁶⁶ Das prozessuale Recht setzt voraus, dass der Eigentümer einen Anspruch auf rechtliches Gehör innerhalb eines angemessenen Zeitraums geltend machen kann. Geprüft werden die entzogene Rechtsposition, die Rechtfertigung der Enteignung sowie das Vorliegen eines öffentlichen Interesses.⁷⁶⁷ Das materielle Recht setzt voraus, dass nach der Enteignung die Höhe der Entschädigung vor den ordentlichen Gerichten bestritten werden kann.⁷⁶⁸ Die Gewährleistung des prozessualen Rechts ist im Rahmen einer Bankinsolvenz problematisch, da die Durchsetzung des Verfahrens bis zum Urteil des Gerichts zeitlich verschoben werden kann. Der Rechtsprechung nach sind Ausnahmen unter den folgenden Voraussetzungen möglich: Ein besonders schwerwiegendes, dringendes öffentliches Interesse liegt vor; Maßnahmen müssen sofort ergriffen werden, um dieses Interesse zu gewährleisten; die handelnde Behörde unterliegt einer strengen Kontrolle des Staates und die Enteignung erscheint in dem vorliegenden Fall gerechtfertigt und erforderlich.⁷⁶⁹ Die Rechtsprechung hat diese Ausnahme in dem Sonderfall einer Bankinsolvenz genehmigt.⁷⁷⁰ Das materielle Recht muss immer gewährleistet werden, d.h. eine spätere gerichtliche Prüfung des Werts der bereits gewährten oder der zu leistenden Entschädigung.⁷⁷¹ Wie oben dargestellt, ist der Anspruch der Gläubiger gegenüber dem FDIC auf den Liquidationswert des Instituts begrenzt, 12 U.S.C. § 5390(d)(2). Falls der Unternehmenswert bzw. dessen Kapitaldienstfähigkeit höher als der Liquidationswert ist, müsste eine

⁷⁶⁶ Cleveland Bd. of Educ. v. Loudermill - 470 U.S. 532 (1985); *Prendergast*, Journal of Law and Criminology 2000, Vol. 90, S. 1013.

⁷⁶⁷ Mackey v. Montrym - 443 U.S. 1 (1979); *Mullane v. Central Hanover Bank & Trust Co.* - 339 U.S. 306 (1950).

⁷⁶⁸ *Ruckelshaus v. Monsanto Co.* - 467 U.S. 986 (1984).

⁷⁶⁹ Vgl. *Parratt v. Taylor* - 451 U.S. 527 (1981); *Fuentes v. Shevin* - 407 U.S. 67 (1972).

⁷⁷⁰ Vgl. *Fahey v. Mallonee* - 332 U.S. 245 (1947): „*In view of the delicate nature of banking institutions and the impossibility of preserving credit during an investigation, it is not unconstitutional to provide for a hearing after, instead of before, a conservator takes possession*“.

⁷⁷¹ Vgl. *Hudson v. Palmer* - 468 U.S. 517 (1984).

Klageerhebung vor den ordentlichen Gerichten möglich sein. Hier kommt ein deliktischer Anspruch gegen den Staat in Betracht. Das Prinzip der deliktischen Haftung des Staats gegenüber Dritten ist unter 28 U.S.C. § 2674 anerkannt. Problematisch ist dabei, dass die Haftung des Staates ausgeschlossen ist, sobald eine Behörde im Rahmen des ihr von dem Gesetzgeber eingeräumten Ermessensspielraums gehandelt hat und das Hoheitsakt im öffentlichen Interesse vorgenommen worden ist, 28 U.S.C. § 2680(a).⁷⁷² Laut der Rechtsprechung ist dies der Fall bei der Abwicklung einer Bank durch den FDIC.⁷⁷³ Somit ist festzuhalten, dass die aktuelle Gesetzesfassung mangels Gewährleistung eines materiellen Rechts auf einen ordnungsgemäßen rechtsstaatlichen Prozess verfassungswidrig ist.⁷⁷⁴

C. Zusammenfassung der Ergebnisse

Die Abwicklungsbefugnisse staatlicher Behörde in der Insolvenz einer Investmentbank könnten unter dem Gesichtspunkt der vorrangigen Fremdkapitalgeber auf die folgenden verfassungsrechtlichen Probleme verstoßen: das Eigentumsrecht und das Recht auf Zugang zu den Gerichten. Auf europäischer Ebene sowie im US-amerikanischen Recht stellt in der Tat die Abschreibung von Forderungen im Rahmen der Bail-in-Befugnis eine Enteignung dar. Eine Enteignung ist unter folgenden Voraussetzungen zulässig: das Vorliegen eines öffentlichen Interesses (Europa) oder einer öffentlichen Nutzung (USA), die Verhältnismäßigkeit der Enteignung und die angemessene Entschädigung des Eigentümers. Dabei ist wesentlich, dass der Gesetzgeber die Maßstäbe des öffentlichen Interesses und der Bewertung feststellt. In dieser Hinsicht ist das französische Bankgesetz verfassungswidrig. Dies gilt ebenso für den DFA in den USA, da die Entschädigung auf den Liquidationswert begrenzt ist. Die Übertragung von Forderungen auf ein Brückeninstitut, die Ausgliederung auf eine Zweckgesellschaft, der Verkauf von Aktiven sowie die Umwandlung von Forderungen in Eigenkapital stellen eine Beschränkung des Eigentumsrechts dar, sobald die

⁷⁷² Vgl. *Alx El Dorado, Inc. V. Southwest Savings and Loan Association/FSLIC*, 36 F. 3d 409 (1994).

⁷⁷³ Vgl. *United States v. Gaubert*, 499 U.S. 315 (1991); *Golden Pacific Bancorp v. L. Clarke*, 837 F2d 509 (1988); *Emch v. United States*, 630 F2d 523 (1980).

⁷⁷⁴ *Skeel*, *The New Financial Deal*, S. 139; *Scott* in: *Dodd-Frank: Resolution or Expropriation?*, 2010, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1673849

Zustimmung der Gläubiger erforderlich ist. Dies ist im französischen und im deutschen Recht zulässig, wenn ein öffentliches Interesse vorliegt und der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit eingehalten wird. Das französische Bankgesetz ist aus den o.g. Gründen auch insoweit verfassungswidrig. Das Recht auf Zugang zu den Gerichten setzt voraus, dass den vorrangigen Fremdkapitalgebern die Möglichkeit einer Klageerhebung zusteht. Dabei müsste es sich um einen Schadenersatzanspruch handeln. Es würde die Finanzstabilität gefährden, wenn die Hoheitsakte der Abwicklungsbehörden aufgehoben werden könnten. Die Höhe der Entschädigung müsste vor den ordentlichen Gerichten bestritten werden können. In dieser Hinsicht sind die Rechtswege im französischen und im deutschen Recht nicht im Einklang mit den nationalen Verfassungen und der EMKR. In den USA ist die vollständige Sperrung der Rechtswege ebenso als verfassungswidrig zu betrachten.

§ 16 – Zwischenfazit

Infolge der Finanzkrise von 2007 sind Gesetze auf europäischer und internationaler Ebene verabschiedet worden, die nationalen Bankaufsichtsbehörden eine entscheidende Rolle in der Restrukturierung und Abwicklung von systemrelevanten Unternehmen des Finanzsektors geben. Dabei sollte die Insolvenz durch Hoheitsakte vermieden werden, d.h. nicht durch ein Insolvenzverfahren vor dem Gericht. Der Anwendungsbereich der neuen Gesetzgebungen umfasst nicht nur Kreditinstitute, sondern auch andere Institute, die im Finanzbereich tätig sind, ohne jedoch Bankgeschäfte zu betreiben. Somit fallen Investmentbanken in den Anwendungsbereich der Norm. Der Zeitpunkt des Eingriffs ist bei der drohenden Überschuldung bis zur eingetretenen Zahlungsunfähigkeit möglich. Ebenso flexibel sind die Abwicklungsstrategien: Die Maßnahmen können auf Ebene der Tochter- oder der Muttergesellschaft vorgenommen werden. Den Abwicklungsinstrumenten sind die Veräußerung von Aktiven oder des ganzen Unternehmens, die Ausgliederung auf eine Zweckgesellschaft, die Übertragung von Vermögenswerten auf ein Brückeninstitut und die Bail-in-Befugnis zuzuordnen. Sie können einzeln oder kombiniert angewendet werden. Dabei übernimmt die Behörde die Geschäftsführung. Problematisch ist allerdings, dass der

Eingriff einer öffentlichen Behörde aus wirtschaftlicher Sicht nicht immer effizient ist. In der Abwicklung werden bestimmte Verbindlichkeiten aufgrund des Gesetzes vorrangig sein. Es handelt sich insb. um die kurzfristigen Forderungen. Dazu ist die Ungleichbehandlung der Gläubiger in Ausnahmefällen möglich. Daraus ergeben sich Nachteile, unter anderem die Bevorzugung der kurzfristigen Refinanzierung gegenüber langfristigen Verbindlichkeiten und die fehlende Marktdisziplin. Wegen der Unbestimmtheit des Zeitpunkts des Eingriffs ist eine Beschleunigung der Liquiditätskrise des Instituts zu befürchten. Staatliche Finanzmittel können in Ausnahmefällen ohne vollständige Verlustverteilung auf die Gläubiger eingesetzt werden. Darüber hinaus verstoßen die französische und die US-amerikanische Gesetzgebungen gegen die verfassungsrechtliche Eigentumsgarantie. Die Gewährleistung des Rechts auf Zugang zu den Gerichten ist dazu in keiner der geprüften Gesetzgebungen ausreichend.

6. Kapitel – Anwendung des Insolvenzrechts auf systemrelevante Investmentbanken: ein Rechtsvergleich zwischen deutschem, französischem und US-amerikanischem Recht

Das Ziel des Insolvenzrechts besteht in der Bewältigung eines Common-Pool-Problems. Wenn ein Schuldner in Schwierigkeiten gerät, können die Gläubiger ihre Ansprüche anhand Einzelzwangsvollstreckungen in das Schuldnervermögen befriedigen. Man spricht von einem „Windhundverfahren“ unter den Gläubigern, da die höchsten Befriedigungsquoten zu demjenigen gehen, der zuallererst seinen Anspruch geltend macht. Ein solches unkoordiniertes und unstrukturiertes Verfahren führt zu erheblichen Kosten, insb. weil die Liquiditätslage des Schuldners sich weiterhin verschlechtert und infolge der Vollstreckungsmaßnahmen wesentliche Aktiven dem Betrieb entzogen werden. Dabei wären die Befriedigungsquoten höher, wenn das Unternehmen als Ganzes fortgeführt würde. Eine Verhandlung unter allen Gläubigern erweist sich jedoch als schwierig, weil keiner einschätzen kann, wie die anderen reagieren werden

(sog. „Gefangenendilemma“). Eine Kollektivierung der Haftungsverwirklichung⁷⁷⁵ wird damit zur wirtschaftlichen Effizienz nötig. Drei Lösungen sind vorhanden.⁷⁷⁶ Erstens kann eine Reorganisation unter den Betroffenen stattfinden. Zweitens kann das Unternehmen als „Going-Concern“ verkauft werden. Drittens kann das Unternehmen Stück für Stück liquidiert werden. Die nationalen Insolvenzregelungen in Frankreich, in Deutschland und in den USA enthalten diese drei Lösungen und werden separat geprüft. Danach wird das Problem der Anwendung des Insolvenzrechts auf systemrelevante Investmentbanken untersucht.

§ 17 – Inhalt des nationalen Insolvenzrechts in Deutschland, in Frankreich und in den USA

A. Deutsches Sonderinsolvenzrecht

Das KredReorgG von 2011 enthält ein Sanierungs- und ein Reorganisationsverfahren. Es handelt sich dabei um ein Sonderinsolvenzrecht, das nur gegenüber systemrelevanten Kreditinstituten Anwendung findet (§ 1 Abs. 1 KredReorgG).

I. Sanierungsverfahren

Das Sanierungsverfahren ist schuldnerorientiert und schließt die Teilnahme der Gläubiger aus. Es geht nämlich darum, dass das Kreditinstitut selber die Sanierung organisiert.⁷⁷⁷ Eine Verfahrenseröffnung ist im Fall der Sanierungsbedürftigkeit zulässig, d.h. im Fall der negativen Vermögens-, Finanz- oder Ertragsentwicklung des Unternehmens. Dies wird nach den aufsichtsrechtlichen Vorschriften bestimmt: Das Kreditinstitut muss bereits oder wird voraussichtlich nicht in der Lage sein, den Kapital- und Liquiditätsanforderungen nachzukommen.⁷⁷⁸ Die Geschäftsleitung ist für die Feststellung der Sanierungsbedürftigkeit zuständig.⁷⁷⁹ Dem Kreditinstitut steht dazu gem. § 2 Abs. 2 KredReorgG

⁷⁷⁵ Uhlenbruck in: Uhlenbruck, InsO, §16, Rn 1;

⁷⁷⁶ Baird, The Journal of Legal Studies, Vol. 15., 1986, S. 127-147; Baird/Bernstein, The Yale Law Journal, 2006, Vol. 115, S. 1930; Jackson in: The Yale Law Journal 1982, Vol. 91, S. 857-907.

⁷⁷⁷ BT-Drs. 17/3024, S. 45.

⁷⁷⁸ Vgl. § 2 Abs. 1 S. 2 KredReorGG i.V.m. § 45 Abs. 1 S. 1 und S. 2 KWG.

⁷⁷⁹ Riethmüller, WM 2010, 2295 (2298). Ebenso Schuster/Westpfahl, DB 2011, 221 (223).

ein Vorschlagsrecht bei der Wahl des Sanierungsberaters zu, der zu dessen Mitarbeitern gehören darf. Die Zweckmäßigkeit des von dem Kreditinstitut vorgelegten Sanierungsplans und die Eignung des Sanierungsberaters werden von der BaFin und dem Oberlandesgericht geprüft, § 3 Abs. 1 KredReorgG. Die Befugnisse des Insolvenzverwalters werden in einer abschließenden Liste bestimmt und umfassen unter anderem ein Informationsrecht, ein Teilnahmerecht an allen Versammlungen und ein Anweisungsrecht an der Geschäftsleitung, § 4 Abs. 1 KredReorgG.⁷⁸⁰ Die Verwaltungs- und Verfügungsbefugnisse des Schuldners werden nicht übertragen. Das Gericht kann jedoch bei einer Gefahr für die Erfüllung der Gläubigerforderungen anordnen, dass der Sanierungsberater in die Geschäftsleitung aufgenommen wird, § 5 Abs. 1 Nr. 2 KredReorgG. Die gerichtliche Entscheidung ist gem. § 1 Abs. 3 KredReorgG unanfechtbar. Der Sanierungsberater wird gem. § 4 Abs. 2 KredReorgG von dem Gericht und der BaFin kontrolliert, muss Auskünfte erteilen und kann aus wichtigem Grund entlassen werden. Er macht sich schadenersatzpflichtig bei der schuldhaften Verletzung seiner Pflichten, § 4 Abs. 3 KredReorgG.⁷⁸¹ Der Sanierungsplan wird von dem Schuldner erstellt. Der Inhalt ist eingeschränkt, da Eingriffe in Aktionärs- sowie Gläubigerrechte gem. § 2 Abs. 2 S. 1 KredReorgG nicht zulässig sind. Freiwillige Verzichte können aber vereinbart werden.⁷⁸² Mit anderen Worten: Der Sanierungsplan wird lediglich Maßnahmen über die Aktivseite der Bankbilanz (z.B. Strategieänderung, Verkäufe, Auslagerung auf Zweckgesellschaft) enthalten – ohne Restrukturierung der Passivseite. Der Sanierungsplan kann die Zuführung von privilegierten Krediten vorsehen, um die Refinanzierung des Kreditinstituts zu ermöglichen. Der dem Sanierungsdarlehensgeber eingeräumte Vorrang gilt nur im Fall der Eröffnung eines späteren Insolvenzverfahrens innerhalb von drei Jahren nach der Anordnung zur Durchführung des Sanierungsverfahrens, § 2 Abs. 2 S. 3 KredReorgG. Dazu darf der gesamte Darlehensbetrag 10% der Eigenmittel nicht überschreiten.⁷⁸³ Das Sanierungsverfahren wird nach der Umsetzung des Sanierungsplans aufgehoben,

⁷⁸⁰ § 4 Abs. 1 Nr. 1, 2, 3 und 4 KredReorgG. Es handelt sich dabei nicht um Verwaltungsakte, sondern um zivilrechtliche Weisungen. Vgl. *Fridgen* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KredReorgG § 4, Rn. 5.

⁷⁸¹ Dies ist nach der Haftungsgrundlage des Insolvenzverwalters des § 60 InsO gebildet.

⁷⁸² Vgl. *Fridgen* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KredReorgG § 2, Rn. 7.

⁷⁸³ Hierzu BT-Drs. 17/3024, S. 45.

§ 6 Abs. 3 KredReorgG. Planänderungen sind mit Einvernehmen der BaFin und des Gerichts zulässig, § 6 Abs. 1 KredReorgG. Sanierungskredite bleiben dabei unberührt.

II. Reorganisationsverfahren

Die Eröffnung eines Restrukturierungsverfahrens ist nur im Fall einer Systemgefährdung i.S.d. § 48b KWG möglich, § 1 Abs. 1 S. 2 KredReorgG.⁷⁸⁴ Neben der Systemgefährdung muss eine Bestandsgefährdung des Kreditinstituts vorliegen, § 7 Abs. 1 KredReorgG. Ebenso muss der Antrag auf eigene Initiative und Verantwortung von dem Kreditinstitut gestellt werden. Die Tatbestandsvoraussetzungen werden demzufolge nach der subjektiven Einschätzung des Kreditinstituts geprüft.⁷⁸⁵ Die Antragstellung wird von der BaFin und dem Oberlandesgericht kontrolliert, § 7 Abs. 2, Abs. 3 KredReorgG. Ein Reorganisationsplan muss gem. § 7 Abs. 1 KredReorgG von dem Schuldner vorgelegt werden. Somit sind vertragliche Verhandlungen zwischen Schuldner und Gläubigern nicht möglich – es sei denn, der Inhalt des Reorganisationsplans wurde vor der Eröffnung des Reorganisationsverfahrens vereinbart.⁷⁸⁶ Diesmal sind Eingriffe in Drittrechte zulässig, § 12 KredReorgG. Der Reorganisationsplan bedarf der Zustimmung der Aktionäre und Gläubiger und wird deswegen als mehrseitiger Vertrag angesehen.⁷⁸⁷ Der Reorganisationsplan besteht aus einem darstellenden und einem gestaltenden Teil, § 8 Abs. 1 KredReorgG. Letzterer bestimmt die Art und den Umfang der Eingriffe in die Aktionär- und Gläubigerrechte.⁷⁸⁸ Abkürzungen, Stundungen und Umwandlung der Gläubigerforderungen in Eigenkapital sowie Kapitalherabsetzungen und Kapitalerhöhungen kommen in Betracht.⁷⁸⁹ Eine Ausgliederung zur Aufnahme oder Neugründung ist möglich.⁷⁹⁰ Sanierungskrediten sind zulässig, § 8 Abs. 1 KredReorgG. Zur Annahme des Reorganisationsplans ist eine Abstimmung aller Beteiligten er-

⁷⁸⁴ S.o. § 2 B. Hierzu *Höher* in: Handbuch Banken-Restrukturierung, Kap. D. / Rn. 15 ff.

⁷⁸⁵ *Fridgen* in: Boos/Schulte-Mattler, § 7 KredReorgG, Rn. 2.

⁷⁸⁶ *Schuster/Westfahl*, DB 2011, 221 (226).

⁷⁸⁷ *Fridgen* in: Boos/Schulte-Mattler, § 8 KredReorgG, Rn. 3.

⁷⁸⁸ Dazu: *Fridgen* in: Boos/Schulte-Mattler, § 12 KredReorgG, Rn. 3.

⁷⁸⁹ Vgl. §§ 9 Abs. 1, 12 Abs. 1, 18 Abs. 3 KredReorgG.

⁷⁹⁰ Es finden nur die speziellen Vorschriften der KredReorgG Anwendung, d.h. es handelt sich nicht um eine Spaltung i.S.d. § 123 UmwG. Vgl. *Wolfers/Voland*, WM 2011, 1159 (1163).

forderlich. Unter Beteiligten versteht man i.S.d. § 8 Abs. 2 S. 1 KredReorgG alle Personen, in deren Rechte eingegriffen wird. Die Abstimmung der Aktionäre erfolgt in einer Hauptversammlung. Der Beschluss der Aktionäre bedarf der Mehrheit der abgegebenen Stimmen und der Zweidrittelmehrheit im Fall des Ausschlusses des Bezugsrechts oder einer Kapitalherabsetzung, § 18 Abs. 3 KredReorgG. Die Gläubiger werden in Gruppen nach Rechtslage sowie wirtschaftlichem Interesse unterteilt.⁷⁹¹ Zur Annahme des Reorganisationsplans wird eine Kombination von Kopf- und Summenmehrheit vorausgesetzt, § 19 Abs. 1 KredReorgG. Bei einer Umwandlung der Forderungen in Eigenkapital müssen die betroffenen Gläubiger zustimmen, § 9 Abs. 1 KredReorgG.⁷⁹² Im Fall der Ablehnung einer Gläubigergruppe ist eine Zustimmungsfiktion unter bestimmten Voraussetzungen (keine Schlechterstellung der Gläubiger, Vorliegen einer angemessenen Beteiligung an dem Wirtschaftswert und Zustimmung der anderen Gruppen) zulässig, § 19 Abs. 2 KredReorgG. Dies ist ebenso im Fall der Verweigerung der Aktionäre zulässig, sobald die Mehrheit der Gläubigergruppen dem Reorganisationsplan zugestimmt hat und in der Abwesenheit einer Restrukturierung des Unternehmens negative Rückkopplungseffekte auf das Finanzsystem zu erwarten sind, § 19 Abs. 4 KredReorgG. Der Rechtsprechung des BVerfG nach ist ein Ausschluss der Aktionäre zulässig, sobald der gesetzliche Zweck legitim ist und eine angemessene Abfindung der Aktionäre gewährleistet wird.⁷⁹³ Falls das Kreditinstitut sich in einer kritischen Lage befindet, müsste die Entschädigung auf null gewichtet werden. Problematisch ist jedoch, dass die Kapital-Richtlinie von 2012 den Beschluss der Aktionäre bei einer Kapitalerhöhung für erforderlich erhält.⁷⁹⁴ Der Rechtsprechung der EuGH nach ist eine Ausnahme bei Abwicklungsmaßnahmen zulässig, wenn die Gesellschaft einer Zwangsverwaltungsregelung unterstellt wird. Dies ist jedoch ausgeschlossen wenn „den satzungsmäßigen Organen nur vorübergehend ihre Verwaltungsbefugnisse und -zuständigkeiten entzogen waren“ – auch

⁷⁹¹ Vgl. § 222 InsO Gesicherte und ungesicherte, nachrangige und vorrangige Gläubiger müssen somit separat abstimmen. Darüber hinaus ist eine Zuteilung nach Größe, Laufzeit oder Rechtsgrund möglich. S. Höher in: Handbuch der Banken-Restrukturierung D. / Rn. 89-90.

⁷⁹² Bei der Umwandlung von Schuldverschreibungen ist unklar, ob jeder Gläubiger zustimmen muss oder ob eine Dreiviertelmehrheit nach § 19 SchVG reicht. Vgl. Schuster/Westpfahl, DB 2011, 221 (227).

⁷⁹³ BVerfG, Beschluss v. 30. 5. 2007 - 1 BvR 390/04.

⁷⁹⁴ Vgl. Art. 29 Abs. 1 der Richtlinie 2012/30/EU v. 25.10.2012 (ABI. 315/74).

wenn ein Unternehmen des Banksektors betroffen ist.⁷⁹⁵ Eine Abklärung des Richtliniengebers ist in dieser Hinsicht wünschenswert.⁷⁹⁶ Im Gegenteil zu dem Sanierungsverfahren werden die Beendigungsrechte aller Vertragsparteien des Kreditinstituts während eines Geschäftstages aufgehoben, § 13 KredReorgG. Infolge der gerichtlichen Bestätigung tritt gem. § 21 Abs. 1 KredReorgG der Reorganisationsplan mit rechtsgestaltender Wirkung ein. Ein Gläubiger kann einen Antrag auf Versagung des Reorganisationsplans stellen, § 20 Abs. 3 KredReorgG.

B. Französisches Insolvenzrecht

Das französische Insolvenzrecht besteht aus einem Schutzverfahren (*Sauvegarde*), einem Sanierungsverfahren (*Redressement Judiciaire*) und einem Liquidationsverfahren (*Liquidation Judiciaire*).⁷⁹⁷ Die Zustimmung der ACPR ist bzgl. der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens gegenüber einem Kreditinstitut erforderlich, Art. L613-27 CMF.

I. Sauvegarde

Das Schutzverfahren wird nach Art. L620-1 C. Com. auf Antrag des Schuldners geöffnet, wenn dieser auf unüberwindbare Schwierigkeiten stößt, jedoch weiter zahlungsfähig bleibt. Das Verfahrensziel besteht erstens in der Fortführung des Unternehmens, zweitens in der Sicherung der Arbeitsplätze und drittens in der Gläubigerbefriedigung. Ein Beobachtungszeitraum von einem bis sechs Monaten folgt der gerichtlichen Bestätigung des Antrags, Art. L621-3 C. Com.⁷⁹⁸ Der Insolvenzverwalter wird gem. Art. L621-4, L621-7 C. Com. von dem Gericht bestellt und abberufen. Der Schuldner behält seine Verwaltungs- und Verfügungsbefugnisse und wird durch den Insolvenzverwalter unterstützt sowie kontrolliert, Art. L622-1, L622-3 C. Com. Nach der Verfahrenseröffnung tritt ein vorläufiges Zahlungsverbot ein, Art. L622-7 Abs. 1 C. Com.⁷⁹⁹ Bei der Veräu-

⁷⁹⁵ EuGH Urt. v. 12.3.1996, Rs. 441/93 (Pafitis), Rn. 59. Ebenso EuGH, BeckEuRS 1991, 176866.

⁷⁹⁶ Vgl. BT-Drs. 17/3024, S. 42.

⁷⁹⁷ Vgl. Art. L611-4 ff. Code de Commerce (C. Com.).

⁷⁹⁸ Der Zeitraum kann unter bestimmten Voraussetzungen verlängert werden. Die Nichteinhaltung der Frist wird nicht sanktioniert. Vgl. Cass. Com. 10.6.2008, Bull. civ. IV, Nr. 115.

⁷⁹⁹ Vgl. Cass. Com. 2.3.1993, Bull. civ. IV, Nr. 86 (Zulässigkeit der Aufrechnung zwischen konnexen For-

ßerung von Vermögensgegenständen werden besicherte Gläubiger geschützt (Liquidationserlöse werden auf einem Konto gesperrt), Art. L622-8 C. Com. Kündigungsrechte, die sich auf den Eintritt eines Insolvenzstatbestandes beziehen, sind unwirksam, Art. L622-13 Abs. 1 C. Com. Der Insolvenzverwalter kann gegenseitige, von beiden Parteien noch nicht erfüllte Verträge ablehnen oder fortführen, Art. L622-13 Abs. 2 C. Com. Dies gilt ebenso gegenüber Refinanzierungsgeschäften.⁸⁰⁰ Forderungen, die nach der Verfahrenseröffnung entstanden sind und zur Fortführung des Unternehmens notwendig sind, müssen erfüllt werden, Art. L622-17 C. Com. Dies gilt für die Bereitstellung von Refinanzierungsmitteln (Kreditprivileg). Es besteht ein Vollstreckungsverbot gegenüber Geldforderungen, Art. L622-21 C. Com. Die Verzinsungen der Ansprüche werden aufgehoben, Art. L622-28 C. Com.⁸⁰¹ Die Bereitstellung von neuen Realsicherheiten ist unzulässig, Art. L622-30 C. Com. Schuldner und Gläubiger können einen Insolvenzplan vorschlagen. Verschiedene Maßnahmen können umgesetzt werden: Stundung, Abkürzung, Umwandlung der Forderungen, Verkauf von Geschäftsbereichen (Art. L626-2, Art. L626-30-2 C. Com).⁸⁰² Für die Abstimmung werden alle Gläubiger in zwei Gruppen (Kreditinstitute und Dienstleister) unterteilt, Art. L626-30 C. Com. Der Insolvenzplan wird angenommen, wenn die Forderungen der abstimmenden Gläubiger mehr als drei Viertel der Gesamtsumme der Forderungen bilden. Art. L626-30-2 C. Com. Die Hauptversammlung muss den Insolvenzplan nach dem allgemeinen Gesellschaftsrecht zustimmen, falls Eingriffe in die Rechte der Aktionäre vorgesehen werden, Art. L626-3 C. Com. Im Fall einer fehlenden Übereinstimmung der Parteien kann das Gericht Zahlungsfristen – die sich über maximal zehn Jahre erstrecken können – anordnen, Art. L626-18 C. Com. Dabei werden besicherte Gläubiger nach den Fristen des Insolvenzplans oder nach den von dem Gericht beschlossenen Zahlungsfristen befriedigt, Art. L626-22 C. Com. Nach der Be-

derungen).

⁸⁰⁰ Vgl. Cass. Com., 8.12.1987, Bull. civ. IV, Nr. 266. Dies gilt für unverbrieft und verbrieft Rückzahlungsforderungen.

⁸⁰¹ Dazu *Macorig-Venier*, *Entreprises en difficulté – Situation des créanciers*, Rép. com. 2014, Rn. 327 ff.

⁸⁰² Hierzu ausführlich zum Inhalt des Insolvenzplans: *Blanc*, *Entreprises en difficulté - Plan de sauvegarde et de redressement*, Rép. com. 2013.

stätigung durch das Gericht tritt das Insolvenzplan gem. Art. L626-1 C. Com. mit rechtgestaltender Wirkung ein.

II. Redressement judiciaire

Ein Sanierungsverfahren kann nur bei der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners eröffnet werden, Art. L631-1 C. Com. Es gilt dabei eine modifizierte Definition für Kreditinstitute, bei denen demnächst fällige und bereits eingetretene Zahlungsverpflichtungen berücksichtigt werden, Art. L613-26 CMF.⁸⁰³ Der Eröffnungsantrag muss in den 45 Tagen nach Eintritt der Zahlungsunfähigkeit von dem Schuldner gestellt werden, Art. L631-4 C. Com. Eine Insolvenzantragstellung der Gläubiger ist zulässig, Art. L631-5 C. Com. Das Gericht bestimmt das Datum des Eintritts der Zahlungsunfähigkeit – dies bis maximal 18 Monaten vor der Eröffnung des Verfahrens, Art. L631-8 C. Com. Die Befugnisse des Insolvenzverwalters werden von dem Gericht festgestellt. Der Übergang der Verfügungs- und Verwaltungsbefugnisse des Schuldners auf den Insolvenzverwalter ist dabei möglich, Art. L631-12 C. Com. Die oben dargestellten Vorschriften über den Insolvenzplan, das Wahlrecht des Insolvenzverwalters und das Kreditprivileg finden Anwendung.⁸⁰⁴ Im Gegensatz zu dem Schutzverfahren ist eine Veräußerung des Unternehmens möglich, Art. L631-22 C. Com. Das Gericht wählt unter den Vorschlägen der Kaufinteressen das Angebot aus, das die Fortführung des Unternehmens und die Sicherung der Arbeitsplätze am besten ermöglicht, Art. L642-1 C. Com. Rechtshandlungen, die in dem Zeitraum zwischen dem Eintritt der Zahlungsunfähigkeit und der Verfahrenseröffnung vorgenommen worden sind, können unter bestimmten Voraussetzungen angefochten werden. Inkongruente Deckungen – wie der Abschluss von unausgewogenen Verträgen, die Zahlung von nicht fälligen Forderungen durch den Schuldner oder die Bereitstellung von Realsicherheiten ohne Gegenleistung – sind absolut unwirksam, Art. L632-1 Abs. 1 C. Com. Kongruente Deckungen, wie die Zahlung von fälligen Forderungen oder der Abschluss entgeltlicher Ge-

⁸⁰³ Dazu *Bonneau*, *Difficultés des entreprises réglementées*, J.-Cl. B. 2011, Fasc. 190, Rn. 23 ff.

⁸⁰⁴ Vgl. Art. L631-14 i.V.m. Art. L622-13 C. Com. sowie Art. L622-17 Abs. 3, L631-19 Abs. 1 C. Com.

schäfte, können angefochten werden, wenn der Gläubiger Kenntnis von der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners hatte (Art. L632-2 C. Com).

III. Liquidation judiciaire

Das Liquidationsverfahren wird bei der offensichtlichen Unmöglichkeit einer Restrukturierung des Unternehmens eröffnet, Art. L640-1 C. Com. Dabei unterliegen die Antragstellung, das Wahlrecht des Insolvenzverwalters, das Kreditprivileg, die Möglichkeit einer Veräußerung des Unternehmens und die Anfechtung von bestimmten Rechtshandlungen den oben dargestellten Vorschriften.⁸⁰⁵

Der Übergang der Verfügungs- und Verwaltungsbefugnisse des Schuldners auf den Insolvenzverwalter ist Pflicht, Art. L641-9 Abs. 1 C. Com. Sämtliche Forderungen werden nach der Verfahrenseröffnung fällig, Art. L643-1 C. Com. Die Liquidation kann sich über ein Jahr erstrecken, sobald dies für die ordentliche Abwicklung des Unternehmens erforderlich ist, Art. L641-10 C. Com.⁸⁰⁶ Der Liquidationserlös wird unter den Gläubigern nach der vertraglichen Rangordnung zugeteilt, Art. L642-18 C. Com. Nach Aufhebung des Verfahrens wird die Gesellschaft aufgelöst, Art. L643-9 C. Com.

C. Insolvenzrecht der Vereinigten Staaten

Das US-amerikanische Insolvenzrecht besteht aus allgemeinen Regelungen, aus einem Reorganisations- und Liquidationsverfahren sowie aus speziellen Regelungen, die gegenüber bestimmten Schuldern Anwendung finden.

I. Allgemeine Regelungen

Die allgemeinen Regelungen sind in 11 U.S.C. §§ 101-562 enthalten. Die wichtigsten Vorschriften können so zusammengefasst werden. Ein Eröffnungsantrag kann gem. 11 U.S.C. §§ 301(a), 303(b)(1) von dem Schuldner oder von mindestens drei Gläubigern, deren unbesicherte Ansprüche sich auf 10 000 US-Dollar erhöhen, gestellt werden. Das gesamte Schuldnervermögen gehört zur Insol-

⁸⁰⁵ Vgl. Art. L640-4, L640-5, L641-1, L641-11-1, L641-13 Abs. 3 Nr. 2, L641-14, L642-1 ff. C. Com.

⁸⁰⁶ Dazu *Tagliarino-Vignal*, Entreprises en difficulté – Liquidation judiciaire, Rép. com. 2014, Rn. 50.

venzmasse (*Estate*).⁸⁰⁷ Vollstreckungsmaßnahmen aller Art sind untersagt. Die Verwertung von Realsicherheiten sowie die Bestellung von neuen Sicherheiten über das Schuldnervermögen sind ebenso unzulässig (*Automatic Stay*), 11 U.S.C. § 362(a). Eine Ausnahme kann von dem Gericht erteilt werden, sobald der betroffene Vermögensgegenstand für die Fortführung des Unternehmens nicht wesentlich ist, 11 U.S.C. § 362(d)(2). Erlaubt sind jedoch Aufrechnungen unter Forderungen, die vor der Verfahrenseröffnung entstanden sind, sobald die Forderung des Gläubigers nicht nach Eintritt der Insolvenz des Schuldners in der Absicht zur Herstellung der Aufrechnungslage eingegangen wurde, 11 U.S.C. § 553(a)(3). Minderungen der Insolvenzmasse durch Übertragungen oder Auszahlungen zu Gunsten eines Gläubigers nach der Verfahrenseröffnung sind gem. 11 U.S.C. § 549 anfechtbar. Realsicherheiten, die sich über zukünftige, nach der Eröffnung erworbene Vermögensgegenstände erstrecken, sind in deren Effekten gelähmt, 11 U.S.C. § 552(a). Besicherte Gläubiger werden nach 11 U.S.C. § 361 geschützt, wenn die Verwertung der Realsicherheit untersagt wird. Sie erhalten von der Insolvenzmasse Auszahlungen, die eventuelle Wertverluste der Realsicherheit nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens ausgleichen, 11 U.S.C. § 361(1). Die Wertermittlung wird anhand des Marktwerts des Gegenstandes am Tag der Eröffnung bemessen.⁸⁰⁸ Die Einräumung einer Sicherheit oder die Privilegierung des Gläubigeranspruchs sind als Ersatz möglich, 11 U.S.C. § 361(2)(3). Die Gläubiger müssen die Insolvenzforderungen anmelden, 11 U.S.C. §§ 501(a), 506(a)(1). Die Rangfolge in der Befriedigung richtet sich gem. 11 U.S.C. §§ 507(a), 510 nach den vertraglichen Vereinbarungen. Dem Insolvenzverwalter wird ein Verfügungsrecht über das Vermögen des Schuldners eingeräumt, 11 U.S.C. § 363(b)(1). Er darf Kredite eingehen, soweit zur Fortführung des Unternehmens notwendig. Der Kreditgeber genießt ein Kreditprivileg, 11 U.S.C. § 364(a). Wenn die Refinanzierung trotzdem erfolglos bleibt, kann das Gericht die Einräumung eines speziellen Kreditprivilegs genehmigen, und zwar mit dem höchsten Rang in der Befriedi-

⁸⁰⁷ S. 11 U.S.C. § 541 zum Begriff der Insolvenzmasse.

⁸⁰⁸ Vgl. *Wright v. Union Central Life Ins. Co.*, 311 U.S. 273 (1940); *Louisville Joint Stock Land Bank v. Radford*, 295 U.S. 555 (1935); *In re Yale Express, Inc.*, 384 F.2d 990 (2d Cir. 1967); *United States v. Security Indus. Bank* - 459 U.S. 70 (1982).

gung, mit einer Realsicherheit über einen freien Gegenstand der Insolvenzmasse oder mit einer nachrangigen Realsicherheit. Ausnahmsweise kann dem Kreditgeber der Vorrang gegenüber den anderen Gläubigern bei der Verwertung eines bereits belasteten Vermögegenstandes eingeräumt werden. Dies ist zulässig bei der Unfähigkeit des Insolvenzverwalters, Kredite einzugehen, und wenn der besicherte Gläubiger entschädigt wurde, 11 U.S.C. § 364(c)(d). Gegenseitige Verträge, die nicht oder nicht vollständig erfüllt worden sind, können gem. 11 U.S.C. § 365 nach Wahlrecht des Insolvenzverwalters abgelehnt oder fortgeführt werden. Etwaige Erfüllungsmängel des Schuldners müssen beseitigt werden. Kündigungsklauseln, die sich auf den Eintritt eines Insolvenztatbestandes beziehen, sind unwirksam (11 U.S.C. § 366). Die Dienstleister müssen ihre Leistungen weiterhin erbringen. Die Ausübung des Wahlrechts ist bei Finanzierungsverträgen untersagt, 11 U.S.C. § 365(e)(2)(B). Die vorrangigen Fremdkapitalgeber können somit ihren Vertrag kündigen und den daraus entstandenen Anspruch anmelden. Repogeschäfte unterliegen besonderen Regelungen.⁸⁰⁹ Rechtshandlungen, die einem Gläubiger Befriedigung gewähren und in den letzten drei Monaten vor der Eröffnung des Verfahrens vorgenommen worden sind, können angefochten werden, 11 U.S.C. § 547.⁸¹⁰ Die Anfechtung ist ausgeschlossen, wenn die dem Schuldner gewährte Gegenleistung angemessen war oder wenn die Rechtshandlung im normalen Geschäftsgang stattgefunden hat, 11 U.S.C. § 547(c). Ebenso anfechtbar sind alle Rechtshandlungen, die in der Absicht der Beeinträchtigung anderer Gläubiger vorgenommen worden sind⁸¹¹ oder bei denen der Schuldner keine angemessene Gegenleistung erhalten hat und zum Zeitpunkt der Rechtsverhandlung überschuldet, unterkapitalisiert oder zahlungsunfähig war. Der Anfechtungszeitraum erstreckt sich dabei auf zwei Jahre, 11 U.S.C. § 548(a)(1).

⁸⁰⁹ S.u. § 18 B.

⁸¹⁰ Hierzu Pelz v. New Age Consulting Servs., Inc., 279 B.R. 99, 102 (Bankr. D. Del. 2002) (Zeitpunkt der Rechtshandlung); In re American Eagle Coatings, Inc., 353 B.R. 656 (Bankr. W.D. Mo. 2006) (Kenntnis des Gläubigers).

⁸¹¹ Es handelt sich dabei um die Absicht des Schuldners. Vgl. Rubin Bros. Footwear, Inc. v. Chem. Bank (In re Rubin Bros. Footwear, Inc.), 119 B.R. 416, 423 (S.D.N.Y. 1990).

II. Chapter 11-Verfahren

Das Ziel des Chapter 11-Verfahrens besteht darin, das Unternehmen weiterzuführen um eine effiziente Reorganisation zu ermöglichen und die Kosten für die Gläubiger zu vermindern.⁸¹² Der Schuldner behält die Geschäftsführungs- und Verfügungsbefugnisse und unterliegt treuhänderischen Pflichten gegenüber den Gläubigern.⁸¹³ Der Insolvenzverwalter führt die Buchhaltung, prüft die Forderungen der Gläubiger, erstellt verschiedene Berichte und untersucht die finanzielle Lage des Schuldners, 11 U.S.C. § 1106(a) i.V.m. § 704(a). Geschäfte, die nicht üblich sind, können nur mit der Zustimmung des Gerichts eingegangen werden, 11 U.S.C. § 363(b)(1). Eine Übertragung der Geschäftsführungs- und Verfügungsbefugnisse des Schuldners auf den Insolvenzverwalter ist unter bestimmten Voraussetzungen (Gläubigerantrag und Interesse der Insolvenzmasse) möglich, 11 U.S.C. § 1104. Gläubiger und Aktionäre werden in verschiedenen Gruppen unterteilt. Unter den Gläubigern ist eine weitere Unterteilung nach Art der Forderung möglich, soweit dies zu einer effizienten Vertretung der Gläubigerinteressen notwendig ist, 11 U.S.C. § 1102(a)(1)(2). Eine Gruppe besteht aus den Gläubigern mit den sieben höchsten Ansprüchen, 11 U.S.C. § 1102(b)(1). Jede Gläubigergruppe kann den Ablauf des Verfahrens beeinflussen, die finanzielle Lage des Schuldners mitprüfen und an der Herstellung des Insolvenzplans teilnehmen, 11 U.S.C. § 1103(b). Ein Anspruch auf rechtliches Gehör wird gewährleistet, 11 U.S.C. § 1109(b). In den 120 Tagen nach der Verfahrenseröffnung kann, gem. 11 U.S.C. § 1121, nur der Schuldner einen Insolvenzplan vorschlagen. In dem Insolvenzplan kann eine Änderung der vertraglichen Reihenfolge vereinbart werden, 11 U.S.C. § 1123. Die Sanierung kann durch verschiedene Instrumente erfolgen, wie z.B. die Emission von Eigen- oder Fremdkapital, die Stundung, die Umwandlung oder die Abkürzung von Forderungen. Dies wird in dem Insolvenzplan geregelt. Der Insolvenzplan ist angenommen, sobald die Forderungen der stimmenden Gläubiger mehr als drei Viertel der Gesamtsumme und mehr als die Hälfte der Gesamtanzahl der Forderungen bilden. Jede Gruppe muss separat abstimmen, 11 U.S.C. § 1126(c)(d). Die Stimmen der Be-

⁸¹² *Bebchuk*, The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law 1998, Vol. 3, S. 219-224.

⁸¹³ Vgl. *Wolf v. Weinstein* - 372 U.S. 633 (1963).

teiligten, deren Forderungen unberührt bleiben, gelten als zustimmend. Umgekehrt gelten die Stimmen der Beteiligten, die in dem Insolvenzplan keine Rechte erhalten, als ablehnend, 11 U.S.C. § 1126(f)(g). Im Prinzip müssen die Gläubiger, deren Befriedigungsquote geändert wird, mit der o.g. Mehrheit zustimmen, 11 U.S.C. § 1129(a)(7).⁸¹⁴ Eine Ausnahme von dem Zustimmungsbedürfnis ist jedoch unter bestimmten Voraussetzungen möglich, 11 U.S.C. § 1129(b). Dafür muss der Insolvenzplan von dem Gericht als „billig und gerecht“ qualifiziert werden.⁸¹⁵ Mit der Bestätigung des Gerichts treten die rechtsgestaltenden Wirkungen des Insolvenzplans ein, 11 U.S.C. § 524 i.V.m. § 1141(a).

III. Chapter 7-Verfahren

Das Ziel des Chapter 7-Verfahrens besteht in der vollständigen Liquidation des Unternehmens. Die Verwaltungs- und Verfügungsbefugnisse werden auf den Insolvenzverwalter übertragen, 11 U.S.C. § 701(a)(1). Dieser wird in der Gläubigerversammlung gewählt, 11 U.S.C. § 702 i.V.m. § 341. Der Insolvenzverwalter muss das Schuldnervermögen liquidieren, 11 U.S.C. § 704(a)(1). Soweit erforderlich zu der geordneten Abwicklung, ist eine vorläufige Fortführung des Unternehmens zulässig, 11 U.S.C. § 721. Der Liquidationserlös wird unter Berücksichtigung der vertraglichen Rangordnung verteilt, 11 U.S.C. §§ 510, 726. Nach dem Abschluss des Liquidationsverfahrens wird die Gesellschaft aufgelöst, 11 U.S.C. § 724(a)(1).

IV. Spezielle Insolvenzregelungen

Im US-amerikanischen Insolvenzrecht finden spezielle Vorschriften gegenüber bestimmten Schuldnern Anwendung. Der FDIC ist im Fall der Insolvenz einer Depotbank zuständig, 12 U.S.C. § 1821(c).⁸¹⁶ Die Behörde tritt dabei als Insolvenzverwalter ein und verfügt über ordentliche und außerordentliche Befugnis-

⁸¹⁴ Eine Änderung der Befriedigungsquote liegt nur vor wenn der Gläubiger weniger erhalten wird, als er unter Ansatz des Unternehmenswerts erhalten würde. Vgl. House Report of the Committee on the Judiciary, Nr. 95-595, 95th Congress, 1st Session (1977), 11 U.S.C. § 1124, abrufbar unter: <http://uscode.house.gov/browse/prelim@title11/chapter11/subchapter2&edition=prelim>

⁸¹⁵ Senate Report Nr. 95-989, 95th Congress, 2d Session (1978), 11 U.S.C. § 1129, abrufbar unter: <http://uscode.house.gov/browse/prelim@title11/chapter11/subchapter2&edition=prelim>

⁸¹⁶ Es muss sich um ein „insured depository institution“ i.S.d. 12 U.S.C. § 1813(c)(2). Der Begriff „deposits“ ist unter 12 U.S.C. § 1813(l) definiert. Der Umfang der Einlagensicherung bemisst sich nach einer Maximalhöhe, die im 12 U.S.C § 1821(a)(1)(E) (zurzeit 250 000 US-Dollar) festgelegt ist.

se, 12 U.S.C. § 1821(d).⁸¹⁷ Die Tätigkeit der Depotbank muss fortgeführt sowie der Wert der Aktiven erhalten werden, 12 U.S.C. § 1821(d)(2)(D). Infolge der Verabschiedung des *Securities Investor Protection Act* im Jahr 1970 sind ebenso spezielle Vorschriften in der Insolvenz eines Broker-Dealers anzuwenden.⁸¹⁸ Dabei ist der *Securities Investor Protection Corporation* (SIPC) als Insolvenzverwalter zuständig und muss insb. den Kunden des Broker-Dealers die anvertrauten Wertpapiere zurückerstatten, 15 U.S.C. §§ 78aaa ff. Das Schuldnervermögen muss vollständig liquidiert werden, 15 U.S.C. § 78fff(a)(4). Im Fall der Insolvenz eines Stockbrokers gelten 11 U.S.C. §§ 721 ff. Gegenüber Commodity Brokers gelten 11 U.S.C. §§ 761 ff.

D. Rechtsvergleich und Bewertung

Das US-amerikanische Recht bietet unter den drei geprüften Gesetzgebungen das effizienteste Insolvenzverfahren. Das Chapter 11-Verfahren wurde erfolgreich bei der Insolvenz von großen Gesellschaften angewendet, wie *Worldcom* (Aktivseite i.H.v. 107 Mrd. US-Dollar),⁸¹⁹ *General Motors* (Aktivseite i.H.v. 82 Mrd. US-Dollar),⁸²⁰ und die Investmentbank *CIT-Group* (Aktivseite i.H.v. 71 Mrd. US-Dollar).⁸²¹ Die Effizienz ergibt sich aus der Gleichstellung zwischen Schuldner und Gläubigern.⁸²² Der Schuldner führt das Unternehmen weiter. Die Bestellung eines Insolvenzverwalters ist jedoch auf Gläubigerantrag möglich. Der Inhalt des Insolvenzplans wird unter den Beteiligten vereinbart. Dabei wird das Prinzip der Verhandlungsfreiheit gewährleistet und die Sanierung des Unternehmens anhand flexibler Instrumente ermöglicht. Im Lauf des Verfahrens wird die Rechtssicherheit gewährleistet, da die vertragliche Rangordnung aufrechterhalten wird, d.h. nur durch entsprechende Vereinbarung unter den Beteiligten verändert werden kann. Die Zahlungsfähigkeit des Schuldners wird dank

⁸¹⁷ Aufgrund der exklusiven Zuständigkeit des FDIC ist die Eröffnung eines Chapter 7-Verfahrens unzulässig. Vgl. 11 U.S.C. § 109(b)(2).

⁸¹⁸ Pub. L. 91-598, Sec. 2, Dec. 30, 1970, 84 Stat. 1637.

⁸¹⁹ *Romero*, *Worldcom's Collapse: The Overview*, *The New York Times* v. 22.7.2002; *Gilpin*, *Worldcom Changes Its Name and Emerges From Bankruptcy*, *The New York Times* v. 20.4.2004.

⁸²⁰ *Kennedy*, *General Motors files for Chapter 11 Bankruptcy*, *Daily News* v. 1.6.2009; *TIMELINE-GM emerges from bankruptcy*, *Reuters* v. 10.7.2009, abrufbar unter:

<http://www.reuters.com/article/2009/07/10/gm-bankruptcy-idUSLA64177720090710>

⁸²¹ *Wilchins/Comlay*, *CIT Group files for prepackaged bankruptcy*, *Reuters* v. 1.11.2009.

⁸²² Hierzu *Plank* in: *Kenadjian*, *Too big to fail*, S. 176.

des Vollstreckungsstopps aufrechterhalten sowie die Refinanzierung des Unternehmens durch das Kreditprivileg vereinfacht. Das „*prepackaged plan*“ bietet dabei eine interessante Lösung für Investmentbanken. Es handelt sich um einen vor dem Insolvenzantrag unter den Beteiligten vereinbarten Insolvenzplan. Das Verfahren wird dadurch verkürzt und umso effizienter.⁸²³ Problematisch ist allerdings, dass das Restrukturierungs- (Chapter-11) und das Liquidationsverfahren (Chapter 7) getrennt geregelt sind. Bei Investmentbanken sind jedoch in manchen Fällen zuerst die Sanierung und die Fortführung des Unternehmens notwendig, um eine ordentliche Abwicklung zu günstigen Marktkonditionen später zu ermöglichen.⁸²⁴ Hinzu kommt, dass die gleichzeitige Anwendung allgemeiner und spezieller Vorschriften in der Abwicklung eines Konzerns wie *Lehman Brothers*, mit stark voneinander abweichenden Regeln, sich als zeit- und kostaufwendig erweisen kann.⁸²⁵

Das deutsche Sonderinsolvenzrecht bietet folgende Vorteile: Gewährleistung des Eigentumsrechts und des Rechts auf Zugang zu den Gerichten im Fall eines Eingriffs in die Gläubiger- und Aktionärsrechte; Aufrechthaltung der vertraglich vereinbarten Rangordnung bei der Befriedigung der Gläubiger, d.h. Rechtssicherheit auf dem Finanzmarkt;⁸²⁶ Flexibilität des Reorganisationsverfahrens, das die Umsetzung von verschiedenen Maßnahmen auf der Aktiv- und Passivseite der Bilanz unterstützt; Möglichkeit einer Restrukturierung oder einer Liquidation des Kreditinstituts. Wesentliche Probleme bleiben jedoch ungelöst. Erstens findet das KredReorgG nur gegenüber Kreditinstituten Anwendung. Der Fall *HRE* hat gezeigt, dass ein Eingriff auf Ebene der Holding-Gesellschaft notwendig sein kann. Zweitens erscheint die Umsetzung des KredReorgG aus praktischen Gründen unwahrscheinlich zu sein. Das Sanierungs- und das Reorganisationsverfahren werden auf Eigeninitiative des Kreditinstituts eröffnet. Es ist jedoch kaum vorstellbar, dass die Geschäftsleitung selbst ihre Fehler erkennt

⁸²³ Vgl. *Tashjian/Lease/McConnell*, Journal of Financial Economics 1996, Vol. 40, S. 135.

⁸²⁴ Vgl. Art. 7.6 des „*Joint Chapter 11 Plan*“ von *Lehman Brothers*, der erst im Jahr 2011 in Kraft getreten ist und einen Abwicklungszeitraum von drei Jahren vorsieht. Der Insolvenzplan ist abrufbar unter: http://globalinsolvency.com/sites/globalinsolvency.com/files/LehmanBrothersCH11_PLAN.pdf

⁸²⁵ Im Fall *Lehman Brothers* fanden die Vorschriften des Chapter-11 Verfahrens gegenüber der Muttergesellschaft und 21 Tochterunternehmen Anwendung. 12 U.S.C. §§ 1821 ff. fanden gegenüber den anderen Tochtergesellschaften Anwendung und LBI wurde separat durch den SPIC liquidiert. Vgl. *Summe*, Bankruptcy Not Bailout, S. 87.

⁸²⁶ Vgl. § 19 Abs. 3 KredReorgG.

und einen Antrag vor dem Gericht stellt. Vielmehr wird die Schieflage möglichst geheim gehalten, um Restrukturierungsmaßnahmen privat umzusetzen, d.h. ohne das Vertrauen der Finanzmärkte zu erschüttern. In dieser Hinsicht hat beispielweise A. Schwartz, ehemaliger Geschäftsführer von *Bear Stearns*, einige Tage vor dem Eintritt der Zahlungsunfähigkeit betont, dass die Bilanz und die Liquiditätslage der Investmentbank stark gewesen seien.⁸²⁷ Das Sanierungsverfahren ist ineffizient, da es keine zwingende Restrukturierung der Passivseite ermöglicht.⁸²⁸ Die Tatbestandsvoraussetzungen der Eröffnung eines Reorganisationsverfahrens unterliegen unscharfen Kriterien: Die Begriffe der Bestands- und der Systemgefährdung sind weit auszulegen,⁸²⁹ sodass Vertraulichkeits- und Transparenzprobleme am Finanzmarkt zu erwarten sind.⁸³⁰ Dazu bildet die Gewährleistung von Sanierungskrediten keine effiziente Lösung, um die Liquidität sofort wiederherzustellen. Der Darlehensgeber ist nämlich nur im Fall der Eröffnung eines späteren, hypothetischen Insolvenzverfahrens geschützt. Der maximale Kreditrahmen – 10% der Eigenmittel – ist zu knapp, um die Refinanzierung einer Investmentbank zu ermöglichen. Bei *Bear Stearns* betragen z.B. im Februar 2008 der Bedarf an liquiden Mitteln 30 bis 60 Mrd. US-Dollar und der Eigenkapital nur 11,89 Mrd. US-Dollar.⁸³¹ Im Sanierungs- sowie im Reorganisationsverfahren ist kein Vollstreckungsstopp vorhanden. Da die Vertragsparteien die eingegangenen Schuldverhältnisse kündigen können, sind Wertverluste auf der Aktivseite zu erwarten. Die Restrukturierung wird dadurch erschwert.⁸³² Die Vornahme eines Restrukturierungsverfahrens wird an die Öffentlichkeit gelangen, was zu einem „Run“ bzw. einer Beschleunigung der Liquiditätskrise führen kann.⁸³³ Im Rahmen des Reorganisationsverfahrens spielen die Gläubiger keine Rolle bzgl. der Erstellung des Reorganisationsplans. Dies ist zu bedauern, da eine Vereinbarung zwischen Gläubigern und Schuldner

⁸²⁷ Cohan, House of Cards, S. 21. Vgl. die Stellungnahme des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes zum RStruktG v. 19.7.2010, S. 7, abrufbar unter: www.dsgv.de/de/fakten-und-positionen/stellungnahmen/Restrukturierungsgesetz.html

⁸²⁸ Lorenz, NZG 2010, 1046 (1048).

⁸²⁹ S.o. § 2.

⁸³⁰ Riethmüller, WM 2011, 2295 (2298); Krahen/Siekman, Stellungnahme zum Restrukturierungsgesetz v. 4.10.2010, S. 5.

⁸³¹ Quarterly Report Form 10-Q for the period ended February 29, 2008 Bear Stearns Companies Inc., abrufbar unter: www.sec.gov/Archives/edgar/data/777001/000091412108000345/be12550652-10q.txt

⁸³² Ebenso Stengel, DB 2011, Beil. 4, S. 11 (13).

⁸³³ Obermüller, NZI 2011, 81; Frind, ZinsO 2010, 1921.

nur nach entsprechenden Verhandlungen getroffen werden kann. Der Insolvenzplan von *Lehman Brothers* wurde z.B. dreimal verändert.⁸³⁴ Hinzu kommt, dass die Verluste nicht auf alle Gläubiger verteilt werden: Das Problem des Trittbrettfahrers ist nicht gelöst.⁸³⁵ Da die Aktionäre nach dem allgemeinen Gesellschaftsrecht zustimmen müssen und die Zustimmungsfiktion nur unter erschwerten Voraussetzungen – Gefährdung der Finanzstabilität – zulässig ist, können sie den Ablauf des Verfahrens beeinträchtigen. Dies erscheint nicht sachgerecht, da die Anteilseigner an letzter Stelle in der Liquidation des Unternehmens befriedigt werden. Vielmehr müsste zur Zustimmungsfiktion reichen, dass kein Gläubiger wirtschaftliche Werte erhält, der den vollständigen Betrag seines Anspruches übersteigen.⁸³⁶

Das französische Insolvenzrecht ist schuldnerorientiert. Es ergeben sich daraus wirtschaftliche Ineffizienzen, da die Fortführung des Unternehmens und die Sicherung der Arbeitsplätze gegenüber der Maximierung des Unternehmenswerts und der Befriedigung der Gläubiger bevorzugt werden.⁸³⁷ Das Schutzverfahren bietet die Möglichkeit, vor dem Eintritt der Zahlungsfähigkeit einzugreifen. Dazu fließen dem Schuldner liquide Mittel dank des Kreditprivilegs sowie des Vollstreckungsstopps zu. Problematisch ist aber, dass das Antragsrecht nur dem Schuldner zusteht. Die Vertretung der Gläubiger ist unzureichend, da diese in zwei Gruppen bei der Abstimmung unterteilt werden, d.h., die Rechtsstellung der besicherten Gläubiger wird nicht berücksichtigt.⁸³⁸ Die Anteilseigner können der effizienten Restrukturierung des Unternehmens entgegenwirken, da diese den Kapitalmaßnahmen (Kapitalherabsetzung und Kapitalerhöhung, Umwandlung der Gläubigerforderungen) jeweils mit einer Dreiviertelmehrheit zustimmen müssen. Das Sanierungsverfahren stößt auf dieselben Schwierigkeiten. Da eine Eröffnung hier nur bei eingetretener Zahlungsunfähigkeit möglich ist, wäre bei einer Investmentbank ein hoher Wertverlust der Aktiven zu erwarten.

⁸³⁴ Vgl. United States Bankruptcy Court, Order confirming modified third amended joint Chapter 11 plan of Lehman Brothers Holdings Inc. and its affiliated debtors v. 6.12.2011, abrufbar unter: dm.epiq11.com/LBH/Project. S. auch die Stellungnahme des Deutschen Notarvereins zum Restrukturierungsgesetz v. 29.09.2010, abrufbar unter:

<http://www.dnotv.de/Dokumente/Stellungnahmen.html>

⁸³⁵ Vgl. *Stengel*, DB 2011, Beil. 4, S. 11 (14).

⁸³⁶ Vgl. § 245 Abs. 3 InsO. Dazu *Schuster/Westpfahl*, DB 2011, 221 (227).

⁸³⁷ Hierzu *Vermeille/François*, JCP E 2012, Nr. 40, S. 1582.

⁸³⁸ *Ibid.*

Das dem Gericht eingeräumte Recht, die Zahlungsfristen auf zehn Jahre zu erstrecken, ließe sich ebenso schwer durchsetzen. Bei dem Liquidationsverfahren werden zwar die Gläubiger nach der vertraglichen Rangordnung befriedigt. Der Zeitraum der Liquidation – ein Jahr – ist jedoch zu kurz im Fall der Abwicklung einer Investmentbank. Dazu sind die Gläubiger von der Vorbereitung des Liquidationsplans ausgeschlossen, sodass Verhandlungen unter den Parteien unmöglich sind. Die Ineffizienzen des Insolvenzrechts ist möglicherweise ein Grund dafür, wieso der französische Staat die Abwicklung von *Dexia* verspätet hat und die Bereitstellung von liquiden Mitteln und Kapitalspritzen gegenüber der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens bevorzugt hat, obwohl das Unternehmen nicht langfristig ertragsfähig war.⁸³⁹

§ 18 – Anwendung des Insolvenzrechts auf systemrelevante Investmentbanken in der Praxis

Das Insolvenzrecht kann eine erfolgreiche Restrukturierung von Handels- und Industrieunternehmen ermöglichen wenn wirtschaftlich effiziente Lösungen vorhanden sind und die Interessen des Schuldners sowie der Gläubiger berücksichtigt werden. Fraglich bleibt jedoch, ob die Anwendung des Insolvenzrechts auf systemrelevante Investmentbanken negative Nebeneffekte nach sich zieht. Dabei sind die Gefährdung der Finanzstabilität (Dominoeffekt), eine Abspernung der Liquiditätsquellen im Ablauf des Verfahrens und ein Wertverlust der Aktiven als mögliche Hindernisse erwähnt worden.⁸⁴⁰

⁸³⁹ Demzufolge haben die Gläubiger sowie die Aktionäre der Bank die Verluste bzw. das Investitionsrisiko nicht ertragen. Frankreich und Belgien haben insb. an einer Kapitalerhöhung i.H.v. 6,4 Mrd. EUR im Jahr 2008 und i.H.v. 5,5 Mrd. EUR im Jahr 2012 teilgenommen. Garantien für die Emission von Schuldverschreibungen wurden im Jahr 2011 zur Verfügung gestellt. Insgesamt hat Frankreich bereits 6,6 Mrd. EUR für die Restrukturierung der Bank eingezahlt. Vgl. Cour des Comptes, *Dexia: un sinistre coûteux, des risques persistants*, Rapport public thématique 2013, abrufbar unter: <http://www.ccomptes.fr/Publications/Publications/Dexia-un-sinistre-couteux-des-risques-persistants>

⁸⁴⁰ Vgl. *Kenadjian*, in: *Too big to fail*, S. 5-6.

A. Wirtschaftliche Probleme

I. Gefahr eines Dominoeffektes

Fraglich ist, ob die Anwendung des nationalen Insolvenzrechts gegenüber systemrelevanten Unternehmen des Finanzsektors ein Dominoeffekt verursachen könnte. Dies wurde beispielweise in der Gesetzesbegründung zum KredReorgG in Deutschland erwähnt: Der Insolvenzantrag von *Lehman Brothers* hätte insb. zu schwerwiegenden Störungen im Finanzsystem geführt.⁸⁴¹ Zwei Punkte müssen hier geprüft werden. Erstens besteht die Gefahr einer Kettenreaktion unter den Vertragsparteien der insolventen Investmentbank. Zweitens können infolge des Insolvenzantrags negative Nebeneffekte auf den Finanzmarkt auftreten. Es handelte sich im Fall *Lehman Brothers* um die Insolvenz einer systemrelevanten Investmentbank. Die Bilanzsumme betrug 639 000 US-Dollar und der Nominalwert der Derivatgeschäfte 35 Billionen US-Dollar. Die Investmentbank hatte ca. 900 000 Derivatgeschäfte abgeschlossen.⁸⁴² Nach dem Insolvenzantrag wurden die Zahlungsverpflichtungen von *Lehman Brothers* aufgrund des Vollstreckungsstopps nicht erfüllt. Keiner von ihren Vertragspartnern geriet jedoch in die Insolvenz. Die *Aozora Bank* meldete die höchste unbesicherte Insolvenzforderung (463 Mio. US-Dollar) und einigte sich mit dem Schuldner über die Höhe des Rückzahlungsanspruches erst im Jahr 2013.⁸⁴³ Ca. 700 000 Derivatgeschäfte wurden infolge der Antragstellung gekündigt. Die Abwicklung der Verträge erfolgte nach dem ISDA-Muster, ohne die finanzielle Lage der Vertragspartner zu gefährden. Gläubiger und Schuldner einigten sich im Ablauf des Verfahrens über die Modalitäten der Bewertung und der Rückzahlung.⁸⁴⁴ Die Verschlechterung der Situation des *Reserve Primary Fund* war insb. nicht mit den Abschreibungen auf die von *Lehman Brothers* emittierten Schuldtitel verbunden, in den der Geldmarktfonds ca. 780 Mio. US-Dollar investiert hatte (1,2% der Bilanzsumme). Vielmehr entzogen Investoren den Geldmarktfonds in

⁸⁴¹ BT-Drs. 17/3024, S. 40.

⁸⁴² *Fleming/Sarkar*, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review 2014, Vol. 20, Nr. 2.

⁸⁴³ *Sandler*, Lehman Settles Dispute With Aozora Bank for \$470 Million, Bloomberg v. 20.2.2013; FACTBOX-Lehman's 30 largest unsecured creditors' claims, Reuters v. 15.9.2008, abrufbar unter: <http://www.reuters.com/article/2008/09/15/lehman-creditors-idINLF73920080915>

⁸⁴⁴ *Summe* in: *Scott/Taylor*, Bankruptcy Not Bailout, S. 85 ff.

ein paar Tagen ca. 40 Mrd. US-Dollar. Diese Panik war mit dem fehlerhaften Geschäftsmodell des *Reserve Primary Fund* verbunden.⁸⁴⁵ Bei der Rettung des systemrelevanten Versicherungsunternehmens *AIG* wies die US-Regierung darauf hin, dass die Lebensfähigkeit der Vertragspartner im Fall der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens nicht bedroht sei.⁸⁴⁶ Als *CIT-Group Inc.* einen Antrag auf Eröffnung eines Chapter 11-Verfahrens stellte, geriet kein von den Vertragspartnern in die Insolvenz, obwohl es sich um das fünfgrößte Insolvenzverfahren in den USA handelte.⁸⁴⁷ Der Behauptung, wonach der Insolvenzantrag eines systemrelevanten Unternehmens des Finanzsektors einen Dominoeffekt in Form einer Kettenreaktion herbeiführe, fehlen daher die wissenschaftlichen Grundlagen.⁸⁴⁸ Fraglich ist dazu, ob ein solcher Antrag negative Nebeneffekte auf die Stabilität des Finanzsystems hat. Professor *Skeel* hat in dieser Hinsicht die wichtigsten Marktindikatoren vor und nach dem Insolvenzantrag von *Lehman Brothers* geprüft und bewiesen, dass keine Überreaktionen auf dem Finanzmarkt stattfanden. Der S&P 500 (Aktienindex) fiel um 4,71 %, der VIX Index (Index der Marktvolatilität) erhöhte sich auf 23,54%, der TED-Spread (Indikator des Kreditrisikos) erhöhte sich auf 0,66 und die Renditen der US-Staatsanleihen (Indikator des Marktvertrauens) fielen von 0,65.⁸⁴⁹ Die Prüfung derselben Indikatoren bei der Rettung von *AIG* zeigt sogar, dass die staatliche Intervention größere Reaktionen als der Insolvenzantrag von *Lehman Brothers* verursacht hat.⁸⁵⁰ Professor *Taylor* hat die Entwicklung des Libor-OIS-Spreads (Kreditrisikoindikator) geprüft und bewiesen, dass das Austrocknen der Geldmärkte erst nach der ersten Ablehnung des TARP am 13.10.2008 stattfand bzw. mit dem Insolvenzantrag von *Lehman Brothers* nicht verbunden war.⁸⁵¹ Somit ist festzuhalten, dass die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens gegenüber einer

⁸⁴⁵ S. ausführlich FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, S. 356, 357, 378.

⁸⁴⁶ Ibid., S. 378: „(...) senior policy makers contend that assistance to *AIG's* counterparties was not a relevant consideration“.

⁸⁴⁷ *Wilchins/Comlay*, *CIT Group files for prepackaged bankruptcy*, Reuters v. 1.11.2009.

⁸⁴⁸ Vgl. *Wallison*, *The Error at the Heart of the Dodd-Frank Act*, AEI Financial Services Outlook, August-September 2011. Dazu ausführlich *Moosa* in: *The Myth of Too Big to Fail*, S. 125 ff.

⁸⁴⁹ *Skeel*, *The New Financial Deal*, S. 23, Tabelle 2.1.

⁸⁵⁰ Ibid.

⁸⁵¹ *Taylor*, *Getting off Track*, S. 27. Der Libor-OIS-Spread bemisst die Differenz zwischen dem LIBOR (*London Interbank Offered Rate*) und dem 3-Monate-OIS (*Overnight Index Swap*), der auf dem Leitzinssatz der Zentralbank der USA (*Federal Funds Rate*) beruht.

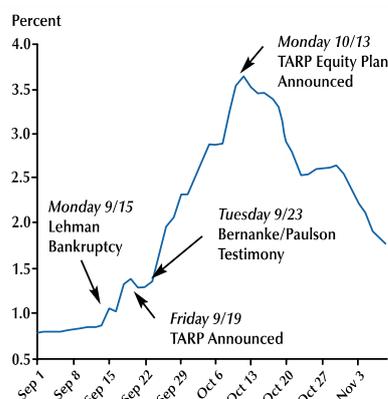
systemrelevanten Investmentbank die Gefährdung der Finanzstabilität in der Finanzkrise von 2007 nicht verursacht hat.

J. Dimon, derzeitiger CEO von *JPMorgan*, hat sich diesbezüglich wie folgt geäußert:

“(...) It was almost the same if on Monday morning the government had saved Lehman (...) You still would have terrible things happen (...) AIG was going to have their problems that had nothing to do with Lehman. You were still going to have the runs on the other banks and you were going to have absolute fear and panic in the global markets. Whether Lehman itself got saved or not (...) the crisis would have unfolded”.⁸⁵²

⁸⁵² FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, S. 342.

Abbildung 6 – Entwicklung des Libor-Spreads im Jahr 2008



Quelle: Taylor, *Getting off Track*, S. 27.

II. Insolvenzrecht als Liquiditätsbeschaffer

Liquiditätskrisen treten bei Investmentbanken schnell ein, sobald das Vertrauen der Vertragspartner verloren geht. Es ist somit wesentlich, dass das Insolvenzrecht die Bereitstellung von Refinanzierungsmitteln im Ablauf des Verfahrens ermöglicht. Folgende Instrumente kommen dabei zur Anwendung. Erstens kann der Vollstreckungsstopp eine Verschlechterung der Liquiditätslage vermeiden. Zweitens unterstützt ein effizientes Kreditprivileg den Abschluss von Refinanzierungsverträgen. Drittens fließen der Insolvenzmasse infolge der Anfechtung von bestimmten Rechtshandlungen neue Finanzmittel zu. Die Praxis zeigt in dieser Hinsicht, dass diese Vorschriften die Finanzierung der Unternehmen des Finanzsektors erfolgreich ermöglichen können.⁸⁵³ Im Vorfeld der Insolvenz von *Lehman Brothers* hat sich beispielweise *Barclays* geweigert, Tochtergesellschaften des Konzerns zu übernehmen. Eine Garantie von *Barclays* für die von *Lehman Brothers* eingegangenen Refinanzierungsgeschäfte wäre zum Abschluss der Transaktion erforderlich gewesen. Die Verhandlungen sind daran gescheitert, dass *Barclays* die Bereitstellung von Liquiditätslinien durch die Zentralbank und die Ausgliederung der toxischen Aktiven verlangte.⁸⁵⁴ Nach der Eröffnung des Insolvenzverfahrens hat jedoch *Barclays* anhand eines revol-

⁸⁵³ S. ausführlich *Ayotte/Skeel*, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics, Research Paper Nr. 13-8, S. 45 ff.

⁸⁵⁴ *Valukas*, Examiner Report, S. 703 ff.

vierenden Kredits i.H.v. 450 Mio. US-Dollar Finanzmittel zur Verfügung gestellt. *Barclays* erlangte nämlich für den Rückzahlungsanspruch aufgrund eines Kreditprivilegs den höchsten Rang in der Gläubigerbefriedigung.⁸⁵⁵ Die Rolle des Insolvenzrechts als Liquiditätsbeschaffers ist somit zu bejahen.

III. Ordentliche Liquidation

Die Vermögensgegenstände einer Investmentbank können im Rahmen einer Liquidation in zwei Kategorien unterteilt werden. Erstens sind Vermögenswerte vorhanden, die sofort veräußert werden müssen, um deren Wertverlust zu vermeiden. Es handelt sich insb. um Forderungen aus Dienstleistungsverträgen, die mit Kunden abgeschlossen worden sind, und um Geschäftsbranchen, die nur als Einheit wertvoll sind (z.B. das Asset & Wealth Management). Zweitens können bestimmte Vermögenswerte nur innerhalb eines gewissen Zeitraums veräußert werden. Dies gilt insb. für leistungsgestörte und/oder langfristige Forderungen. In Krisenzeiten sind dazu sofortige Veräußerungen meistens nur zu sehr niedrigen Preisen möglich. Fraglich ist, ob Wertabschreibungen und Notverkäufe im Ablauf eines Insolvenzverfahrens vermieden werden können. Der Fall *Lehman Brothers* zeigt in dieser Hinsicht, dass die Antwort positiv ist. Die Tochtergesellschaft LBI war z.B. für das Brokerage-Geschäft in den USA zuständig. Der Gesamtwert der Kundenkonten bildete 138 Mrd. US-Dollar. Das Insolvenzgericht von *New-York* hat einen Verkauf der Geschäftsbranche an *Barclays* in fünf Tagen ermöglicht. Dadurch wurden schwerwiegende Verluste für die Vertragspartner von *Lehman Brothers* vermieden.⁸⁵⁶ Im Ablauf des Insolvenzverfahrens wurden langfristige Vermögenswerte Stück für Stück liquidiert, wie beispielsweise das *Merchant Banking* im Jahr 2009 oder *1107 Broadway* aus dem Immobilien-Portfolio im Jahr 2011. Wertgeminderte Vermögenswerte wie *Suncal* (Immobilien-Portfolio) und die Beteiligung am *Wilton Re Holdings* (Rückversicherer) wurden ebenso im Jahr 2011 veräußert. Die Anteile an der Immobilien-

⁸⁵⁵ *Lehman Brothers Bankruptcy News* v. 20.9.2008, abrufbar unter: <http://bankrupt.com/lehman5.txt>

⁸⁵⁶ *Hallman*, A Moment's Notice, *The American Lawyer*, December 2008.

tochter *Arschtone*, die zum Zeitpunkt der Verfahrenseröffnung mit null bewertet waren, wurden im Jahr 2014 zum Preis von 6,5 Mrd. US-Dollar versilbert.⁸⁵⁷ Es wurden somit, im Vergleich zu dem projizierten Wert der Aktivseite im Jahr 2008, höhere Befriedigungsquoten für die Gläubiger erreicht.⁸⁵⁸ Die ordentliche Abwicklung von Vermögenswerten einer Investmentbank ist somit im Rahmen eines Insolvenzverfahrens möglich.

IV. Ergebnis

Als Ergebnis ist damit festzuhalten, dass die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens über das Vermögen einer systemrelevanten Investmentbank wie *Lehman Brothers* keine Kettenreaktion unter ihren Vertragspartnern und keine schwerwiegenden Effekte auf die Finanzmärkte verursacht hat. Die Refinanzierung der Investmentbank sowie die ordentliche Abwicklung der Vermögenswerte lassen sich im Ablauf des Insolvenzverfahrens erfolgreich durchsetzen.

B. Insolvenzrechtliche Privilegierung von Repogeschäften

Problematisch ist, dass die Insolvenzregelungen nicht gegenüber allen Gläubigern Anwendung finden. Die Forderungen aus Repogeschäften werden nämlich privilegiert. Mit anderen Worten dürfen die Gläubiger die von dem Schuldner eingeräumten Finanzsicherheiten – trotz des Vollstreckungsstopps – verwerten. Im Folgenden soll somit untersucht werden, ob die Privilegierung der Repogeschäfte in der Insolvenz die Finanzstabilität gefährden kann.⁸⁵⁹

⁸⁵⁷ LBHI, Lehman Brothers Merchant Banking Unit Spins Out Into Independent Firm, Pressemitteilung v. 10.4.2009; Lehman Brothers Completes Sale of 1107 Broadway, Pressemitteilung v. 27.9.2011; Wilton Re Buy Backs Shares Held by Lehman Brothers Holdings for \$390 Million, Pressemitteilung v. 28.2.2012; Lehman Brothers Completes Sale of Shareholdings in Equity Residential and Avalon Bay, Pressemitteilung v. 18.2.2014. Abrufbar unter: dm.epiq11.com/LBH/Document/#maxPerPage=150&page=1

⁸⁵⁸ Den Gläubigern wurden 32,7 Mrd. US-Dollar im Jahr 2012 und 29,8 Mrd US-Dollar im Jahr 2013 zurückerstattet. Vgl. LBHI Initial Distribution Percentages, Pressemitteilung v. 11.4.2012; Second Distribution Percentages, Pressemitteilung v. 25.9.2012; Third Distribution Percentages, Pressemitteilung v. 27.3.2013; Fourth Distribution Percentages, Pressemitteilung v. 26.9.2013. Abrufbar unter: dm.epiq11.com/LBH/Document/#maxPerPage=150&page=1

⁸⁵⁹ Vgl. *Guerrera/Bullock/Macintosh*, Wall Street made rod for own back, Financial Times v. 30.10.2008.

I. Problemaufriss

1. Rechtslage in Europa

a. Einfluss der Finanzsicherheitenrichtlinie 2002/47/EG

Die Finanzsicherheitenrichtlinie enthält Ausnahmeregelungen, die auf bestimmte Realsicherheiten Anwendung finden.⁸⁶⁰ Der Begriff Finanzsicherheit umfasst solche Realsicherheiten, die sich auf einen Geldbetrag oder Finanzinstrumente beziehen und in Form der Vollrechtübertragung oder in Form eines beschränkten dinglichen Sicherungsrechts bestellt werden (Art. 2 Abs. 1 a) RiLi). Die Richtlinie umfasst solche Verbindlichkeiten, die durch Finanzsicherheiten besichert sind und ein Recht auf Barzahlung und/oder Lieferung von Finanzinstrumenten begründen (Art. 2 Abs. 1 f) RiLi). Repogeschäfte sind von dem Anwendungsbereich der Norm umfasst (Art. 2 Abs. 1 b) S. 2 RiLi). Beide Vertragsparteien müssen juristische Personen sein, und eine von den Vertragsparteien muss dem Finanzsektor gehören (Art. 1 Abs. 2 RiLi). Wenn diese Voraussetzungen vorliegen, gelten folgende Ausnahmeregelungen. Erstens ist die Aufrechnung gegenseitiger Forderungen infolge der Beendigung des Schuldverhältnisses auch im Fall der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens gegen den Sicherungsgeber oder den Sicherungsnehmer zulässig (Art 7 Abs. 1 RiLi). Zweitens ist die Verwertung der Finanzsicherheit ohne formale Voraussetzungen durch Verkauf oder Aneignung auch nach der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens gegen den Sicherungsgeber zulässig (Art. 4 RiLi). Drittens sind bestimmte Rechtshandlungen unanfechtbar, auch wenn sie während des Anfechtungszeitraums vorgenommen worden sind. Es handelt sich um die nachträgliche Bestellung einer Finanzsicherheit für eine bereits eingegangene unbesicherte Verbindlichkeit (Art. 8 Abs. 1 RiLi) sowie um die Bestellung einer Finanzsicherheit, einer zusätzlichen Finanzsicherheit oder einer Finanzsicherheit als Ersatz oder im Austausch im Rahmen einer entsprechenden, bereits bestehenden Sicherungsvereinbarung (Art. 8 Abs. 3 RiLi).

⁸⁶⁰ Richtlinie 2002/47/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 6.6.2002 über Finanzsicherheiten (Abl. Nr. L 168 S. 43) zuletzt geändert durch Art. 118 ÄndRL 2014/59/EU v. 15.5.2014 (Abl. Nr. L 173 S. 190).

b. Deutschland

Finanzsicherheiten umfassen, gem. § 1 Abs. 17 KWG, Barguthaben, Geldbeträge, Wertpapiere, Geldmarktinstrumente sowie Kreditforderungen zur Absicherung einer Verbindlichkeit. Falls eine der Vertragsparteien dem Finanzsektor nicht angehört, kann die Verbindlichkeit sich nur auf Finanzinstrumente beziehen. Repogeschäfte fallen in den Anwendungsbereich der Norm. Die Privilegierung betrifft die Möglichkeit einer Anfechtung und einer Vollstreckung im Rahmen eines Insolvenzverfahrens.

aa. Anfechtung

Gem. § 130 Abs. 1 InsO sind anfechtbar Rechtshandlungen, die einem Insolvenzgläubiger eine Sicherung innerhalb eines Zeitraums von drei Monaten vor der Eröffnung des Insolvenzverfahrens oder nach dem Eröffnungsantrag gewährleisten. Dies gilt nicht für die Bestellung einer neuen, anderen oder zusätzlichen Finanzsicherheit im Rahmen einer bestehenden Sicherungsvereinbarung, sobald die Sicherheit dem Wert der gesicherten Verbindlichkeit entspricht. Anfechtbar sind auch Rechtshandlungen, die einem Insolvenzgläubiger eine Sicherung gewährt haben, die er nicht oder nicht in der Art oder zu der Zeit beanspruchen konnte (inkongruente Deckung), § 131 Abs. 1 InsO. Dafür müssen bestimmte Voraussetzungen erfüllt werden. Geprüft werden der Zeitpunkt der Rechtshandlung, die Zahlungsunfähigkeit des Schuldners und die Kenntnis des Gläubigers. Dabei hat der Gesetzgeber die Rechtsstellung der Finanzsicherheiten nicht ausdrücklich geregelt. Es wurde jedoch darauf hingewiesen, dass § 131 InsO im Lichte des § 130 InsO auszulegen ist.⁸⁶¹ Mit anderen Worten: Die bereits eingetretene Zahlungsunfähigkeit des Schuldners oder die Kenntnis des Gläubigers dürfte der Bestellung einer Finanzsicherheit nicht entgegenwirken.⁸⁶²

bb. Vollstreckung

Die Aufrechnung gegenseitiger Forderungen ermöglicht eine Selbstvollstreckung durch den Aufrechnenden. Sie unterliegt deshalb strengen Voraussetzun-

⁸⁶¹ BT-Drs. 15/1853, S. 16. Ebenso *Obermüller*, ZinsO, 2004 187 (189).

⁸⁶² *Kayser* in: MünchKomm zur InsO, § 130 Rn. 5 f.

gen – insb. in Bezug auf die Fälligkeit und der Art der anzurechnenden Forderungen, §§ 94 ff. InsO. In dieser Hinsicht gelten gem. § 104 InsO spezielle Regelungen, die gegenüber Finanzsicherheiten Anwendung finden. Infolge der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens wird die Sicherungsvereinbarung automatisch beendet und eine Forderung wegen Nichterfüllung geltend gemacht. Rahmenverträge werden als einheitliches Geschäft berücksichtigt.⁸⁶³ § 104 InsO schafft eine Aufrechnungslage. Dazu ist erforderlich, dass die Vertragsparteien die Möglichkeit einer Aufrechnung ausdrücklich vereinbart haben.⁸⁶⁴ Die Bewertung der Forderungen der Vertragsparteien richtet sich nach dem hypothetischen Marktpreis. In der Praxis sind aber die Beendigungsklauseln so formuliert, dass die Forderungen bereits vor der Eröffnung des Verfahrens fällig werden. Damit wird die Anwendung des § 104 InsO ausgeschlossen, d.h. eine Bewertung nach den vertraglichen Maßstäben möglich.⁸⁶⁵

Die Verwertung von Realsicherheiten darf nach der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens nur von dem Insolvenzverwalter vorgenommen werden, § 166 InsO. Dies gilt nicht für Finanzsicherheiten. Vielmehr sind die vertraglichen Vereinbarungen in Bezug auf die Art und den Zeitpunkt der Verwertung einzuhalten, § 166 Abs. 3 Nr. 3 InsO.⁸⁶⁶ Beendigung des Schuldverhältnisses sowie Verwertung der Finanzsicherheiten sind in dem deutschen Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäfte wie folgt geregelt:

Art. 6 – Sicherheiten

*(...) Unterschreitet an einem Bankarbeitstag die Summe der empfangenen und geschuldeten Leistungen der einen Partei („Sicherungsnehmer“) die Summe der empfangenen und geschuldeten Leistungen der anderen Partei („Unterdeckung“), werden auf die andere Partei („Sicherungsgeber“) Sicherheiten **mit einem Anrechnungswert, der den Betrag der Unterdeckung zumindest erreicht, auf Anforderung übertragen** (...)*

Art. 11 – Beendigung

*(1) Sofern Einzelabschlüsse getätigt und noch nicht vollständig abgewickelt sind, ist der Vertrag nur aus wichtigem Grund kündbar. Ein solcher liegt insbesondere dann vor, wenn die zur Zahlung oder zur Übertragung von Sicherheiten verpflichtete Partei die von ihr geschuldete Leistung weder bei Fälligkeit noch innerhalb einer von der anderen Partei gesetzten angemessenen Nachfrist erbringt. (...) (2) **Der Vertrag endet ohne Kündigung im Insolvenzfall.** Dieser ist gegeben, wenn das Konkurs- oder ein sonstiges Insolvenzverfahren über das Vermögen einer Partei **beantragt wird** und diese Partei entweder den Antrag selbst gestellt hat **oder zahlungsunfähig oder sonst in einer Lage ist, die die Eröffnung***

⁸⁶³ Jahn/Fried in: MünchKomm zur InsO, § 104, Rn. 83 ff.

⁸⁶⁴ Ehricke, ZIP 2003, 273 (277).

⁸⁶⁵ Jahn/Fried in: MünchKomm zur InsO, § 104, Rn. 182d.

⁸⁶⁶ Hierzu Ehricke, ZIP 2003, 1065; Tetzlaff in: MünchKomm zur InsO, § 166, Rn. 88.

eines solchen Verfahrens rechtfertigt. (3) Im Falle der Beendigung durch Kündigung oder Insolvenz („Beendigung“) ist keine Partei mehr zu Zahlungen, Lieferungen oder sonstigen Leistungen verpflichtet, die gleichmäßig oder später fällig geworden wären; an die Stelle dieser Verpflichtungen tritt eine einheitliche Forderung („Ausgleichsforderung“) nach Nr. 13.

Art. 13 – Ausgleichsforderung

(1) Im Fall der Beendigung des Vertrages ermittelt die ersatzberechtigte Partei unverzüglich für sämtliche übertragenen und vom Sicherungsnehmer noch nicht zurückgewährten Sicherheiten die Anrechnungswerte (...) (2) Der nach (...) ermittelte Schadensersatz wird von der ersatzberechtigten Partei zusammen mit den Anrechnungswerten nach Absatz 1, den rückständigen Beträgen und sonstigen Leistungen zu einer einheitlichen Ausgleichsforderung in Euro zusammengefasst (...) (3) Eine Ausgleichsforderung gegen die ersatzberechtigte Partei wird nur fällig, soweit diese keine Ansprüche aus irgendeinem rechtlichen Grund gegen die andere Partei („Gegenansprüche“) hat (...) Die ersatzberechtigte Partei kann die Ausgleichsforderung der anderen Partei gegen die nach Satz 3 errechneten Gegenansprüche aufrechnen. Soweit sie dies unterlässt wird die Ausgleichsforderung fällig, sobald und soweit ihr keine Gegenansprüche mehr gegenüberstehen.

c. Frankreich

Im Gegensatz zum deutschen Recht wurden die Vorschriften der Finanzsicherheitenrichtlinie in Frankreich weit ausgelegt. Die umfassenden Verbindlichkeiten beziehen sich auf eine Barzahlung oder eine Übertragung von Finanzinstrumenten, Art. 211-36 Abs. 1 CMF. Wenn nur eine der Vertragsparteien dem Finanzsektor gehört, ist lediglich die Übertragung von Finanzinstrumenten möglich. Die Finanzsicherheit kann aus einem Geldbetrag, aus Finanzinstrumenten oder aus Forderungen bestehen, Art. L211-38 Abs. 1 CMF. Die Bestellung der Sicherheit erfolgt durch Eigentumsübertragung oder Einräumung eines Sicherungsrechts. Die Beendigung der Sicherungsvereinbarung und die Modalitäten der Verwertung der Finanzsicherheit richten sich ausschließlich nach dem Vertrag, Art. L211-38 Abs. 2 CMF. Die Bewertung erfolgt dabei nach den vereinbarten Maßstäben, Art. L211-38 Abs. 2 Nr. 3 CMF. Die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens gegen den Sicherungsgeber oder den -nehmer steht der Wirksamkeit der Finanzsicherheit nicht entgegen, Art. L211-38 Abs. 1 CMF. Dabei ist eine Aufrechnung gegenseitiger Forderungen bei einzelnen sowie bei Rahmenverträgen ohne Beschränkungen zulässig, Art. L211-36-1 CMF.

2. Rechtslage in den USA

Im US-amerikanischen Insolvenzrecht finden ebenso spezielle Vorschriften auf die Unternehmen des Finanzsektors Anwendung, 11 U.S.C. § 546(e) ff. Repogeschäfte sind auch betroffen, 11 U.S.C. § 546(f). Sie dürfen sich auf viele Arten von Wertpapieren beziehen, insb. auf hypothekarisch gesicherte Schuldver-

schreibungen.⁸⁶⁷ Nach der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens gegen den Sicherungsgeber gilt der Vollstreckungsstopp gegenüber Repogeschäften nicht: Die Verwertung der Finanzsicherheit erfolgt zu den vertraglich vereinbarten Modalitäten, 11 U.S.C., § 362(b)(7). Die Aufrechnung bei einzelnen sowie bei Rahmenverträgen ist ohne Beschränkungen zulässig. Die Anfechtung aufgrund kongruenter und inkongruenter Deckung gem. 11 U.S.C. §§ 547, 548 ist untersagt, 11 U.S.C. § 546(f). Die Ausnahme gilt nicht, falls die Rechtshandlung mit der Absicht, die anderen Insolvenzgläubiger zu benachteiligen, vorgenommen worden ist.⁸⁶⁸ Dabei sind nicht nur Deckungen aus Marginsicherheiten umfasst, wie im deutschen Recht, sondern alle Handlungen, die in Verbindung mit dem Repogeschäft stattgefunden haben.⁸⁶⁹ Der Rechtsprechung nach ist nämlich die von dem Gesetzgeber angewendete Formulierung “*in connection with*” weit zu interpretieren.⁸⁷⁰ Insb. nicht anfechtbar ist eine Rückzahlung des Schuldners vor der vereinbarten Frist.⁸⁷¹ Die Vornahme von Zwangsvollstreckungsmaßnahmen ist ebenso zulässig.⁸⁷² Im Gegensatz zu der Finanzsicherheitenrichtlinie sind im US-amerikanischen Recht alle verbrieftete Refinanzierungsinstrumente im Insolvenzfall privilegiert, sobald eine der Vertragsparteien dem Finanzsektor gehört, 11 U.S.C. § 546(e) i.V.m. § 741(7). Betroffen sind insb. CPs und Anleihen.

II. Wirtschaftliche Konsequenzen der Privilegierung

Die Privilegierung der Repogeschäften im Insolvenzrecht zieht wirtschaftliche Konsequenzen mit sich. *Ex ante* wird das Geschäftsmodell der Investmentbanken beeinflusst. Im Vorfeld der Insolvenz wird die Liquiditätskrise beschleunigt und die Finanzstabilität gefährdet.

⁸⁶⁷ Vgl. 11 U.S.C. § 101(47)(A)(i), wonach Repogeschäfte sich auf “(...) *certificates of deposits, mortgage related securities, mortgage loans, interests in mortgage related securities or mortgage loans, eligible bankers’ acceptances, qualified foreign government securities* (...)” beziehen dürfen.

⁸⁶⁸ Vgl. 11 U.S.C. § 546(f). § 548(a)(1)(A) bleibt nämlich anwendbar.

⁸⁶⁹ Vgl. 11 U.S.C. § 362(b)(7): “(...) *other transfer obligation arising under or in connection with one or more such agreements* (...)” und 11 U.S.C. § 546(f): “(...) *transfer made* (...) *in connection with a repurchase agreement* (...)”.

⁸⁷⁰ In *Re Interbulk, Ltd.*, 240 B.R. 195 (Bankr. S.D.N.Y. 1999): „*A natural reading of “in connection with” suggests a broader meaning similar to “related to”*“.

⁸⁷¹ Vgl. In *re Case De Cambio Majapara SA De CV*, 390 B.R. 595 (Bankr. N.D. Ill. 2008), wobei die Vornahme einer Vorpfändung im Rahmen einer Swap-Vereinbarung vor der Eröffnung des Insolvenzverfahrens und vor dem Eintritt der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners als zulässig galt.

⁸⁷² Vgl. In *re: Enron Creditors Recovery Corp. v. Alfa, S.A.B. de C.V.*, 651 F.3d 329 (2d Cir. 2011), wobei die vorzeitige Rückzahlung der von dem Schuldner emittierten CPs gegenüber Finanzinstituten als zulässig galt, obwohl der Betrag der Rückzahlungsbetrag höher als der Marktwert der CPs war.

1. Ex-ante Konsequenzen

Das Refinanzierungsmodell von Investmentbanken besteht aus einem überwiegenden Anteil an kurzfristigen Refinanzierungsmitteln.⁸⁷³ Einige Jahre vor der Finanzkrise haben die Investmentbanken den Anteil an unbesicherten und langfristigen Schuldverschreibungen reduziert. Diese wurden durch Repogeschäfte ersetzt. Bei *Bear Stearns* wurden z.B. den Anteil an unbesicherten Schuldverschreibungen von 25,8 Mrd. US-Dollar auf 11,6 Mrd. US-Dollar und den Anteil an CPs von 20,7 Mrd. US-Dollar auf 3,9 Mrd. US-Dollar herabgesetzt. Im ersten Quartal 2008 liefte 25,4% der Fremdkapitalrefinanzierung über Repogeschäfte.⁸⁷⁴ Bei *Lehman Brothers* erfolgte im gleichen Maßen 25,9% der Fremdkapitalrefinanzierung über Repogeschäfte.⁸⁷⁵ Eine solche Refinanzierung bietet nämlich viele Vorteile: Billige Zinssätze für den Schuldner, aufgrund der Privilegierung des Gläubigers; Möglichkeit der Erhöhung der Bilanzsumme bzw. der Hebelwirkung und somit der Gewinnmöglichkeiten; keine tiefgehende Kontrolle des Gläubigers über die Bonität des Schuldners wegen der eingeräumten Finanzsicherheiten und des unbegrenzten Verwertungsrechts im Insolvenzfall.⁸⁷⁶ Im Juni 2007 erreichte der Repomarkt ca. 6,8 Mio. EUR in Europa⁸⁷⁷ und im April 2008 ca. 2,8 Billionen US-Dollar in den USA.⁸⁷⁸ Neben der Größe der Repomärkte und der Abhängigkeit der Investmentbanken an dieser Refinanzierungsquelle erwies sich dazu, dass illiquide Aktiven als Finanzsicherheiten angewendet wurden. *Bear Stearns* und *Lehman Brothers* benutzten beispielweise einen überwiegenden Anteil an schwer zu bewertenden Vermögensgegenständen als Finanzsicherheiten bei Repogeschäften.⁸⁷⁹ Aus diesem Grund gerieten beide Investmentbanken in eine schwerwiegende Liquiditätskrise im Jahr 2008, als die Vertragspartner sich weigerten, illiquide Aktiven als Finanzsicherheiten zu akzeptieren.⁸⁸⁰

⁸⁷³ S.o. § 1 A. II.

⁸⁷⁴ *Kensil/Margraf*, Journal of Applied Finance 2012, Vol. 22, S. 61 (66).

⁸⁷⁵ Ibid.

⁸⁷⁶ S. *Acharya/Öncü*, International Journal of Central Banking, 2013, Vol. 9, S. 291 (307).

⁸⁷⁷ ICMA, European Repo Market Survey 2008, Nr. 15, S. 5.

⁸⁷⁸ *Copeland/Martin/Walker*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report 2010, Nr. 477.

⁸⁷⁹ *Kensil/Margraf*, Journal of Applied Finance 2012, Nr. 2, 61 (67).

⁸⁸⁰ Ibid.

2. Ex-post-Konsequenzen

a. Beschleunigung der Liquiditätskrise

Die Refinanzierung über Repogeschäfte ist effizient wenn der Wert der zugrunde liegenden Finanzsicherheiten konstant bleibt. Im Jahre 2007-2008 mussten Wertabschreibungen auf hypothekarisch besicherte Wertpapiere vorgenommen werden, aufgrund der steigenden Zahlungsverzugsquoten der Darlehensnehmer. Da solche Wertpapiere im großen Umfang als Finanzsicherheiten angewendet wurden, entstanden erhebliche Refinanzierungsprobleme am Repomarkt.⁸⁸¹ Die Sicherungsnehmer mussten nämlich bei laufenden Refinanzierungsgeschäften mehr Wertpapiere zur Verfügung stellen, um den vertraglichen Marginanforderungen nachkommen zu können. In diesem Fall reduziert sich die Kreditaufnahmekapazität des Sicherungsgebers. Einige Investmentbanken, die mit wenig Eigenkapital und einem hohen Anteil am Fremdkapital betrieben waren, sahen sich gezwungen, Verkäufe von Aktiven vorzunehmen, um ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Da die Marktteilnehmer ihre Aktiven gleichzeitig verkaufen wollten, sanken die Marktpreise. Daher müssten Verluste bei Notverkäufen gebucht werden. Dies reduzierte wiederum die Eigenkapitalbasis. Zu diesem Zeitpunkt gerieten manche Sicherungsgeber in einen Teufelskreis: Einerseits war die Refinanzierung der Aktivseite nur unter erschwerten Voraussetzungen möglich und andererseits erwies sich die Herabsetzung der Aktivseite zu normalen Marktkonditionen als unmöglich. Infolgedessen versuchten die Sicherungsnehmer, die Repogeschäfte vorzeitig zu beenden und die Finanzsicherheiten zu verkaufen. Wenn die Gläubiger eines Sicherungsgebers gleichzeitig Refinanzierungsquellen absperren und gleichartige Wertpapiere veräußern, ergeben sich daraus zwei Konsequenzen. Erstens beschleunigt sich die Liquiditätskrise des Schuldners.⁸⁸² Drei große Hedge-Fonds, *Peloton Partners*, *Thornberg* und *Carlyle Capital*, gerieten z.B. gleichzeitig im ersten Quartal 2008 in Liquiditätsengpässe und mussten aufgelöst werden. Ein überwiegender Anteil ihrer Refinanzierungsmodelle beruhte nämlich auf Repogeschäften.⁸⁸³ Am

⁸⁸¹ *Begalle u.a.*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 2013, Nr. 616, S. 11.

⁸⁸² Hierzu *Plank u.a.* in: Kenadjian, Too big to fail, S. 193.

⁸⁸³ *Begalle u.a.*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 2013, Nr. 616, S. 6 f.

10.03.2008 betrug das Liquiditätspool von *Bear Stearns* 18,1 Mrd. US-Dollar. Fünf Tage danach fiel es so drastisch, dass die Investmentbank drohend zahlungsunfähig war. Ihr Refinanzierungsmodell war nämlich stark abhängig von kurzfristigen Refinanzierungsquellen auf besicherter Basis.⁸⁸⁴ Dabei versuchte *Bear Stearns*, sich vertraglich über einen Vollstreckungsstopp mit ihren Gläubigern zu einigen. Mangels zwangsweise Kollektivierung des Handels blieb dies erfolglos.⁸⁸⁵ Zweitens sinken die Marktpreise, sodass die Gläubiger sich mit den Verkaufserlösen nicht vollständig befriedigen können. *Merrill Lynch* versuchte beispielweise im Jahr 2007, hypothekarisch gesicherte Wertpapiere im Vorfeld der Insolvenz der drei Hedge-Fonds von *Bear Stearns* zu verkaufen. Es wurden nur 100 Mio. US-Dollar als Verkaufserlöse erzielt. Der Gesamtwert der Finanzsicherheiten betrug jedoch 850 Mio. US-Dollar.⁸⁸⁶

b. Gefährdung der Finanzstabilität

Abschreibungen auf die Finanzsicherheiten auf dem Repomarkt haben systemische Konsequenzen. Refinanzierungsnehmer sind von einer baldigen Absperzung ihrer Refinanzierungsquellen bedroht. Refinanzierungsgeber müssen Verluste bei der Veräußerung der Finanzsicherheiten buchen. Mit anderen Worten: Auch Marktteilnehmer mit hoher Bonität können in Liquiditätsengpässe geraten. Im Jahr 2008 fiel der Gesamtwert der am Repomarkt gehandelten Wertpapiere in Europa von 107 Mrd. auf 76 Mrd. EUR und in den USA von 2,8 Billionen auf 1,5 Billionen US-Dollar.⁸⁸⁷ Die Herabsetzung der Fremdkapitalrefinanzierungsmöglichkeiten führte zu einem erheblichen Verkaufsdruck. Notverkäufe fanden auf allen Aktivposten der Marktteilnehmer statt. Die damit verbundenen Verluste verursachten weitere Absperrungen der Refinanzierungsquellen, eine Auszehrung des Eigenkapitals und manchmal die Überschuldung sowie die Zahlungsunfähigkeit der Marktteilnehmer. Das Repomarkt war wegen seiner Größe und seines Gewichts in den Refinanzierungsmodellen der Investmentbanken deshalb als systemrelevant zu qualifizieren. Die Nichtanwen-

⁸⁸⁴ Vgl. SEC, Answers to Frequently Asked Investor Questions Regarding the Bear Stearns Companies v. 18.3.2008, abrufbar unter: <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-46.htm>

⁸⁸⁵ *Cohan*, House of Cards, S. 422.

⁸⁸⁶ *Acharya/Öncü*, International Journal of Central Banking, 2013, Vol. 9, S. 291 (318 f.).

⁸⁸⁷ ICMA, European Repo Market Survey 2008, Nr. 16, S. 5; *Copeland/Martin/Walker*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report 2010, Nr. 477, S. 17.

dung des Vollstreckungsstopps gegenüber den Sicherungsgebern führt dabei zu einer Gefährdung der Finanzstabilität, da unkoordinierte und gleichzeitige Verkäufe von Finanzsicherheiten erhebliche Preissenkungen am Repomarkt herbeiführen: „(...) *the lack of a process, or mechanism, to ensure an orderly disposal of the assets collateralizing repos across all creditors (...) lead to **rapid sales, price dislocations and a deleveraging spiral***“.⁸⁸⁸

III. Ergebnis

In Frankreich, in Deutschland und in den USA fallen die Repogeschäfte nur teilweise in den Anwendungsbereich des Insolvenzrechts. Aufgrund dieser Privilegierung finden insb. die Vorschriften über die Anfechtung von Rechtshandlungen und die Vollstreckungsmaßnahmen keine Anwendung. Dies zieht wirtschaftliche Konsequenzen nach sich. Auf der einen Seite werden die Refinanzierungsmodelle der Unternehmen des Finanzsektors prozyklisch, da sie überwiegend auf kurzfristige und besicherte Refinanzierungsquellen beruhen. Auf der anderen Seite wird die Steuerung einer Liquiditätskrise mangels Koordination unter den Gläubigern schwer durchsetzbar. Darüber hinaus ist eine Gefährdung der Finanzstabilität zu befürchten.

§ 19 – Bewertung und Schlussfolgerungen

Es bleibt fraglich, wie das Insolvenzrecht ausgestaltet werden sollte, um die erfolgreiche Restrukturierung oder Abwicklung einer systemrelevanten Investmentbank zu ermöglichen. Im Folgenden soll untersucht werden, wie die Insolvenzregelungen zu verfassen sind, um eine rechtzeitige Eröffnung des Verfahrens, die Werterhaltung der Insolvenzmasse sowie die Fortführung des Unternehmens zu ermöglichen.

⁸⁸⁸ *Begalle u.a.*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 2013, Nr. 616, S. 2; *Skeell/Jackson*, Columbia Law Review 2012, Vol. 112, S. 152.

A. Verfahrenseröffnung

I. Insolvenzantrag

Vor der tatsächlichen Eröffnung eines Insolvenzverfahrens sollte der Insolvenzantrag nicht veröffentlicht werden, um eine Verschlechterung der finanziellen Lage des Instituts zu vermeiden.

1. Geschäftsführung

Das Antragsrecht müsste der Geschäftsführung des Instituts zustehen. Sie verfügt nämlich über alle Informationen, die notwendig sind, um die Bonität sowie die Liquidität des Unternehmens zu beurteilen. Die staatlichen Abwicklungsbehörden sind hingegen von externen Informationsquellen abhängig (Bankbilanz, Berichte usw.) und werden somit in der Regel später eingreifen. In der Finanzkrise stellte sich jedoch heraus, dass die Geschäftsführer keinen Insolvenzantrag gestellt haben, auch wenn dies zulässig war (z.B. im Fall *Bear Stearns* oder im Fall *Lehman Brothers*). Dies kann anhand zweier Tatsachen erklärt werden, die von dem Informationszustand der Geschäftsführung unabhängig sind. Erstens haben die Geschäftsführer erwartet, dass die Staaten eingreifen werden. *R. Fuld*, damaliger CEO von *Lehman Brothers*, war z.B. bis zum Eintritt der tatsächlichen Zahlungsunfähigkeit der Investmentbank davon überzeugt, dass ein Zugang zu den Liquiditätslinien der FRBNY oder zu staatlichen Mitteln eingeräumt würde.⁸⁸⁹ Zweitens sind keine Vorteile mit der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens verbunden. In der Abwesenheit eines Vollstreckungsstopps gegenüber den sämtlichen Gläubigern erweist sich nämlich die Restrukturierung des Instituts als unmöglich: Stellt der Schuldner einen Insolvenzantrag, werden Derivat- und Repogeschäfte beendet und saldiert, d.h., der Unternehmenswert sinkt und die Refinanzierung wird desto schwerer. Stellt der Schuldner keinen Insolvenzantrag, müssen Notverkäufe auf der Aktivseite vorgenommen werden, falls die Gläubiger aus den Repogeschäften sich weigern, in der Zukunft das Unternehmen weiter zu finanzieren. Mit anderen Worten: Der Schuldner hat die

⁸⁸⁹ *Valukas*, Examiner Report, S. 710 ff.

Wahl zwischen zwei Übeln, da er gegenüber den privilegierten Gläubigern machtlos gestellt wird.⁸⁹⁰

2. Gläubiger

In den aktuellen Rechtssystemen haben ebenso die Gläubiger keine wirtschaftlichen Anreize zur Antragstellung. Privilegierte Gläubiger können sich durch den Verkauf der Finanzsicherheiten befriedigen. Nicht privilegierte Gläubiger werden mit dem Wertverlust ihrer Forderungen konfrontiert. Anders wäre die Lage, wenn alle Gläubiger im Insolvenzverfahren gleich behandelt würden.⁸⁹¹ Da die Gläubiger die finanzielle Lage des Schuldners besser analysieren können als externe Akteure, müsste ihnen ebenso ein Antragsrecht eingeräumt werden.⁸⁹² Unvernünftige Antragstellungen sollen aber vermieden werden, da sie eine Verschlechterung der Liquiditätsslage des Schuldners herbeiführen können. Deshalb sollte die Forderung des beantragenden Gläubigers ein Mindestanteil des Eigen- und/oder des Fremdkapitals des Instituts darstellen.⁸⁹³

3. Bankaufsichtsbehörde

Bankaufsichtsbehörden müsste ebenso ein Antragsrecht eingeräumt werden. Es gehört nämlich zu ihrer Überwachungsrolle, die möglichst frühzeitige Bewältigung der Insolvenz systemrelevanter Institute zu ermöglichen.⁸⁹⁴ Diese Möglichkeit müsste aus denselben Gründen den Abwicklungsbehörden ebenso zustehen.

II. Insolvenzgrund

1. Unterkapitalisierung

Die Unterkapitalisierung als Insolvenzgrund würde sich in zwei Arten deklinieren: Erstens kommt eine Unterkapitalisierung aufgrund der Nichteinhaltung der aufsichtsrechtlichen Eigenmittelanforderungen in Betracht. Zweitens ist eine einzelfallbezogene Unterkapitalisierung denkbar, die sich nach dem Umfang

⁸⁹⁰ Dazu ausführlich *Skeel*, *The New Financial Deal*, S. 160.

⁸⁹¹ *Duffie/Skeel* in: *Scott/Taylor*, *Bankruptcy Not Bailout*, S. 142 ff.

⁸⁹² a.A. *Thole* in: *Kenadjian*, *Too big to fail*, S. 224.

⁸⁹³ *Ibid.*

⁸⁹⁴ Vgl. *Lindemann* in: *Boos/Fischer/Schulte-Mattler*, § 46b KWG, Rn. 1. Dazu *Jackson* in: *Scott/Taylor*, *Bankruptcy Not Bailout*, S. 36-37.

der risikobehafteten Aktivposten und der Liquiditätslage des Instituts richten würde. Dadurch könnte die Wahrscheinlichkeit der baldigen Aufzehrung des Eigenkapitals eingeschätzt werden. Einen interessanten Vergleichsmaßstab bietet der „*Unreasonably Small Capital Test*“ i.S.d. 11 U.S.C. § 548.⁸⁹⁵ Dabei ist eine starke Hebelwirkung nicht bereits als Unterkapitalisierung zu betrachten, wenn die Qualität der Aktiven angemessen ist.⁸⁹⁶ Vielmehr sind die Refinanzierungsquellen und deren wahrscheinliche zukünftige Entwicklung zu prüfen.⁸⁹⁷ Am Anfang des dritten Quartals 2008 war z.B. *Lehman Brothers* bereits unterkapitalisiert, dies aufgrund des Umfangs an risikobehafteten Aktiven und eines zu erwartenden Vertrauensverlusts der Vertragspartner auf dem Repomarkt.⁸⁹⁸ Die Unterkapitalisierung als Insolvenzgrund könnte einen frühzeitigen Eingriff ermöglichen. Dies ist bei Unternehmen des Finanzsektors besonders wichtig.

2. Überschuldung, drohende und bereits eingetretene Zahlungsunfähigkeit

Neben der Unterkapitalisierung sollten auch die anderen Insolvenzgründe Anwendung finden. Der Begriff der Überschuldung sollte sich nach der Ermittlung eines Überschuldungsstatus im rechnerischen Sinn bzw. nach der Gegenüberstellung der Verbindlichkeiten zum Nominal- und der Vermögensgegenstände zum Marktwert richten.⁸⁹⁹ Die Bestimmung der drohenden Zahlungsunfähigkeit sollte sich nach der Erstellung einer Liquiditätsbilanz richten bzw. aus der Gegenüberstellung der eingetretenen oder bald fälligen Zahlungspflichten und der vorhandenen oder der projizierten Zahlungsmittel.⁹⁰⁰ Die eingetretene Zahlungsunfähigkeit wäre hier als allerletzter Insolvenzgrund zu betrachten, da der Wertverlust des Unternehmens in diesem Fall hoch ist bzw. die Auswirkungen auf die Vertragspartner erheblich sind.⁹⁰¹

⁸⁹⁵ Vgl. 11 U.S.C. § 548(a)(B)(ii)(II): “(...) if the debtor (...) was engaged in business or a transaction, for which any property remaining with the debtor was an unreasonably small capital”.

⁸⁹⁶ Vgl. *Baldi v. Samuel Son & Company, Ltd.*, 548 F.3d 579, 583 (7th Cir. 2008).

⁸⁹⁷ Vgl. *Moody v. Sec. Pac. Bus. Credit, Inc.*, 971 F.2d 1056, 1072 n.24 (3rd Cir. 1992).

⁸⁹⁸ Vgl. *Valukas*, Examiner Report, S. 1646-1647. Hierzu *Weil*, *Lehman's Greatest Value Lies in Lessons Learned*, *Bloomberg v.* 11.6.2008: „*The market believes Lehman has not fully cleaned up its balance sheet and the worst is still to come, management's assurances notwithstanding*“.

⁸⁹⁹ S.o. unter § 8 A. II.

⁹⁰⁰ S.o. unter § 8 B. II.

⁹⁰¹ *Jackson*, in: *Scott/Taylor, Bankruptcy Not Bailout*, S. 38.

III. Anwendungsbereich

Wie oben dargestellt, sollte sich der Anwendungsbereich nach der Tätigkeit des Unternehmens richten.⁹⁰² Betroffen wären die Unternehmen, die einen in Prozent ausgedruckten Mindestanteil von Finanzgeschäften betreiben. Die Finanzgeschäfte wären in einer abschließenden Liste enthalten, die durch Verordnung der nationalen Bankaufsichtsbehörde modifiziert werden könnte.⁹⁰³

B. Werterhaltung der Insolvenzmasse

I. Vollstreckungsstopp

1. Fremdkapital

Der Vollstreckungsstopp sollte sich an alle Refinanzierungsgeschäfte bzw. an alle Fremdkapitalgeber richten. Er sollte dagegen auf die Forderungen von Geschäfts- und Handelsgläubigern und auf alle nach der Eröffnung des Insolvenzverfahrens eingegangenen Geschäfte keine Anwendung finden. Damit wäre die Fortführung des Unternehmens ermöglicht.⁹⁰⁴ Untersagt wären die Vornahme von Zahlungen durch den Schuldner, die Geltendmachung des Rückzahlungsanspruchs vor dem Gericht und die Verwertung von Realsicherheiten.⁹⁰⁵ Dadurch könnte der Grundsatz der Gläubigergleichbehandlung erhalten und die Marktdisziplin erhöht werden, da die kurzfristigen Gläubiger ebenso die Bonität des Schuldners prüfen müssten. Systemrelevante Konsequenzen, die mit der Verwertung von Finanzsicherheiten außerhalb des Insolvenzverfahrens verbunden sind, wären dadurch beseitigt. In diesem Fall sind höhere Zinssätze bei Repogeschäften zu erwarten, um das höhere Risiko auszugleichen. Dies könnte das Geschäftsmodell der Investmentbanken positiv beeinflussen, da ein größerer Anteil an mittel- und langfristigen Refinanzierungsquellen vorhanden wäre.⁹⁰⁶ Falls die Lebensfähigkeit bestimmter Gläubiger im Fall eines Vollstreckungsstopps gefährdet wäre, z.B. aufgrund der Höhe der Forderung oder des

⁹⁰² S.o. § 13 D.

⁹⁰³ Vgl. den Wortlaut des § 1 Abs. 1, Abs. 1a KWG sowie die Definition des 12 U.S.C. § 1843(k)(4).

⁹⁰⁴ a.A. *Huertas* in: Kenadjian, Too big to fail, S. 64.

⁹⁰⁵ Vgl. *Lombard-Wall Inc. v. Bankers Trust Co.*, 23 B.R. 165 (Bankr. S.D.N.Y. 1982) bzgl. der Anwendung des Vollstreckungsstopps gegenüber Repogeschäften.

⁹⁰⁶ *Skeel/Jackson*, Columbia Law Review 2012, Vol. 112, S. 152 (179).

Bedarfs an liquiden Mitteln des betroffenen Gläubigers, müsste eine Ausnahme möglich sein.⁹⁰⁷ Dafür müsste die Beweislast den Gläubiger treffen. Der Anspruch des Gläubigers wäre nach den vertraglichen Vereinbarungen erfüllt. Eine Rückzahlungsforderung in Höhe der Differenz zwischen der eingegangenen Zahlungen und der Befriedigungsquote der anderen gleichrangigen Gläubiger würde der Insolvenzmasse zustehen. Der Anspruch könnte nach dem Insolvenzverfahren geltend gemacht werden. Infolge der Eröffnung des Insolvenzverfahrens sollten alle Rückzahlungsansprüche fällig werden. Dadurch wird die Feststellung der Höhe der Forderungen vereinfacht.⁹⁰⁸ Die Aufrechnung gegenseitiger Forderungen müsste unter bestimmten Voraussetzungen zulässig sein. Es müsste sich um konnexe Forderungen handeln. Dies würde für einzelne Geschäfte sowie für Rahmenverträge gelten. Ein Gläubiger könnte z.B. nur die Forderungen aus Wertpapierpensionsgeschäften zusammen saldieren und ausgleichen. Eine solche Regel zwingt nämlich die Marktteilnehmer, die eingegangenen Geschäfte nach Art der Position zu überwachen, und erhöht damit die Effizienz des Risikomanagements.

2. Derivatgeschäfte

Nicht nur Repogeschäfte, sondern auch Derivatgeschäfte sind im Insolvenzfall in den aktuellen Gesetzgebungen privilegiert.⁹⁰⁹ Diese Privilegierung führt zur Verschlechterung der Liquiditätslage des Schuldners, da die Vertragspartner die eingegangenen Derivatgeschäfte vorzeitig beenden können, sowie zur Verringerung der zukünftigen Einnahmenquellen. Infolge der Beendigung der Derivatgeschäfte im Fall *Lehman Brothers* entstand beispielweise ein gesamter Wertverlust von 75 Mrd. US-Dollar, weil 80% der Vertragspartner die vertraglichen Beendigungsklauseln ausgeübt haben.⁹¹⁰ Der Insolvenzverwalter *H.R. Miller* hat in dieser Hinsicht Folgendes festgestellt: „*Lehman engaged in derivatives trading (...) represented another substantial asset (...) the right to terminate the*

⁹⁰⁷ Jackson in: Scott/Taylor, Bankruptcy Not Bailout, S. 41-43.

⁹⁰⁸ Vgl. § 41 Abs. 1 InsO. Dazu Jackson, The Yale Law Journal 1982, Vol. 91, Nr. 5, S. 857 (887 ff.).

⁹⁰⁹ Vgl. § 104 InsO; Art. L211-36-1 CMF; 11 U.S.C. §§ 559 ff.

⁹¹⁰ *McCracken*, Lehman's Chaotic Bankruptcy Filing Destroyed Billions in Value, The Wall Street Journal v. 29.12.2008.

*contract (...) caused a massive destruction of value (...).*⁹¹¹ Die Beendigungsklauseln müssten somit im Insolvenzfall unwirksam sein – es sei denn, der Schuldner kommt seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nach.⁹¹² Dadurch bliebe der Grundsatz der Gläubigergleichbehandlung erhalten bzw. die Marktdisziplin wäre erhöht.⁹¹³

3. Verwertung der Realsicherheiten

Die Verwertung der Realsicherheiten durch die Gläubiger müsste wegen des Vollstreckungsstopps untersagt werden. Wenn die Realsicherheit sich im Besitz des Schuldners befindet – wie bei besicherten Anleihen – sollte die Verwertung von dem Insolvenzverwalter unter Berücksichtigung der Marktkonditionen vorgenommen werden. Falls die betroffenen Vermögensgegenstände für die Fortführung des Unternehmens von wesentlicher Bedeutung sind (z.B. ein Portfolio von Forderungen), müsste die Verwertung untersagt sowie etwaige später entstandene Wertverluste der Realsicherheit durch Auszahlungen an den Gläubiger ausgeglichen werden. Dem Gläubiger würde dazu ein höherer Rang in der Befriedigung eingeräumt. Wenn die Realsicherheit sich im Besitz des Gläubigers befindet, wäre die Veräußerung nur mit vorheriger Zustimmung des Insolvenzverwalters unter Berücksichtigung der Marktkonditionen zulässig. Gefährliche Preisspiralen am Finanzmarkt bzw. die Gefährdung der Finanzstabilität könnten dadurch beseitigt werden.⁹¹⁴

4. Rechtsstellung der Clearing-Stelle

Das Verbot der Vollstreckungsmaßnahmen könnte sich jedoch für die über eine Clearing-Stelle abgewickelten Repogeschäfte als problematisch erweisen. Zwei Arten von Clearing-Stellen sind vorhanden: Im ersten Fall handelt es sich um eine Zweckgesellschaft, deren Haupttätigkeit in der Erbringung von Clearing-Dienstleistungen besteht. Das Eigenkapital und die Einnahmenquellen sind da-

⁹¹¹ *Miller*, Too Big to Fail: the Role for Bankruptcy and Antitrust Law in Financial Regulation Reform, Testimony v. 22.10.2009, abrufbar unter: http://judiciary.house.gov/_files/hearings/pdf/Miller091022.pdf

⁹¹² S. in gleiche Richtung *Duffie/Skeel*, in: Scott/Taylor, Bankruptcy Not Bailout, S. 142-154, 169 ff.

⁹¹³ Vgl. *Skeel*, The New Financial Deal, S. 158. S. zur Vertiefung *Schwarcz/Sharon*, Washington and Lee Law Review 2014, Vol. 71, Nr. 3 (Veröffentlichung in Vorbereitung).

⁹¹⁴ *Duffie/Skeel* in: Scott/Taylor, Bankruptcy Not Bailout, S. 162-165.

bei eingeschränkt.⁹¹⁵ Im zweiten Fall handelt es sich um ein Kreditinstitut, das Clearing-Dienstleistungen als Nebentätigkeit erbringt – z.B. *JPMorgan Chase* oder *Bank of New York Mellon*. Dabei sind das Eigenkapital und die Verlustabsorptionsfähigkeit viel höher.⁹¹⁶ Sobald eine Clearing-Stelle als zentraler Kontrahent eingestellt wird, wird das bestehende Geschäft zwischen den Vertragsparteien „durch zwei neue gegenläufige Geschäfte“ mit der zentralen Gegenpartei ersetzt.⁹¹⁷ Dies erfolgt im Wege der Novation.⁹¹⁸ Infolgedessen werden die Vertragspartner ausschließlich dem Insolvenzrisiko der Clearing-Stelle ausgesetzt, während die Clearing-Stelle dem Insolvenzrisiko beider Vertragspartner ausgesetzt wird.⁹¹⁹ Ein zentraler Kontrahent ist deshalb von der Qualität der zur Verfügung bestellten Finanzsicherheiten stark abhängig. Falls die Finanzsicherheiten illiquid und/oder überwertet sind, könnte ein massiver Verkauf infolge der Insolvenz eines Marktteilnehmers eine Preisspirale am Finanzmarkt herbeiführen und erhebliche Verluste für die Clearing-Stelle verursachen.⁹²⁰ Die Anwendung des Vollstreckungstopps gegenüber zentralen Kontrahenten könnte sich jedoch als kontraproduktiv erweisen, insb. weil die ordentliche Abwicklung der eingegangenen Geschäfte beeinträchtigt wäre.⁹²¹ Falls schwerwiegende Verluste zu erwarten sind, könnte ein „Run“ auf die Clearing-Stelle stattfinden. Da diese als zentraler Kontrahent eintritt, ergäben sich negative Auswirkungen auf die anderen Marktteilnehmer.⁹²² In diesem Sinne sind Clearing-Stellen systemrelevant, da sie gegenüber allen Marktteilnehmern gleichzeitig verpflichtet sind: Die Einsetzung zentraler Marktinfrastrukturen erhöht das Systemrisiko.⁹²³ Empfehlenswert wäre somit, dass die Qualität der bestellten Finanzsicherheiten im Fall der Anwendung einer Clea-

⁹¹⁵ S. als Beispiel § 2 Abs. 1 der Satzung der Eurex Frankfurt AG, abrufbar unter:

<http://www.sec.gov/rules/other/2009/edgx-fl-application/exhibit-c/eurexfarticlesofassoc.pdf>

⁹¹⁶ S. *Copeland/Duffie/Martin/McLaughlin*, Key Mechanics of The U.S. Tri-Party Repo Market, FRBNY Economic Policy Review 2014 (Veröffentlichung in Vorbereitung).

⁹¹⁷ *Jahn* in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 114, Rn. 166b.

⁹¹⁸ *Jahn* in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, § 114, Rn. 166a.

⁹¹⁹ *Ibid.*

⁹²⁰ *Gorton*, Slapped in the Face by the Invisible Hand, S. 33 ff.

⁹²¹ Deutsche Börse, Stellungnahme zum Entwurf eines Restrukturierungsgesetzes v. 29.9.2010, abrufbar unter: https://deutscheboerse.com/dbg/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/11_about_us/Public_Affairs/Position_paper/20100929_DBAG_Stellungnahme_RestruktG_final.pdf

⁹²² *Farrell*, Journal of International Banking Law and Regulation 2014, Vol. 29, S. 461 (465).

⁹²³ S. hierzu *Farrell*, Journal of International Banking Law and Regulation 2014, Vol. 29, S. 461 (469); *Duffie/Skeel*, Bankruptcy, Not Bailout, S. 154-161.

ring-Stelle strengen Voraussetzungen unterliege. Es müsste sich insb. nur um liquide und hochwertige Wertpapiere handeln, wie z.B. Staatsanleihen. Der Vollstreckungsstopp fände dann gegenüber zentralen Kontrahenten keine Anwendung.⁹²⁴ Die Übertragung der Positionen eines insolventen Marktteilnehmers auf einen anderen Marktteilnehmer sollte unter vereinfachten Konditionen erfolgen. Dies stellt nämlich eine effiziente Krisenlösung dar, weil in diesem Fall keine Veräußerungen auf dem Markt notwendig sind.⁹²⁵ Dazu ist denkbar, dass die Zahlungspflichten des zentralen Kontrahenten gegenüber dem vorherigen Vertragspartner des insolventen Marktteilnehmers auf den erzielten Verkaufserlös nach Verwertung der Finanzsicherheit begrenzt wird. Dadurch würden nämlich die Wertverluste der Finanzsicherheiten zu Lasten der Gläubiger und nicht der Clearing-Stelle gehen.

II. Insolvenzanfechtung

Die Vorschriften über die Insolvenzanfechtung sollten auch auf Finanzgeschäfte Anwendung finden.⁹²⁶ Dies ermöglicht nämlich einen Zufluss von liquiden Finanzmitteln bzw. dient der Refinanzierung des Unternehmens. Die Privilegierung der Finanzgeschäfte hat darüber hinaus zu Missverhältnissen geführt. Der Fall *AIG* bildet ein gutes Beispiel dafür. *Goldman Sachs* hatte mit *AIG* im Jahr 2005 CDS abgeschlossen, bei denen *Goldman Sachs* als Sicherungsnehmer und *AIG* als -geber eingetreten sind.⁹²⁷ Die CDS bezogen sich auf die Entwicklung von als CDOs verbrieften Forderungen. Im Jahr 2007 wurden starke Abschreibungen auf den Wert der CDOs vorgenommen, da die zugrunde liegenden Forderungen leistungsgestört waren. Dies war *Goldman Sachs* zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses bekannt.⁹²⁸ Die CDOs waren anhand Finanzsicherheiten besichert. Im Fall einer Wertabschreibung musste *AIG* eine Marginsicherheit in Form eines Geldbetrags leisten (Nachschusspflicht). Infolge der Wertabschreibungen vom Jahr 2007 erlangte *Goldman Sachs* im Jahre 2007-2008 zusätzliche

⁹²⁴ *Duffie/Skeel* in: Scott/Taylor, Bankruptcy, Not Bailout, S. 162-164.

⁹²⁵ BT-Drs. 17/5712, S. 27-29. Hierzu *Farrell*, Journal of International Banking Law and Regulation 2014, Vol. 29, Nr. 8, S. 461 (462); *Jahn* in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Rn. 166b.

⁹²⁶ Ebenso *Thole* in: Kenadjian, Too big to fail, S. 231.

⁹²⁷ *Teitelbaum*, Secret *AIG* Document Shows Goldman Sachs Minted Most Toxic CDOs, Bloomberg v. 23.10.2010.

⁹²⁸ *Ibid.* *Goldman Sachs* hatte nämlich bei der Emission der CDOs mitgewirkt.

Marginsicherheiten i.H.v. 22,4 Mrd. US-Dollar. Dies spielte eine wichtige Rolle in der Verschlechterung der Liquiditätslage des Schuldners. Als *AIG* im Jahr 2008 staatlich unterstützt wurde, erlangte *Goldman Sachs* 5,6 Mrd. US-Dollar als Marginsicherheit von der Zweckgesellschaft *Maiden Lane III*, d.h. anhand des Steuerzahlergelds finanziert.⁹²⁹ Daraus ergab sich eine Ungleichbehandlung unter den Gläubigern, weil die Befriedigungsquote von *Goldman Sachs* höher war. Bemerkenswert ist, dass *Goldman Sachs* in seinem Bestand nicht gefährdet war bzw. dass eine Insolvenzanfechtung keine Gefährdung der Finanzstabilität herbeigeführt hatte.⁹³⁰ *JPMorgan* hat ebenso *Lehman Brothers*, im Vorfeld der Insolvenz, unter Druck gesetzt. Die Clearing-Bank erlangte nämlich, in Verbindung mit bereits abgeschlossenen Derivat- und Repogeschäften – die im August 2008 verändert wurden – Finanzsicherheiten i.H.v. 8,6 Mrd. US-Dollar.⁹³¹ Unter Anwendung des allgemeinen Insolvenzrechts wären die o.g. Rechtshandlungen angefochten worden, da der Schuldner unterkapitalisiert war und der Gläubiger zum Zeitpunkt der Rechtshandlung Kenntnis von diesen Umständen hatte.⁹³² Es ist somit empfehlenswert, dass die Einräumung von Finanzsicherheiten den insolvenzrechtlichen Vorschriften (Anfechtungsmöglichkeit bei kongruenter oder inkongruenter Deckung) unterliegt. Bei Repogeschäften würde Folgendes gelten: Erstens ist die Leistung zusätzlicher Finanzsicherheiten anfechtbar, wenn der Schuldner zum Zeitpunkt der Rechtshandlung überschuldet, unterkapitalisiert oder zahlungsunfähig war und der Gläubiger Kenntnis davon hatte.⁹³³ Wertschwankungen des Marktwerts der Finanzsicherheit werden nicht berücksichtigt. Zweitens sind inkongruente Deckungen i.S.d. § 131 InsO unwirksam.

⁹²⁹ FCIC, AIG/Goldman Sachs Collateral Call Timeline, abrufbar unter: http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-testimony/2010-0701-Goldman-AIG-Collateral-Call-timeline.pdf

⁹³⁰ FCIC, The Financial Crisis Inquiry Report, S. 378.

⁹³¹ Valukas, Examiner Report, S. 1682 ff., 1752, 1770.

⁹³² Ibid.

⁹³³ Jackson in: Scott/Taylor, Bankruptcy Not Bailout, S. 62-66.

C. Unternehmensfortführung

I. Wahlrecht des Insolvenzverwalters

Dem Insolvenzverwalter müsste ein Wahlrecht bzgl. der Fortführung beiderseitig nicht erfüllten Finanzgeschäften eingeräumt werden. Dies würde für Derivat- und Repogeschäfte gelten.⁹³⁴ Dadurch würde die Fortführung des Unternehmens unterstützt bzw. dessen erfolgreiche Restrukturierung oder ordentliche Abwicklung ermöglicht.⁹³⁵ Um Rechtssicherheit zu schaffen, sollte die Ausübung des Wahlrechts nur zulässig sein, wenn der Schuldner über ausreichende Finanzmittel verfügt, um die Ansprüche der Gläubiger zu erfüllen. Den betroffenen Gläubigern würde dazu ein höherer Rang in der Befriedigung als den anderen Insolvenzgläubigern eingeräumt.

II. Kreditprivileg

Für die nach der Verfahrenseröffnung abgeschlossenen Finanzierungsgeschäfte sollte dem Fremdkapitalgeber ein Kreditprivileg eingeräumt werden, das sich nach den US-amerikanischen Vorschriften (Privilegierung in der Rangordnung der Gläubiger, Bestellung einer nachrangigen oder vorrangigen Realsicherheit) richten könnte.⁹³⁶ In diesem Rahmen könnte die Einsetzung staatlicher Finanzmittel oder die Einräumung spezieller Liquiditätsfazilitäten durch die Zentralbank möglich sein, sobald die bestellten Realsicherheiten ausreichend sind. Dadurch könnten das Kreditrisiko für die öffentlichen Akteure im Fall der Insolvenz einer systemrelevanten Investmentbank reduziert und eventuelle Auswirkungen auf dem Finanzmarkt vermieden werden.⁹³⁷

III. Insolvenzplan

Der Inhalt des Insolvenzplans sollte von dem Gesetzgeber nicht begrenzt werden. Wichtig ist es, dass eine Restrukturierung oder eine Liquidation des Unter-

⁹³⁴ Hierzu *Jackson* in: *Scott/Taylor, Bankruptcy Not Bailout*, S. 50.

⁹³⁵ Im Fall *Bear Stearns* hatte z.B. *JPMorgan* eine Kreditlinie i.H.v. 500 Mio US-Dollar eingeräumt, die nicht einbezogen wurde. Dies hätte die Refinanzierung der Investmentbank im Fall eines hypothetischen Insolvenzverfahrens unterstützt. Vgl. *Cohan, The House of Cards*, S. 292.

⁹³⁶ S.o. § 17 C. I.

⁹³⁷ Vgl. *Scott* in: *Scott/Taylor, Bankruptcy Not Bailout*, S. 21.

nehmens einzelfallbezogen vereinbart werden kann. Die Umsetzung des Insolvenzplans sollte nicht zeitlich begrenzt werden, weil die Abwicklung bestimmter Vermögensgegenstände sich über einen langen Zeitraum erstrecken kann. Der Schuldner, die Gläubiger und die Abwicklungs- sowie die Aufsichtsbehörde hätten das Recht, einen Insolvenzplan vorzuschlagen.⁹³⁸ Im Rahmen der Abstimmung der Beteiligten sollten die Gläubiger in verschiedene Gruppen nach Rechtsstellung unterteilt werden, wie im deutschen oder im US-amerikanischen Recht.⁹³⁹ Die Abstimmung der Anteilseigner und der Anleihegläubiger würde sich nach den gesetzlichen Vorschriften richten. Die Mehrheit der abgegebenen Stimmen bei den Anteilseignern und die Kopf- und Summenmehrheit bei den Gläubigern wären zur Annahme des Insolvenzplans erforderlich. Eine Zustimmungsfiktion wäre im Fall der Ablehnung einer Gruppe unter folgenden Voraussetzungen möglich: Alle anderen Gruppen haben dem Insolvenzplan zugestimmt, und eine angemessene Beteiligung i.S.d. § 245 InsO liegt vor.⁹⁴⁰ Nach der Bestätigung des Insolvenzgerichts träte der Insolvenzplan mit rechtsgestaltender Wirkung in Kraft. Spätere Veränderungen des Insolvenzplans wären nach Abstimmung der Beteiligten zulässig.

⁹³⁸ Ebenso *Jackson* in: *Scott/Taylor, Bankruptcy Not Bailout*, S. 44-45.

⁹³⁹ S. zu dem Abstimmungsverfahren im *KredReorgG Thole* in: *Kenadjian, Too big to fail*, S. 227.

⁹⁴⁰ S. zum Begriff der „angemessenen Beteiligung“ *Lüer* in: *Uhlenbruck, InsO*, § 245, Rn. 22 ff.

Schlussbetrachtung

Die „Too-big-to-fail“-Theorie hat die letzte Finanzkrise geprägt. Dieser Theorie nach kann die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens gegenüber einem systemrelevanten Unternehmen des Finanzsektors direkte und indirekte Konsequenzen herbeiführen, die das Finanzsystem gefährden können.⁹⁴¹ Zu den direkten Konsequenzen gehören die Gefahr einer Kettenreaktion unter den Gläubigern des Unternehmens (Passivseite) sowie einer Preisspirale am Finanzmarkt wegen der vorzunehmenden Notverkäufe (Aktivseite).⁹⁴² Zu den indirekten Konsequenzen gehört die Gefahr eines Vertrauensverlusts am Finanzmarkt bzw. einer Absperzung der Liquiditätsquellen, die die Zahlungsfähigkeit gesunder Unternehmen gefährden würde.⁹⁴³ Befürchtet werden außerdem negative Nebeneffekte auf die Realwirtschaft, unter anderem der Eintritt von Refinanzierungsproblemen bei den Industrie- und Handelsunternehmen sowie die Störung des Zahlungssystems.⁹⁴⁴ Unter diesen Umständen scheint die Rettung systemrelevanter Unternehmen des Finanzsektors durch den Staat notwendig, um eine Systemgefährdung zu vermeiden.⁹⁴⁵ Problematisch ist allerdings, dass die Umsetzung der „Too-big-to-fail“-Theorie erhebliche negative Folgeeffekte mit sich zieht. *Ex ante* wird nämlich die Struktur des Finanzmarkts verändert: Durch die implizite Staatsgarantie für den Finanzsektor entstehen systematische Fehlanreize. Auf der Aktivseite der Bankbilanz werden riskante und ertragreiche Geschäfte eingegangen, da die Gewinne den betroffenen Institute zugeführt, jedoch die Verluste Dritten aufgebürdet werden.⁹⁴⁶ Auf der Passivseite der Bankbilanz wird die Refinanzierung zu günstigeren Konditionen als bei den anderen Marktteilnehmer ermöglicht, da die Gläubiger niedrige Maßstäbe bei der Prüfung des Ausfallrisikos des Schuldners anwenden.⁹⁴⁷ Diese Umstände kommen dem Wachstum systemrelevanter Unternehmen des Finanzsektors zugute. Dadurch entstehen Oligopolen am Finanzmarkt, die zu Wettbewerbsverzerrungen und zu

⁹⁴¹ S. hierzu *Zhou*, International Journal of Central Banking 2010, Vol. 6, S. 205 (208).

⁹⁴² *Kenadjian* in: Kenadjian, Too big to fail, S. 4 f.

⁹⁴³ *Zhou*, International Journal of Central Banking 2010, Vol. 6, S. 205 (208).

⁹⁴⁴ *De Weijs*, Center for the Study of European Contract Law, Working Paper Series Nr. 2012-13, S. 1.

⁹⁴⁵ *Moosa*, The Myth of Too Big To Fail, S. 1 ff.

⁹⁴⁶ *Moosa*, The Myth of Too Big To Fail, S. 130 ff.

⁹⁴⁷ *Ibid.*

wirtschaftlichen Ineffizienzen führen.⁹⁴⁸ Wie der große Ökonom *Schumpeter* festgestellt hat:

„Wenn jedoch keine vollkommene Konkurrenz besteht und wenn jedes industrielle Gebiet durch einige wenige große Konzerne kontrolliert wird, so können diese auf verschiedene Art den ihrer Kapitalstruktur drohenden Angriff bekämpfen und Verluste auf ihrem Kapitalkonto zu vermeiden suchen. Das heißt, daß sie den Fortschritt selbst bekämpfen und wollen.“⁹⁴⁹

Andere Marktteilnehmer werden dazu zum Wachstum angereizt, um ebenso die implizite Staatsgarantie zu genießen.⁹⁵⁰ *Ex post* wird der Staat im Vorfeld der Insolvenz unter Druck gesetzt, da zwischen einer befürchteten Gefährdung der Finanzstabilität und der Rettung des Unternehmens bzw. deren Gläubigern und Anteilseigner gewählt werden muss.⁹⁵¹ Dazu kommt, dass nicht lebensfähige Unternehmen, wie die *Commerzbank* in Deutschland⁹⁵² und die *Dexia Bank* in Frankreich,⁹⁵³ fortgeführt werden. Dies erhöht die Abwicklungskosten für den Staat und geht zu Lasten des Steuerzahlers. Eine hohe Staatsverschuldung hat dazu nachhaltige negative Konsequenzen auf die Realwirtschaft. Allgemein führt somit die Too-big-to-Fail-Theorie zu einer strukturellen Veränderung des Finanzmarkts und zu einer Fehlallokation staatlicher Ressourcen.⁹⁵⁴

Die Antwort des Gesetzgebers auf die Finanzkrise von 2007 in Europa und in den USA ist jedoch weiterhin von dem Grundsatz der Too-big-to-fail-Theorie geprägt. Gesucht wird eine „goldene Mitte“ zwischen der Einsetzung staatlicher Mitteln und der Gefährdung der Finanzstabilität.⁹⁵⁵ Die Abwicklung systemrelevanter Investmentbanken sollte in diesem Rahmen durch Hoheitsakt beschlossen und von staatlichen Behörden durchgeführt werden. Dabei gilt zwar der Grundsatz der Verlustverteilung auf die Anteilseigner und auf die Gläubiger des insolventen Instituts. Leider werden die oben dargestellten Konsequenzen der Too-big-to-fail-Theorie nicht vollständig beseitigt.⁹⁵⁶ Zunächst entstehen hohe

⁹⁴⁸ *Moosa*, The Myth of Too Big To Fail, S. 55 ff.

⁹⁴⁹ *Schumpeter*, Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, S. 158.

⁹⁵⁰ *Moosa*, The Myth of Too Big To Fail, S. 126.

⁹⁵¹ *Moosa*, The Myth of Too Big To Fail, S. 122 f.

⁹⁵² Vgl. hierzu *Kaiser*, Rückzahlung von Staatshilfen: Merkels Minusgeschäft mit der Commerzbank, Die Welt v. 13.3.2013.

⁹⁵³ S.o. § 10 A.

⁹⁵⁴ *Moosa*, The Myth of Too Big To Fail, S. 126 ff.

⁹⁵⁵ *De Weijjs*, Center for the Study of European Contract Law, Working Paper Series Nr. 2012-13, S. 1.

⁹⁵⁶ *De Weijjs*, Center for the Study of European Contract Law, Working Paper Series Nr. 2012-13, S. 2.

Transaktionskosten, wenn die Abwicklung eines systemrelevanten Instituts, dessen Geschäftsmodell eine hohe Komplexität besitzt, einer staatlichen Behörde anvertraut wird. Insb. auf europäischer Ebene weist das in der Abwicklungsrichtlinie einheitliche Verfahren einen wesentlichen Bürokratieaufwand auf.⁹⁵⁷ Aufgrund des niedrigen Informationsstandes der Behörde sind wirtschaftliche Ineffizienzen im Ablauf des Verfahrens zu erwarten.⁹⁵⁸ Nicht lebensfähige Unternehmen werden fortgeführt, sobald die Behörde der Meinung ist, dass eine Abwicklung die Finanzstabilität gefährden würde. Darüber hinaus wird das Problem der systematischen Fehlanreize bzw. der fehlenden Marktdisziplin nicht vollständig gelöst: erstens, weil kurzfristige Verbindlichkeiten weiterhin gegenüber den anderen Verbindlichkeiten bevorzugt werden, und zweitens, weil die Abwicklungsbehörden die Rechtslage, d.h. die Reihenfolge der Gläubigerbefriedigung, beeinflussen können.⁹⁵⁹ In Krisenzeiten werden möglicherweise bestimmte vorrangige Fremdkapitalgeber gegenüber gleichrangigen Gläubigern bevorzugt. Dabei können die Abwicklungsbehörden unter politischen Druck gesetzt werden.⁹⁶⁰ Da keine der geprüften Gesetzgebungen die Einsetzung staatlicher Finanzmittel ausschließt, werden die Abwicklungskosten teilweise dem Staat aufgebürdet. Zum Schluss wird das Problem der Abgabe der Verantwortung auf der Gläubigerseite nicht gelöst. Die Teilnahme der Gläubiger an dem Restrukturierungs- oder dem Abwicklungsprozess ist nämlich ausgeschlossen. Dies verursacht auf der einen Seite eine gewisse Rechtsunsicherheit, weil die Marktteilnehmer nicht wissen, wann und wie die Abwicklungsbehörde eingreifen wird. Auf der anderen Seite wirkt dies der Effizienz der Finanzmärkte entgegen, da die Entwicklung privater Lösungen für die Insolvenz eines systemrelevanten Instituts nicht unterstützt wird.⁹⁶¹

Die Notwendigkeit eines Sonderinsolvenzverfahrens für Banken lässt sich nur begründen, soweit eine Gefährdung der Finanzstabilität im Fall der Eröffnung

⁹⁵⁷ Vgl. *Barker/Fleming*, Rules for failing banks raise prospect of eurozone red-tape burdens, *The Financial Times* v. 15.12.2013.

⁹⁵⁸ S.o. unter § 14 B.

⁹⁵⁹ *Ibid.*

⁹⁶⁰ Vgl. hierzu *Sprayregen/Hessler*, Too Much Discretion To Succeed, Why A Modified Bankruptcy Code Is Preferable to Title II of the Dodd-Frank Act, S. 10.

⁹⁶¹ Dazu *Douglas* in: *Kenadjian*, Too big to fail, S. 212 ff.

eines Insolvenzverfahrens tatsächlich zu befürchten ist. In dieser Hinsicht fehlen der Too-big-to-fail-Theorie wissenschaftliche Grundlagen. Der Fall *Lehman Brothers* hat gezeigt, dass die Solvabilität und die Zahlungsfähigkeit der Vertragspartner einer systemrelevanten Investmentbank von der Eröffnung eines Insolvenzverfahrens nicht gravierend getroffen werden.⁹⁶² Ebenso hat die Rettung zahlreicher Unternehmen des Finanzsektors während der Krise den Vertrauensverlust und die Austrocknung der Finanzmärkte nicht verhindert.⁹⁶³ Die Ursachen lagen nämlich in der Überwertung und der Komplexität bestimmter Finanzprodukte, die auf Investorenmenseite abschließend eine Flucht in die Qualität herbeigeführt hat.⁹⁶⁴ Die Erfahrung zeigt darüber hinaus, dass die Insolvenz von Banken keine schwerwiegenden Störungen im Zahlungssystem verursacht.⁹⁶⁵ Obwohl dies im Fall *Herstatt* angekündigt wurde, hat der Vollstreckungsstopp infolge der Eröffnung des Insolvenzverfahrens das Funktionieren des Devisenmarkts nicht beeinträchtigt.⁹⁶⁶ Die Vertragspartner haben zwar Verluste erlitten, ohne dass jedoch einer von diesen in erhebliche Schwierigkeiten geriet. In den USA wurden z.B. in den 1930er Jahren 5000 Banken und im Jahr 2009 150 Banken abgewickelt, ohne Eintritt schwerer Störungen im Zahlungssystem.⁹⁶⁷ Der Fall *CIT-Group* soll hier ebenso erwähnt werden. Dabei verweigerte der US-amerikanische Staat Rettungsmaßnahmen und die Geschäftsführung wies darauf hin, dass die Eröffnung eines Chapter 11-Verfahrens die Liquiditätslage der Kunden gefährden würde. Diese Behauptung erwies sich jedoch als unzutreffend. Vielmehr handelte sich um ein schnelles und effizientes Verfahren, insb. dank der Unterstützung der Gläubiger.⁹⁶⁸ Allgemein sind die Konsequenzen der Insolvenz systemrelevanter Investmentbanken übertrieben, weil sie unbekannt sind und der Staat dadurch unter Druck gesetzt werden kann.⁹⁶⁹

Plädiert wurde somit im Rahmen dieser Arbeit für die Entwicklung eines effizienten, auf systemrelevante Unternehmen des Finanzsektors zugeschnittenen

⁹⁶² S.o. unter § 18 A. I.

⁹⁶³ *Moosa*, The Myth of Too Big To Fail, S. 111.

⁹⁶⁴ S.o. unter Einleitung A.

⁹⁶⁵ *Moosa*, The Myth of Too Big To Fail, S. 114.

⁹⁶⁶ S.o. unter § 2 A. I. 2.

⁹⁶⁷ *Moosa*, The Myth of Too Big To Fail, S. 125.

⁹⁶⁸ *Moosa*, The Myth of Too Big To Fail, S. 113.

⁹⁶⁹ *Moosa*, The Myth of Too Big To Fail, S. 161 ff.

Insolvenzrechts. Dabei sollten der Vollstreckungsstopp und die Möglichkeit der Anfechtung wegen kongruenter und inkongruenter Deckung auch auf Finanzgeschäfte Anwendung finden. Dadurch wären die Gläubigergleichbehandlung sowie eine geordnete Abwicklung des Instituts gewährleistet. Dank der Teilnahme der Gläubiger wäre die Verantwortlichkeit der Restrukturierung oder der Abwicklung systemrelevanter Institute auf den privaten Sektor zurückübertragen, d.h. die Marktdisziplin wiederhergestellt.⁹⁷⁰ Die Internalisierung der Kosten der Abwicklung wird die Gläubiger zwingen, die Solvabilität des Schuldners besser zu kontrollieren und die Portfolien von Aktiven zu diversifizieren.⁹⁷¹ Hier muss darauf hingewiesen werden, dass das Ziel des Insolvenzverfahrens im Fall von Banken nicht lediglich in der Befriedigung der Gläubiger, sondern auch in der Gewährleistung der Finanzstabilität besteht.⁹⁷² Dafür müssten dem Insolvenzverwalter ausreichende Befugnisse vermittelt werden, um die Fortführung des Unternehmens während des Ablaufs des Verfahrens zu ermöglichen. Dazu sollte geprüft werden, welche Dienstleistungen des Instituts für die Vertragspartner von wesentlicher Bedeutung sind (wie die Bereitstellung von Kreditlinien) und welche Gläubiger infolge der Eröffnung des Insolvenzverfahrens in erhebliche Schwierigkeiten geraten können.⁹⁷³ Bzgl. der Refinanzierung des Instituts im Ablauf des Verfahrens bildet die Zuführung privilegierter Kreditlinien durch den Staat eine interessante Lösung, die die Fortführung des Instituts ermöglicht, ohne die Marktdisziplin abzuschwächen.⁹⁷⁴

Aus der Anwendung des Insolvenzrechts auf systemrelevante Investmentbanken ergäben sich positive Effekte für die Gesamtwirtschaft. Unter dem Gesichtspunkt des Kapitalismus übt nämlich das Insolvenzrecht eine Filterfunktion, die in der Gewährleistung der Markteffizienz eine wesentliche Rolle spielt. Dadurch werden in der Tat unwirtschaftliche Unternehmen aus dem Markt genommen und durch konkurrenzfähige Unternehmen ersetzt. Dieser Prozess der „schöpferischen Zerstörung“ sollte auch im Finanzsektor gelten und brähe die

⁹⁷⁰ *De Weijjs*, Center for the Study of European Contract Law, Working Paper Series Nr. 2012-13, S. 5.

⁹⁷¹ In gleiche Richtung *Zhou*, International Journal of Central Banking 2010, Vol. 6, S. 205 (223 f.).

⁹⁷² Vgl. *Plank u.a.* in: Kenadjian, Too big to fail S. 179.

⁹⁷³ S.o. unter § 19 B. I. 1.

⁹⁷⁴ S.o. unter § 19 C. II.

bestehenden Oligopole sowie die damit verbundenen Ineffizienzen auf.⁹⁷⁵ Die Umstrukturierung des gesamten Finanzsektors in eine Bündelung von kleineren Unternehmen würde die Konkurrenz am Finanzmarkt erhöhen, der geordneten Abwicklung insolventer Institute zugutekommen und die Refinanzierung der Realwirtschaft besser unterstützen. Zusammengefasst: „*We should let them fail. The market will take care of it.*“⁹⁷⁶

⁹⁷⁵ Dazu *Schumpeter*, Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, S. 134 ff.; *Thole* in: Kenadjian, Too big to fail, S. 222; *Eidenmüller*, ZIP 2010, 649 (650).

⁹⁷⁶ *Bernanke*, Federal Open Market Committee, Meeting v. 29.10.2008, S. 149, abrufbar unter: http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/2000/2008_1028_MeetingCommittee_2.pdf

Literaturverzeichnis

Acharya, Viral V./Öncü, Sabri T.: A Proposal for the Resolution of Systemically Important Assets and Liabilities: The Case of the Repo Market, in: International Journal of Central Banking, Vol. 9, S. 291 ff.

Adler, Barry E.: Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy, in: Stanford Law Review 1993, Vol. 45, S. 311 ff.

Adrian, Tobias/ Shin, Hyun Song: Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy, in: Federal Reserve Bank of New-York, Staff Reports 2008, Nr. 346, abrufbar unter: http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr346.pdf

Akerlof, George A.: The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and The Market Mechanism, in: The Quarterly Journal of Economics 1970, Vol. 84, S. 488 ff.

Allmendinger, Christoph/Dorn, Friederike/Lang, Thomas/Lumpp, Stephanie/Steffek, Felix: Corporate Governance nach der Finanz- und Wirtschaftskrise: Vorbilder und Ziele eines modernen Wirtschaftsrechts, Tübingen 2011

Andres, Dirk/Leithaus, Rolf/Dahl, Michael: Insolvenzordnung. Kommentar, München 2014 (zit.: *Bearbeiter* in: Andres/Leithaus, InsO)

Arlin, Jennifer B.: Of Property Rights and the Fifth Amendment: FIRREA's Cross-Guarantee Reexamined, in: William & Mary Law Review 1991, Vol. 33, S. 293 ff.

Avdjiev, Stefan/Kartasheva, Anastasia/Bogdanova, Bilyana: CoCos: A primer, in: BIS Quarterly Review, September 2013, S. 43 ff.

Ayotte, Kenneth/Skeel, David A.: Bankruptcy or Bailouts? in: The Journal of Corporation Law 2010, Vol. 35, S. 469 ff.

Ayotte, Kenneth/Skeel, David A.: Bankruptcy Law as a Liquidity Provider, in: University of Pennsylvania, Institute for Law & Economics, Research Paper Nr. 13-8

Bachmann, Gregor: Das neue Restrukturierungsrecht der Kreditinstitute, in: ZBB 2010, S. 459 ff.

Bähre/Schneider, Kreditwesengesetz-Kommentar, 3. Aufl., München 1986

Bair, Sheila C.: The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holdings Inc. under the Dodd-Frank Act, in: FDIC, Quarterly Review 2011, Vol. 5, S. 31 ff.

Baird, Douglas G.: The Uneasy case for Corporate Reorganizations, in: The Journal of Legal Studies 1986, Vol. 15, S. 127 ff.

Baird, Douglas G./Bernstein, Donald S.: Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain, in: *The Yale Law Journal* 2006, Vol. 115, S. 1930 ff.

Baird, Douglas G./Rasmussen, Robert K., Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations, in: *The Chicago Working Paper Series* 2001, Nr. 121, abrufbar unter: <http://www.law.uchicago.edu/files/files/121.DGB-RKR.Control.pdf>

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Bank Failures in Mature Economies, in: *Working Paper* Nr. 13, 2004, abrufbar unter: http://www.bis.org/publ/bcbs_wp13.pdf

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Global Systemically Important Banks: updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirement, 2013 (zit.: *BIS, Global Systemically Important Banks*) abrufbar unter: www.bis.org/publ/bcbs255.pdf

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Proposal to Ensure the Loss Absorbency of Regulatory Capital at the Point of Non-viability, 2010, abrufbar unter: <http://www.bis.org/publ/bcbs174.pdf>

Banteon, Ulrich/Gottmann, Mirko/Schwärzle, Reinhard (Bearb.): *Bankrechnungslegung: Bilanzierung, Aufsicht und Prüfung der Kreditinstitute - mit Fallstudien*, Berlin 2009 (zit.: *Banteon/Gottmann/Schwärzle, Bankrechnungslegung*).

Barker, Alex/Fleming, Sam: Rules for failing banks raise prospect of eurozone red-tape burden, *The Financial Times* v. 15.12.2013, abrufbar unter: <http://www.ft.com/cms/s/0/809485e4-6324-11e3-a87d-00144feabdc0.html>

Barros, Benjamin D.: Defining "Property" in the Just Compensation Clause, in: *Fordham Law Review* 1995, Vol. 63, S. 1853 ff.

Bartram, Söhnke M./Brown, Gregory W./Hund, John E.: Estimating Systemic Risk in the International Financial System, *FDIC Center for Financial Research Working Paper* Nr. 2005-12, 2005, abrufbar unter: www.fdic.gov/bank/analytical/cfr/2005/wp2005/CFRWP_2005-12_Brown.pdf

Bates, Christopher/Gleeson, Simon: *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, 2011, abrufbar unter: http://www.cliffordchance.com/briefings/2011/05/legal_aspects_ofbankbail-ins.html

Bebchuk, Lucian A.: Chapter 11 in: *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* 1998, Vol. 3, S. 219 ff.

Beck, Siegfried/Depré, Peter: *Praxis der Insolvenz - Ein Handbuch für die Beteiligten und ihre Berater*, 2. Aufl., München 2010 (zit.: *Bearbeiter* in: *Beck/ Depré, Praxis der Insolvenz*)

Becker, Florian/Mock, Sebastian: *Finanzmarktstabilisierungsgesetz. Kommentar*, 1. Aufl., Köln 2009.

Becker, Joseph D.: International Insolvency: The Case of Herstatt, in: *American Bar Association Journal* 1976, Vol. 62, S. 1291 ff.

Begalle, Brian/Martin, Antoine/McAndrews, James/McLaughlin, Susan: The Risk of Fire Sales in the Tri-Party Repo Market, in: Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 2013, Nr. 616, abrufbar unter: http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr616.pdf

Benston, George J.: What's Special About Banks? in: The Financial Review 2004, Vol. 9, S. 13 ff.

Berkovec, James A. / Mingo, John J./Zhang, Xuechun: Premiums in Private versus Public Bank Branch Sales, 1997, abrufbar unter: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=38580

Berrar, Carsten: Zur Reform des AR nach den Vorschlägen der Regierungskommission „Corporate Governance“, in: NZG 2001, S. 1113 ff.

Bhattacharya, Sudipto/Nyborg, Kjell C.: Bank Bailout Menus, in: The Review of Corporate Finance Studies 2013, Vol. 2, S. 29 ff.

Binder, Jens-Hinrich: Bankeninsolvenzen im Spannungsfeld zwischen Bankaufsichts- und Insolvenzrecht. Regelungsziele, Anwendungsprobleme und Reformansätze, dargestellt am Beispiel des deutschen und des englischen Rechts, Diss. Freiburg 2003, Berlin 2005

Binder, Jens-Hinrich: Die Auswirkungen der Basel-II Umsetzung auf die aufsichtsrechtlichen Eingriffskompetenzen nach dem Kreditwesengesetz, in: WM 2006, S. 2114 ff.

Binder, Jens-Hinrich: Institutionalisierte Krisenbewältigung bei Kreditinstituten in: ZBB 2009, S. 19 ff.

Binder, Jens-Hinrich: Durchsetzung von Marktdisziplin mittels zwangsweiser Übertragung systemrelevanter Teile von Banken, in: ORDO - Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft 2013, Band 64, S. 377 ff.

Björk, Daniel: CoCo-Bonds - attraktive Alternative im Anleihesegment, in: ZfgK 2014, S. 92 ff.

Blanc, Gérard: Entreprises en difficulté - Plan de sauvegarde et de redressement, in: Répertoire Dalloz Droit commercial 2014

Böckenförde, Thomas: Die getarnte Enteignung, in: NJW 2009, S. 2484 ff.

Bonneau, Thierry: Le régime de résolution bancaire (titre 4 de la loi du 26 juillet 2013), in: Revue des Procédures Collectives 2013, Nr. 5, Étude Nr. 26.

Bonneau, Thierry: Difficultés des entreprises réglementées, in: JurisClasseur Banque-Crédit-Bourse 2011, Fascicule Nr. 190

Boos, Karl-Heinz/Fischer, Reinfried/Schulte-Mattler, Hermann (Hrsg.): Kommentar zu KWG und Ausführungsvorschriften, 4. Aufl., München 2012 (zit.: *Bearbeiter* in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, Gesetz)

Borck, Reinhard: Wir erstellt man eine Fortbestehensprognose? in: ZIP 2000, S. 1709 ff.

Bösch, René/Leisinger, Benjamin: Contingent Convertible Bonds - CoCos. Umsetzung in der Schweiz, in: SZW/RSDA 2012, S. 2 ff.

Boyd, Sebastian: BNP Paribas Freezes Funds as Loan Losses Roil Markets, in: Bloomberg v. 9.8.2007, abrufbar unter:
<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aW1wj5i.vyOg>

Boyson, Nicole M./Helwege, Jean/Jindra, Jan: Crises, Liquidity Shocks, and Fire Sales at Investment Banks, in: Northeastern University D'Amore-McKim School of Business, Research Paper 2013, Nr. 18, abrufbar unter:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2236552

Brandt, Gim O./Glieseler, Konrad: Banking Resolution und Bail-in - gesetzliche, europäische Vorgaben, in: ZfgK 2013, S. 894 ff.

Braun, Eberhard: Insolvenzordnung. Kommentar, München 2014 (zit.: *Bearbeiter* in: Braun, InsO)

Brinkmann, Ralph: Wege aus der Insolvenz eines Unternehmens - oder: Die Gesellschafter als Sanierungshindernis, in: WM 2011, S. 97 ff.

Brinkmann, Ralph/Leibfried, Peter/Zimmermann, Marc: Die Subprime-Kreditkrise im Spiegel der Rechnungslegung, in: IRZ 2008, S. 333 ff.

Brogl, Frank A. (Hrsg.): Handbuch Banken-Restrukturierung: Bankenabgabe - Prävention - Stabilisierung - Haftung, Berlin 2012 (zit.: *Bearbeiter* in: Brogl, Handbuch Banken-Restrukturierung, Kap./Rn.)

Brown, Stephen J./Steenbeek, Onno W.: Doubling: Nick Leeson's trading strategy, in: Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 9, S. 83 ff.

Bruchner, Helmut: Kein „stillschweigender“ Abtretungsausschluss bei Bankforderungen, in: BKR 2004, S. 394 ff.

Buchter, Heike/Dörner, Astrid: CIT in der Krise - Die nächste große Bankenpleite, in: Zeit Online v. 20.7.2009, abrufbar unter: www.zeit.de/online/2009/30/CIT-Pleite

Bülow, Peter: Recht der Kreditsicherheiten, 8. Aufl., Heidelberg 2012

Büschgen, Hans E.: Das kleine Bank-Lexikon, 3. Aufl., Düsseldorf 2006

Buth, Andrea K./Hermanns, Michael (Hrsg.): *Restrukturierung, Sanierung und Insolvenz*, 4. Aufl., München 2014 (zit.: *Bearbeiter* in: *Buth/Hermanns, RSI*)

Cahn, Andreas/Simon, Stefan/Theiselmann, Rüdiger: *Debt Equity zum Nennwert!* in: *DB* 2010, S. 1629 ff.

Cahn, Andreas/Simon, Stefan/Theiselmann, Rüdiger: *Forderungen gegen die Gesellschaft als Sacheinlage? - Zum Erfordernis der Forderungsbewertung beim Debt-Equity Swap*, in: *Journal of Corporate Finance* 2010, S. 238 ff.

Cahn, Andreas/Simon, Stefan/Theiselmann, Rüdiger: *Kapitalerhöhung; Kapitalherabsetzung; Krise; Sanierung*, in: *DB* 2012, S. 501 ff.

Calliess, Christian/Ruffert, Matthias: *Kommentar EUV/AEUV, Das Verfassungsrecht der Europäischen Union mit Europäischer Grundrechtskarte*, 4. Aufl., München 2011 (zit.: *Bearbeiter* in: *Calliess/Ruffert, EUV/AEUV*)

Capell, Kerry: *The Stunning Collapse of Iceland*, in: *BloombergBusinessweek* v. 09.10.2008, abrufbar unter: <http://www.businessweek.com/stories/2008-10-09/the-stunning-collapse-of-icelandbusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice>

Cetin, Nusret: *Restructuring an Insolvent Bank*, 2014, abrufbar unter: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2448095

Chattopadhyay, Robi: *Der Vorschlag für eine Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten*, in: *WM* 2013, S. 405 ff.

Chemmanur, Thomas J./Fulghieri, Paolo: *Investment Bank Reputation, Information Production and Financial Intermediation*, in: *The Journal of Finance* 1994, Vol. 49, S. 57 ff.

Coffee, John C.: *Bail-Ins Versus Bail-Outs: Using Contingent Capital to Mitigate Systemic Risk*, in: *Columbia Law and Economics Working Paper* 2010, Nr. 380

Cohan, William D.: *How Goldman Killed A.I.G.*, in: *The New York Times* v. 16.2.2011, abrufbar unter: http://opinionator.blogs.nytimes.com/2011/02/16/how-goldman-killed-a-i-g-and-other-stories/?_php=true&_type=blogs&_r=0

Cohan, William D.: *House of Cards: A Tale of Hubris and Wretched Excess on Wall Street*, London 2010

Copeland, Adam/Martin, Antoine/Walker, Michael: *The Tri-Party Repo Market before the 2010 Reforms*, in: *Federal Reserve Bank of New York Staff Report* 2010, Nr. 477, abrufbar unter: http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr477.pdf

Conlon, Thomas/Cotter, John: *Anatomy of a Bail-In*, Dublin 2014, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2294100

Copeland, Adam/Duffie, Darrell/Martin, Antoine/McLaughlin, Susan: Key Mechanics of The U.S. Tri-Party Repo Market, in: FRBNY Economic Policy Review 2014 (Veröffentlichung in Vorbereitung)

Cour des Comptes: Le Rapport Public Annuel 2013, abrufbar unter:
<http://www.ccomptes.fr/Publications/Publications/Rapport-public-annuel-2013>

Cour des Comptes: Dexia: un sinistre coûteux, des risques persistants, Rapport public thématique v. 18.7.2013, abrufbar unter:
<http://www.ccomptes.fr/Publications/Publications/Dexia-un-sinistre-couteux-des-risques-persistants>

Claussen, Carsten P.: Bank- und Börsenrecht, München 2014 (zit.: *Bearbeiter* in: Claussen, Bank- und Börsenrecht)

Dahl, Michael: Die Änderung des Überschuldungsbegriffs durch Art. 5 des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes (FMStG), in: NZI 2008, S. 719 ff.

Dauner-Lieb, Barbara/Langen, Werner: Bürgerliches Gesetzbuch. Kommentar, 2. Aufl., Baden-Baden 2012 (zit.: *Bearbeiter* in: Dauner-Lieb/Langen, BGB)

De Ganay, Henri: Les pouvoirs de la future ACPR, in: Revue de Droit bancaire et financier 2013, Nr. 4, Dossier Nr. 35

De Montgolfier, Jean-François: Conseil constitutionnel et la propriété privée des personnes privées, in: Cahiers du Conseil Constitutionnel 2011, Nr. 31, abrufbar unter:
<http://www.conseil-constitutionnel.fr/conseil-constitutionnel/root/bank/pdf/conseil-constitutionnel-96753.pdf>

De Weijs, Rolef J.: Too Big to Fail As a Game of State: What Insolvency Law Theory as to Say about TBTF and Vice Versa, in: Center for the Study of European Contract Law, Working Paper Series Nr. 2012-13, abrufbar unter:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2145861

Dey, Iain/Fortson, Danny: JPMorgan brought down Lehman Brothers, in: TheSundayTimes v. 5.10.2008, abrufbar unter: <http://www.thesundaytimes.co.uk/sto/business/article240146.ece>

Diem, Andreas/Neuberger, Julius: Die Übertragung von Forderungen und Wertpapieren nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz, in: BKR 2009, S. 177 ff.

Dörner, Heinrich/Ebert, Ina/Hoeren, Thomas/Kemper, Rainer/Saenger, Ingo/Schreiber, Klaus/Schulte-Nölke, Hans/Schulze, Reiner/Staudinger, Ansgar: Bürgerliches Gesetzbuch. Handkommentar, 8 Aufl., Baden-Baden 2014 (zit.: HK-BGB/*Bearbeiter*)

Duan, Jin-Chuan/Zhang, Changhao: Cascading Defaults and Systemic Risk of a Banking Network, Singapore 2013, abrufbar unter:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2278168

Duarte, Esteban: BlackRock schlägt Alarm bei neuen Sicherheiten für Covered Bonds, in: Die Welt v. 19.2.2013, abrufbar unter:
www.welt.de/newsticker/bloomberg/article113734918/BlackRock-schlaegt-Alarm-bei-neuen-Sicherheiten-fuer-Covered-Bonds.html

Duffie, Darrell: How Big Banks Fail and What To Do About It, Princeton, N.J. 2011

Duffie, Darrell/Skeel, David A.: A Dialogue on the Costs and Benefits of Automatic Stays for Derivatives and Repurchase Agreements, in: University of Pennsylvania Institute for Law and Economics, Research Paper 2012, Nr. 12-02

Duve, Christian/Wimalasena, Philipp: Retten Schiedsrichter den Euro oder Ihre Einlagen? Das Bail-in-Modell und seine Risiken für Unternehmen, in: BB 2014, S. 2755 ff.

Eavis, Peter/Protess, Ben: Considering the Fairness of JPMorgan's Deal, in: New-York Times v. 21.10.2013, abrufbar unter:
<http://dealbook.nytimes.com/2013/10/21/considering-the-fairness-of-jpmorgans-deal/>

Eckhardt, Philipp: Bankenabwicklungsmechanismus mit Mängeln, in: Die Bank 2014, S. 35 ff.

Edwards, Franklin R.: Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management in: Journal of Economic Perspectives 1999, Vol. 13, S. 189 ff.

Ehricke, Ulrich: Finanztermingeschäfte im Insolvenzverfahren, in: ZIP 2003, S. 273 ff.

Ehricke, Ulrich: Die Umsetzung der Finanzsicherheitenrichtlinie (Richtlinie 2002/47/EG) im Rahmen des Diskussionsentwurfs zur Änderung der Insolvenzordnung, in: ZIP 2003, S. 1065 ff.

Eidenmüller, Horst: Reformperspektiven im Restrukturierungsrecht, in: ZIP 2010, S. 649 ff.

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht/Schweizerische Nationalbank: Schlussbericht der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen, 2010, abrufbar unter:
<http://www.finma.ch/d/aktuell/Seiten/mm-schlussbericht-exko-tbtf-20101004.aspx>

Eilenberger, Guido/Ernst, Dietmar/Toebe, Marc: Betriebliche Finanzwirtschaft: Einführung in Investition und Finanzierung, Finanzpolitik und Finanzmanagement von Unternehmungen, 8. Aufl., Oldenbourg 2012

Einsele, Dorothee: Bank- und Kapitalmarktrecht, Nationale und Internationale Bankgeschäfte, 2. Aufl., Tübingen 2010

Eisdorfer, Assaf: Why is Convertible Debt Subordinated? An Investment-Based Agency Theory, in: Financial Review 2011, Vol. 46, S. 43 ff.

Ekkenga, Jens: Sachkapitalerhöhung gegen Schuldbefreiung, in: ZGR 2009, S. 581 ff.

Enrich, David/Fitzpatrick, Dan: Wachovia Chooses Wells Fargo, Spurns Citi Deal Avoids Need for Taxpayer Cash; Pandit Vows a Fight, in: *The Wall Street Journal* v. 4.10.2008, abrufbar unter: <http://online.wsj.com/news/articles/SB122303190029501925>

Europäische Kommission: Bericht über staatliche Beihilfen der EU-Mitgliedstaaten v. 21.12.2012, SEK(2012) 443, abrufbar unter: http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/2012_autumn_de.pdf

Europäische Kommission: Staatliche Beihilfen: Kommission genehmigt Umstrukturierungsplan der BayernLB unter der Bedingung, dass diese 5 Mrd. EUR an staatlichen Beihilfen zurückzahlt, Pressemitteilung v. 25.7.2012, abrufbar unter: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-847_de.htm

Europäische Kommission: Staatliche Beihilfe NN 44/2008, Deutschland: Rettungsbeihilfe für Hypo Real Estate, K(2008)5735, abrufbar unter: http://ec.europa.eu/eu_law/state_aids/comp-2008/nn044-08.pdf

Europäische Kommission: Staatliche Beihilfen: Kommission genehmigt gemeinsame Rettungsbeihilfe Belgiens, Frankreichs und Luxemburgs zugunsten von Dexia, Pressemitteilung v. 20.11.2008, Nr. IP/08/1745, abrufbar unter: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-08-1745_de.htm

Europäische Kommission: State aid: Commission investigation into German banks IKB and Sachsen LB - frequently asked questions, Memorandum v. 27.2.2008, Nr. MEMO/08/124, abrufbar unter: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-08-124_fr.htm?locale=EN

Europäische Kommission: Staatliche Beihilfen für WestLB und NORD/LB: Kommission genehmigt für die beiden deutschen öffentlich-rechtlichen Banken Kapitalzuführungen in Höhe von 9 Mrd. EUR, Pressemitteilung v. 18.7.2007, Nr. IP/07/1112, abrufbar unter: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-07-1112_de.htm?locale=FR

Europäische Kommission: Staatliche Beihilfen: Kommission genehmigt die Kapitalerhöhungen von 1,2 Mrd. EUR zugunsten der deutschen Landesbanken HSH Nordbank und Bayern LB sowie die Einbringung von öffentlichem Sondervermögen als Stille Einlage bei der Landesbank Hessen-Thüringen, Pressemitteilung v. 6.9.2005, abrufbar unter: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-05-1096_de.htm?locale=FR

Europäische Zentralbank: Changes in Bank Financing Patterns, 2012, abrufbar unter: www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/changesinbankfinancingpatterns201204en.pdf

Europäische Zentralbank: Annual Report, 2004, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2004en.pdf>

Fama, Eugene F./Jensen, Michael C.: Agency Problems and Residual Claims, in: *Journal of Law & Economics* 1983, Vol. 26, S. 327 ff.

Farrell, Scott: Too Important to Fail: Legal Complexity im Planning for the Failure of Financial Market Infrastructure, in: Journal of International Banking Law and Regulation 2014, Vol. 29, S. 461 ff.

Ferguson, Charles: Predator Nation - Corporate Criminals, Political Corruption, and the Hijacking of America, New-York 2012 (zit.: *Ferguson*, Predator Nation)

Federal Deposit Insurance Corporation: Resolution of Systemically Important Financial Institutions: The Single Point of Entry Strategy, in: Federal Register 2013, Vol. 78, Nr. 243, S. 76614 ff.

Federal Deposit Insurance Corporation: Managing the Crisis: The FDIC and RTC Experience, Washington 1998

Federal Deposit Insurance Corporation/Bank of England: Resolving Globally Active, Systemically Important, Financial Institutions, 2012, abrufbar unter: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/documents/news/2012/nr156.pdf>

Financial Crisis Inquiry Commission: The Financial Crisis Inquiry Report - Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, Washington 2011, abrufbar unter: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>

Financial Stability Board: Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, 2011, abrufbar unter: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf

Financial Stability Board: Recovery and Resolution Planning: Making the Key Attributes Requirements Operational, 2012, abrufbar unter: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121102.pdf

Financial Stability Board: Recovery and Resolution Planning for Systemically Important Financial Institutions: Guidance on Developing Effective Resolution Strategies, 2013, abrufbar unter: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130716b.pdf

Finke, Jost/Kümpel, Thomas: Bilanzierung finanzieller Verbindlichkeiten nach IFRS. Untersuchung der Fair-Value-Bewertung bei ausgewählten Banken in der EU, in: IRZ 2013, S. 293 ff.

Fleckner, Andreas M.: Insolvenzrechtliche Risiken bei Asset Backed Securities, in: ZIP 2004, S. 585 ff.

Fleming, Michael/Sarkar, Asani: The Failure Resolution of Lehman Brothers, in: Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review 2014, Vol. 20, Nr. 2

Fleuriet, Michel: Investment Banking Explained - An Insider's Guide to the Industry, New York 2008 (zit.: *Fleuriet*, Investment Banking Explained)

Franke, Günter/Krahn, Jan/von Lüpk, Thomas: Effective Resolution of Banks: Problems and Solutions, in: ZVglRWiss 2014, S. 556 ff.

Frege, Michael C./Keller, Ulrich/Riedel, Ernst: Insolvenzrecht, in: Handbuch der Rechtspraxis, 7. Aufl., Band 3, München 2008

French, Kenneth R./Baily, Martin N./Campbell, John Y./Cochrane, John H./Diamond, Douglas W./Duffie, Darrell/Kashyap, Anil K./Mishkin, Frederic S./Rajan, Raghuram G., Scharfstein, David S./Shiller, Robert J./Shin, Hyun S./Slaughter, Matthew J./Stein, Jeremy C./Stulz, René M.: The Squam Lake Report - Fixing the Financial System, Princeton 2010 (zit.: The Squam Lake Report, S.), abrufbar unter: www.stat.unc.edu/faculty/cji/890-11/SquamLake.pdf

Frind, Frank: Restrukturierungsgesetz-Entwurf: Weniger wäre manchmal mehr, in: ZinsO 2010, S. 1921 ff.

Fritsch, Markus: Long Term Effects of Bank Acquisitions in Central and Eastern Europe, 2007, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008838

Früh, Andreas: Abtretungen, Verpfändungen, Unterbeteiligungen, Verbriefungen und Derivate bei Kreditforderungen vor dem Hintergrund von Bankgeheimnis und Datenschutz, in: WM 2000, S. 497 ff.

Frystatzki, Christian: Die Hinweise des Instituts der Wirtschaftsprüfer zur Rechnungslegung in der Insolvenz, in: NZI 2009, S. 581 ff.

Garrido, José M.: Out-of-Court Debt Restructuring, in: World Bank Studies, Washington 2012

Geithner, Timothy F.: Reducing systemic risk in a dynamic financial system, in: BIS Review 2008, Nr. 74, abrufbar unter: <http://www.bis.org/review/r080612b.pdf>

Gennaioli Nicola/Rossi, Stefano: Optimal Resolutions of Financial Distress by Contract, 2008, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=963587

Gilpin, Kenneth N.: Worldcom Changes Its Name and Emerges From Bankruptcy, in: The New York Times v. 20.4.2004, abrufbar unter: <http://www.nytimes.com/2004/04/20/business/20CND-MCI.html>

Goedeckmeyer, Karl-Heinz: Für die Bankenunion gut gerüstet, in: Die Bank 2014, S. 8 ff.

Gogger, Martin: Insolvenzgläubiger-Handbuch - Optimale Rechtsdurchsetzung bei Insolvenz des Schuldners, 3. Aufl., München 2011

Goodhart, Charles: Procyclicality and financial regulation, Banco de España, Estabilidad Financiera 2009, Nr. 16, S. 11 ff.

Gorton, Gary B.: Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007, Prepared for the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2009 Financial Markets Conference: Financial Innovation and Crisis, abrufbar unter:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1401882

Gottwald, Peter: Insolvenzrechts-Handbuch, 4. Aufl., München 2010 (zit.: *Bearbeiter* in: Gottwald, Insolvenzrechts-Handbuch)

Götz, Tobias : Der vereinfachte aktienrechtliche Squeeze-out zur Finanzmarktstabilisierung, in: NZG 2010, S. 412 ff.

Guerrera, Francesco/Bullock, Nicole/Macintosh, Julie: Wall Street made rod for own back, in: Financial Times v. 30.10.2008, abrufbar unter: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/85790440-a6c3-11dd-95be-000077b07658.html#axzz3AwTQyoCL>

Günther, Marcus: Bad Banks - Die Bewältigung systemischer Finanzkrisen durch Errichtung staatlicher Abwicklungsanstalten, Diss. Baden-Baden 2012 (zit.: *Günther*, Bad Banks)

Günther, Marcus: Systemrelevanz von Finanzinstituten, in: WM 2010, S. 825 ff.

Habersack, Mathias/Mülbert, Peter O./Schlitt, Michael: Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 3. Aufl., Köln 2013 (zit.: *Bearbeiter* in: Habersack/Mülnert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt)

Haentjens, Matthias: Bank Recovery and Resolution: □An Overview of International Initiatives, in: IILR 2014, S. 255 ff.

Haisch, Martin L./Helios, Marcus: Rechtshandbuch Finanzinstrumente, München 2011

Hallman, Ben: A Moment's Notice, in: The American Lawyer v. 1.12.2008, abrufbar unter: http://www.weil.com/~media/files/pdfs/a_moments_notice.pdf

Heidel, Thomas: Aktienrecht und Kapitalmarktrecht. Kommentar, 4 Aufl., Baden-Baden 2014 (zit.: *Bearbeiter* in: Heidel, AktG)

Heidel Thomas/Schall, Alexander (Hrsg.): Handelsgesetzbuch. Handkommentar, 1. Aufl., Baden-Baden 2011 (zit.: *Bearbeiter* in: Heidel/Schall, HGB)

Heidorn, Thomas/Jaster, Oliver/Willeitner, Ulrich: Anleihen: verbesserte Gläubigerposition durch event risk covenants? in: Die Bank 2002, S. 249 ff.

Heim, Michael: Als Deutschlands Banker Demut lernten, in: Spiegel Online v. 16.10.2008, abrufbar unter: www.spiegel.de/einestages/finanzkrise-a-947970.html

Henn, Günter/Frodermann, Jürgen/Jannott, Dirk: Handbuch des Aktienrechts, 8. Aufl., Heidelberg 2009 (zit.: *Bearbeiter* in: Henn/Frodermann/Jannott, Handbuch des Aktienrechts)

Henriques, Roberto/Leukers, Christian/Longato, Enrico: The Ins and Outs of Bail-Ins, in: J.P.Morgan - Europe Credit Research v. 6.9.2010, abrufbar unter: www.morganmarkets.com

Henssler, Martin/Strohn, Lutz: Gesellschaftsrecht, in: Beck'sche Kurz-Kommentare, Band 62, München 2014 (zit.: *Bearbeiter* in: Henssler/Strohn, Gesetz)

Hillgruber, Christian/Epping, Volker (Hrsg.): Grundgesetz. Kommentar, 2. Aufl., München 2013 (zit.: *Bearbeiter* in: Hillgruber/Epping, BeckOK GG)

Hirte, Heribert: Kapitalgesellschaftsrecht, 7. Aufl., Köln 2012

Hockmann, Heinz-Joseph/Thieß, Friedrich (Hrsg.): Investment Banking, 3. Aufl., Stuttgart 2012

Höche, Thorsten : Das Restrukturierungsgesetz - Neue Wege in der Bankenaufsicht (mit Seitenblicken auf die Schweiz und das Vereinigte Königreich), WM 2011, S. 49 ff.

Hofmann, Hans: Das Rettungsübernahmegesetz im Spiegel des Art. 14 III GG „Eine Enteignung ist nur zum Wohle der Allgemeinheit zulässig“, in: NVwZ 2009, S. 675 ff.

Hofmann, Stefan/Walter, Bernhard: Die Veräußerung Notleidender Kredite - aktives Risikomanagement der Bank im Spannungsverhältnis zwischen Bankgeheimnis und Datenschutz, in: WM 2004, S. 1566 ff.

Hoffmann, Wolf-Dieter/Lüdenbach, Norbert: Die bilanzielle Abbildung der Hypothekenkrise und die Zukunft des Bilanzrechts, in: DB v. 12.10.2007, S. 2213 ff.

Hölters, Wolfgang: Aktiengesetz. Kommentar, 2. Aufl., München 2014.

Hopt, Klaus J./Wiedemann, Herbert: Aktiengesetz. Großkommentar, 4. Aufl., Berlin 2012 (zit.: *Bearbeiter* in: Großkomm zum AktG).

Hopt, Klaus J./Wohlmannstetter, Gottfried (Hrsg.): Handbuch Corporate Governance von Banken, 1. Aufl., München 2011

Hotchkiss, Edith S./John, Kose/Thorburn, Karin S./Mooradian Robert M.: Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress, 2008, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1086942

House of Lords/House of Commons: Proprietary Trading, Third Report of Session 2012-13, HL Paper 138 - HC 1034, abrufbar unter: www.publications.parliament.uk/pa/jt201213/jtselect/jtpcb/138/138.pdf

Hüffer, Uwe: Aktiengesetz. Kommentar, 11 Aufl., München 2014 (zit.: *Bearbeiter* in: Hüffer, AktG)

Humbeck, Jochen: Plädoyer für ein materielles Konzerninsolvenzrecht, in: NZI 2013, S. 957 ff.

Inman, Phillip: Wall Street crisis: Bank of America buys Merrill Lynch, in: The Guardian v. 15.9.2008, abrufbar unter:
<http://www.theguardian.com/business/2008/sep/15/merrillynch.wallstreet>

Institut der Wirtschaftsprüfer: Empfehlungen zur Überschuldungsprüfung bei Unternehmen in: Stellungnahme des Fachausschusses Recht, Nr. 1/1996

International Capital Market Association, European Repo Market Survey 2008, Nr. 15, abrufbar unter: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/repo/latest/>

International Capital Market Association, European Repo Market Survey 2008, Nr. 16, abrufbar unter: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/repo/latest/>

Jackson, Thomas H.: The Fresh Start Policy in Bankruptcy Law, in: Harvard Law Review 1985, Vol. 98, S. 1393 ff.

Jackson, Thomas H.: Bankruptcy, Non-Bankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain, in: The Yale Law Journal 1982, Vol. 91, S. 857 ff.

Jackson, Thomas H./Skeel, David A.: Dynamic Resolution of Large Financial Institutions, in: Harvard Business Law Review 2012, Vol. 2, S. 435 ff.

Jäger, Hans Jörg: Die Zahlungsunfähigkeit nach geltendem und nach geplantem Insolvenzrecht, in: DB 1986, S. 1441 ff.

Jaletzke, Matthias/Veranneman, Peter: Finanzmarktstabilisierungsgesetz. Kommentar, 1. Aufl., München 2009 (zit.: *Bearbeiter* in: Jaletzke/Veranneman, FMStFG)

Johnston, Barry R./Nedelescu, Oana M.: The Impact of Terrorism on Financial Markets, in: IMF Working Paper Nr. WP/05/60, 2005, abrufbar unter:
www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp0560.pdf

Jostarndt, Philipp/Sautner, Zacharias: Out-of-Court Restructuring versus Formal Bankruptcy in a Non-Interventionist Bankruptcy Setting, Review of Finance 2010, Vol. 14, S. 623 ff.

Kahan, Marcel/Rock, Edward B.: How to Prevent Hard Cases from Making Bad Law: Bear Stearns, Delaware and the Strategic Use of Comity, in: Emory Law Journal 2009, Vol. 58, S. 713 ff.

Kaiser, Rückzahlung von Staatshilfen: Merkels Minusgeschäft mit der Commerzbank, in: Die Welt v. 13.3.2013, abrufbar unter: www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/commerzbank-nach-rueckzahlung-der-staatshilfen-bleibt-ein-verlust-a-888695.html

Karmel, Roberta S.: An Orderly Liquidation Authority is Not the Solution to Too-Big-To-Fail, in: Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law 2011, Vol. 6, S. 1 ff.

Karnitschnig, Matthew/Solomon, Deborah/Pleven, Liam/Hilsenrath, Jon E.: U.S. to Take Over AIG in \$85 Billion Bailout; Central Banks Inject Cash as Credit Dries Up, in: *The Wall Street Journal* v. 16.9.2008, abrufbar unter:
<http://online.wsj.com/news/articles/SB122156561931242905>

Kaufman, George G./Scott, Kenneth E.: What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It? in: *The Independent Review* 2003, Vol. 7, Nr. 3. S. 371 ff.

Kenadjian, Patrick S. (Hrsg.): *Too big to fail - Brauchen wir ein Sonderinsolvenzrecht für Banken?* Berlin, 2012 (zit.: *Bearbeiter* in: Kenadjian, *Too big to fail*)

Kennedy, Helen: General Motors files for Chapter 11 Bankruptcy; reorganization plan relies on \$30B from Treasury in: *The New York Times* v. 1.6.2009, abrufbar unter:
<http://www.nydailynews.com/news/money/general-motors-files-chapter-11-bankruptcy-reorganization-plan-relies-30b-treasury-article-1.374802>

Klamar, Nils/Sommer, Ulrich/Weber, Ingo: *Der effiziente M&A Prozess*, 1. Aufl., Freiburg 2013

Klauck, Kai-Oliver/Stegmann, Claus: *Basel III*, Stuttgart 2012

Kleidt, Benjamin/Schierack, Dirk: Mandatory Convertibles, in: *BKR* 2004, S. 18 ff.

Klüwer, Arne/Meister, Matthias: Forderungsabtretung und Bankgeheimnis, in: *WM* 2004, S. 1157 ff.

Kopper, Christopher: New perspectives on the 1931 banking crisis in Germany and Central Europe, in: *Business History* 2011, Vol. 53, S. 216 ff.

Kovar, Jean-Philippe: Le nouveau régime de résolution des crises bancaires, in: *Les Petites Affiches* 2013, Nr. 194

Krahen, Jan Pieter/Siekman, Helmut: Stellungnahme zum Gesetz zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtliche Organhaftung ("Restrukturierungsgesetz") v. 4.10.2010, abrufbar unter:
http://safefrankfurt.de/uploads/media/Krahen_Siekman_Restrukturierungsgesetz_Stellungnahme.pdf

Kristen, Sebastian/Keppel, Ulf: NPL-Transaktionen aus Sicht des Verkäufers - Risiken und Lösungsansätze, in: *BKR* 2005, S. 123 ff.

Krüger, Stefan/Pape, Maximilian: Patronatserklärungen und Beseitigung von Zahlungsunfähigkeit, *NZI* 2011, S. 617 ff.

Kuder, Karen/Obermüller, Manfred: Insolvenzzrechtliche Aspekte des neuen Schuldverschreibungsgesetzes, in: *ZinsO* 2009, S. 2025 ff.

Kuhner, Christoph/Maltry, Helmut: Unternehmensbewertung, 1. Aufl., Heidelberg 2006

Kümpel, Siegfried/Wittig, Arne: Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Köln 2011

Laars Reinhard: Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz. Kommentar, 2. Aufl., Baden-Baden 2013

Le Leslé, Vanessa: Bank Debt in Europe: “Are Funding Models Broken?”, in: IMF Working Paper 2012, Nr. WP/12/99, abrufbar unter:
www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12299.pdf

Lewis, Michael: How the Eggheads Cracked, in: The New-York Times v. 24.1.1999, abrufbar unter: <http://www.nytimes.com/1999/01/24/magazine/how-the-eggheads-cracked.html>

Liikanen, Erkki/Bänziger, Hugo/Campa, José/Gallois, Louis/Goyens, Monique/Krahnen, Jan P./ Mazzucchelli, Marco/Sergeant, Carol/Tuma, Zdenek/Wijffels, Herman: Hochrangige Expertengruppen für Strukturreformen im EU-Bankensektor, Schlussbericht v. 2.10.2012 (zit.: *Liikanen u.a.*, Schlussbericht), abrufbar unter:
http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_de.pdf

Lorenz, Manuel: Der Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten - Überblick und erste Einordnung, in: NZG 2010, S. 1046 ff.

Lowenstein, Roger: When Genius Failed - The Rise and Fall of Long-Term Capital Management, London 2001 (zit.: *Lowenstein*, When Genius Failed)

Lubben, Stephen J./Woo, Sarah P.: Reconceptualizing Lehman, Texas International Law Journal 2014, Vol. 49, S. 295 ff.

Luz, Günther/Neus, Werner/Schaber, Mathias/Scharpf, Paul/Schneider, Peter/Weber, Max: Kommentar zum Kreditwesengesetz, 2. Aufl., Stuttgart 2011 (zit.: *Bearbeiter* in: Luz/Neus/Schaber/Scharpf/Schneider/Weber, KWG)

Lwowski, Hans-Jürgen/Fischer, Gero/Langenbacher, Katja (Hrsg.): Das Recht der Kreditsicherung, 9. Aufl., Berlin 2011

Macey, Jonathan R./Miller, Geoffrey P.: Bank Failures, Risk Monitoring and the Market for Bank Control in: Columbia Law Review 1988, Vol. 88, S. 1153 ff.

Macorig-Venier, Francine: Entreprises en difficulté. Les créanciers (I) - Situation des créanciers, in: Répertoire Dalloz Droit commercial 2014

Madueno, Emily L.: The Fifth Amendment's Takings Clause: Public Use and Private Use; Unfortunately, There Is No Difference, in: Loyola of Los Angeles Law Review 2007, Vol. 40, S. 809 ff.

Martini, Mario: Zur Kasse bitte ...! Die Bankenabgabe als Antwort auf die Finanzkrise - Placebo, Heilmittel oder Gift? in: NJW 2010, S. 2019 ff.

Maunz, Theodor/Dürig, Günter: Grundgesetz. Kommentar, 53. Aufl., München 2009 (zit.: *Bearbeiter*, in: Maunz/Dürig, GG)

McConnell, John/Tashjian, Elizabeth/Lease, Ronald: Prepacks: An Empirical Analysis of Pre-packaged Bankruptcies in: Journal of Financial Economics 1996, Vol. 40, S. 135 ff.

McCracken, Jeffrey: Lehman's Chaotic Bankruptcy Filing Destroyed Billions in Value, in: The Wall Street Journal v. 29.12.2008, abrufbar unter:
<http://online.wsj.com/news/articles/SB123050916770038267>

McDermid, Riley/Barr, Alistair: Wall Street watches Lehman walk on thin ice, in: MarketWatch v. 17.3.2008, abrufbar unter:
<http://www.marketwatch.com/story/wall-street-watches-lehman-walk-on-thin-ice>

McDonald, Larry: A Colossal Failure of Common Sense - The Incredible Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers, London 2009 (zit.: *McDonald*, A Colossal Failure of Common Sense)

Melaschenko, Paul/Reynolds, Noel: A template for recapitalising too-big-to-fail banks, in: BIS Quarterly Review, June 2013, S. 25 ff.

Menon, Jon/Glover, John: Barclays Sells \$12.3 Billion of Loans to Protium Fund, in: Bloomberg v. 16.9.2009, abrufbar unter:
<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=as5f4rMU.gbE>

Menz, Klaus-Michael: Moral Hazard und Covenants am Euro-Unternehmensanleihemarkt, in: Die Bank 2002, S. 774 ff.

Merton, Robert K.: Social Theory and Social Structure, New York 1968

Mirow, Cornelius: Die Übertragung von Aktien im Aktienkaufvertrag - Formulierungshilfen für die Praxis, in: NZG 2008, S. 52 ff.

Moeninghoff, Sebastian C./Wieandt, Axel: Too Big To Fail ?! Leçons de la crise financière, in: Revue d'économie financière Nr. 101 (1-2011), S. 231 ff.

Moosa, Imad A.: The Myth of Too Big to Fail, New-York 2010

Morgenson, Gretchen: The Man Behind the Curtain, in: The New-York Times v. 2.10.1998, abrufbar unter:
<http://www.nytimes.com/1998/10/02/business/billion-dollar-bettor-special-report-man-behind-curtain-hedge-fund-wizard-wall.html>

Morrison, Alan D./Wilhelm, William J.: Investment Banking - Institutions, Politics and Law, Oxford 2007 (zit.: *Morrison/Wilhelm*, Investment Banking)

Morrison, Alan D./Wilhelm, William J.: Investment Banking: Past, Present, and Future, in: The Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 19, 2007, S. 8 ff.

Moshinsky, Ben: BoE Seeks Derivatives Pact to Prevent a Repeat of Lehman Cascade, in: Bloomberg v. 4.3.2014, abrufbar unter: <http://www.bloomberg.com/news/2014-03-04/boe-seeks-derivatives-pact-to-prevent-a-repeat-of-lehman-cascade.html>

Möslein, Florian: Grundsatz- und Anwendungsfragen zur Spartenrennung nach dem sog. Trennbankgesetz, in: BKR 2013, S. 397 ff.

Moyer, Stephen G.: Distressed Debt Analysis – Strategies for Speculative Investors, Washington 2005

Müller-Eising, Karsten/Brandt, Tim O./Sinhart, Michael/Lorenz, Mark/Löw, Hans-Peter: Das Banken-Restrukturierungsgesetz, in: BB 2011, S. 66 ff.

Müller, Anne-Catherine: La nouvelle procédure de résolution, articles 26 et 27 de la loi du 26 juillet 2013, in: Revue de Droit Bancaire et Financier 2013, Nr. 6.

Müller, Welf/Rödter, Thomas (Hrsg.): Beck'sches Handbuch der AG: Gesellschaftsrecht – Steuerrecht – Börsengang, 2. Aufl., München 2009 (zit.: *Bearbeiter* in: Müller/Rödter, Beck'sches Handbuch der AG)

Münchener Kommentar zum Aktiengesetz: Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kalss, Susanne, 3. Aufl., München 2008 (zit.: *Bearbeiter* in: MünchKomm zum AktG)

Münchener Kommentar zum Bilanzrecht: Henrichs, Joachim/Kleindiek, Detlef/Watrin, Christoph, 1. Aufl., Band 2, München 2013 (zit.: *Bearbeiter* in: MünchKomm zum Bilanzrecht, HGB)

Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: Säcker, Franz J./Rixecker, Roland, 6. Aufl., München 2012 (zit.: *Bearbeiter* in: MünchKomm zum BGB)

Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch: Schmidt, Karsten, 3. Aufl., München 2013 (zit.: *Bearbeiter* in: MünchKomm zum HGB)

Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung: Eidenmüller, Horst/Stürner, Rolf, 3. Aufl., München 2013 (zit.: *Bearbeiter* in: MünchKomm zur InsO)

Mussler, Hanno: Bund verliert mit der Commerzbank 2,5 Milliarden Euro, in: F.A.Z. v. 25.5.2013, abrufbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/rettungsfonds-soffin-bund-verliert-mit-der-commerzbank-2-5-milliarden-euro-12184246.html>

Mussler, Hanno: Die Commerzbank ist überdimensioniert, in: F.A.Z. v. 6.11.2013, abrufbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/geschaeftsmodell-die-commerzbank-ist-ueberdimensioniert-12649928.html>

NG, Jeffrey/Tudor, Alison: Hong Kong Agreement in Lehman Case, in: *The Wall Street Journal* v. 5.8.2011, abrufbar unter: <http://online.wsj.com/news/articles/SB30001424053111903885604576487023433127628>

Nerlich, Jörg/Romermann, Volker: *Insolvenzordnung. Kommentar*, München 2013 (zit.: *Bearbeiter* in: Nerlich/Romermann, *InsO*)

Nikoleyczik, Tobias: Erwerb der Dresdner-Bank durch die Commerzbank - Beteiligungserwerb kein "Holzmüller"-Fall, in: *NZG* 2011, S. 91 ff.

Nobbe, Gerd: Bankgeheimnis, Datenschutz und Abtretung von Darlehensforderungen, in: *WM* 2005, S. 1537 ff.

Nodoushani Manuel: CoCo-Bonds in Deutschland – Die neue Wandelschuldverschreibung, in: *ZBB* 2011, S. 143 ff.

Norris, Floyd: Eyes Open, WaMu Still Failed, in: *The New York Times* v. 24.3.2011, abrufbar unter: <http://www.nytimes.com/2011/03/25/business/25norris.html?pagewanted=all>

Obermüller, Manfred: *Insolvenzrecht in der Bankpraxis*, Köln 2011

Obermüller, Manfred: Das Bankenrestrukturierungsgesetz – ein kurzer Überblick über ein langes Gesetz, in: *NZI* 2011, S. 81 ff.

Obermüller, Manfred: Die Umsetzung der Finanzsicherheitenrichtlinie, in: *ZinsO* 2004, S. 187 ff.

Ötker-Robe, Inci/Narain, Aditya/Llyina, Anna/Surti, Jay: The Too-Important-to-Fail Conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve, in: *IMF Staff Discussion Note* 2011, Nr. SDN/11/12, abrufbar unter: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1112.pdf>

Pazarbasioglu, Ceyla/Zhou, Jianping/ Le Leslé, Vanessa/Moore, Michael: Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features, in: *IMF Staff Discussion Note* 2011, Nr. SDN/11/01, abrufbar unter: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1101.pdf>

Pannen, Klaus: *Krise und Insolvenz bei Kreditinstituten*, 3. Aufl., Köln 2010

Petrovic, Ana/Tutsch, Ralf: National Rescue Measures in Response to the Current Financial Crisis in: *ECB Legal Working Paper Series* 2009, Nr. 8

Pezzuto, Ivo: Miraculous Financial Engineering or Toxic Finance? The genesis of the U.S. subprime mortgage loans crisis and its consequences on the global financial markets and real economy in: *SMC Working Papers* 2008, Issue Nr. 12

Picot, Gerhard: *Unternehmenskauf und Restrukturierung. Handbuch zum Wirtschaftsrecht*, 4. Aufl., München 2013 (zit.: *Bearbeiter* in: Picot, *Unternehmenskauf und Restrukturierung*)

Pittman, Mark: Bear Stearns Fund Collapse Sends Shocks Through CDOs, Bloomberg v. 21.6.2007, abrufbar unter:
<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ahWfhEJ7dra4>

Pitzke, Marc: Geretteter Versicherungsriese: Volkszorn verhindert AIG-Klage gegen US-Regierung in: SpiegelOnline v. 9.1.2013, abrufbar unter:
<http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/moegliche-klage-von-versicherungsriese-aig-erzuernt-amerikaner-a-876676.html>

Podewills, Felix: Neuerungen im Schuldverschreibungs- und Anlegerschutzrecht. Das Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung, in: DStR 2009, S. 1914 ff.

Pott, Sarah: Renaissance des modifiziert zweistufigen Überschuldungsbegriffs, in: NZI 2012, S. 4 ff.

Prendergast, Nyika: No Instructions Required: Due Process And Post-Deprivation Remedies For Property Seized In Criminal Investigations, in: Journal of Law and Criminology 2000, Vol. 90, S. 1013 ff.

Priester, Hans-Joachim: Debt-Equity-Swap zum Nennwert?, in: DB 2010, S. 1445 ff.

Pulvino, Todd C.: Do Asset Fire Sales Exist? An Empirical Investigation of Commercial Aircraft Transactions, in: The Journal of Finance 1998, Vol. 53, S. 939 ff.

Quinn, James: Obama promises US taxpayer will never again foot bill for banks, in: The Telegraph v. 21.7.2010, abrufbar unter:
<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/7903365/Obama-promises-US-taxpayer-will-never-again-foot-bill-for-banks.html>

Rat für Finanzstabilität/Internationaler Währungsfonds/Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institution: Initial Considerations - Background Paper, Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors v. 28.10.2009, abrufbar unter: www.imf.org/external/np/g20/pdf/100109a.pdf

Riethmüller, Tobias C.: Das Restrukturierungsgesetz im ökonomischen und internationalen Kontext, in: WM 2010, S. 2295 ff.

Rinze, Jens /Heda, Claudius : Non-Performing Loan und Verbriefungs-Transaktionen: Bankgeheimnis, Datenschutz, § 203 StGB und Abtretung, in: WM 2004, S. 1557 ff.

Rittenbruch, Klaus: Makroökonomie, Oldenbourg 2000

Romero, Simon: Worldcom's Collapse: the Overview; Worldcom files for Bankruptcy; Largest U.S. Case, in: The New York Times v. 22.7.2002, abrufbar unter:
<http://www.nytimes.com/2002/07/22/us/worldcom-s-collapse-the-overview-worldcom-files-for-bankruptcy-largest-us-case.html>

Ruthardt, Frederik/Hachmeister, Dirk: Ermittlung der angemessenen Barabfindung beim Squeeze Out - Zur grundsätzlichen Notwendigkeit einer fundamentalen (Ertrags-) Wertermittlung, in: NZG 2014, S. 41 ff.

Sallaberry, Libby: Lehman verkauft Immobilien-Tochter Archstone für 6,5 Mrd. Dollar, in: Die Welt v. 26.11.2012, abrufbar unter:
<http://www.welt.de/newsticker/bloomberg/article111533328/Lehman-verkauft-Immobilien-Tochter-Archstone-fuer-6-5-Mrd-Dollar.html>

Salord, Aude/De Vauplane, Hubert: Le pouvoir de bail-in correspond-il à une expropriation? in: Revue Banque 2013, Nr. 765

Salord, Aude/Vermeille, Sophie: Expropriation, aléa moral & Chapter 11 bancaire in: Droit & Expertise, La Minute Éco v. 19.12.2012, abrufbar unter:
<http://droitetcroissance.fr/wp-content/uploads/2012/12/ODA3.pdf>

Sandler, Linda: Lehman Settles Dispute With Aozora Bank for \$470 Million, in: Bloomberg v. 20.2.2013, abrufbar unter:
<http://www.bloomberg.com/news/2013-02-20/lehman-settles-dispute-with-aozora-bank-for-470-million.html>

Schäfer, Dorothea/Zimmermann, Klaus F.: Bad Bank(s) and Recapitalization of the Banking Sector, in: DIW Berlin Discussion Papers 2009, Nr. 897, abrufbar unter:
http://www.diw.de/sixcms/detail.php?id=diw_01.c.453600.de

Schaefer, Steve: A Look Back At Bear Stearns, Five Years After Its Shotgun Marriage To JPMorgan in: Forbes v. 14.3.2013, abrufbar unter:
<http://www.forbes.com/sites/steveschaefer/2013/03/14/a-look-back-at-bear-stearns-five-years-after-its-shotgun-marriage-to-jpmorgan/>

Schaffelhuber, Kai A: Regulierung des „Schattenbankensystems“, in: GWR 2011, S. 488 ff.

Scharpf, Paul/Schaber, Mathias: Handbuch Bankbilanz, 5. Aufl., Düsseldorf 2013

Schelo, Sven: Neue Restrukturierungsregeln für Banken, in: NJW 2011, 186 ff.

Schildbach, Thomas: Fair Value, Subprime-Krise und Destabilisierung der Wirtschaft, in: DStR 2012, S. 474 ff.

Schillig, Michael: Bank Resolution Regimes in Europe II – Resolution Tools and Powers, 2012, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2136084

Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen: Bankrechts-Handbuch, München 2011 (zit.: *Bearbeiter* in: Schimansky/Bunte/ Lwowski, Bankrechts-Handbuch)

Schmidt, Karsten: Überschuldung und Insolvenzantragspflicht nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz, in: DB 2008, S. 2467 ff.

Schmidt, Karsten: Die sanierende Kapitalerhöhung im Recht der Aktiengesellschaft, GmbH und Personengesellschaft, in: ZGR 1982, S. 519 ff.

Schmitt, Joachim/Hörtnagl, Robert/Stratz, Rolf-Christian: Umwandlungsgesetz. Kommentar, 6. Aufl., München 2013 (zit.: *Bearbeiter* in: Schmitt/Hörtnagl/ Stratz, UmwG)

Schneider, Uwe H.: Zwischenruf – Was ist eine systemisch relevante Bank? in: ZRP 2009, S. 119 ff.

Schön, Wolfgang/Hellgardt, Alexander/Osterloh-Konrad, Christine: Bankenabgabe und Verfassungsrecht – Teil I: Verfassungsrechtliche Zulässigkeit als Sonderabgabe in: WM 2010, S. 2145 ff.

Schraner, Johannes J.: Grossbanken - Europäische Union – Bail-in statt Bail-out, in: Schweizer Bank 2012, Nr. 8, S. 15 ff.

Schumpeter, Joseph A.: Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, 8 Aufl., Tübingen 2005

Schüppen, Matthias/Schaub, Bernard: Münchener Anwaltshandbuch Aktienrecht, 2. Aufl., München 2010 (zit.: *Bearbeiter* in: Schüppen/Schaub, MAH Aktienrecht)

Schuster, Gunnar/Westphal, Lars: Neue Wege zur Bankensanierung – Ein Beitrag zum Restrukturierungsgesetz (Teil I), in: DB 2011, S. 221 ff.

Schuster, Gunnar/Westphal, Lars: Neue Wege zur Bankensanierung – Ein Beitrag zum Restrukturierungsgesetz (Teil II), in: DB 2011, S. 282 ff.

Schwarcz, Steven L.: Systemic Risk, in: The Georgetown Law Journal 2008, Vol. 97, S. 193 ff.

Schwarcz, Steven L./Sharon, Ori: The Bankruptcy-Law Safe Harbor for Derivatives: A Path-Dependence Analysis, in: Washington and Lee Law Review 2014, Vol. 71, Nr. 3 (Veröffentlichung in Vorbereitung)

Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel: Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., München 2010 (zit.: *Bearbeiter* in: Schwark/Zimmer, KMRK)

Scinta, Christopher/Sandler, Linda: Lehman Facing More Than 16,000 Creditors' Claims, in: Bloomberg v. 23.9.2009, abrufbar unter:
<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aR9y3xb3PdNw>

Scott, Kenneth E.: A Guide to the Resolution of Failed Financial Institutions: Dodd-Frank Title II and Proposed Chapter 14, in: Stanford Law and Economics Olin Working Paper 2012, Nr. 426.

Scott, Kenneth E.: Dodd-Frank: Resolution or Expropriation? 2010, abrufbar unter:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1673849

Scott, Kenneth E./Taylor, John B.: Bankruptcy, Not Bailout - A special Chapter 14, Stanford 2012 (zit.: *Bearbeiter* in: Scott/Taylor, Bankruptcy, Not Bailout)

Sean, Kensil E./Kaitlin, Margraf: The Advantage of Failing First: Bear Stearns v. Lehman Brothers, in: The Journal of Applied Finance 2012, Vol. 22, S. 60 ff.

Semler, Johannes/Stengel, Arndt (Hrsg.): Umwandlungsgesetz. Kommentar, 3. Aufl., München 2012 (zit.: *Bearbeiter* in: Semler/Stengel, UmwG)

Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W.: Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach, in: Journal of Finance 1992, Vol. 47, S. 1343 ff.

Siemon, Klaus/Frind, Frank: Der Konzern in der Insolvenz – Zur Überwindung des Dominoeffekts in der (internationalen) Konzerninsolvenz, in: NZI 2013, S. 1 ff.

Simon, Stefan: Der Debt Equity Swap nach dem Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG), in: Corporate Finance Law 2010, S. 448 ff.

Singh, Manmohan/Aitken, James: Deleveraging after Lehman – Evidence from Reduced Re-hypothecation, in: IMF Working Paper 2009, Nr. WP/09/42, abrufbar unter: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0942.pdf>

Sittmann, Jörg W.: Kreditunterbeteiligung von Banken in: WM 1996, S. 469 ff.

Skeel, David A.: The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences, Hoboken (USA) 2010

Skeel, David A./Jackson, Thomas: Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy, in: Columbia Law Review 2012, Vol. 112, S. 152 ff.

Slivinski, Stephen: Too Interconnected to Fail? The rescue of Long-Term Capital Management, in: Federal Reserve Bank of Richmond, Region Focus 2009, S. 34 ff.

Sorkin, Andrew R.: Too Big to Fail: The inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system – and themselves, New-York 2009 (zit.: *Sorkin*, Too Big To Fail)

Sorkin, Andrew R.: JPMorgan Pays \$2 a Share for Bear Stearns, The New York Times v. 17.3.2008, abrufbar unter: http://www.nytimes.com/2008/03/17/business/17bear.html?pagewanted=all&_r=0

Sorkin, Andrew R./Bajaj, Vikas: Shift for Goldman and Morgan Marks the End of an Era, in: The New York Times v. 21.9.2008, abrufbar unter: http://www.nytimes.com/2008/09/22/business/22bank.html?_r=0

Spindler, Gerald/Stilz, Eberhard: Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., München 2010 (zit.: *Bearbeiter* in: Spindler/Stilz, AktG)

Sprayregen, James H.M./Hessler, Stephen E.: Too Much Discretion to Succeed: Why A Modified Bankruptcy Code Is Preferable to Title II of the Dodd-Frank Act, 2011, abrufbar unter: http://www.federalreserve.gov/SECRS/2011/June/20110607/OP-1418/OP-1418_053111_80002_310357154312_1.pdf

Staudinger, Julius von (Hrsg.): Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, Berlin 2004-2011 (zit.: *Bearbeiter* in: Staudinger, BGB)

Stengel, Yvonne: Das Kreditinstitute-Reorganisationsgesetz: Rechtliche Aspekte der zukünftigen Sanierung und Reorganisation von Kreditinstituten, in: DB 2011, Beil. 4, S. 11 ff.

Story, Louise: For Bank of America, the Pressure Mounts Over Merrill Deal, in: The New York Times v. 16.1.2009, abrufbar unter: <http://www.nytimes.com/2009/01/17/business/17merrill.html>

Strasser, Richard C.: „Come Monday, It'll be All Right“: Buffett, the U.S. Financial Crisis and the Need for a Reliable, Private Liquidity Consortium, in: DePaul Business & Commercial Law Journal 2012, S. 291 ff.

Swire, Peter P.: Bank Insolvency Law Now That It Matters Again in: Duke Law Journal 1992, Vol. 42, S. 469 ff.

Tagliarino-Vignal, Nancy: Entreprises en difficulté – Liquidation judiciaire, in: Répertoire Dalloz Droit commercial 2014

Taylor, John B.: Getting off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis, Stanford 2009 (zit.: *Taylor*, Getting off Track)

Teitelbaum, Richard: Secret AIG Document Shows Goldman Sachs Minted Most Toxic CDOs, in: Bloomberg v. 23.2.2010, abrufbar unter: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ax3yON_uNe7I

Theewen, Eckhard M.: Problemkredite und die „Mindestanforderungen an das Kreditgeschäft der Kreditinstitute“ - Workout, Outsourcing oder Bad Bank? in: WM 2004, S. 105 ff.

Tolckmitt, Jens: Bankenrefinanzierung im Umbruch: Was heißt das für Covered Bonds – Pfandbrief? in: ZfgK 2011, S. 711 ff.

Tsuji, Yukitami: Measuring the Agency Costs of Debt: A Simplified Approach, in: Journal of Business, Economics & Finance 2012, Vol. 1, S. 70 ff.

Uhlenbruck, Wilhelm: Insolvenzordnung. Kommentar, 13. Aufl., München 2010 (zit.: *Bearbeiter* in: Uhlenbruck, InsO)

Urs Zulauf, Bern: Schweizer Bankensanierungsrecht – geeignet für systemrelevante Banken? Ein Vergleich mit den Vorschlägen in Deutschland, in: WM 2010, S. 1525 ff.

Utset, Manuel A.: Complex Financial Institutions and Systemic Risk, in: Georgia Law Review 2011, Vol. 45, S. 1 ff.

Valukas, Anton R.: Examiner's Report, In Re Lehman Brothers Holdings Inc., *et al.* Chapter 11, Case No. 08-13555, abrufbar unter: jenner.com/lehman (zit.: *Valukas, Examiner Report*)

Van der Wee, Herman: A History of European Banking, San Francisco 1991

Van Kann, Jürgen/Rosak, Philip: Das geplante Trennbankgesetz – Ausgliederung spekulativer Geschäfte zur Abschirmung von Risiken, in: NZG 2013, S. 572 ff.

Vermeille, Sophie: Un „Chapter 11“ bancaire? in: Revue Banque 2013, Nr. 755, S. 92 ff.

Vermeille, Sophie/François, Tom: Le « feuilleton Technicolor » : et si rien n'était vraiment réglé ? in: JurisClasseur Entreprise 2012, Nr. 40, S. 1582 ff.

Vermeille, Sophie/Bézert, Adrien: L'éviction des actionnaires en amont de la cessation des paiements : un impératif pour lutter contre l'excès d'endettement, in: Recueil Dalloz 2013, S. 2045 ff.

Vermeille, Sophie/Bourguet, Régis/Bézert, Adrien: L'affaire Belvédère ou les effets contre-productifs du droit français des entreprises en difficulté – Plaidoyer pour une réforme ambitieuse, in: Recueil Dalloz 2013, Nr. 3, S. 17 ff.

Vogel, Hans-Gert: Schuldverschreibungen; Neuregelung; Anfechtung, in: ZBB 2010, S. 211 ff.

Von der Crone, Hans C./Beeler, Lukas: Die Regulierung von systemrelevanten Finanzinstituten nach schweizerischem Recht, in: ZBB 2012, S. 12 ff.

Von Furstenberg, George M.: Mega-Banks' Self-Insurance with Cocos: A Work in Progress, in: HKIMR Working Paper 2012, Nr. 7, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2025801

Wackerbarth, Ulrich: Überschuldung und Fortführungsprognose, in: NZI 2009, S. 145 ff.

Wallison, Peter J.: The Error at the Heart of the Dodd-Frank Act, in: AEI Financial Services Outlook, August-September 2011, abrufbar unter: <http://www.aei.org/files/2011/09/06/files/2011/09/06/FSO-2011-September-Wallison.pdf>

Weber, Ahrend: Der Kunde in der Insolvenz seiner Bank, in: ZinsO 2009, S. 628 ff.

Weil, Jonathan: Lehman's Greatest Value Lies in Lessons Learned, in: Bloomberg v. 11.6.2008, abrufbar unter: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aLvc47iu_Re0

Wilchins, Dan/Comlay, Elinor: CIT Group files for prepackaged bankruptcy, in: Reuters v. 1.11.2009, abrufbar unter:
<http://www.reuters.com/article/2009/11/01/us-cit-idUSTRE5A01NX20091101>

Wilmarth, Arthur E.: The Dodd-Frank Act: A Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-to-Fail Problem, in: Oregon Law Review 2011, Vol. 89, S. 951 ff.

Winnefeld, Robert: Bilanz-Handbuch: Handels- und Steuerbilanz, Rechtsformspezifisches Bilanzrecht, Bilanzielle Sonderfragen, Sonderbilanzen, IAS/US-GAAP, 4. Aufl., München 2006

Wood, Roderick J.: Subordination Agreements, Bankruptcy and the PPSA, in: Canadian Business Law Journal 2010, Vol. 49, S. 66 ff.

Wolfers, Benedikt/Rau, Markus: Enteignung zur Stabilisierung des Finanzmarktes: Das Rettungsübernahmegesetz, in: NJW 2009, S. 1297 ff.

Wolfers, Benedikt/Voland, Thomas: Der Weg aus der Krise? – Ein Überblick über das Restrukturierungsgesetz, in: WM 2011, S. 1159 ff.

Wüerst, Alexander: Drei Jahre nach Lehman – wo steht das Finanzsystem? in: ZfgK 2011, S. 946 ff.

Wünsch, Oliver: Die Quadratur des Kreises: Rechtliche und ökonomische Aspekte der Abwicklung von Banken, in: SZW/RSDA 2012, S. 523 ff.

Zerey, Jean-Claude (Hrsg.): Finanzderivate. Rechtshandbuch, 3. Aufl., Baden-Baden 2013 (zit.: *Bearbeiter* in: Zerey, Finanzderivate).

Zimmer, Daniel/Bueren, Eckart: Rechtliche Rahmenbedingungen für einen Ausstieg des Bundes aus krisenbedingten Bankbeteiligungen, in: NZG 2011, S. 405 ff.

Zimmer, Daniel/Fuchs, Florian: Die Bank in Krise und Insolvenz: Ansätze zur Minderung des systemischen Risikos, in: ZGR 2010, S. 597 ff.

Zhou, Chen: Are Banks Too Big To Fail? Measuring Systemic Importance of Financial Institutions, in: International Journal of Central Banking 2010, S. 205 ff.

Zhou, Jianping/Rutledge, Virginia/Bossu, Wouter/Dobler, Marc/Jassaud, Nadege/Moore, Michael: From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions, in: IMF Staff Discussion Note 2012, Nr. SDN/12/02, abrufbar unter:
<https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=25858.0>