

EUROPEAN BUSINESS SCHOOL
International University Schloss Reichartshausen

These

Zur Erlangung des akademischen Grades
Master of Science

Finanzmarktstabilisierung 2008 / 2009

Kontext, Analyse und Bewertung der Maßnahmen des deutschen Gesetzgebers

Name: David Dell
Adresse: Neuer Weg 1, 57645 Nister
Eingereicht bei: Prof. Dr. Gerhard Picot
Dr. Dirk Classen
Datum: Mittwoch, 24. Juni 2009

Inhalt

Verzeichnisse (Abkürzungen, Abbildungen, Tabellen)	ii
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung	2
1.2 Gang der Untersuchung	3
2 Die internationale Finanzkrise.....	3
2.1 Theorie: Effizienz durch Strukturierung und Verbriefung	3
2.2 Praxis: Überinvestition und Risikounterschätzung	6
2.3 Entstehung der Hypothekenblase und deren Platzen.....	9
2.4 Konsequenzen: Austrocknen des Interbankenmarktes.....	10
2.5 Spezifische Auswirkungen	15
2.6 Erstes Fazit zur internationalen Finanzkrise.....	18
3 Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG)	19
3.1 Entstehung und Einordnung	19
3.2 Motive des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes	21
3.3 Der Finanzmarktstabilisierungsfonds.....	22
3.3.1 Grundsätzliches und Verwaltung	22
3.3.2 Garantievergabe für Unternehmensverbindlichkeiten	24
3.3.3 Rekapitalisierung via Beteiligung.....	25
3.3.4 Risikoübernahme von nicht werthaltigen Aktiva.....	27
3.3.5 Erfasste Unternehmen und Auflagen	29
3.4 Änderung bestehender Gesetze	32
3.5 Inanspruchnahme.....	34
3.6 Auswirkungen auf den Finanzmarkt	36
4 Weitere Stabilisierung des Finanzmarktes (FMStErgG)	39
4.1 Entstehung und Einordnung	39
4.2 Motive des Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetzes	40
4.3 Änderung der Regelungen Finanzmarktstabilisierungsgesetzes	41
4.3.1 Weitere zivilrechtliche Vereinfachung von Kapitalmaßnahmen	42
4.3.2 Vereinfachung des Übernahmerechts	44
4.4 Das Rettungsübernahmegesetz.....	45
4.5 Inanspruchnahme.....	48
4.6 Auswirkungen auf den Finanzmarkt	50
5 Kurzdarstellung: Das Bad-Bank Gesetz	52
6 Bewertung der Maßnahmen.....	53
6.1 Zusammenfassung	53
6.2 Internationaler Vergleich.....	54
6.3 Bewertung	57
7 Fazit und Ausblick	60
Quellenverzeichnis	61
Anhang	618

Abkürzungsverzeichnis

a.F.	alte Fassung
Abl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
ABS	Asset Backed Securities
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
AufsichtsRL	Richtlinie zur Durchführung und Qualitätssicherung der laufenden Überwachung der Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute durch die Deutsche Bundesbank
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BdF	Bundeminister der Finanzen
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BHO	Bundeshaushaltsordnung
Bil.	Billion(en)
BR	Bunderat
BT	Bundestag
Bubill	Unverzinsliche Schatzanweisungen des Bundes
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CEO	Chief Executive Office
CP	Commercial Papers
EG	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
engl.	englisch
EUR	Euro (Währung)
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EZB	Europäische Zentralbank
FBiD	Französische Botschaft in Deutschland
Fed.	U.S. Federal Reserve
Federal Reserve	U.S. Federal Reserve
FIRE	Finance Insurance and Real Estate
FMS	Finanzmarktstabilisierungsfonds
FMSA	Finanzmarktstabilisierungsanstalt
FMStBG	Gesetz zur Beschleunigung und Vereinfachung des Erwerbs von Anteilen an sowie Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors durch den Fonds "Finanzmarktstabilisierungsfonds - FMS"
FMStErgG	Gesetz zur weiteren Stabilisierung des Finanzmarktes
FMStFG	Gesetz zur Errichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds
FMStFV	Verordnung zur Durchführung des Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetzes
FMStG	Gesetz zur Umsetzung eines Maßnahmenpakets zur Stabilisierung des Finanzmarktes
GBP	Pfund Sterling

gem.	gemäß
GmbH	GmbH
GmbHG	GmbHG
HGB	Handelsgesetzbuch
HRE	Hypo Real Estate
i.	in
i.e.	id est (lat. das heißt)
i.F.	im Folgenden
i.S.d.	im Sinne des/der
i.V.m.	in Verbindung mit
InsO	Insolvenzordnung
InvG	Investmentgesetz
KO	Konkursordnung
KWG	Kreditwesengesetz
LBO	Leveraged Buy-Out
LIBOR	London Interbank Offered Rate
lit.	litera (lat. Buchstabe)
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buy-Out
MBS	Mortgage Backed Securities
Mrd.	Milliarde(n)
n.F.	neu Fassung
Nr.	Nummer
p.a.	per annum (lat. jährlich)
PD	Probability of Default
Repo	Sale and Repurchase Agreement
RettungsG	Rettungsübernahmegesetz
RiL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
S.	Seite
s.o.	siehe oben
SE	Societas Europaea (lat. Europäische Gesellschaft)
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association
SoFFin	Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung
SPV	Special Purpose Vehicle
T-Bill	Treasury Bill (unverzinsliche kurzfristige Schuldverschreibung)
UK	United Kingdom
USA	United States of America
USD	US-Dollar
VAG	Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen
vgl.	vergleiche
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z.B.	zum Beispiel

Abbildungen (Anhang):

1:	<i>Preis eintägiger USD Commercial Papers</i>	S. 69
2:	<i>TED-Spread (Prozentpunkte)</i>	S. 70
3:	<i>Euro-LIBOR Übernacht (Prozent)</i>	S. 71
4:	<i>Differenz Euro-LIBOR Bubill (Prozent)</i>	S. 72
5:	<i>Indizes des deutschen Finanzsektors (Absolut)</i>	S. 73
5a:	<i>Indizes des deutschen Finanzsektors (Relativ, 0% = 11.07.2008)</i>	S. 74
6:	<i>Relative Änderung internationaler Hauptindizes (0% = 11.07.2008)</i>	S. 75
7:	<i>Internationaler Vergleich des Maßnahmenvolumens</i>	S. 76
8:	<i>Übersicht der deutschen Maßnahmen</i>	S. 77

Tabellen (Text):

1:	<i>Inanspruchnahme der Maßnahmen (ausgewählte Übersicht)</i>	S. 50
----	--	-------

1 Einleitung

„When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you've got to get up and dance. We're still dancing.“

Charles O. «Chuck» Prince (Nakamoto & Wighton, 9. Juli 2007, Abs. 4)

Als der ehemalige CEO der Citigroup im Juli 2007 in einem Interview der Financial Times mit dieser Metapher die gefährliche Situation, die sich im amerikanischen Finanzmarkt abzeichnet, mit dem Spiel *die Reise nach Jerusalem* vergleicht, ahnen nur wenige, dass das „Ende der Party“ -wie es heute häufig in den Medien und der Fachwelt titulierte wird- so kurz bevorsteht. Die Citigroup erzielt in den ersten sechs Monaten des Jahres 2007 einen Reingewinn von USD 11 Mrd., besitzt Vermögenswerte in Höhe von USD 2,2 Bil. und ist damit zur Zeit der Äußerung von Prince das größte Bankhaus der Welt vor HSBC (Citigroup Inc., 20. Juli 2007). Schließlich hörte die Musik tatsächlich auf zu spielen und Ende 2008 verzeichnet die Citigroup einen Verlust von USD 17 Mrd. und ihre Bilanzsumme sinkt um nahezu USD 400 Mrd. (Citigroup Inc., 17. April 2009). Nur durch staatliche Interventionen in Höhe von USD 20 Mrd. kann der Zusammenbruch des Instituts verhindert werden (U.S. Department of the Treasury, 23. November 2008).

Produktnamen wie *piggyback mortgage* (engl. huckepack Hypothek¹), *no-documentation loans*² oder im Extrem die sogenannten *NINJA (No Income, No Job or Asset) loan*, lassen die Auswucherungen auf der Spielwiese des amerikanischen Hypothekenmarkt erahnen, die der Krise vorausgingen und diese auslösten. Liquidität überflutete den amerikanischen Markt mit billigen Kreditangeboten, was zu einer erhöhten Nachfrage nach Immobilien führte und die Preise in die Höhe trieb. Auf diesen virtuell gestiegenen Wert der Immobilien konnten weitere Hypotheken aufgenommen werden, was die Nachfrage weiter steigerte und eine Spirale auslöste. Die „Musik“ hatte begonnen zu spielen und die „Party“ war in vollem Gange.

Die Konsequenzen dieser traditionellen Blase wären jedoch weitaus geringer und überschaubarer gewesen, hätte nicht, durch Verbriefung und das Tranchieren der Kreditforderungen durch die Banken, ein globaler Export der Blase stattgefunden. Durch ge-

¹ Gleichzeitige zweite Hypothek um die Eigenkapitalanzahlung weiter zu reduzieren.

² Einkommen oder Vermögen des Kreditnehmers können nur unzureichend nachgewiesen werden.

schickte Strukturierung der weiterverkauften Produkte war zudem das tatsächliche unterliegende Risiko, nämlich die Zahlungsunfähigkeit des amerikanischen Hausbesitzers, für die Käufer der Papiere nichtmehr transparent. Als die Zinsen steigen, somit die ersten Hausbesitzer nicht mehr in der Lage sind, ihre Kredite zu bedienen und damit gezwungen ihr Haus zu verkaufen, bricht die Musik plötzlich ab; Die Immobilienpreise fallen in der gleichen Spirale in der sie stiegen, der Wert der Forderungen sinkt und die Banken gelangen in Refinanzierungsschwierigkeiten. Was ein Jahr zuvor durch Liquiditätsinjektionen der Europäische Zentralbank und die US Federal Reserve in Höhe von EUR 95 Mrd. und USD 24 Mrd. knapp verhindert werden konnte, geschieht mit der Insolvenz der Investmentbank Lehmann Brothers am 15. September 2008: Der Interbankenmarkt kommt aus Angst vor Zahlungsausfällen letztendlich zum Erliegen.

Dass diese bedrohliche Situation des Vertrauenseinbruchs früher oder später durch eine erhebliche Verknappung von Investitionskapital auch Auswirkungen auf die Realwirtschaft nach sich ziehen würde, wird von den Zentralbanken und Regierungen aller Staaten erkannt. Weltweit werden die ersten Maßnahmen zur Überbrückung des Liquiditätsengpasses und zur Wiederbelebung des Interbankenmarktes getroffen. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zieht durch eine Aussetzung des Leerverkaufs von Aktien wichtiger Unternehmen am 19. September 2008 die erste deutsche Notbremse, um Spekulationen, welche die Krise weiter verschärfen könnten, einzudämmen. Das Verbot wurde zuletzt bis zum 31. Januar 2010 verlängert. Es ist der erste von zahlreichen staatlichen Eingriffen mit dem Ziel, die gegenwärtige Krise zu meistern. Eine der wichtigsten gesetzgeberische Notfallmaßnahmen der Deutschen Bundesregierung stellt das Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG) dar, welches bereits einen Monat später, am 18. Oktober 2008 in Kraft tritt. Erweitert wird das Gesetz am 7. April 2009 durch das Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz (FMStErgG).

1.1 Problemstellung

In dieser Arbeit soll die Fragen beantwortet werden, ob die durch das Finanzmarktstabilisierungsgesetz nebst Ergänzung eingeleiteten Maßnahmen zur Überwindung der Finanzkrise zielführend sind.

1.2 Gang der Untersuchung

Der erste Teilbereich der Arbeit ist dem Kontext des Gesetzes, also der detaillierten Darstellung der Entstehung und der Folgen der Finanzkrise gewidmet. Im Folgenden werden chronologisch die beiden gesetzgeberischen Maßnahmen aufgelöst, sowie ihre praktische Anwendung und Auswirkung betrachtet. Im letzten Teil wird, auch unter Betrachtung ausländischer Interventionen, eine Bewertung vorgenommen.

Die Analyse und Bewertung geschieht durch theoretische Argumentation. Zwar werden Aussagen zu den Auswirkungen auf den Finanzmarkt durch empirische Daten gestützt, doch können diese allein keine Beweiskraft entfalten, fehlt es doch an entsprechenden Vergleichswerten (Verlauf ohne den untersuchten Faktor).

2 Die internationale Finanzkrise

2.1 Theorie: Effizienz durch Strukturierung und Verbriefung

Um verstehen zu können, wie sich die Blase auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt bildete und was dazu führte, dass ihr Platzen eine Finanzkrise auf globaler Ebene auslösen konnte, muss man sich zuerst die Funktionsweise der strukturierten Finanzprodukte vor Augen führen, die zu einer Verstrickung vieler Banken mit dem amerikanischen Immobilienmarkt geführt haben. Die geschieht in diesem ersten Abschnitt.

Strukturierung bezeichnet eine Kombination von Standardfinanzprodukten mit dem Ziel bestimmte neue Eigenschaften zu generieren (Fabozzi, David, & Choudry, 2006 S. 1). So zum Beispiel das Handelbarmachen von -ihrer Art nach- illiquiden Vermögenswerten (wie zum Beispiel Kreditforderungen) auf dem Kapitalmarkt, in unterschiedlichen Risikoklassen. Die Grundidee besteht darin, dass ein Vermögenswert mit weiteren gleichartigen Vermögenswerten zu einem Portfolio gebündelt und der Anspruch auf die Zahlungsströme aus diesem weiterverkauft wird. Es entstehen so genannte Asset-Backed-Securities (ABS), also Wertpapiere, welche durch unterliegende Vermögenswerte (Assets) besichert sind und von den Zahlungsströmen aus diesen bedient werden. Liegen dem Wertpapier Hypothekenforderungen zu Grunde, entsteht eine Mortgage-Backed-Security (MBS). Die Idee der Verbriefung von Hypothekenforderungen ist nicht neu. Im Jahr 1968 wurde die staatlichen US-Hypothekenvereinigungen *Federal National Mortgage Association*, besser bekannt als *Fannie Mae*, in ein privates Unter-

nehmen (GSE, Government Sponsored Enterprise) umgewandelt um deren Aktivitäten aus dem Staatshaushalt auszulagern. Gegründet wurde ursprünglich die staatseigene Bank 1938 im Rahmen des New Deals als eine der Maßnahmen zur Linderung der Folgen der Weltwirtschaftskrise. Ihr Zweck war die Schaffung von Liquidität auf dem Hypothekenmarkt durch Garantievergabe und eigene Emission von Hypotheken. Nach der Privatisierung 1968 trat Fannie Mae von ihrem Zweck als Bürge von staatlichen Hypotheken zurück und wandte sich nun dem Aufkauf von Hypothekenforderungen von vieler unterschiedlicher Emittenten zu. Sie bündelte diese und verkaufte sie als MBS an Investoren weiter. 1970 wurde ihr die *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, besser bekannt als *Freddie Mac* (ebenfalls GSE), hinzugefügt um einen Wettbewerb auf diesem neu generierten sekundären Hypothekenmarkt sicherzustellen.

Die eigentliche Strukturierung geschieht nun dadurch, dass das Portfolio der Kreditforderungen in eine Zweckgesellschaft (SPV oder SPE für *special purpose vehicle* oder *special purpose entity*) eingebracht³ wird und die Beteiligung an dieser in unterschiedliche Risikoklassen aufgeteilt wird. Durch optimale Diversifizierung innerhalb des Portfolios wird das Risiko der einzelnen Forderung eliminiert (s. g. unsystematisches Risiko, siehe hierzu Mertens, 2006). Das verbleibende Risiko wird in abgestufte Tranchen aufgeteilt. So können beispielsweise vier Tranchen erstellt werden, von denen diejenige mit der niedrigsten Seniorität die ersten 25% der Verluste der Portfolios trägt, die zweitniedrigste die nächsten 25% und so weiter. Natürlich erwartet der Käufer eine, der Seniorität seiner Tranche entsprechende, Risikoprämie. Auf die Tranche mit der höchsten Seniorität entfällt also in der Regel nur eine Rendite, welche marginal über dem *risikofreien Zinssatz* liegt. Die risikoreichste Tranche stellt die Eigenkapitalbeteiligung an dem SPV dar. Da sie erst bedient wird, wenn sämtliche anderen Tranchen (welche ja Fremdkapital darstellen) ausbezahlt wurden, wird sie in der Fachliteratur auch hin und wieder scherzhaft als *toxic waste* (engl. Giftmüll) Tranche bezeichnet (z. B. Brunnermeier, 2008, S. 79). Sie wird in der Regel von der Institution, welche das SPV aufgesetzt hat, selbst gehalten und ist im Verhältnis sehr klein. Die restlichen, die Fremdkapitaltranchen, bilden die, durch die Finanzkrise auch bei Laien zu zweifelhafter Berühmtheit gelangten, *collateralized debt obligations* (CDOs), also Schuldverschreibungen welche durch einen bestimmten Vermögenswert in Form einer Forderung (wie

³ Genau genommen wird das Portfolio von der Zweckgesellschaft gekauft. Der Kauf wird durch die vorherige Ausgabe von Anleihen in den unterschiedlichen Tranchen finanziert (s.u.).

beispielsweise einer MBS) besichert (collateralized engl.) werden. Im Jahr 2004 hatte der CDO-Markt ein Emmisionsvolumen von USD 157 Mrd. erreicht und verdoppelte sich fast jährlich bis zur Spitze von USD 570 Mrd. im Jahr 2006 (SIFMA, Dezember 2008).

Ein Grund der hohen Nachfrage dieser strukturierten Finanzprodukte liegt in einer Reihe von Vorteilen. Seit Basel I sind Banken dazu verpflichtet, eine Eigenkapitalreserve für Ihre Investitionen vorzuhalten, durch Basel II wurde die Höhe der Eigenkapitalreserve von dem Bewertung des Risikos ihrer Investitionen durch Ratingagenturen wie *Standard & Poor's* oder *Moody's* abhängig gemacht. Da Eigenkapitalfinanzierung im Vergleich zu Fremdkapital teuer ist, sind Banken bestrebt, diese verpflichtende Quote so gering wie möglich zu halten. CDOs bringen nun hierfür nützliche Eigenschaften mit: Zum Ersten erhält ein Portfolio von Forderungen als Gesamtheit grundsätzlich ein besseres Kreditrating als die einzelnen Forderungen, auf Grund der oben angesprochenen Elimination des unsystematischen Risikos. Zum Zweiten können die einzelnen Tranchen so gestaltet werden, dass sie immer in eine bestimmte Risikoklasse der Kreditrisiko-Ratingagenturen fallen. So kann der selbe Hypothekenpool nun ein Rating von AAA (für die Tranche mit der höchsten Seniorität) bis CCC erhalten. Auf diese Weise werden Banken in die Lage versetzt, ungewolltes Risiko weiterzugeben und nur die AAA Tranche, statt des kompletten Kreditrisikos in ihren Bilanzen zu halten (Brunnermeier, 2008, S. 78). Dieses so genannte *originate and distribute* (engl. erzeugen und vertreiben) Modell, bringt Banken in die Position eine größere Menge von Krediten zu vergeben, bzw. aufzukaufen. Zudem ermöglichte es institutionellen Anlegern, die durch ihre Satzung verpflichtet sind nur in Investment-Grade Papiere (Bewertung besser als BBB-) zu investieren (wie z. B. Pensionsversicherungen und Landesbanken) auch beispielsweise in eine AAA-Tranche eines lediglich aus BBB-Krediten erstellten Portfolios zu investieren (Brunnermeier, 2008, S. 80). Letztendlich ermöglicht die Strukturierung auch ausländischen Investoren einen Zugang zu Kreditmärkten weit außerhalb ihres Tätigkeitsbereichs. So war es einer Deutschen Landesbank mittels CDOs möglich, in einen Pool Kalifornischer Hypothekenkredite zu investieren.

Durch den Abschluss entsprechender Gegengeschäfte (Swaps) zum Kauf eines CDOs kann sich der Käufer gegen einen Zahlungsausfall zusätzlich absichern. Ein so genannter *credit default swap* (CDS) ist prinzipiell nichts anderes als eine Versicherung für den Zahlungsausfall aus einer Kreditforderung. Ein Vertragspartner leistet regelmäßige Zah-

lungen an den Versicherungsgeber (protection seller) und erhält hierfür im Falle eines Ausfalls des zugrundeliegenden Kredits eine Zahlung. Das Risiko, dass der Versicherungsgeber ebenfalls zahlungsunfähig ist, wurde als sehr gering eingeschätzt. Somit wurde für eine Investition in eine mit AAA bewertete CDO, welche zusätzlich durch einen CDS abgesichert war, ein sehr geringes Risiko angenommen.

Von der theoretischen Seite führt dieses Modell zu einer großen Effizienz der Finanzmärkte, da es den Liquiditätsfluss anregt. Investoren konnten weltweit mit Kreditnehmern zusammengebracht werden und jeder Investor konnte entsprechend seiner Risikopräferenz investieren.

2.2 Praxis: Überinvestition und Risikounterschätzung

Wie jedes optimierte System ist auch das oben dargestellte anfällig für kleinste Irritationen, wie im folgenden Abschnitt dargelegt wird.

Der Trend zur Verbriefung von Krediten gewann Mitte der neunziger Jahre an Fahrt, so wuchs das Gesamtvolumen von ausgegebenen ABS, MBS und CDO zusammen von etwas über USD 250 Mrd. auf gigantische USD 2,75 Bil. (Duffie, Juli 2008, S. 3). Die These der Finanzstrukturierung, dass ungewolltes Risiko den Banksektor verlässt, erfüllte sich nur unzureichend. Vielmehr verblieb es dort, wurde aber durch die vielen Ebenen zwischen Investor und Kreditnehmer immer intransparenter. Es gibt drei parallele Entwicklungen, die als Ursachen der Krise anzusehen sind: A) Das Fälligkeitsungleichgewicht der Banken bezüglich der Refinanzierung von CDOs. B) Der Missbrauch von CDOs durch Banken zur Umgehung von Regulierungen, welcher zu Risikoverfleischung führte. C) Die Fehleinschätzung von Analysten bei der Risikobewertung für den Fall eines shocks.

Zu A): Investoren bevorzugen kurzfristige Anlagen, um im Falle selbst benötigter Liquidität Gelder schnell abziehen zu können. Dieser Nachfrage kamen die Banken bei der Strukturierung der CDOs ebenfalls nach und so hatten die meisten der von den SPVs ausgegebenen Anleihen eine Laufzeit von nicht mehr als einem Jahr. Auf der anderen Seite hat die Investition in einen Immobilienkredit meist eine sehr lange Laufzeit. Grundsätzlich entsteht hieraus kein Problem, da auch das traditionelle Bankgeschäft auf diese Weise funktioniert. Banken vergeben schon seit hunderten von Jahren langfristige Kredite und refinanzieren sich durch kurzfristige Einlagen. Das SPV trägt das Risiko,

dass es nicht in der Lage ist, die übernommenen Forderungen zu refinanzieren, das heißt den Ausstieg eines Investors durch die Aufnahme eines neuen auszuzahlen. Später zu einem Problem führte schließlich, dass die Banken ihren eigenen SPVs Kreditlinien für diesen Fall eines Liquiditätsengpasses zusicherten um deren Rating zu verbessern. Sie behielten folglich das Liquiditätsrisiko, ohne dass es in Ihren Bilanzen zu finden war. Das Risiko aus der Investition als solche war ausgelagert, jedoch verblieb das Risiko, eine Anschlussfinanzierung zu finden bei den Banken. Investmentbanken, welche oft als Käufer der CDOs auftraten, erhöhten das Liquiditätsrisiko noch weiter. Sie finanzierten die Investitionen in CDOs häufig mit Hilfe sogenannter *repurchase-agreements* (kurz Repo). Ein Repo ist eine Verpflichtung zum Rückkauf eines Wertpapiers, die bei dessen Verkauf abgeben wird. Dies hat die Funktion eines Kredites, zu dessen Absicherung dem Kreditgeber ein Wertpapier übertragen wird, welches nach erfolgter Rückzahlung zurückübertragen wird. Da diese unechten Kredite in der Regel eine sehr kurze Laufzeit haben (teilweise nur einen Tag) und sich die Sicherheit bereits im Eigentum des Kreditgebers befindet, ist diese Form der Finanzierung in Zeiten guter Liquidität sehr günstig. Die Investmentbanken nutzten diese verlockende Option exzessiv und mussten somit ihr Fremdkapital fast täglich neu beschaffen (Brunnermeier, 2008, S. 80). Es lässt sich erahnen, wie fragil dieses System in Zeiten der Unsicherheit oder der Abwertung ist.

Zu B): Banken selbst gehörten zu den aktivsten Käufern ihrer eigenen strukturierten Produkte, was Rückschlüsse auf weniger würdige Motive (Brunnermeier, 2008, S. 80), als die im ersten Abschnitt genannten gibt. Die oben angesprochene Mindestkapitalanforderung von Basel I und II gelten für Kreditrisiken, welche sich in der Bilanz der Banken befinden. Vergibt eine Bank lediglich eine Bürgschaft für etwaige Liquiditätsengpässe eines SPV, ist die Kapitalanforderung wesentlich geringer. Auf diese Weise war es einer Bank möglich, die Regelungen durch rein formelle Schritte zu unterwandern. Kreditforderungen wurden in ein SPV ausgelagert, welchem von der Bank eine Kreditlinie zugesichert wurde, was ein besseres Rating bedeutete. Die Bank konnte nun die Anteile an dem Forderungspool mit geringerer Eigenkapitalfinanzierung zurückkaufen, obwohl das eigentliche Risiko unverändert blieb, da es sich ja nach wie vor um die gleichen Forderungen handelte. Weiterhin beteiligten sich Banken exzessiv am Handel mit CDS (Kreditversicherungen). Ein Großteil dieser Aktivität war nicht direkt mit dem absichern von existierendem Kreditrisiko verbunden (Duffie, 2008, S. 5). Die Banken schienen also nicht unbedingt daran interessiert ihr Risiko zu verringern, sondern durch

den Verkauf von CDS Versicherungen (Emissions- > Ankaufsvolumen, Duffie, July 2008 S. 5) sogar noch zu erhöhen um so eine höhere Rendite zu erzielen.

Zu C): Den Ratingagenturen ist bezüglich der Finanzkrise eine wichtige Rolle zuzuschreiben. Schlussendlich ist die Fehleinschätzung des Risikos, welches in den strukturierten Produkten versteckt lag, der Hauptgrund für die Entstehung der Blase und die dramatischen Folgen ihres Platzens. Als Rechtfertigung kann die geringe Liquidität (Handelsvolumina) der einzelnen CDOs herangezogen werden, was eine adäquate Bewertung erschwert. Allerdings können den Ratingagenturen auch egoistische Motive vorgeworfen werden. Fakt ist, dass diese für die Bewertung eines strukturierten Produktes ein höheres Honorar erhielten, als für die Bewertung einfacher Anleihen und dadurch in ihrer Arbeit befangen gewesen sein könnten. Zudem arbeiteten die Bewertungsagenturen eng mit den Banken zusammen, um ein so genanntes *rating at the edge* zu ermöglichen (Duffie, July 2008, S. 81). Die Bewertungsskala der Agenturen verläuft in Intervallen, welche einer kategorialen Risikogruppe (z.B. AAA) ein bestimmtes stetiges Ausfallrisiko ($PD = \text{Probability of Default}$, z.B. 0,08%) zuordnen. *Rating at the edge* bedeutet nun, dass die Schnitte zwischen den einzelnen CDO-Tranchen genau an der PD-Obergrenze zu einer Ebene schlechter liegenden Bewertung vorgenommen werden. Auf diese Weise wurde die Wahrnehmung potenzieller Käufer der Produkte verzerrt, da sie eine hohe Rendite einem aus ihrer Sicht relativ geringem Risiko gegenüberübersahen. Eine Absicherung des Kreditportfolios durch CDS verbesserte die Risikobewertung zusätzlich, da es als sehr unwahrscheinlich angesehen wurde, dass der Verkäufer des CDS ebenfalls zahlungsunfähig wurde. Der Extremfall, nämlich ein massenhafter Ausfall der Kredite wurde hier unterschätzt. In diesem, so geschehenem, Fall sind auch die Verkäufer der CDS unter enormen Druck geraten, da eine Vielzahl der Versicherungsnehmer plötzlich und zeitgleich ein so genanntes *credit event* (Ausfall eines abgesicherten Kredites) anmeldete.

Diese Voraussetzungen begünstigten den übertriebenen Liquiditätszufluss in den amerikanischen Kreditmarkt.

2.3 Entstehung der Hypothekenblase und deren Platzen

Dieser Abschnitt widmet sich nun der Entstehung der Hypothekenblase auf Seiten der Kreditvermittler und Schuldner, was das Investitionsangebot darstellt. Hierzu ist ein kurzer Einblick in die Entwicklungen auf dem primären Hypothekenmarkt nötig. Hypotheken werden in den USA entweder von Hypothekenbanken oder Maklern vergeben, welche keine Einlagen haben und somit auch keine Arbitragegewinne erzielen können. Darum sind sie darauf bedacht, einen Kredit so bald wie möglich nach dessen Abschluss weiterzuverkaufen, beispielsweise an die Hypothekenbanken Fannie Mae oder Freddy Mac (siehe 2.1). Ihren Profit ziehen sie aus einer Prämie, die ihnen vom Aufkäufer der Kreditforderung gezahlt wird.

1999 wurden Fannie Mae und Freddy Mac von der Regierung angehalten, ihre Anforderungen an die Qualität der aufgekauften Wohnungskredite zu verringern, um so mittelbar auch einkommensschwachen Bürgern die Finanzierung eines Eigenheimes zu ermöglichen (Holmes, 30. September 1999). Zudem konnten sich auch Banken im Sekundärmarkt (s.o.) schnell von den angekauften Kreditforderungen trennen, was die Prüfung und Überwachung der Kredite negativ beeinflusste (Keys, Mukherjee, Seru, & Vig, 2008, S. 28). Unseriöse Makler begannen darauf hin, Kreditnehmer mit schlechter Bonität anzulocken, um so möglichst viele Abschlüsse zu generieren. Sie entwickelten komplizierte und unnötige Produkte, welche von den Kreditnehmern nicht mehr durchschaubar waren. Das amerikanische Zinsniveau war (auch aus politischer Motivation als Reaktion auf die Dot-Com-Blase) sehr niedrig, was es den Kreditmaklern möglich machte, mit so genannten *teaser-rates* (engl. Lockrate) zu werben. Jedoch lag den Krediten meist ein variabler Zinssatz zugrunde. Das Risiko eines steigenden Zinses lag somit bei den Kreditnehmern. Die erhöhte Nachfrage nach Immobilien (auf Grund der vermeintlich günstigen Finanzierungsmöglichkeit) führte zu einer Preissteigerung. Die gestiegenen Preise boten Raum für Zweithypotheken, da der Wert der Immobilien die Kreditforderung bald überstieg. Zusehens entfernte sich die Realität von der anfänglichen Idee, einkommensschwachen Amerikanern den Erwerb eines Eigenheims zu ermöglichen, hin zu Zweit- und Dritthypotheken welche zu Konsumzwecken oder zur Deckung des ersten Kredites genutzt wurden. Angelockt von den ständig steigenden Immobilienpreisen begannen nun Einkommensschwache Amerikaner zudem Immobilien als reine Finanzinvestition zu kaufen. Es wurde eine Preisspirale in Gang gebracht. Da die Immobilienpreise stetig stiegen, wurden auch die Anforderungen an Kreditneh-

mer immer geringer (*das Haus finanzierte sich selbst*), was die Nachfrage weiter ankurbelte und somit die Preise weiter steigen ließ. Befeuert wurde dieser Boom durch immer weitere Liquidität, die aus aller Welt über CDOs in die USA strömte. Der erste Dominostein fällt, als die Zinsen aufgrund des Aufschwungs anzogen und die ersten Kreditnehmer nicht mehr in der Lage sind, ihre Kredite zu bedienen und gezwungen ihr Haus zu verkaufen. Die Nachfrage sank und die, für das Funktionieren des Systems zwingend notwendige, ständige Preissteigerung kommt ins Stocken. Das erste Anzeichen für das Platzen der Blase war der Ausfall von zahlreichen Hypothekenkrediten im so genannten *sub-prime* (engl. zweitklassig) Segment im Februar 2007. Dies manifestierte sich in einem Rückgang des Wertes von CDS für das BBB-Segment, da die ersten dieser Ausfallversicherungen in Anspruch genommen wurden (Brunnermeier, 2008, S. 83). Die Krise breitete sich aus und erfasste nun aufgrund des gewaltigen Wertverlustes auch Tranchen höherer Qualität.

2.4 Konsequenzen: Austrocknen des Interbankenmarktes

Die Konsequenzen der Krise sind vielfältig und auch zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht vollständig abschätzbar. In diesem Abschnitt wird lediglich eine konkrete Konsequenz dargestellt, deren Betrachtung im Rahmen dieser Arbeit unerlässlich ist: Das Austrocknen des Interbankenmarktes aufgrund des Vertrauenseinbruchs und die hierauf folgende Liquiditätsklemme.

Banken beschaffen sich auf dem Geldmarkt kurzfristige Liquidität (1-90 Tage); Entweder durch unbesicherte Kredite (Tagesgeld), Repos oder die Ausgabe von Geldmarktpapieren (s. g. Commercial-Papers) an andere Banken oder große Unternehmen. Als so genannter *lender of last resort* stehen den Geschäftsbanken zusätzlich die jeweiligen Zentralbanken zur Verfügung, bei denen sie Einlagen haben. Der Zinssatz für die Kreditvergabe der Banken und Großunternehmen untereinander wird individuell vereinbart und die Transaktionen abseits vom öffentlichen Kapitalmarkt durchgeführt. Die Zinssätze werden berichtet und der Durchschnitt in verschiedenen Referenzzinssätzen festgehalten, wie beispielsweise dem *LIBOR* (London InterBank Offered Rate) oder dem *EU-RIBOR* (European InterBank Offered Rate). Der so genannte *TED-Spread* (Treasury Bill Eurodollar Difference) entspricht der Differenz (Spread) zwischen der Renditeerwartung von unverzinslichen kurzfristigen US-Schatzbriefen (*T-Bills* = Treasury Bills) und dem LIBOR für auf Dollar lautende Verbindlichkeiten. Er bietet somit einen An-

haltspunkt für den Liquiditätsfluss auf dem amerikanischen Interbankenmarkt. Liegen LIBOR und T-Bill Rendite nahe beieinander, ist das Vertrauen der Banken untereinander groß, beziehungsweise ausreichend Liquidität vorhanden. Entfernen sich beide Sätze, bevorzugen Banken die Geldanlage in sichere Staatspapiere oder haben einen so großen eigenen Liquiditätsbedarf, dass sie Geld im Interbankenmarkt nur zu sehr hohen Zinsen zur Verfügung stellen. *Commercial Papers* (CP) sind kurzfristige Anleihen die mit einem Abschlag (Discount) verkauft werden, bei Fälligkeit wird deren Nennwert vom Emittenten zurückerstattet. Der Preis solcher Papiere ist genau wie der TED-Spread ein guter Indikator für die Stimmung am Interbankenmarkt. Fällt der Preis von CPs, ist das Vertrauen in die Rückzahlungsfähigkeit der Emittenten gesunken. Die Entsprechung des TED-Spreads im Bezug auf den deutschen Interbankenmarkt ist beispielsweise der Spread zwischen der Renditeerwartung dreimonatiger Schatzanweisungen des Bundes (s.g. Bubills, Symbol: *3MBUBIL*) und dem Satz des übernacht-LIBORS für auf Euro lautende Verbindlichkeiten (Symbol: *EURONFSR*).

Mitte August 2007 ist erstmals ein sprunghafter Anstieg des über die letzten drei Jahre relativ stabil um 0,5 % verlaufenden TED-Spreads auf 1,18 % und eine darauf folgende chaotische Schwingung zu beobachten. Gleichzeitig ist eine Irritation im Preis von Geldmarktpapieren (Hier: Auf USD lautende CPs mit eintägiger Laufzeit, Symbol: *USDIDCP*) festzustellen, die einen anhaltenden Abwärtstrend einleitet. Am 29. November 2007 erreicht der TED einen neuen Rekordwert von 1,89 %. Der Markt beginnt sich jedoch kurz nach dem Jahreswechsel 07/08 zu beruhigen und der TED-Spread fällt zurück auf den Wert von 0,5%. Die Preise von Commercial Papers stabilisieren sich ebenfalls. Mitte März 2008 folgt die nächste Erschütterung, welche den Spread auf erneut 1,72% katapultierte und einen Preiseinbruch bei Commercial Papers herbeiführt. Im September 2008 stellte sich – wiederum nach einer Phase der Beruhigung – schlussendlich völliges Chaos ein. Am 18. September explodiert der TED-Spread schlagartig um fast 2% auf 3,18% und es ist eine gigantische Erschütterung im Preis von kurzfristigen Commercial Papers zu beobachten (zum Verlauf beider Werte siehe Abb. 1 u. 2, Anhang S. 69 u. 70). Die Neuausgabe dieser Papiere tendierte zudem ab Ende September innerhalb weniger Wochen gegen Null (SVR, 2008, S. 122). Parallel hierzu lässt sich, im Bezug auf den deutschen Markt, im September 2008 ein starker Anstieg des EURIBOR und ein gleichartiger Sprung des übernacht-EuroLIBOR-Bubill-Spreads von über 2 % verzeichnen (siehe Abb. 3 u. 4, Anhang S. 71 u. 72). Parallel stiegen die Ein-

lagen der Geschäftsbanken bei der Europäischen Zentralbank ebenfalls explosionsartig, bis auf den Rekordwert von EUR 300 Mrd. (Schäfer, 2008, S. 813), an. Dies alles zusammengenommen war ein eindeutiges Signal für einen vollständigen Zusammenbruch des zwischenbanklichen Leihgeschäfts auch in Deutschland, womit die Krise auf eine systemische Ebene gebracht wurde. Wie lässt sich dieser Verlauf nun erklären?

Zur Beantwortung der Frage müssen die Eigenschaften der Finanzstrukturierung aus Abschnitt 2.1 in Erinnerung gerufen werden. Infolge des Wertverfalls der Aktiva weiterten sich viele ABS/CDO/MBS-Investoren nach Fälligkeit ihrer Anleihe, diese erneut zu erwerben. Die SPVs gelangten in Refinanzierungsschwierigkeiten und mussten die von ihren Mutterbanken garantierten Kreditlinien in Anspruch nehmen, was die Banken wiederum in eigene Liquiditätsengpässe brachte. Viele Hedgefonds finanzierten den Ankauf von strukturierten Produkten über Repos (siehe 2.2), unbesicherte Übernachtkredite oder Commercial-Papers auf dem Geldmarkt. Da die meisten Banken sich jedoch nun eigenem Liquiditätsbedarf gegenübersehen, war es immer schwieriger, solch kurzfristige Liquidität zu erhalten. Die Hedgefonds versuchten die belasteten Produkte abzustößen und mussten feststellen, dass es für diese, nicht standardisierten Produkte, keinen Markt (mehr) gab. Verschärfend wirkte die Tatsache, dass viele große Hedgefonds ihre Investitionsentscheidungen auf Basis statistischer Computermodelle treffen. Dieses so genannte *quant trading* (von quantitativ) führte zu stark gleichgerichtetem Handeln. Der Wert der strukturierten Finanzprodukte fiel darauf hin ins Bodenlose oder war in den Worten der BNP Paribas „nicht mehr fair bewertbar“ (BNP Paribas, 9. August 2007). Diese Meldung einer der großen Einlagebanken, schürte die Angst und löste den ersten Liquiditätsengpass aus.

Die Europäische Zentralbank reagierte prompt und stellte noch am gleichen Tag auf dem Geldmarkt Liquidität in Höhe von knapp EUR 95 Mrd. in Form von Übernachtkrediten zur Verfügung (Haustein-Teßmer, 9. August 2007). Die Zentralbanken injizieren am nächsten Tag koordiniert weitere Liquidität: Die EZB stellt erneut EUR 61 Mrd. zur Verfügung, die U.S. Federal Reserve injiziert USD 24 Mrd. und die Japanische, Kanadische und Australische Zentralbank folgen mit kleineren Beträgen (Moore, 10. August 2007). Am 17. August senkte die Federal Reserve ihren Leitzins um 0,5% und vereinfacht den Kapitalzugang durch Erhöhung der Laufzeiten auf bis zu 30 Tage und Verringerung der Anforderungen an Sicherheiten (U.S. Federal Reserve, 17. August 2007). Eine weitere Zinssenkung folgte am 18. September (U.S. Federal Reserve,

18. September 2007). Die Reaktion der Banken auf die Zinssenkungen war aus Angst vor Stigmatisierung zuerst zögerlich. Stigmatisierung bedeutet in diesem Zusammenhang, dass Bedenken bestanden, durch Aufnahme von Krediten bei der Federal Reserve, negative Signale bezüglich der eigenen Kreditwürdigkeit an den Geldmarkt zu senden (Brunnermeier, 2008, S. 85). Die direkten Interventionen am Geldmarkt hingegen zeigten sich bald als wirkungsvoll und führten anscheinlich zu der gewünschten Stabilisierung. Die kurze Anspannung zum Jahreswechsel hin lässt sich auf das Auslaufen vieler der kurzfristigen Kredite zurückführen. Die Federal Reserve agierte jedoch im Vorfeld bereits durch eine weitere Zinssenkung und Liquiditätszuführung (U.S. Federal Reserve, 31. Oktober 2007). Auch die zweite Welle schien im Februar 2008 überwunden.

Am 16. März 2008 folgte eine weitere Schreckensmeldung, als die amerikanische Investmentbank *Bear Stearns* in einem Notverkauf von *JP Morgan Chase* übernommen werden musste, um eine Insolvenz zu verhindern. Einer der Schuldner von Bear Stearns, Carley Capital, ein niederländischer Hedgefonds, welcher in großem Stil in Hypothekenspannpapiere von Freddie Mac und Fannie Mae investiert hatte, war infolge der Abwertung zahlungsunfähig geworden (Brunnermeier, 2008, S. 88). Die Krise Bear Stearns lässt sich jedoch ebenfalls auf eine Panikreaktion des Marktes auf missinterpretierte Informationen zurückführen. Hier zeigte sich, dass die Angst vor Stigmatisierung durchaus berechtigt ist: Am 11. März eröffnete die Federal Reserve Investmentbanken die Möglichkeit, Kredite gegen die Einlage ihrer infizierten Anleihen einzuholen. Zwar wurde die Inanspruchnahme geheim gehalten, jedoch ahnte der Markt darauf hin, dass wohl einige Investmentbanken unter enormen Druck stehen mussten. Bear Stearns wurde als kleinste und am höchsten verschuldete Bank als Opfer identifiziert, was einen Ansturm auslöste (Brunnermeier, 2008, S. 88). In Zusammenarbeit mit der *Federal Bank of New York* wurde die Übernahme durch JP Morgan ermöglicht und so der Untergang der stark vernetzten Investmentbank verhindert. Eine weitere Investmentbank, die durch diese Welle unter enormen Druck geriet war *Lehman Brothers*. Sie machte infolge exzessiven Gebrauch der Kreditangebote der Federal Reserve. Die auf diesem Wege neugewonnene Liquidität wurde aber unglücklicherweise nicht zur Vergrößerung der Eigenkapitalbasis durch Ausgabe neuer Aktien genutzt, was rund ein halbes Jahr später gravierende Folgen nach sich ziehen sollte.

Am 7. September löste die Verstaatlichung von Fannie Mae und Freddy Mac aufgrund von Liquiditätsproblemen eine neue Panik aus und „katapultierte die Krise in eine neue Dimension“ (Schäfer, 2008, S. 812). Der Aktienkurs von Lehman Brothers wurde in die Knie gezwungen, insbesondere nachdem bekannt wurde, dass die staatliche *Korea Development Bank* (KDB) wohl doch kein Interesse an der Übernahme des Instituts hatte. Ein Krisenstab aus Vertretern der wichtigsten amerikanischen Banken unter Leitung des Präsidenten der New York Federal Bank wurde eingerichtet, um über die Zukunft von Lehman Brothers zu beraten. Es wurde - auch unter Betrachtung der Versäumnisse der Bank, sich auf einen weiteren Shock vorzubereiten (s. o.) - entschieden, dass das Unternehmen nicht auf Kosten der Steuerzahler zu retten sei. Lehman musste am 15. September 2008 Insolvenz⁴ anmelden. Die Systemrelevanz Lehmans wurde von den Beteiligten unterschätzt, da die Gläubiger des Unternehmens international weit gestreut waren (SVR, 2008, S. 122). Das Signal der Entscheidung an den Interbankenmarkt war dramatisch. Es konnte im Falle einer Bankinsolvenz nicht mehr automatisch mit dem Schutz der Gläubiger durch staatliche Intervention gerechnet werden. Durch die kurz darauf folgende Meldung der AIG Bank, sie sähe sich ebenfalls erheblichen Liquiditätsengpässen gegenüber, brach das gegenseitig Vertrauen der Banken ein. Zwar konnte AIG durch massive Staatsinterventionen gerettet werden (in drei Schritten insgesamt USD 162 Mrd.), doch konnte dies die Vertrauenskrise nicht aufhalten.

Viele Banken weigerten sich nunmehr Kredite an andere Banken zu vergeben oder Commercial Papers und Repos zu erwerben. Stattdessen erfolgte eine Liquiditätshorung durch Erhöhung der Zentralbankeinlagen. Damit entwickelten sich die Zentralbanken aufgrund ihrer zahlreichen Interventionen vom lender of last resort zur ersten Finanzierungsadresse. Vor allem den Großhandelsbanken, wie die Hypo Real Estate, welche anders als Sparkassen über keine nennenswerten Einlagen verfügen und für die der Interbankenmarkt so die einzige kurzfristige Refinanzierungsquelle darstellt, brachte sein Erliegen in große Schwierigkeiten.

⁴ Lehman Brothers beantragte ein Verfahren nach Chapter 11, Title 11, United States Code, was einem deutschen Insolvenzverfahren ähnelt, und (entgegen Chapter 7) hauptsächlich das Ziel der Restrukturierung des zahlungsunfähigen Unternehmens verfolgt. Die verbleibenden Teile von Lehmann wurden in Folge an *Barclays* und *Nomura Holdings* veräußert.

2.5 Spezifische Auswirkungen

Im folgenden Abschnitt wird nun Anhand dreier Beispiele aus dem Banksektor die konkrete Manifestation der Liquiditätskrise in der deutschen Finanzwirtschaft dargestellt. Da Banken lediglich Intermediäre darstellen, haben negative Entwicklungen bei diesen auch Konsequenzen für Akteure im weiteren Verlauf der Kette. Als Beispiel werden die Auswirkungen auf den Private Equity Sektor dargestellt.

Die *Hypo Real Estate AG* entstand 2001 aus einer Fusion der *Nürnberger Hypothekenbank*, der *Süddeutsche Bodencreditbank* und der *Bayerische Handelsbank* zur damaligen HVB Real Estate Bank AG. Die HypoVereinsbank AG erlangte 2003 im Rahmen eines squeeze-out die Alleinbeteiligung an dem Unternehmen und wandelte es zur heutigen Hypo Real Estate Holding AG um. Zu der Gruppe gehören zahlreiche weitere Hypothekenbanken. Das Unternehmen wurde 2005 in den DAX aufgenommen. Im September 2007 übernahm die Hypo Real Estate Holding die DEPFA Bank, welche auf die Finanzierung der öffentlichen Hand spezialisiert ist (HRE, 23. September 2007). Im Dezember 2008 befinden sich 52% der Aktien der Hypo Real Estate Holding AG in Streubesitz. Eine Investorengruppe um J. P. Flowers erwarb infolge eines öffentlichen Angebots am 24. Juni 2008 eine 24,9 prozentige Beteiligung an dem Unternehmen (HRE, 24. Juni 2008). Ein weiterer Großaktionär ist die Bundesrepublik Deutschland mit einer Beteiligung von 10%. Durch die Übernahme der DEPFA 2007 erfährt die Hypo Real Estate eine Bilanzverlängerung von knapp EUR 240 Mrd. auf EUR 400 Mrd. mit einem Verschuldungsgrad von rund 65, was einer Eigenkapitalquote von 1,5% entspricht (HRE, 27. März 2008, S. 99). Durch das Austrocknen des Interbankenmarktes gelangt die DEPFA in dramatische Refinanzierungsschwierigkeiten, was auch die stark gehebelte Mutter in Liquiditätsprobleme bringt. Am 29. September 2008 bricht der Aktienkurs der Hypo Real Estate endgültig um über 75% ein, nachdem er bereits am 15. Januar erstmals eingeknickt war (Quelle: Bloomberg).

Die *IKB Deutsche Industriebank AG* wurde 1924 als *Bank für deutsche Industrieobligationen (Bafio)* zur Abwicklung von Reparationszahlungen in Folge des ersten Weltkrieges gegründet. Im Jahr 2001 beteiligte sich die KfW Bankengruppe mit 33,2% an der erfolgreichen IKB und wurde der größte Aktionär. Am 31. März 2007 betrug die Bilanzsumme der IKB EUR 52 Mrd. mit einem Verschuldungsgrad von 33, was einer Eigenkapitalquote von 2,6% entspricht (IKB, 2007, S. 147). Die IKB war die erste Bank,

die von der Krise getroffen wurde. Bereits Ende Juli 2007 gab die IKB zu, über ein außerbilanzielles Vehikel (*Rhineland Funding*) mit EUR 1,3 Mrd. am Subprime-Markt beteiligt zu sein (Schoepal, 30. Juli 2007), die Kreditlinie des SPV wurde im Juni 2007 in Anspruch genommen. Der Aktienkurs des Instituts brach darauf hin um die Hälfte ein (Quelle: Bloomberg). Die anhaltenden Liquiditätsprobleme konnten auch durch Ausweitungen einer Kreditlinie (EUR 6,9 Mrd.) der Hauptaktionärin KfW nicht gelindert werden. Am 21. August 2008 übernimmt die US-Beteiligungsgesellschaft *Lone Star* 90,8% der IKB Anteile (KfW Bankengruppe, 21. August 2008).

Die *Commerzbank AG*, wurde 1870 als *Commerz- und Disconto-Bank* in Hamburg gegründet. Durch Übernahme der *Eurohypo AG* im Jahr 2006, welche auf Immobilienfinanzierung spezialisiert ist, avancierte die Commerzbank zur zweitgrößten Bank Deutschlands. Ihre Bilanzsumme betrug Mitte 2007 EUR 638 Mrd. mit einer Eigenkapitalquote von 2,6% (Commerzbank AG, 30. Juni 2007, S.14). Durch die Insolvenz einer ihrer Schuldner, dem US-Hypothekenfinanzierer *Homebanc* im August 2007, wurde die Commerzbank von der Subprime-Krise indirekt getroffen. Weiterhin hielt die Commerzbank auch direkte Beteiligungen an strukturierten Subprime-Produkten in Höhe von EUR 1,2 Mrd., wovon in Folge EUR 583 Mio. abgeschrieben werden mussten (Commerzbank AG, 14. Februar 2008). Dennoch wies die Bank regelmäßig Rekordgewinne aus. Am 31. August 2008 gibt die Commerzbank bekannt, dass sie bis Ende 2009 für EUR 8,8 Mrd. (Baranteil EUR 1,6 Mrd.) 100 % der Anteile der *Dresdner Bank* von der *Allianz* übernehmen will und erwirbt darauf hin in einem ersten Schritt 60 % der Anteile (Commerzbank AG, 31. August 2008). Auf Grund des, durch die Finanzkrise bedingten, Absturzes des Kurswert der Commerzbank AG Aktie wurde die vollständige Übernahme vorgezogen und eine Barzahlung von nunmehr EUR 1,4 Mrd. für die Restanteile geleistet, statt der vorgesehenen Übertragung von Commerzbank-Aktien (Commerzbank AG, 27. November 2008). Damit gelang die Übernahme zwar zu einem geringeren Preis, dafür jedoch mit wesentlich höherem Baranteil (EUR 3 Mrd.). Angesichts der dramatischen Verhältnisse auf dem Interbankenmarkt liegt der Schluss nahe, dass die Commerzbank vor allem durch die Übernahme in erhebliche Liquiditätsengpässe geriet.

Insgesamt lässt sich im deutschen Finanzsektor (Anhaltspunkt FIRE-Index der deutschen Börse, siehe auch i.F. 3.6) ein Einbruch um knapp 25% zum 29. September 2008 feststellen. Obgleich Hypothekenbanken, wie die HRE, den größten Einbruch (-74%)

verzeichnen, werden auch Kreditbanken, wie die Commerzbank, in Mitleidenschaft (-18%) gezogen (siehe Abb. 5 u. 5a, Anhang S. 73 u. 74).

Banken, wie die drei oben genannten, sind essenzielle Bestandteile des Wirtschaftskreislaufs. Sie stellen mittelbar oder unmittelbar Liquidität für jedes Unternehmen zur Verfügung. Die unmittelbare Kreditvergabe an mittelständische Unternehmen war durch die Einführung von Basel II deutlich erschwert. Die Alternative, Finanzierung durch Eigenkapital, stand vielen Mittelständlern nicht zur Verfügung, da diese keinen Zugang zum Kapitalmarkt hatten. Einen Ausweg bieten so genannte *Private Equity* Gesellschaften. Private Equity bedeutet „von Investoren bereitgestelltes Eigenkapital auf Zeit“ (Moritz, 2008, S. 374), gegen Gewährung von Anteilen. Private Equity Unternehmen traten in den Jahren 1991 - 2000 vermehrt auf den deutschen Markt. So umfasste der *Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK)* im Jahr 2001 196 Unternehmen (BVK, 20. Februar 2007, S. 3). In den folgenden Jahren wuchs ihr Portfoliovolumen stetig (BVK, 20. Februar 2007, S. 9) auf zuletzt EUR 35,1 Mrd. zum Ende 2008 (BVK, 9 März 2009, S. 6). Anlass für die Aufnahme einer Private Equity Beteiligung durch Unternehmen können, wie oben angesprochen, Wachstums- und Übergangsfinanzierung sein, aber auch die Finanzierung einer Unternehmensübertragung, dem sogenannten *Buy-Out* (z. B. zur Nachfolgelösung, siehe hierzu: Picot & Classen, 2008, S. 230-234). Bei einem Buy-Out sind das Management des Zielunternehmens selbst (s. g. *Management-Buy-In, MBI*) oder unternehmensexterne Manager (s. g. *Management-Buy-Out, MBO*) bestrebt, die Kontrolle des Unternehmens auf der Gesellschafterebene zu erreichen, indem sie eine vollständige oder mehrheitliche Beteiligung an dem Unternehmen erwerben. Zur kurzfristigen Beschaffung des hierzu nötigen Kapitals wird ein Private Equity Unternehmen eingeschaltet, welches sich über eine Zweckgesellschaft an dem Zielunternehmen beteiligt und einige Jahre nach der erfolgreichen Übernahme wieder zurückzieht. Um die Beteiligung für das Private Equity Unternehmen attraktiv zu machen, wird die Zweckgesellschaft durch einen sehr hohen Fremdkapitalanteil gehebelt (s. g. *leverage*). Daraus entsteht der Begriff des *Leveraged Buy-Outs (LBO)*. Die für einen LBO nötigen Kredite werden zumeist nur durch die Cashflows des Zielunternehmens gedeckt und sind somit für die finanzierende Bank sehr risikoreich (da unbesichert). Im Zuge der durch die Finanzkrise geschürten Risikoaversion der Banken und deren eigenen Liquiditätsbedarfs wurden diese bei der Finanzierung von LBOs deutlich zurückhaltender. Hinzu kommt, dass die Finanzierung eines

LBOs durch eine einzelne Bank, von dieser im Anschluss häufig syndiziert wurde (i.e. Teile der Forderung wurden an andere Banken weitergegeben). Durch den Vertrauensverlust auf dem Interbankenmarkt ist diese Syndizierung sehr schwierig geworden (Bloss, 2009, S. 182). Im Jahr 2008 brach in Folge dessen der Zufluss von Fremdkapital in den Private-Equity Bereich um zwei Drittel ein, was den Abschluss neuer LBOs zum Erliegen brachte (BVK, 9. März 2009, S. 4). Jedoch ist auch anzumerken, dass der Rezession ein LBO-Exzess zu Zeiten der guten Stimmung und der Liquiditätsflut an den Kapitalmärkten vorausging. So floss den Private Equity Unternehmen 2007 die Rekordsumme von EUR 5,6 Mrd. an Fremdkapital zu (BVK, 9 März 2009, S. 4; Gegenüber Statistik 2007 [BVK, 21. Februar 2008, S. 4: EUR 4,1 Mrd.] korrigierter Vorjahreswert). Der Großteil der Mittel floss damals in Buy-Out-Fonds (BVK, 21 Februar 2008, S. 4).

2.6 Erstes Fazit zur internationalen Finanzkrise

Die durch Entwicklung neuer strukturierter Finanzprodukte begünstigte Überschuldungshausse führte am Kapitalmarkt nach offenbarwerden fehlender Werthaltigkeit zu Irritationen und letztendlich einem völligen Erliegen des Interbankenmarktes. Zahlreiche für das Funktionieren des Wirtschaftskreislaufs relevante Institutionen werden in existenzbedrohende Mitleidenschaft gebracht, durch verstärkte internationale Vernetzung (sogar unter den ersten) auch in Deutschland. Die Zentralbanken intervenieren weltweit, sind aber aufgrund immer weiterer Shocks nicht in der Lage langfristige Stabilisierung herbeizuführen. Maßnahmen seitens der Regierungen betroffener Staaten bilden zwangsläufig den nächsten Schritt.

3 Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG)

3.1 Entstehung und Einordnung

Am 29. September 2008 reagiert die US-amerikanische Bundesregierung als erste auf die erneut zugespitzte Situation und stellte ein Rettungspaket vor, welches im Senat jedoch zuerst auf Ablehnung stößt. Am 3. Oktober 2008 tritt der *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*, nach Abänderungen schließlich in Kraft. Der US Federal Reserve Chief Ben Bernanke nannte die Maßnahme „einen entscheidenden Schritt zur Stabilisierung unserer Finanzmärkte“ (Schmitz, 2008, Abs. 6). Es folgt eine Reihe von internationalen Krisengesprächen: Am 4. Oktober 2008 treffen sich die G-8 Regierungschefs zu einem Sondergipfel in Paris, um über ein gemeinsames Vorgehen nach dem Vorbild der USA zu beraten. Das Ergebnis dieses Treffens ist die Verpflichtung der Beteiligten, die „Finanz- und Bankeinrichtungen angesichts der Krise zu unterstützen“ (FBiD, 7. Oktober 2008, Abs. 2). Die Staaten sollten dazu mit eigenen Mitteln und Methoden verfahren. Frankreichs Staatspräsident Sarkozy sagte jedoch, es wurde „in gewisser Weise eine Doktrin festgelegt“ (FBiD, 7. Oktober 2008, Abs. 2). In dem Beschluss wird zusätzlich angesprochen, dass die „gescheiterten Unternehmenschefs“ zu „bestrafen“ seien und „die Aktionäre ebenfalls ihren Anteil übernehmen“ sollten (FBiD, 7. Oktober 2008, Abs. 3). Am 7. Oktober 2008 findet ein planmäßiges Treffen der EU-Finanzminister statt, hier kommt man ebenfalls zu dem Schluss: „the key response in the short term remains restoring confidence in the financial system“ (Europäischer Rat, 7. Oktober 2008, S. 3). Am 10. Oktober folgte ein Treffen der G7-Finanzminister und Notenbankchefs in Washington, dessen Ergebnis ein Aktionsplan ist, in dem es unter anderem hieß: „We agree to: 1. Take decisive action and use all available tools to support systemically important financial institutions and prevent their failure. [...]“ (U.S. Department of the Treasury, 10. Oktober 2008, Abs. 1). Am 12. Oktober 2008 wurde letztendlich in einer Sondersitzung der Staats- und Regierungschefs der Eurozone sowie des Britischen Premierministers ein detaillierter Vorgehensplan beschlossen. Die Mitgliedsstaaten sollen demnach generelle Rettungspläne implementieren, welche direkte Intervention in bedrohte Finanzinstitutionen oder Garantievergaben beinhalten (Europäische Union, 14. Oktober 2008a, Abs. 2). Als Hilfe zur Umsetzung wurde in einem Eilverfahren von der EU-Kommission auch eine Leitlinie veröffentlicht (ABl. EU Nr. C 83 S. 1 ff.; Konsolidierte und aktualisierte Version), welche Kollisionen der Eingriffe mit bestehenden EU-Beihilfavorschriften (Art. 87 EG) verhindern soll. Erste Informationen

zu einem konkreten Rettungsplan der Deutschen Bundesregierung, im Rahmen der oben genannten internationalen Übereinkünfte, dringen bereits am 10. Oktober 2008 an die Öffentlichkeit (Eigendorf, 10. Oktober 2008).

Am 14. Oktober manifestierten sich diese Bestrebungen der Deutschen Regierung in einem Regierungsentwurf, der unter dem Titel *Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung eines Maßnahmenpaketes zur Stabilisierung der Finanzmärkte (Finanzmarktstabilisierungsgesetz - FMStG)* (BT-Drucksache 16/10600) am 15. Oktober zur Beratung in den Bundestag eingebracht wird. Es handelt sich bei diesem Gesetz um ein Artikelgesetz, in dem zum einen das *Gesetz zur Errichtung eines Finanzmarktstabilisierungsfonds (FMStFG)* (Art. 1) erlassen wird. Das Gesetz soll im später durch Rechtsverordnungen an verschiedenen Punkten ergänzt und konkretisiert werden. In diesem Rahmen wurde am 20. Oktober 2008 die *Verordnung zur Durchführung des Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetzes (FMStFV)* (eBAnz AT123 2008) erlassen. Zum zweiten wird in Art. 2 des FMStG das *Gesetz zur Beschleunigung und Vereinfachung des Erwerbs von Anteilen an sowie Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors durch den Fonds „Finanzmarktstabilisierungsfonds – FMS“* (Überschrift später geändert zu *Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz – FMStBG*) erlassen. Das Gesetz soll die Umsetzung der im FMStFG enthaltenen Maßnahmen durch Verringerung gewisser Anforderungen - wie der Name bereits andeutet - beschleunigen und vereinfachen. Letztendlich enthält das Gesetz noch Änderungen bestehender Gesetze, die unter 3.4 dargestellt werden.

Bundeskanzlerin Angela Merkel sagt bereits zur ersten Beratung des Regierungsentwurfs: „Noch nie wurde ein so umfangreiches Gesetzesvorhaben mit einem so ehrgeizigen gesetzgeberischen Zeitplan auf den Weg gebracht“ (BT-Plenarprotokoll 16/182, S. 19350). Der Entwurf wird 14. Oktober 2008 an den Haushaltsausschuss überwiesen, welcher bereits am 17. Oktober 2008 eine Beschlussempfehlung mit Änderungen beziehungsweise Ergänzungen⁵ vorlegt. Noch am gleichen Tag wird das Gesetz in der Fassung des Haushaltsausschusses vom Bundestag in der dritten Beratung mit 476:99:1 Stimmen⁶ angenommen (BT-Plenarprotokoll 16/184, S. 19680). Der Bundesrat stimmt dem Gesetz noch ebenfalls am gleichen Tag einstimmig zu (BR-Plenarprotokoll 849, S.

⁵ Insbesondere bezüglich Verwaltungs- und Kontrollgremien des FMS (BT-Drucksache 16/10651); hierzu mehr bei unter 3.3.1.

⁶ Mit „Nein“ stimmten die Fraktionen *DIE LINKE* und *Bündnis 90/Die Grünen* sowie ein Fraktionsloser.

358). Das Gesetz wird sogleich vom Bundespräsidenten unterzeichnet, noch am gleichen Tag bekannt gemacht (BGBl. 2008 I, S. 1982) und das Finanzmarktstabilisierungsgesetz tritt am Folgetag (gem. Art. 6 FMStG), dem 18. Oktober 2008, in Kraft. Somit lediglich vier Tage nach Erstellung des Regierungsentwurfs und nur zwei Wochen nach dem Pariser Krisengipfel.

3.2 Motive des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes

Wie im zweiten Teil ausführlich dargelegt, hatte sich die internationale Finanzkrise durch das Austrocknen des Interbankenmarktes im September auf eine systemische Ebene bewegt und auch Opfer bei deutschen Instituten gefordert. Wie ebenfalls dargelegt, waren die Interventionen der Zentralbanken nicht mehr ausreichend um nachhaltige Stabilisierung herbeizuführen. Wie im vorherigen Abschnitt festgestellt, sind die Regierungen sämtlicher von der Finanzkrise bertoffener Staaten nun zu handeln gewillt. In der Begründung zum Finanzmarktstabilisierungsgesetzes heißt es: „In der Krisensituation ist es fundamentale Aufgabe des Staates, das Vertrauen in den Finanzmarkt wiederherzustellen und eine weitere Zuspitzung der Finanzkrise zu verhindern.“ (BT-Drucksache 16/10600, S. 15). In ihrer Regierungserklärung sagte Bundeskanzlerin Angela Merkel weiterhin: „Der Staat war und ist die einzige Instanz, um das Vertrauen zwischen den Banken wiederherzustellen [...]“ (BT-Plenarprotokoll 16/182, S. 19349). Dementsprechend wird das Ziel des Gesetzes von der Bundesregierung in der Einleitung zum FMStG wie folgt formuliert: „Ziel des Gesetzesentwurfes ist es, durch ein Maßnahmenpaket ein tragfähiges Instrumentarium zu schaffen, um die bestehenden Liquiditätsengpässe zeitnah zu überwinden und die Stabilität des deutschen Finanzmarktes zu stärken.“ (BT-Drucksache 16/10600, S. 1). Legitimiert wird dieses Ziel in der Regierungserklärung (BT-Plenarprotokoll 16/182, S. 19349) sowie in Rede vor dem Bundesrat (BR-Plenarprotokoll 849 S. 340) durch die Gefahr eines Übergreifens der Krise auf die Realwirtschaft. Das Ziel der Wiederherstellung des Vertrauens auf den Finanzmärkten (besonders auf dem Geldmarkt) und damit des Liquiditätsflusses (und vice versa) lässt sich in drei mittelbare Ziele gliedern: 1) Das Wiederankurbeln des ins Stocken geratenen Kreditgeschäfts durch vertrauensbildende Maßnahmen⁷ (siehe 3.3.2). 2) Die Stärkung der Eigenkapitalbasis von Marktteilnehmern⁸ (siehe 3.3.3). 3) Die

⁷ Ausdrücklich u. a. in: Rede Peer Steinbrück (BdF), BR-Plenarprotokoll 849, S. 341

⁸ Ausdrücklich u. a. in: Rede Peer Steinbrück (BdF), BR-Plenarprotokoll 849, S. 340

Schaffung einer Möglichkeit zur Veräußerung oder Absicherung der im zweiten Teil beschriebenen illiquiden Aktiva⁹ (siehe 3.3.4).

3.3 Der Finanzmarktstabilisierungsfonds

3.3.1 Grundsätzliches und Verwaltung

Zur Erreichung der Ziele des FMStG wird im Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz (FMStFG) die Errichtung eines Fonds festgelegt (§ 1 FMStFG), welcher den rechtliche Rahmen für die Abwicklung der später vorgestellten Maßnahmen bilden soll (§ 2 Abs. 1 FMStFG). Der Fonds stellt nach § 2 Abs. 2 FMStFG ein Sondervermögen des Bundes dar. Dies bedeutet, dass seine Tätigkeit nach Art. 110 Abs. 1 GG nicht in den Haushaltsplan eingestellt werden muss. Weiterhin ist Sondervermögen des Bundes von den Regelungen bezüglich Kreditaufnahme oder Garantie- und Bürgschaftsübernahme in Art. 115 GG befreit (Art. 115 Abs. 2 GG). Die Einrichtung als Sondervermögen liegt auf Grund des Transparenzbedarfs (gesonderte Darstellung beim Bund und auf Seite der Unternehmen¹⁰) und der engen zeitlichen Begrenzung der Maßnahmen nahe (BT-Drucksache 16/10600, S. 16). Die Schulden des Fonds sind dennoch nach wie vor der Bundesrepublik Deutschland zuzuordnen, der Fonds haftet jedoch nicht umgekehrt für die Bundesschuld (§ 5 FMStFG). Als Sondervermögen ist der Fonds typischerweise keine juristische Person und nicht rechtsfähig, kann aber Träger von Rechten und Pflichten sein (Teilrechtsfähigkeit, § 3 FMStFG). In dieser Ausgestaltung entspricht der Fonds den bekannten ehemaligen Sondervermögen des Bundes, wie der Deutschen Post oder Bundesbahn. Der Fonds trägt im Gesetz die Bezeichnung *Finanzmarktstabilisierungsfonds (FMS)* (§ 1 FMStFG), wurde aber von der verwaltenden Anstalt *Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin)*¹¹ getauft und hat unter diesem Namen auch Bekanntheit¹² erlangt (in dieser Arbeit wird jedoch der ursprüngliche Name beibehalten).

Die Verwaltung des Fonds übernimmt die *Finanzmarktstabilisierungsanstalt (FMSA)* (§ 3a Abs. 1 FMStFG) vom Bundesministerium der Finanzen als übergeordnete (§ 3a Abs. 2 Satz 2 FMStFG) und auch weisungsbefugte (Jaletzke & Schmidt, § 3a, Rn. 15;

⁹ Ausdrücklich u.a. in: Rede Peer Steinbrück (BdF), BR-Plenarprotokoll 849, S. 341

¹⁰ So wird eine Beteiligung des Fonds an einem Unternehmen bei diesem als „FMS“ ausgewiesen und nicht als „Bundesrepublik Deutschland“ (Jaletzke & Magnusen, 2009, § 3 Rn. 3).

¹¹ Begründung ist die „zeitliche Befristung“, siehe <http://www.soffin.de/fonds.php?sub=2>.

¹² Google™ Suche am 22.05.09: 29.900 Treffer für „Finanzmarktstabilisierungsfonds“, 31.100 Treffer für "Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung".

Jaletzke & Denzer, § 4, Rn. 12) Behörde. Eine Errichtung einer solchen Anstalt war im Regierungsentwurf des Gesetzes nicht vorgesehen¹³ und wurde erst nachträglich durch den Haushaltsausschuss eingeführt. Die FMSA ist eine Anstalt öffentlichen Rechts (AdöR), jedoch keine Körperschaft (Jaletzke & Schmidt, § 3a, Rn. 6). Sie ist „rechtlich unselbständig“ (§ 3a Abs. 1 Satz 1 FMStFG), besitzt jedoch wie der Fonds die Teilrechtsfähigkeit (Jaletzke & Schmidt, § 3a, Rn. 7; Ewer & Behnsen, 2008, S. 3458). Die Deutsche Bundesbank stattet die Anstalt mit Sach- und Personalmitteln aus und leistet Aufbauhilfe (Jaletzke & Schmidt, § 3a, Rn. 10). Ansonsten ist der Fonds jedoch von dieser organisatorisch (Jaletzke & Schmidt, § 3a, Rn. 11) und vermögensmäßig (§ 3a Abs. 4 FMStFG) getrennt. Die Anstalt wird von einem dreiköpfigen Leitungsausschuss, welcher vom Bundesministerium der Finanzen besetzt wird, geführt (§ 3a Abs. 3 FMStFG). Zwar muss das BMF bei der Besetzung Rücksprache mit der Deutschen Bundesbank halten, eine Zustimmung dieser ist jedoch nicht notwendig (Jaletzke & Schmidt, § 3a, Rn. 17). Bei der Regelung über die Satzung der Gesellschaft wird das Einvernehmen der Bundesbank hingegen vorausgesetzt (§ 3a Abs. 7 FMStFG). Die Anstalt steht insofern unter gewisser parlamentarischer Kontrolle, als dass der Haushalts- und der Finanzausschuss über Satzungsänderungen der Anstalt zu unterrichten sind (§ 3a Abs. 7 FMStFG). Weiterhin wird bei der Entscheidung zu Grundsatzfragen ein interministerieller Lenkungsausschuss¹⁴, auf Vorschlag der FMSA einberufen (§ 4 Abs. 1 Satz 1 FMStFG). Die Zusammensetzung des Lenkungsausschuss ist in § 4 Abs. 3 FMStFG geregelt. Grundsatzfragen über die der Lenkungsausschuss zu entscheiden hat, betreffen u.a. eine Änderung der Bedingungen und Auflagen (siehe 3.5) von denen die Leistungen des Fonds nach § 4 Abs. 1 Satz 4 ausdrücklich abhängig gemacht werden sollen. Zusätzlich wird von Haushaltsausschuss ein geheimes Gremium eingerichtet (§ 10a Abs. 1 FMStFG), welches vom Bundesfinanzministerium über sämtliche den Fonds betreffende Angelegenheiten informiert wird. Mitglieder des Lenkungs- sowie Leitungsausschusses haben dem Gremium auf Anfrage Auskunft zu geben (§ 10a Abs. 2 FMStFG).

¹³ Der Fonds sollte ursprünglich der direkten Verwaltung durch das Bundesministerium der Finanzen unterliegen (BT-Drucksache 16/10600, S. 4).

¹⁴ Auch die Einrichtung eines Lenkungsausschusses beruht auf der Änderung des Gesetzes durch den Haushaltsausschuss und wird wiederum mit dem Wunsch nach mehr parlamentarischer Kontrolle begründet (BT-Drucksache 16/10651).

Die Finanzmarktstabilisierungsanstalt hat originär nicht die Kompetenz über Stabilisierungsmaßnahmen des Fonds zu entscheiden. Diese Entscheidung soll vom Bundesministerium der Finanzen getroffen werden (§ 4 Abs. 1 Satz 1 FMStG). Die Bundesregierung übertrug jedoch per Rechtsverordnung¹⁵ der Finanzmarktstabilisierungsanstalt die Entscheidungskompetenz über Stabilisierungsmaßnahmen (§ 1 Abs. 1 FMStFV). Die Möglichkeit hierzu wird dem Ministerium in § 4 Abs. 2 FMStFG gegeben. Die Entscheidung über Stabilisierungsmaßnahmen hat grundsätzlich nach pflichtgemäßem Ermessen (hierzu Jaletzke & Denzer, § 4, Rn. 20ff.) unter Berücksichtigung der Bedeutung des jeweiligen Unternehmens für die Finanzmarktstabilität (§ 4 Abs. 1 Satz 1 FMStFG) zu erfolgen. Weiterhin müssen die Leistungen nach § 4 Abs. 1 Satz 4 FMStFG an die Auflage von Bedingungen geknüpft sein, welche generell in § 10 FMStFG festgehalten und durch die § 5 FMStFV konkretisiert (siehe 3.3.5) oder jeweils unter den einzelnen Maßnahmen genannt sind. Ein Rechtsanspruch auf Leistungen des Fonds wird explizit ausgeschlossen (§ 4 Abs. 1 Satz 3 FMStFG).

In den §§ 6-8 des FMStFG werden nun die drei Mittel festgelegt mit denen der Finanzmarktstabilisierungsfonds seinen Zweck erreichen soll. Sie werden in den folgenden Unterabschnitten dargestellt.

3.3.2 Garantievergabe für Unternehmensverbindlichkeiten

Um das unmittelbare Ziel der Vertrauensstärkung der Marktteilnehmer in die Werthaltigkeit von Forderungen gegenüber belasteten Instituten zu erreichen, erhält der FMS in § 6 Abs. 1 FMStG die Möglichkeit, Garantien für Verbindlichkeiten, die von einem Unternehmen des Finanzsektors nach dem 18. Oktober 2008 eingegangen werden, in banküblicher Form (§ 2 Abs 2 Nr. 2 Satz 1 FMStFV) zu übernehmen. Auch für Verbindlichkeiten der von Banken ausgelagerten Zweckgesellschaften besteht die Möglichkeit einer Garantieübernahme durch den Fonds (§ 6 Abs. 1 Satz 2 FMStFG), sofern auf diese ganz oder überwiegend Risikopositionen übertragen wurden (§ 2 Abs. 2 Nr. 6 FMStFV)¹⁶. Die Garantien schließen auch Zinsen und sämtliche weitere, dem Gläubiger aus der Verbindlichkeit zustehenden Beträge ein (§ 2 Abs. 2 Nr. 2 Satz 2). Die Höhe dieser Garantien ist auf EUR 400 Mrd. beschränkt (§ 6 Abs. 1 FMStG). Für die De-

¹⁵ Siehe unter 3.1 genannte FMStFV (eBAnz 2008, AT123)

¹⁶ Siehe hierzu auch die geplante Erweiterung durch das Bad-Bank Konzept (5)

ckung von aus Garantien möglicherweise erwachsenden Verpflichtungen, kann der Fonds Kredite in Höhe von EUR 20 Mrd. aufnehmen (§ 9 Abs. 5 FMStFG). Jedoch haftet der Bund zwangsläufig für die gesamte Höhe der ausgesprochenen Garantien (da Sondervermögen). Erlischt eine Garantie ohne in Anspruch genommen worden zu sein (z. B. durch Leistung), kann eine weitere Garantie in dieser Höhe übernommen werden (i.F. laufende Höhe, §6 Abs. 3 Satz 2 FMStFG).

In § 6 selbst existieren zwei Bedingungen für die Übernahme von Garantien durch den Fonds: Die abgesicherten Verbindlichkeiten dürfen eine Laufzeit von 36 Monaten¹⁷ nicht überschreiten (§ 6 Abs. 1 Satz 1 FMStFG) und es ist ein Entgelt in angemessener Höhe zu entrichten (§ 6 Abs. 1 Satz 3 FMStFG). In der entsprechenden Verordnung wird die angemessene Höhe als *marktgerecht* definiert, sie soll also auch eine Marge enthalten (§ 2 Abs. 2 Nr. 1 FMStFV). Weiterhin werden dem begünstigten Unternehmen Kosten aus etwa notwendiger Absicherung von Währungsrisiken auferlegt. Die genauen Bedingungen für die Garantievergabe werden individuell festgelegt, sollen sich aber nach der FMStFV an den folgenden Maßgaben orientieren: Die Garantie muss spätestens zum 31. Dezember 2012 auslaufen (§ 2 Abs. 2 Nr. 4 FMStFV) und die Obergrenze für die gesamte Garantieübernahme muss sich an der Eigenmittelausstattung des Unternehmens orientieren (§ 2 Abs. 2 Nr. 6 FMStFV). Eine angemessene Ausstattung mit Eigenmitteln ist zudem grundsätzliche Voraussetzung der Maßnahme (§ 2 Abs. 2 Nr. 3 FMStFV). Bei der Übernahme von Garantien für Verbindlichkeiten einer Zweckgesellschaft müssen deren Risiken „transparent und objektiv nachvollziehbar“ sein, zudem soll der Fonds in diesem Fall in geeigneter Weise gegen die Muttergesellschaft Rückgriff nehmen können (§ 2 Abs. 2 Nr. 5 FMStFV).

3.3.3 Rekapitalisierung via Beteiligung

Um das Ziel der Stärkung der Eigenkapitalbasis von betroffenen Unternehmen zu erreichen, kann sich der Fonds nach § 7 FMStFG durch Leistung einer Einlage beteiligen oder sonstige Eigenmittel übernehmen. Ist das Zielunternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft, Kommanditgesellschaft auf Aktien oder Europäischen Gesellschaft (SE) verfasst (Sinngemäße Anwendung nach § 9 Abs. 1 FMStBG), ist der Vorstand, beziehungsweise das entsprechende Organ, ermächtigt, eine Kapitalerhöhung von bis zu

¹⁷ Später erweitert auf 60 Monate, siehe 4.3

50% des vorhandenen Grundkapitals durchzuführen, um diese Anteile an den Fonds auszugeben. Diese außergewöhnliche Kapitalerhöhung und die Ausgabe der Aktien bedürfen nicht der Zustimmung der Hauptversammlung nach § 182 Abs. 1 AktG und das Bezugsrecht der bestehenden Aktionäre nach § 186 Abs. 1 AktG wird ausgeschlossen (§ 3 Abs. 2 u. 3 FMStBG). Weiterhin hindern auch ausstehende Einlagen in erheblicher Höhe, entgegen § 183 Abs. 4 Satz 1 AktG, die Kapitalerhöhung nicht (§ 3 Abs. 4 Satz 2 FMStBG). Allerdings wird der Betrag der Kapitalerhöhung auf nach § 202 AktG bereits genehmigtes Kapital angerechnet (§ 4 FMStBG). Bei der Wiederveräußerung der erworbenen Anteile durch den Fonds ist den Aktionären ein Bezugsrecht einzuräumen (§ 13 FMStBG).

Der Vorstand kann sich jedoch auch dazu entschließen, eine Hauptversammlung zum Beschluss über eine Kapitalerhöhung in größerer Höhe einzuberufen. Auch in diesem Fall ist ein Ausschluss des Bezugsrechtes der bestehenden Aktionäre zulässig und angemessen (§ 7 Abs. 2 FMStBG a.F.¹⁸). Weiterhin wird die Einberufungsfrist von 30 Tagen (§ 123 Abs. 1 AktG) auf einen Tag verkürzt.

Zur Leistung von Einlagen und sonstigen Aufwendungen ist der Fonds berechtigt bis zur laufenden Höhe von EUR 70 Mrd.¹⁹ Kredite aufzunehmen (§ 9 Abs. 1-3 FMStFG). Mit Zustimmung des Haushaltsausschusses kann dieser Ermächtigungsrahmen um weitere EUR 10 Mrd. ausgedehnt werden. Einschränkenden Bedingungen der Beteiligung des Bundes an privatrechtlichen Unternehmen nach §§ 65-69 BHO (vor allem Kontroll- und Aufsichtsrechte des Bundesrechnungshofes) wurden im Bezug auf diese Stabilisierungsmaßnahme aufgehoben (§ 7 Abs. 2 Satz 3 FMStFG). Weiterhin wurden in §§ 10-12 sowie § 14 FMStBG Maßnahmen getroffen um möglichen weiteren zivilrechtlichen Hindernissen bei der Übertragung (Börsenzulassung, Bekanntmachung nach WpHG und WpÜG, sowie Pflichtangebot nach WpÜG; zu letzteren siehe auch 4.3) entgegenzuwirken.

Eine Beteiligung an einem Unternehmen kommt nur als letzte Option in Betracht. Sie soll nur erfolgen, „wenn ein wichtiges Interesse des Bundes vorliegt und sich der vom

¹⁸ Gesetzesstand der Erstverkündung vom 17. Oktober 2008; Siehe auch die unter 4.3.1 dargelegten Änderungen und Ergänzungen durch das FMStErgG.

¹⁹ Kredite zur Refinanzierung des Erwerbs von Risikopositionen werden hinzugerechnet und vice versa (§ 9 Abs. 1-3 FMStFG), siehe 3.3.4

Bund angestrebte Zweck nicht besser und wirtschaftlicher auf andere Weise erreichen läßt“ (§ 7 Abs. 2 Satz 1 FMStFG). Diese Formulierung ist der Bundeshaushaltsordnung entnommen (§ 65 Abs. 1 Nr. 1 BHO) und wohl auch dieser geschuldet, da die entsprechenden Normen ausgeschlossen wurde.

Bedingung für die Rekapitalisierungsmaßnahme ist wiederum eine marktgerechte Vergütung, womit in erster Linie ein Vorzugrecht bei der Gewinnverteilung oder eine Festverzinsung gemeint sind (§ 3 Abs. 2 Nr. 1 FMStFV). Hierzu kann der Vorstand bei der Kapitalerhöhung die neu ausgegebenen Aktien entsprechend ausgestalten (§ 5 Abs. 1 Satz 2 FMStBG), jedoch gehen die Vorzugseigenschaften der Aktien bei Übertragung an Dritte verloren (§ 5 Abs. 5 FMStBG). Eine weitere Bedingung für die Rekapitalisierungsmaßnahmen kann die Eigenleistung der bisherigen Anteilseigner bei der auf absehbare Zeit angemessenen Ausstattung des Unternehmens mit Eigenmitteln sein (§ 3 Abs. 2 Nr. 2 FMStFV). Grundsätzlich soll die Beteiligung an einem einzelnen Unternehmen EUR 10 Mrd. nicht überschreiten, jedoch kann der Lenkungsausschuss im Einzelfall eine abweichende Entscheidung treffen (§ 3 Abs. 2 Nr. 3 FMStFV).

3.3.4 Risikoübernahme von nicht werthaltigen Aktiva

Die bisher vorgestellten Maßnahmen dienen der Stabilisation der bilanziellen Passivseite, um jedoch auch die Probleme durch die starke Abwertung der durch die Finanzkrise betroffenen Aktivposten angehen zu können verfügt der Fonds über ein drittes Mittel. Der Fonds kann nach § 8 Abs. 1 FMStFG als Marktteilnehmer auftreten und belastete Aktiva, wie beispielsweise die unter 2.1 beschriebenen CDOs oder andere Forderungen (für die kein Markt mehr existiert) von den Banken erwerben. Der Fonds kann diese so genannten Risikopositionen auch auf andere Weise absichern, statt sie zu erwerben, womit er quasi als Emittent von vertrauenswürdigen CDS fungieren kann. Wie bereits bei der Garantievergabe sind Zweckgesellschaften, in welche Problemaktiva ausgelagert wurden von der Regelung eingeschlossen (§ 8 Abs. 1 Satz 2 FMStFG). Um zivilrechtlichen Hindernissen bei der Übertragung der Werte auf den Fonds entgegenzuwirken, enthält § 16 FMStBG eine generelle Abschirmung gegen Abtretungs- und Übertragungshindernisse, die Einschränkung des Kündigungsrechts des Schuldners der übertragenen Forderung und weiterer Rechte. Wie aber bereits in der Gesetzesbegründung deutlich wird, handelt es sich bei diesen Ausschlüssen um eine prophylaktische Maßnahme im Dienste der Rechtssicherheit (BT-Drucksache 16/10600, S. 20).

Der Erwerb von Risikopositionen ist, wie auch die anderen Maßnahmen, an spezifische Bedingungen geknüpft. Ähnlich wie bei den Garantien, welche nur für neu begründete Verbindlichkeiten begeben werden dürfen, ist ausschließlich der Erwerb alter Forderungen möglich, also solcher die vor dem 13. Oktober 2008 von den betroffenen Unternehmen übernommen wurden (§ 8 Abs. 1 Satz 1 FMStFG). Auch bei dieser Maßnahme ist wiederum sichergestellt, dass der Fonds eine dem „übernommenen Risiko angemessene Verzinsung erzielt, die mindestens die Refinanzierungskosten des Fonds deckt“ (§ 4 Abs. 2 Nr. 1 Satz 2 FMStFV). Hierzu soll ein Preis vereinbart werden, der maximal dem letzten Bilanzwert des Vermögenswertes entspricht (Satz 1). Zur weiteren Absicherung des Fonds können Rückkaufverpflichtungen des Unternehmens oder Ausgleichszahlungen im Falle eines Ausfalls des Vermögenswertes vereinbart werden. Die vertraglichen Verpflichtungen müssen jedoch konsequenterweise so ausgestaltet werden, dass eine Bilanzierungspflicht für die abgestoßenen Risikopositionen nicht wieder auflebt um die Maßnahme nicht ins Leere laufen zu lassen, was vom Gesetzgeber bedacht wurde (§ 4 Abs. 2 Nr. 2 FMStFV). Eine angemessene Eigenmittelausstattung des durch den Erwerb begünstigten Unternehmens ist, wie bereits bei der Garantievergabe, zudem vorausgesetzt (§ 4 Abs. 2 Nr. 3 FMStFG). Die Bedingungen für Erwerb von Risikopositionen von einer Zweckgesellschaft finden sich in § 4 Abs. 2 Nr. 5 FMStFV und entsprechen ebenfalls denen der Garantievergabe. Auch hier findet sich wieder die Formulierung, dass das Risiko der Zweckgesellschaft „transparent und objektiv nachvollziehbar“ (Satz 2) sein soll.

Insgesamt ist der Fonds berechtigt Kredite bis zur laufenden Höhe von EUR 70 Mrd.²⁰ aufzunehmen, um Risikopositionen zu erwerben (§ 9 Abs. 1-3 FMStFG). Der Ermächtigungsrahmen kann zudem, wie bereits angesprochen (siehe 3.3.3), überschritten werden. Für ein einzelnes Unternehmen ist die Obergrenze auf EUR 5 Mrd. festgelegt, jedoch kann der Lenkungsausschuss auch hier wieder im Einzelfall Ausnahmen machen (§ 4 Abs. 2 Nr. 6 FMStFV).

²⁰ Kredite zur Refinanzierung von Rekapitalisierungsmaßnahmen werden hinzugerechnet und vice versa (§9 Abs. 1-3 FMStFG), siehe 3.3.3.

3.3.5 Erfasste Unternehmen und Auflagen

Wie die Überschrift schon nahelegt, zielen die Maßnahmen des Finanzmarktstabilisierungsfonds ausschließlich auf die Unterstützung von „Unternehmen des Finanzsektors“ ab (§ 2 Abs. 1 Satz 1 FMStFG). Zwar muss dem Anwendungsbereich des Gesetzes nur untergeordnete Aufmerksamkeit geschenkt werden, da kein Rechtsanspruch auf Leistungen des Fonds besteht (3.3.1), jedoch sollte er der Vollständigkeit halber behandelt werden. Die sachliche Definition des § 2 FMStFG umfasst klassische Kreditinstitute (i. S. d. § 1 Abs. 1 KWG) und Finanzdienstleistungsinstitute (i. S. d. § 1 Abs. 1a KWG), Versicherungsunternehmen (i. S. d. § 1 Abs. 1 Nr. 1 VAG), Pensionsfonds (i. S. d. § 112 Abs. 1 VAG), Kapitalanlagegesellschaften (i. S. d. § 2 Abs. 6 InvG) und Betreiber von Wertpapier- und Terminbörsen (i. S. d. § 1 Abs. 3e KWG). Weiterhin werden auch deren Mutterunternehmen unter bestimmten Voraussetzungen in den Anwendungsbereich des FMStFG einbezogen. Räumliche Voraussetzung für alle Unternehmen ist, dass sich ihr Sitz²¹ im Inland befindet. Bemerkenswert ist, dass aufgrund dieser detaillierten Legaldefinition banknahe Finanzunternehmen nicht in den Kreis der Unternehmen des Finanzsektors aufgenommen sind. So fallen beispielsweise Leasinggesellschaften nicht in den Anwendungsbereich des FMStFG (Jaletzke & Magnusen, § 2, Rn. 4), obwohl man sie im allgemeinen Sprachgebrauch dem Finanzsektor zuordnen würde.

Parallel zu den in den einzelnen Punkten angesprochenen spezifischen Bedingungen für die Anwendung einer Maßnahme müssen den unmittelbar oder mittelbar (über Zweckgesellschaft) begünstigten Unternehmen strenge Auflagen gemacht werden. Sie tragen dem Wunsch des Gesetzgebers nach Verantwortungsübernahme der Unternehmen selbst (siehe 3.1) Rechnung. Die Auflagen sollen grundsätzlich eine „solide und umsichtige Geschäftspolitik“ (§ 10 Abs. 1 FMStFG) gewährleisten und sind in § 5 der FMS-Verordnung konkretisiert. Anforderungen sind in jedem Fall zu stellen, müssen aber jeweils im Verhältnis zum Umfang der Maßnahme stehen und sich auch an der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens ausrichten (§ 5 Abs. 1 Satz 1 u. 3 FMStFV). Zwar wird auch im Katalog des § 5 Abs. 2 FMStFV wieder zwischen einzelnen Maßnahmen unterschieden, alle Unternehmen müssen jedoch verpflichtet werden „ihre Geschäftspolitik auf Nachhaltigkeit zu überprüfen“ (§ 5 Abs. 2 Nr. 1 i. V. m. Abs. 3 u. 4

²¹ Vgl. Jaletzke & Magnusen, § 2, Rn. 12. Anmerkung: Der satzungsmäßige Sitz könnte auch durch die konsequente Anwendung der Gründungstheorie maßgeblich sein.

FMStFV). Dies schließt auch die Reduktion oder die vollständige Aufgabe von Geschäften mit besonderen Risiken ein. Als Orientierungshilfe wird auf eine Liste von Risiken in der Bankenrichtlinie 2006/48/EG (ABl. EU Nr. L 177 S. 79f) verwiesen, was jedoch nicht besonders praktikabel ist, da in diesem Katalog ziemlich jedes Risiko verzeichnet ist, dem sich ein Kreditinstitut gegenübersehen kann. Zur Bewertung und dem Management dieser Risiken müsste jedes Unternehmen ohnehin bereits aus Eigeninteresse verpflichtet sein und die meisten sind sogar ausdrücklich auf Grund bereits bestehender Regelungen (u. a. § 289 Abs. 2 Nr. 2 HGB; § 171 Abs. 1 AktG; § 25c KWG) hierzu verpflichtet. Die erweiterte Regelung zielt damit wohl auf eine wiederholte Überprüfung aufgrund neuer - durch die Krise gewonnener - Erkenntnisse und einer besseren Durchsetzung der bestehenden Verpflichtung zum Risikomanagement ab.

Unternehmen, die eine Rekapitalisierung oder Übernahme von Risikopositionen genießen, müssen zusätzlich mit starken Eingriffen in ihre Vergütungssysteme rechnen. Generell soll den Unternehmen auferlegt werden, ihre Vergütungssysteme (für alle Mitarbeiter) auf ein angemessenes Maß zu reduzieren. Besonders variable Vergütungsbestandteile sollen daraufhin überprüft werden, dass sie keine Anreize für das Eingehen kurzfristiger Risiken bieten, sondern an langfristigen Zielen ausgerichtet sind. Die Verordnung betont ausdrücklich, dass unangemessene Vergütungen oder solche mit falschen Anreizen im Rahmen der zivilrechtlichen Möglichkeiten beendet werden (§ 5 Abs. 2 Nr. 3 FMStFV). Dies kann bedeuten, dass freiwillige Bonifikationen nicht Ausgezahlt werden, bzw. bestehende Verträge einvernehmlich geändert oder nicht in bestehender Form verlängert werden. Für die Vergütung von Organmitgliedern und Geschäftsleitern sind die Anforderungen konkretisiert und eine Vergütung von mehr als EUR 500.000 p. a. als unangemessen definiert (§ 5 Abs. 2 Nr. 4a Satz 5 FMStFV). Dieser Wert bildet somit die Obergrenze. Jedoch spricht das Gesetz hier lediglich von der „monetären“ Vergütung, welche von der Gesamtvergütung ausdrücklich abzugrenzen ist. Somit ist hierunter wohl lediglich das fixe vertragliche Gehalt zu verstehen (Spindler, 2008, S. 2271). Gefestigt wird die Beschränkung dadurch, dass für Organmitglieder ausdrücklich und unter keinen Umständen Bonifikationen oder freiwillige Vergütungen gezahlt werden dürfen, auch wenn diese ursprünglich ein niedriges Fixgehalt kompensieren sollten (§ 5 Abs. 2 Nr. 4c FMStFV). Eine sofortige Herabsetzung des Gehaltes soll wiederum im Rahmen der zivilrechtlichen Möglichkeiten angestrebt werden, im Fall von Aktiengesellschaften soll dies auch ausdrücklich über § 87 Abs. 2 AktG er-

reicht werden (§ 5 Abs. 2 Nr. 4a Satz 5 FMStFV). Über § 87 AktG können die Bezüge von Vorstandsmitgliedern durch den Aufsichtsrat herabgesetzt werden, wenn eine „wesentliche Verschlechterung in den Verhältnissen der Gesellschaft“ eintritt, die die Bezüge zu einer „schwere[en] Unbilligkeit“ für die Gesellschaft machen würde²². Da der Vorstand jedoch auch ein Eigeninteresse an der Gewährung der Maßnahmen für sein Unternehmen hat, wird er den Auflagen im Zweifelsfall freiwillig zustimmen. Ein weiteres Druckmittel wird dem Fonds dadurch an die Hand gegeben, dass er die detaillierte Veröffentlichung der Bezüge im Bundesanzeiger verlangen kann (§ 5 Abs. 2 Nr. 4a Satz 6 FMStFV). Für den Fall einer personellen Änderung in den Organen dürfen weiterhin keine freiwilligen Abfindungen gezahlt werden (§ 5 Abs. 2 Nr. 4b FMStFV).

Für die Dauer von Rekapitalisierung und Risikoübernahme darf das Unternehmen keine Kapitalabflüsse an Gesellschafter (auch Mutterunternehmen) leisten. Dies schließt neben Dividenden oder freiwilligen Gewinnausschüttungen auch eine Kapitalherabsetzung (außer zu Sanierungszwecken) oder den Rückkauf von eigenen Aktien ein (§ 5 Abs. 2 Nr. 5 FMStFV). Zahlungen an den Fonds, auf Grund der Vergütung für die Stabilisierungsmaßnahmen sind selbstverständlich hiervon ausgenommen (§ 5 Abs. 2 Nr. 5 FMStFV).

Unternehmen an denen sich der Bund im Rahmen einer Rekapitalisierung beteiligt sollen zusätzlich zu dem oben genannten verpflichtet werden, ihre neu gewonnene Stabilität auch der Realwirtschaft zugutekommen zu lassen, indem sie die Kreditvergabe an die inländische Wirtschaft zu marktüblichen Konditionen²³ fördern (§ 5 Abs. 2 Nr. 2 FMStFV). Es wird hier auch ausdrücklich auf die Kreditvergabe an Klein- und mittelständische Unternehmen verwiesen (siehe hierzu auch Mann & Leyendecker 2009, S. 228ff.).

Alle Auflagen sollen entweder durch vertragliche Regelungen nebst Rechtsfolgen sichergestellt werden (§ 5 Abs. 9 Satz 1 FMStFV), oder - ist dies nicht möglich - in einer Verpflichtungserklärung festgehalten werden (§ 5 Abs. 8 FMStFV). Die Verpflichtungserklärung ist zwar von allen Mitgliedern der Geschäftsführung oder des Vorstandes zu unterzeichnen, wird aber nicht persönlich von diesen, sondern vom Unternehmen

²² Der Tatbestand wird in den seltensten Fällen zu bejahen sein, so Spindler, 2008, S. 2272

²³ Der Begriff der Marktüblichkeit scheint hier unglücklich gewählt, kann man doch davon ausgehen dass Banken sich stets marktüblich verhalten, was jedoch keinen Rückschluss auf die Vorteilhaftigkeit der Bedingungen für Kreditnehmer zulässt.

selbst begeben. Die Erfüllung der Auflagen ist vom Abschlussprüfer des Unternehmens zu überprüfen und im Abschlussbericht zu testieren (§ 5 Abs. 7 Satz 2 FMStFV). Weiterhin muss sich der Fonds zur Bewertung der Maßnahmen sechs Monate nach deren Durchführung zusätzlich zu allgemeinen Informationsrechten ein besonderes Prüfungsrecht einräumen lassen (§ 5 Abs. 7 Satz 1 FMStFV). Der Fonds muss sich eine Ahnungsmöglichkeit von Verstößen gegen die Auflagen, durch Kündigung, Schadenersatz oder eine Mitteilung an die BaFin vertraglich offen halten (§ 5 Abs. 9 Satz 2 u. 3 FMStFV).

3.4 Änderung bestehender Gesetze

Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz enthält, zusätzlich zu dem oben dargestellten Hauptteil der neu erlassenen Gesetze, in Artikel 3 bis 5 mehr oder weniger folgenreiche Änderungen bestehender Gesetze. Diese sind Gegenstand des folgenden Abschnitts.

In Art. 3 FMStG wird § 36 (über die Abberufung von Geschäftsleitern und die Übertragung von Organbefugnissen auf Sonderbeauftragte) des KWG geändert. Das Betreiben von Bankgeschäften bedarf in der Bundesrepublik einer Erlaubnis nach § 32 KWG durch die BaFin, welche unter den Bedingungen des § 35 Abs. 2 KWG aufgehoben werden kann. An Stelle der Aufhebung kann die BaFin nach § 36 Abs. 1a KWG verfügen, dass die Befugnisse der Organe auf einen Sonderbeauftragten übergehen. Erhält dieser Sonderbeauftragte eine Vergütung für seine Tätigkeit, haftet er für Schäden aus fahrlässigem Handeln. Mit der Änderung wird diese Haftung nun auf EUR 1 Mio. beziehungsweise EUR 4 Mio. im Falle einer öffentlich gehandelten AG, je Institut und für alle Handlungen zusammen beschränkt (Art. 3 FMStG). Eine parallele Vorschrift für die Bestellung eines Sonderbeauftragten zur Übernahme der Organbefugnisse existiert in § 83a des Gesetzes über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen (VAG). Auch hier wurde im neu geschaffenen Absatz 3 des Paragraphen eine entsprechende Haftungsbeschränkung eingeführt (Art. 4 FMStG). Begründet werden diese beiden Änderungen mit der abschreckenden Wirkung die die bisherige unbeschränkte Haftung auf potentielle Sonderbeauftragte hatte (BT-Drucksache 16/10600, S. 21).

Eine weitaus wichtigere Gesetzesänderung stellt die Änderung des Überschuldungsbegriffes in § 19 der Insolvenzordnung durch Art. 4 FMStG dar. Entgegen der anderen Regelungen sind hiervon nicht nur Unternehmen des Finanzsektors betroffen, sondern sämtliche Gesellschaften ohne eine natürliche Person als persönlich haftenden Gesell-

schafter an einer Stelle. Nach §15a Abs. 1 InsO sind die Mitglieder des Vertretungsorgans einer juristischen Person, bei einer Kap. & Co. Personengesellschaft, die Geschäftsführer der Verwaltungsgesellschaft, dazu verpflichtet, innerhalb von maximal drei Wochen nach Eintreten einer Überschuldung, aber ohne schuldhaftes Zögern, einen Insolvenzantrag nach § 13 InsO zu stellen. Im Falle der Führungslosigkeit einer Gesellschaft kann sich die Anzeigepflicht auch auf die Gesellschafter beziehungsweise den Aufsichtsrat erstrecken (§ 15a Abs. 3 InsO). Wird das Stellen eines Insolvenzantrags versäumt, zieht dies persönliche strafrechtliche Konsequenzen (Insolvenzverschleppung) für die Verpflichteten, bis zu einer Haftstrafe von 3 Jahren, nach sich (§ 15a Abs. 4 InsO). Weiterhin haften Geschäftsführer einer GmbH nach § 64 GmbHG persönlich für sämtliche Zahlungen, die nach Feststellung einer Überschuldung geleistet wurden.

Der Zustand der Überschuldung ist in § 19 Abs. 2 InsO definiert. Sie liegt dann vor, wenn das Vermögen die Verbindlichkeiten nicht mehr deckt, also sich das bilanzielle Eigenkapital auf die Aktivseite verschiebt (exekutorisches Element). In der alten Fassung der Regelung wird die Aussicht auf ein erfolgreiches Weiterführen der Gesellschaft (prognostisches Element) diesem Kriterium untergeordnet, insofern sie lediglich bei der Bewertung des Vermögens einbezogen wurde. Wörtlich hieß es in § 19 Abs. 2 InsO a. F.: „Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt. Bei der Bewertung des Vermögens des Schuldners ist jedoch die Fortführung des Unternehmens zugrunde zu legen, wenn diese nach den Umständen überwiegend wahrscheinlich ist“.

Ist es jedoch auch bei Einbeziehung von stillen Reserven und sonstiger, erst bei Veräußerung bilanzwirksamer Vermögenswerte (selbstgeschaffene immaterielle Vermögenswerte oder good will) nicht möglich, die Verbindlichkeiten zu decken, schließt auch eine positive Zukunftsprognose die Überschuldung nicht aus. Mit dem FMStG wurde der Absatz nun wie folgt neu gefasst: „Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt, es sei denn, die Fortführung des Unternehmens ist nach den Umständen überwiegend wahrscheinlich. [...]“ (§ 19 Abs. 2 InsO n. F.). Durch die Verknüpfung „es sei denn“ hängt der Zustand der Überschuldung nun von beiden Elementen in gleicher Weise ab. Vor Inkrafttreten der Insolvenzordnung im Jahre 1999 hatte die Rechtsprechung auf Basis der damals für die alten Bundesländer gültigen Konkursordnung (KO) bereits diesen so genannten zweistufigen Überschuldungsbegriff geprägt (BGHZ 119, 201, 216; BGHZ 126, 118,

201; BGHZ 129, 136, 177). Zu diesem Überschuldungsbegriff wollte die Bundesregierung auch ausdrücklich zurückkehren, um das „ökonomisch völlig unbefriedigende Ergebnis [zu] vermeiden“ auch potentiell überlebensfähige Unternehmen aufgrund einer kurzfristigen - durch die Finanzkrise bedingte - Abwertung ihrer Aktiva in ein Insolvenzverfahren zu drängen (BT-Drucksache 16/10600 S. 21).

Sämtliche Gesetzesänderungen sind nach Art. 7 Abs. 2 i. V. m. Art. 6 FMStG bis zum 1. Januar 2011 befristet. Danach soll in allen drei Fällen wieder zu den ursprünglichen Formulierungen zurückgekehrt werden.

3.5 Inanspruchnahme

Der Finanzmarktstabilisierungsfonds wird nur auf Antrag eines Unternehmens auf eine bestimmte Stabilisierungsmaßnahme tätig (§ 4 Abs. 1 Satz 1 FMStFG i. V. m. § 2 Abs. 1 u. § 3 Abs. 1 und § 4 Abs. 1 FMStFV). Jedoch kann stets in der endgültigen Ausgestaltung der Maßnahme, in Abstimmung mit dem Unternehmen, von der ursprünglich beantragten Form abgewichen werden (§ 2 Abs. 1 Satz 3 u. § 3 Abs. 1 Satz 2 und § 4 Abs. 1 Satz 2 FMStFV). In diesem Abschnitt sollen nun ein Überblick des in Anspruch genommenen Volumens geschaffen werden und die wichtigsten Unterstützungen (siehe auch unter 2.5 vorgestellte Unternehmen) erläutert werden.

Die Hypo Real Estate Gruppe (HRE) stellt am 28. Oktober 2008 als erstes Unternehmen einen Antrag auf Garantieübernahmen in Höhe von EUR 15 Mrd. (HRE, 29. Oktober 2008). Bereits zwei Tage später wird dem Antrag stattgegeben und von der Hypo Real Estate eine durch den Fonds garantierte Schuldverschreibung in Höhe der beantragten EUR 15 Mrd. an die Deutsche Bundesbank ausgegeben, um damit eine Sonderliquiditätshilfe in Anspruch zu nehmen (HRE, 30. Oktober 2008). Diese ersten Schuldverschreibung - und damit die Garantie - lief zum 15. November 2008 aus (HRE, 12. November 2008). Doch auch im weiteren Zeitverlauf ist die Hypo Real Estate der aktivste Nutzer der Stabilisierungsmaßnahmen. Weitere Anträge der Hypo Real Estate, auch auf Rekapitalisierungsmaßnahmen, werden bereits am 29. Oktober 2008 angekündigt (HRE, 29. Oktober 2008).

Der nächste Garantierahmen in Höhe von EUR 20 Mrd. wird am 21. November 2008 gewährt, am 9. Dezember um EUR 10 Mrd. (HRE, 9. Dezember 2008), am 20. Januar 2009 um weitere EUR 12 Mrd. (HRE, 12. Januar 2009a) und am 11. Februar 2009 um

weitere EUR 10 Mrd. (HRE, 11. Februar 2009) aufgestockt. Somit erreicht das gesamte Garantievolumen für die Hypo Real Estate in fünf Schritten eine Höhe von EUR 52 Mrd., womit sie mehr als 13% des für diese Maßnahme veranschlagten Volumens von EUR 400 Mrd. auf sich vereint. Auf diesem Weg besicherte Schuldverschreibungen sollten ursprünglich bis zum 15. Januar 2009 fällig werden (HRE, 21. November 2008). Diese Frist wird zuerst auf den 15. April 2009 (HRE, 12. Januar 2009b) und schließlich auf den 19. August (HRE, 14. April 2009) und teilweise auf den 31. Dezember 2009 (HRE, 26. März 2009; HRE, 17. März 2008) verlängert. Die für die Vergabe von Garantien notwendige marktgerechte Vergütung (siehe 3.3.5) wird zuerst mit 1,5% p. a. festgelegt (HRE, 21. November 2008), dann aber auf 0,5% p. a. reduziert (HRE, 12. Januar 2009b).

Am 28. März 2009 zeichnet der Finanzmarktstabilisierungsfonds zudem, im Rahmen einer Rekapitalisierungsmaßnahme, 20 Mio. aus genehmigtem Kapital neu ausgegebene Aktien und erreichte gegen eine Einlage von EUR 60 Mio. eine 8,7-prozentige Beteiligung an der Hypo Real Estate Holding AG. Bereits hier erklärt der Fonds eine vollständige Kontrolle des Unternehmens anzustreben (HRE, 28. März 2008). Um seine Bestrebungen erfolgreich umsetzen zu können, bedarf es eine Erweiterung der gesellschaftsrechtlichen Vereinfachungen der gesellschaftsrechtlichen Bedingungen und der Kompetenzen des Finanzmarktstabilisierungsfonds. Dies geschieht mit dem *Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz (FMStErgG)*, welches Gegenstand des nächsten Teiles ist, wo dann unter 4.5 auch das weitere Vorgehen im Bezug auf die Hypo Real Estate dargestellt wird.

Die Commerzbank AG gibt am 3. November 2008 bekannt, dass der Finanzmarktstabilisierungsfonds ihr Garantien in Höhe von EUR 15 Mrd. zur Verfügung stellt (Commerzbank AG, 3. November 2008). Wie auch die Hypo Real Estate entrichtet die Commerzbank hierfür ein Entgelt von 0,5% p. a., bzw. 0,95% p. a. für Garantien von Verbindlichkeiten mit einer Laufzeit von über einem Jahr (Commerzbank AG, 19. Dezember 2008). Weiterhin wird bekannt gegeben, dass der Finanzmarktstabilisierungsfonds durch eine stille Beteiligung in Höhe von EUR 8,2 Mrd. zum 31. Dezember 2008 an dem Unternehmen beteiligt (Commerzbank AG, 3. November 2008). Am 19. Dezember 2008 wird bekannt gegeben, dass eine weitere stille Beteiligung von erneut EUR 8,2 Mrd. erfolgt. Beide Einlagen werden fest mit 9% p. a. verzinst (Commerzbank AG, 19. Dezember 2008). Am 8. Januar 2009 wird zusätzlich eine Kapitalerhöhung um 33%

unter ausschließlichem Bezugsrecht des Finanzmarktstabilisierungsfonds angekündigt (Commerzbank AG, 8. Januar 2009), die am 16. Mai 2009 von der Hauptversammlung beschlossen wird. Gegen eine Einlage von rund EUR 1,77 Mrd.²⁴ zeichnet der Fonds sämtliche der neu ausgegebenen Aktien und erreicht damit eine Beteiligung von 25%²⁵ an der Commerzbank AG (Commerzbank AG, 16. Mai 2009). Der Commerzbank fließen somit insgesamt knapp EUR 18,2 Mrd. aus Rekapitalisierungsmaßnahmen zu, dies entspricht 26% des für diese Maßnahme veranschlagten Refinanzierungsvolumens.

Der Deutsche Industriebank AG wurde am 22. Dezember 2008 ein Garantierahmen in Höhe von EUR 5 Mrd. bewilligt (IKB, 22. Dezember 2008). Weitere bekannte Anspruchsnahmer sind unter anderem die HSH Nordbank durch Garantien (HSH Nordbank, 21. November 2008), die Bayrische Landesbank durch Garantien u. Rekapitalisierung (Bayern LB, 28. November 2008) sowie die Aareal Bank durch Garantien (Aareal Bank, 15. Februar 2008).

Insgesamt bearbeitet der Finanzmarktstabilisierungsfonds zum 9. April 2009 18 Anträge. Insgesamt wurden EUR 152 Mrd. bewilligt, davon entfallen EUR 133 Mrd. auf die Vergabe von Garantien und 19 Mrd. auf Rekapitalisierungsmaßnahmen (Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung, 9. April 2009). Der Löwenanteil bei der Garantievergabe mit knapp 40% entfällt zu diesem Datum auf die Hypo Real Estate und die Aufwendungen für Rekapitalisierung fast ausschließlich (95%) auf die Commerzbank. Bemerkenswert ist, dass das Angebot der Risikoübernahme nach § 8 FMStFG überhaupt noch nicht in Anspruch genommen wurde. Insgesamt reagieren die Banken also zurückhaltend auf die Stabilisierungsmaßnahmen. Seit dem 9. April 2009 hält sich die Finanzmarktstabilisierungsanstalt bei der Veröffentlichung neuer Informationen zur Inanspruchnahme stark zurück.

3.6 Auswirkungen auf den Finanzmarkt

Die Auswirkungen des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes auf den Finanzmarkt werden im folgenden Teil unter Betrachtung der entsprechenden Indizes der deutschen Börse erfasst, weiterhin wird ein Blick auf die Entwicklung des LIBORs und seines Abstandes

²⁴ 295 Mio. Aktien zu je EUR 6.

²⁵ Plus eine Aktie (Commerzbank AG, 02. April 2009).

zu Bundesschatzanweisungen (Bubills) genommen um die Auswirkungen auf den Interbankenmarkt zu erfassen.

Da sich der Dax-Subsektorindex Hypothekenbanken (Symbol: I1BB) der deutschen Börse lediglich aus zwei Werten (HRE und Aareal Bank) zusammensetzt, hat eine Kurssteigerung der Hypo Real Estate stark positive Auswirkungen auf den Index. Vom 10. Oktober 2008 (Bekanntwerden der Bestrebungen der Regierung, siehe 3.1) ist ein positiver Sprung zu verzeichnen, der sich bis zum 20. Oktober halten kann (siehe Abbildung 5 u. 5a, Anhang S. 73 u. 74). Auch Kreditbanken (I1BA) verzeichnen einen kurzfristigen Ausschlag um den 14. Oktober (Regierungsentwurf), der jedoch innerhalb von zwei Tagen wieder vollständig abklingt. Darauf hin stabilisiert sich der Wert. Der Branchenindex *Banken* (CXPB), welcher die beiden Subsektorindizes zusammenfasst, folgt diesem Verlauf entsprechend. Der Supersektorindex *FIRE* (*Finance, Insurance and Real Estate*), in dem zusätzlich u.a. auch der Private Equity Subsektor enthalten ist, schlägt gleichermaßen aus, kann sich aber auf einem geringfügig höheren Niveau stabilisieren. Bereits am 28. Oktober (Garantieantrag Hypo Real Estate) ist jedoch wieder ein Negativausschlag bei den Kreditbanken zu verzeichnen, welcher möglicherweise auf Stigmatisierung von Forderungen gegenüber der Hypo Real Estate als nicht werthaltig, zurückzuführen ist. Die Kurse erholen sich jedoch rasch und der Branchenindex erreicht zum 4. Oktober wieder Ausgangsniveau. Am 4. November 2008, dem Tag nach der Bekanntgabe der Commerzbank über die Inanspruchnahme von Garantien, wird jedoch ein langfristig (bis März 2009) anhaltender Abwärtstrend aller Indizes eingeleitet. Zwar sind Ausschläge in Folge geglättet, dennoch lässt sich keine nachhaltige Verbesserung der Situation feststellen.

Betrachtet man die Entwicklungen auf dem deutschen Interbankenmarkt anhand der Entwicklung des Euro-LIBOR für Übernachtskredite und des EuroLIBOR-Bubill-Spreads, lässt sich feststellen, dass direkt nach Bekanntwerden der Maßnahmen im Oktober 2008 eine deutliche Entspannung zu verzeichnen ist. Zwar entstehen immer wieder starke Ausschläge, aber insgesamt bewegt sich der Spread bis Januar 2009 auf einem klaren Abwärtstrend (siehe Abbildung 4, Anhang S. 72). Der Euro-LIBOR bewegt

sich von Oktober 2008 bis Januar 2009 ebenfalls steil nach unten (siehe Abbildung 3, Anhang S. 71). Danach ist jedoch wieder eine Anspannung zu beobachten²⁶.

Die Beurteilung der Auswirkungen des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes auf den Finanzmarkt stellt sich aufgrund der internationalen Vernetzung als äußerst schwierig dar. Da die Maßnahmen synchron zu zahlreichen staatlichen Interventionen und Interventionen von Zentralbanken stattfinden, ist es nahezu unmöglich den Einfluss der einzelnen Maßnahme unter allen Faktoren der Gesamtentwicklung empirisch herauszufiltern. Theoretisch müsste die neuen Möglichkeiten den Interbankenmarkt wiederbeleben und in der Tat waren konnten auch einige Banken auf diesem Weg (über Garantien) Liquidität akquirieren. Die durch direkte Rekapitalisierung und Stärkung des Eigenkapitals generierte Liquidität beschränkt sich jedoch lediglich auf zwei Unternehmen. Die Angst vor Stigmatisierung, also die Furcht bei der Inanspruchnahme von Staatshilfen negative Signale über die Stabilität des eigenen Instituts an den Interbankenmarkt zu senden, erklärt sicherlich die relativ geringe und vor allem wenig gestreute Nachfrage der Hilfsmaßnahmen. Darum werden die Maßnahmen überwiegend von Instituten nachgefragt, welche ohne sie dem sicheren Kollaps gegenüberstünden. Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz bildet somit mehr ein letztes Rettungsnetz, als eine tatsächliche Liquiditätsquelle. Aber gerade hierin muss die Effektivität der Finanzmarktstabilisierung gesucht werden. Mehr hierzu auch im nächsten Teil (4.6) sowie in der abschließenden Bewertung unter 5.3.

²⁶ Diese erneute Anspannung wird auch zur Begründung des weiteren staatlichen Vorgehens, welches Gegenstand des nächsten Teils dieser Arbeit ist, genutzt.

4 Weitere Stabilisierung des Finanzmarktes (FMStErgG)

4.1 Entstehung und Einordnung

Die Hypo Real Estate stellt unbestritten (so Wolfers & Rau, S.1297) ein, im Sinne der Aufsichtsrichtlinie der Deutschen Bundesbank vom Februar 2008, *systemrelevantes Institut* dar, da „~~deren~~ [ihre] Bestandsgefährdung aufgrund ihrer Größe, der Intensität ihrer Interbankbeziehungen und ihrer engen Verflechtung mit dem Ausland erhebliche negative Folgeeffekte bei anderen Kreditinstituten auslösen und zu einer Instabilität des Finanzsystems führen könnte“ (AufsichtsRL Art. 6 Abs. 3). Weiterhin fällt sie unter die Bedingungen die ein Eingreifen der Bundesregierung nach dem KWG rechtfertigen würden, da Schwierigkeiten des Instituts „schwerwiegende Gefahren für die Gesamtwirtschaft, insbesondere den geordneten Ablauf des allgemeinen Zahlungsverkehrs“ nach sich ziehen (§ 47 Abs. 1 KWG). Wie sich an der unter 3.5 dargelegten ständigen Ausdehnung und Erweiterung der Maßnahmen im Bezug auf die Hypo Real Estate erkennen lässt, stellt sich die Sicherung eines systemrelevanten Unternehmens im Zeitverlauf schwieriger dar, als ursprünglich angenommen. Die Bundesregierung ist jedoch nach wie vor bemüht, einen Fehler wie im amerikanischen Fall Lehman Brothers²⁷ unbedingt zu vermeiden (BT-Drucksache 16/12100, S. 22583).

Bereits am 19. Februar 2009, also kurz nach der letzten Ausweitung des Garantierahmens zugunsten der Hypo Real Estate, legt die Bundesregierung dem Bundesrat im Eilverfahren (i.S.d. Art. 76 Abs. 2 Satz 4 GG) den Entwurf eines *Gesetzes zur weiteren Stabilisierung des Finanzmarktes (Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz - FMStErgG)* (BR-Drucksache 160/09) vor. In dem Gesetz sind Änderungen und Ergänzungen des FMStFG (Art. 1) und des FMStBG (Art. 2) vorgesehen, weiterhin wird die FMStFV (Art. 5) angepasst. Kernpunkt des Gesetzes ist das in Art. 3 erlassene *Gesetz zur Rettung von Unternehmen zur Stabilisierung des Finanzmarktes (Rettungsübernahmegesetz - RettungsG)*.

Am 3. März bringt die Koalition einen, zum Entwurf vom 19. Februar gleichlautenden, Gesetzesentwurf in den Bundestag ein (BT-Drucksache 16/12100). Eine Stellungnahme des Bundesrates zu dem ihm vorgelegten Entwurf ergeht am 6. März und die Bundesre-

²⁷ Im Nachhinein ist die Zurückhaltung bei der Rettung des Instituts in Anbetracht der Konsequenzen als Fehleinschätzung zu werten (vgl. 2.4, so auch: SVR, 2008, S. 122).

gierung bringt am 18. März einen dritten Gesetzesentwurf, unter Einbeziehung der Stellungnahme des Bundesrates, zur ersten Beratung in den Bundestag ein (BT-Drucksache 16/12224). Dieser wird am 20. März, zusammengeführt mit dem Koalitionsentwurf, in der dritten Beratung mit 379:107:46 Stimmen²⁸ angenommen (BT-Plenarprotokoll 16/212 S. 22980). Der Bundesrat verzichtete im zweiten Durchgang am 3. April auf die Einberufung eines Vermittlungsausschusses nach Art. 77 Abs. 2 GG (BR-Plenarprotokoll 857, S. 135). Das FMStErgG wird am 8. April bekannt gemacht (BGBl. 2009 I, S. 725) und tritt somit am 9. April 2009 (gem. Art. 6 FMStErgG) in Kraft.

4.2 Motive des Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetzes

Das FMStErgG zielt zuerst auf eine Verbesserung der zivilrechtlichen Möglichkeiten der Beteiligung an einem Unternehmen durch den Finanzmarktstabilisierungsfonds ab (4.3), um dem Fonds eine „flexiblere Handhabung der vorhandenen Stabilisierungsinstrumente und dem Bund eine erleichterte Übernahme zum Zweck der Stabilisierung zu ermöglichen“ (BR-Drucksache 160/09, S. 1). In „besonders gelagerten Fällen“, in denen die zivilrechtlichen Möglichkeiten (als milderer Mittel) vollständig ausgeschöpft wurden, soll eine Verstaatlichung als ultima ratio nicht ausgeschlossen werden. Zur Legitimation dieses Zieles wird in der Erklärung zum Gesetzesentwurf auf ein ähnliches Vorgehen anderer Länder verwiesen, die zur Überwindung der aktuellen oder vergangener Krisen Verstaatlichungen systemrelevanter Institute vorgenommen haben (BR-Drucksache 160/09, S. 2). Ein historisches Beispiel bietet hier die Verstaatlichung der schwedischen *FöreningsSparbanken* (heute *Swedbank*) und der *Nordbanken* (heute *Nordea*) im Zuge der Maßnahmen zur Überwindung der schwedischen Bankenkrise von 1990-1992. Diese Krise ähnelte der gegenwärtigen Finanzkrise, obgleich es ihr an der internationalen Komponente fehlte. Auch hier war das Platzen einer Spekulationsblase am Immobilienmarkt, die eine Kreditklemme nach sich zog, Auslöser der Krise und drängte zahlreiche Institute an den Rand des Abgrunds (siehe hierzu Englund, 1999). Ein gegenwärtiges Beispiel bietet der Rundumschlag der britischen Regierung in Form der Beteiligung an acht Banken (*Abbey, Barclays, HBOS, HSBC, Lloyds TSB, Nationwide Building Society, Royal Bank of Scotland, Standard Chartered*) nach dem Höhepunkt der Krise im Oktober, sowie der Komplettübernahme der *Northern Rock* (BBC,

²⁸ Mit „Nein“ stimmten (neben 3 Abweichlern und 2 Fraktionslosen) die Fraktion der *FDP*, sowie *DIE LINKE*

17. Februar 2008) bereits zum 17. Februar und *Bradford & Bingleys* zum 29. September 2008 (Reuters, 29 September 2008). Damit beschreitet die deutsche Regierung mit dem Gesetz somit keinen Sonderweg, sondern folgt dem Vorbild vieler Staaten²⁹.

Wie auch in der Einleitung zu diesem Teil aufgegriffen, deuten zahlreiche Indizien darauf hin, dass das FMStErgG auf den Fall Hypo Real Estate zugeschnitten ist (so auch Wolfers & Rau, S.1297). Dies ergibt sich auch aus der ausdrücklichen Nennung des Institutes in der Regierungserklärung (BT-Protokoll 16/209, S. 22584), sowie der Tatsache, dass der Hauptaktionär der Hypo Real Estate (J.R. Flowers) als „Sachverständiger“ zu einer öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses zum FMStErgG am 16. März 2009 geladen wurde (BT-Finanzausschuss Anhörungsprotokoll 16/120). Dennoch handelt es sich entsprechend Art. 19 Abs. GG keinesfalls um ein Einzelfallgesetz, sondern es ist, aufgrund seiner allgemeinen Formulierung, für jeden entsprechenden Fall anwendbar. Weiterhin enthält es einzelne Ergänzungen die auch weit über diesen Fall hinausgehende Relevanz entfalten.

4.3 Änderung der Regelungen Finanzmarktstabilisierungsgesetzes

Neben juristischen Bereinigungen und Klarstellungen, auf die hier nicht eingegangen werden soll, verlängert Art. 1 Nr. 4 FMStErgG die maximale Laufzeit der nach § 6 FMStFG ausgegebenen Garantien (siehe 3.3.2) in Ausnahmefällen - die maximal ein Drittel der gewährten Garantien ausmachen dürfen - auf 60 Monate. Weiterhin wird in Nr. 5, durch Erweiterung der Kreditermächtigung des § 9 FMStFG, die notwendige Möglichkeit zur Kreditaufnahme Refinanzierung der Maßnahmen des neu geschaffenen Rettungsübernahmegesetz (siehe nächster Abschnitt) geschaffen. Die Höhe des Kreditrahmens bleibt indes unverändert. Von größerer Bedeutung ist hingegen die Ausdehnung und Konkretisierung der zivilrechtlichen Vereinfachungen einer Kapitalerhöhung durch Hauptversammlungsbeschluss (4.3.1) zugunsten des Finanzmarktstabilisierungsfonds, sowie die Vereinfachung des so genannten squeeze-outs (4.3.2). Diese werden in den folgenden Unterabschnitten erläutert.

²⁹ So auch Peer Steinbrück BdF (BT-Protokoll 16/209, S. 22582)

4.3.1 Weitere zivilrechtliche Vereinfachung von Kapitalmaßnahmen

In der ersten Fassung des FMStBG widmet sich lediglich § 7 der Besonderheiten für den Fall, dass sich der Vorstand entscheidet eine (für Rekapitalisierungsmaßnahmen nach § 7 FMStFG notwendige) Kapitalerhöhung durch die Hauptversammlung beschließen zu lassen. Ein Grund hierfür kann beispielsweise sein, dass die Alternative, eine Kapitalerhöhung auf Basis des durch § 3 FMStBG gesetzlich genehmigten Kapitals (siehe 3.3.3) nicht ausreichen würde, da hier die Beschränkung auf 50 % des vorhandenen Kapitals greift. Der § 7 FMStBG wird im FMStErgG, zur Erreichung der unter 4.2 dargelegten Ziele, vollständig neu gefasst und ihm weiterhin die §§ 7a-e hinzugefügt. Die bereits in § 7 Abs. 2 FMStBG a.F. ergangene Definition des Bezugsrechtsausschlusses als angemessen bleibt in § 7 Abs. 3 Satz 3 FMStBG n.F. erhalten. Weiterhin bleibt die in § 7 FMStBG a.F. vorgesehene Verkürzung der Einberufungsfrist erhalten und um weitere Fristverkürzungen (Nachweis über Teilnahmeberechtigung nach § 123 Abs. 3 Satz 3 AktG³⁰) ergänzt. Zu erwähnen ist hier, dass die Fristverkürzung auch greift, wenn noch weitere Tagesordnungspunkte zur Debatte stehen oder die Kapitalerhöhung nicht ausschließlich zugunsten des Fonds erfolgen soll (§ 7 Abs. 1 Satz 4 FMStBG n.F.). In § 7 Abs. 2 FMStBG n.F. wird ein bedeutender Eingriff vorgenommen, indem die zur Beschlussfassung nach § 182 Abs. 1 AktG vorgesehene Mehrheit von 75 % des anwesenden Kapitals grundsätzlich auf eine einfache Mehrheit der abgegeben Stimmen herabgesetzt wird (§ 7 Abs. 2 FMStBG n.F.). Eine größere Zustimmung ist lediglich notwendig, wenn weniger als die Hälfte des Grundkapitals anwesend ist (§ 7 Abs. 3 FMStBG n.F.). Anderslautende Satzungsbestimmungen sind unbeachtlich (§ 7 Abs. 2 Satz 2 FMStBG n.F.). Die gelockerte Zustimmungspflicht gilt ebenso für eine bedingte Kapitalerhöhung i.S.d. §§ 192ff. AktG (§ 7a Abs. 1 FMStBG), sowie eine etwaige Herabsetzungen des Grundkapitals (entgegen § 222 Abs. 1 AktG) im Zusammenhang mit Sanierungsmaßnahmen (§ 7 Abs. 6 FMStBG n.F.). Ein besonderes Druckmittel gegenüber potentiellen Saboteuren der Rekapitalisierungsmaßnahmen - und hier ist neben unbegründeter Klage auch eine konträre Ausübung des Stimmrechts auf der Hauptversammlung explizit eingeschlossen - bietet der neu geschaffene Abs. 7 des § 7 FMStBG. Mit drohungsähnlichem Charakter wird Verzögerern oder Vereitlern einer „für den

³⁰ Verkürzung der gesetzlichen Frist, sowie Ermächtigung des Vorstandes zur Fristsetzung, einschließlich Verkürzung (§ 7 Abs. 1 Satz 4 FMStBG n. F.).

Fortbestand der Gesellschaft erforderliche Kapitalmaßnahme“ die Verpflichtung zum Schadensersatz auferlegt (§ 7 Abs. 7 FMStBG n.F.).

Anstelle einer sofortigen Erhöhung des Kapitals, kann die Hauptversammlung den Vorstand auch entsprechend §§ 202ff. AktG ermächtigen bis zu einer bestimmten Höhe (genehmigtes Kapital) neue Aktien an den Fonds nach eigenem Ermessen, aber mit Zustimmung des Aufsichtsrates (§ 202 Abs. 3 Satz 2 AktG) auszugeben. Wie bei der ordentlichen Kapitalerhöhung, wird die hierzu nach § 202 Abs. 2 Satz 2 AktG notwendige Zustimmung von 75 % des vertretenen Grundkapitals in § 7b Abs. 1 Satz 1 FMStBG auf die Mehrheit der abgegebenen Stimmen reduziert. Weiterhin kann die Ermächtigung in beliebiger Höhe erfolgen (§ 7b Abs. 1 Satz 2 FMStBG), entgegen der Beschränkung des § 202 Abs. 3 Satz 1 AktG auf 50 % des Grundkapitals. Auch hier sind anderslautende Satzungsbestimmungen wieder unbeachtlich (§ 7b Abs. 1 Satz 4 i.V.m. § 7 Abs. 2 Satz 2 n.F. FMStBG) und ein ausschließliches Bezugsrecht des Fonds als angemessen definiert (§ 7b Abs. 2 i.V.m. § 7 Abs. 3 Satz 3 n.F. FMStBG). Die auf diesem Weg später geschaffenen Aktien können - entsprechend der durch ordentliche Kapitalerhöhung oder auf Basis des gesetzlich genehmigten Kapitals geborenen Aktien – ebenfalls nach § 5 FMStBG (siehe 3.3.3) ausgestaltet werden (§ 7b Abs. 3 FMStBG).

Die bisher dargestellten Regelungen beziehen sich nur auf Hauptversammlungen zugunsten einer Beteiligung des Fonds im Rahmen einer Rekapitalisierungsmaßnahme nach § 7 FMStFG. Voraussetzung für eine Garantievergabe nach § 6, sowie die Risikoübernahme §8 FMStFG ist, wie unter 3.3.2 u. 3.3.4 erwähnt, eine angemessene Ausstattung des Unternehmens mit Eigenmitteln. Sollen mit dem Ziel, diese *angemessene Eigenmittelausstattung* zu erreichen, im Rahmen einer Kapitalerhöhung oder über genehmigtes Kapital neue Aktien durch Dritte (also ohne ausschließliche oder jegliche Beteiligung des Fonds) gezeichnet werden, genießt die hierzu veranlasste Hauptversammlung ebenfalls die oben genannten erleichterten Bedingungen der §§ 7 bis 7d (§7e FMStBG). Diese großzügige Lockerung ist auf den 31. Dezember 2009 befristet und durch den Zusatz „im Zusammenhang mit einer Stabilisierungsmaßnahme nach den §§ 6 bis 8 des FMStFG“ (§ 7e FMStBG) wohl auf solche Unternehmen beschränkt, die zumindest einen Antrag auf entsprechende Hilfsleistungen des Fonds gestellt haben.

4.3.2 Vereinfachung des Übernahmerechts

Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) sieht spezifische Pflichten als Konsequenz des Erwerb der Kontrolle eines Unternehmens (i.e. 30 % der Stimmrechte i.S.d. §29 Abs. 2 WpÜG) vor. So enthält § 35 WpÜG die Pflicht den Erwerb öffentlich³¹ zu machen und im gleichen Zug ein Übernahmeangebot i.S.d. §§ 10 – 34 WpÜG an die Aktionäre der Zielgesellschaft zu richten. Im § 12 des FMStBG werden der Finanzmarktstabilisierungsfonds (bzw. der Bund) von diesen Pflichten entbunden (§ 12 Abs. 1 FMStBG). Dies bedeutet jedoch nicht, dass sich der Fonds nicht freiwillig zur Abgabe eines Übernahmeangebotes entschließen kann. In diesem Fall wird die Annahmefrist der Aktionäre von vier (nach § 16 Abs. 1 WpÜG) auf zwei Wochen beschränkt. Verbliebenen Aktionären wird grundsätzlich in § 16 Abs. 2 nach Ablauf der Frist zusätzlich eine weitere Annahmefrist von zwei Wochen eingeräumt, für Angebote des Finanzmarktstabilisierungsfonds entfällt diese (§12 Abs. 3 Nr. 1 Satz 1 FMStBG). GEFESTIGT wird die Fristverkürzung durch den Ausschluss der fristverlängernden Wirkung bestimmter Elemente, wie der Einberufung einer Hauptversammlung oder konkurrierende Angebote (§12 Abs. 3 Nr. 1 Satz 3 FMStBG). Das Minimum der in einem Wertpapiererwerbsangebot zugestandene Gegenleistung orientiert sich grundsätzlich am Höchsten der folgenden vier Werte: 1) Dem durchschnittlichen³² inländischen Börsenkurs der Zielgesellschaft der letzten drei Monate³³ (§5 WpÜG-AngV). 2) Der für eine Aktien des Zielunternehmens innerhalb der letzten sechs Monate vor dem Angebot durch den Erwerber gezahlten Preises (§4 WpÜG-AngVO). 3) Der nach Veröffentlichung und vor Veröffentlichung des Angebotserfolges nach dessen Ende für eine Aktie gezahlte Preis (§31 Abs. 4 WpÜG). 4) Der innerhalb eines Jahres für den außerbörslichen Erwerb einer Aktie gezahlte Preis (§31 Abs. 5 WpÜG). Im Falle des § 12 FMStBG ist nun nach Abs. 3 der Mindestwert lediglich der niedrigere Wert des durchschnittlichen⁶ Börsenkurses, entweder der letzten zwei Wochen vor Abgabe des Angebots oder im Zeitraum vom 1. bis zum 15. Februar 2009, maßgeblich. Dies erleichtert

³¹ Durch Veröffentlichung im Internet und z.B. Reuters i. S.d. § 10 Abs. 3 WpÜG

³² nach Umsätzen gewichtet

³³ Ist die Aktie noch nicht drei Monate gelistet, ist der Durchschnittskurs seit Listung maßgeblich (§ 5 Abs. 2 WpÜG-AngVO). Ist die Aktie zu illiquide (i.S.d. § 5 Abs. 4 WpÜG-AngV), ist das Ergebnis einer Unternehmensbewertung maßgeblich. Ist die Aktie lediglich im Ausland gelistet, gilt der entsprechende § 6 WpÜG-AngVO.

die Bedingungen der Übernahme wesentlich zugunsten des Fonds, was aber auch der Übernahmesituation Rechnung trägt.

Hält ein einzelner Gesellschafter eine bestimmte Mehrheitsbeteiligung an einer Aktiengesellschaft, werden ihm im deutschen Recht zwei Möglichkeiten gegeben, mittels eines so genannten *squeeze-out*, verbliebene Minderheitsaktionäre aus der Gesellschaft zu drängen. Zum einen existiert im Aktienrecht (§§327a ff. AktG) die Möglichkeit durch Hauptversammlungsbeschluss die sofortige Übertragung der Aktien von den Minderheitsaktionären auf den Hauptaktionär gegen Barabfindung zu beschließen. Zweitens, erreicht ein Aktionär diese Beteiligung im Zuge eines Übernahmeangebotes, wird ihm als Hauptaktionär im Übernahmerecht (§§ 39a u. 39b WpÜG) zusätzlich die Möglichkeit gegeben, eine Übertragung der ausstehenden Aktien durch Gerichtsbeschluss, wiederum gegen Abfindung, zu erreichen (zum Vergleich der beiden Verfahren siehe auch Picot, 2006). Die Schwellenwerte, um einen solchen aktien- oder übernahmerechtlichen *squeeze-out* einleiten zu können, liegen jeweils bei einer Beteiligung von 95 % des Grundkapitals der Gesellschaft (§327a Abs. 1 AktG, bzw. §39a Abs. 1 WpÜG). Durch § 12 Abs. 3 Nr. 1 Satz 2 FMStBG (für Übernahmerecht) und Abs. 4 (für Aktienrecht) werden diese Werte nun, bei einer Beteiligung des Finanzmarktstabilisierungsfonds auf 90 % herabgesetzt. Dieser Wert stellt das europarechtliche Minimum der Beteiligung zum Ausschluss von Minderheitsaktionären dar (Art. 15 Abs. 2 RiL 2004/25/EG).

4.4 Das Rettungsübernahmegesetz

Alle bisher in dieser Arbeit angesprochenen Regelungen betreffen ein Eingreifen des Finanzmarktstabilisierungsfonds im Rahmen der, wenn auch durch das FMStBG angepassten und vereinfachten, zivilrechtlichen Rahmenbedingungen. Als „ultima ratio“³⁴, „ultissima Ratio“³⁵ oder auch „letzte Patrone“³⁶ wird der Bundesregierung mit dem Rettungsübernahmegesetz das äußerste Mittel der Enteignung an die Hand gegeben. Im Gegensatz zu der Übernahme eines Unternehmens durch den ordentlichen Erwerb einer Beteiligung und eines eventuell darauf folgenden *squeeze-outs* durch den Finanzmarktstabilisierungsfonds, wird die Bundesregierung nunmehr ermächtigt durch Rechtsver-

³⁴ So bezeichnet in der Gesetzesbegründung (BR-Drucksache 160/09, S.1)

³⁵ So bezeichnet in der Rede Peer Steinbrücks (BdF) vor dem Bundesrat (BR-Plenarprotokoll 16/209, S. 22582)

³⁶ So bezeichnet in der Antwort Jochen Sanios (Präsident der BaFin) auf eine Frage in der Anhörung des Finanzausschusses (BT-Finanzausschuss Anhörungsprotokoll 16/120, S. 13).

ordnung direkt die Anteile (oder sonstige Rechte i.S.d. § 1 Abs. 2 RettungsG) an einem Unternehmen des Finanzsektors auf den Fonds oder eine ausschließlich vom Bund gehaltene juristische Personen des öffentlichen Rechts (§1 Abs. 3 RettungsG) zu übertragen (§ 2 Abs. 1 RettungsG). Risikopositionen (siehe 3.3.4) können ebenso Gegenstand der Enteignung sein (§ 1 Abs. 2 Nr. 4 RettungsG).

Durch Art. 14 GG ist das Eigentumsrecht gewährleistet, jedoch sieht der Artikel zugleich in Abs. 3 die Möglichkeit zum Entzug oder Teilentzug eines Eigentumsgegenstandes (Papier i. Maunz/Dürig, Art. 14, Rn. 527) durch Enteignung vor. Voraussetzungen der Enteignung ist ein entsprechendes Gesetz - hier das RettungsG- in welchem auch eine Entschädigung „unter gerechter Abwägung der Interessen der Allgemeinheit und der Beteiligten“ (Art. 14 Abs. 3 GG) zu bestimmen ist. Anspruchsgrundlage für die Entschädigung bietet jedoch nicht Art. 14 unmittelbar, sondern sie kann ausschließlich aus dem Gesetz hergeleitet werden. Fehlt die Entschädigung, oder ist sie nicht angemessen, ist vielmehr die Grundlage der Enteignung an sich verfassungswidrig (Junktimklausel) (Axe i. BeckOK, Art. 14, Rn. 108). Die Entschädigung ist vom Begriff des Schadensersatzes abzugrenzen, so ist der Ausgleich von entgangenem Gewinn und hypothetischer Wertsteigerung kein Bestandteil einer Entschädigung (Axe i. BeckOK, Art. 14, Rn. 127). Grundsätzlich muss die Bestimmung der Höhe der Entschädigung nach dem Verkehrswert der entzogenen Substanz geschehen (so Axe i. BeckOK, Art. 14, Rn. 128; dem entgegen Papier i. Maunz/Dürig, Art. 14, Rn. 606), da der Betroffene so in die Lage versetzt wird, eine Sache gleicher Art und Güte wiederzubeschaffen.

Grund und Grenze der Enteignung muss stets das Allgemeinwohl sein (Axe i. BeckOK, Art. 14, Rn. 114). Der Gesetzgeber hat eindeutig zu bestimmen, für welche Vorhaben, unter welchen Voraussetzungen und für welche Zwecke die Enteignung zulässig ist (Axe i. BeckOK, Art. 14, Rn. 115). Es muss ein besonders „schwerwiegendes, dringendes öffentliches Interesse“ (Axe i. BeckOK, Art. 14, Rn. 116) an der Enteignung bestehen. Auch im Bezug auf die Enteignung greift das allgemeine rechtsstaatliche Übermaßverbot. Die Enteignung muss folglich geeignet sein um das angestrebte Ziel zu erreichen und ferner unumgänglich (erforderlich) sein, i.e. das Ziel ist nicht durch ein milderes Mittel zu erreichen. Ein milderes Mittel stellt immer der ordentliche privatrechtliche Erwerb dar, es sei denn, dieser kann „nur unter unangemessenen und unzumutbaren Bedingungen für die öffentliche Hand in Betracht“ kommen (Papier i. Maunz/Dürig, Art. 14, Rn. 589). Weiterhin ist die Enteignung im Bezug auf ihren Um-

fang beschränkt, i.e. „der Enteignungseingriff darf in seiner Intensität nicht über das hinausgehen, was zur Erfüllung der Gemeinwohlbelange erforderlich ist“ (Papier i. Maunz/Dürig, Art. 14, Rn. 590).

Ziel und damit Zweck der Enteignung des Rettungsübernahmegesetzes im verfassungsrechtlichen Sinne ist die „Sicherung der Finanzmarktstabilität“ (§1 Abs. 1 RettungsG). Die Sicherung eines einzelnen Unternehmens stellt indes nur ein Mittel zur Erreichung dieses übergeordneten Zieles dar (§1 Abs. 4 Nr. 2 lit. a RettungsG). Dieses Ziel genügt den oben genannten verfassungsrechtlichen Anforderungen an das öffentliche Interesse (so auch Wolfers & Rau, S. 1299). In § 1 Abs. 4 wird weiterhin sichergestellt, dass eine Enteignung nur zum Einsatz kommt, wenn sie zwingend erforderlich ist, also sämtliche milderen Mittel entweder erfolglos ausgeschöpft wurden oder aufgrund eines notwendigen möglichst schnellen Eingreifens nichtmehr zur Verfügung stehen (§ 1 Abs. 4 Nr. 1 RettungsG). Die Stabilisierungsmaßnahmen des FMStFG (3.3.2-3.3.4) müssen insbesondere geprüft und als zur „rechtssicheren, nachhaltigen und wirtschaftlich zumutbaren“ Stabilisierung des Unternehmens nicht ausreichend befunden werden (§ 1 Abs. 4 Nr. 2 lit. b RettungsG). Der Versuch eines alternativen Erwerbs - hier wird explizit auf die zivilrechtlichen Vereinfachungen des FMStBG verwiesen - muss zwingend erfolglos unternommen worden oder wiederum aufgrund der zeitlichen Restriktion kategorisch ausgeschlossen sein (§ 1 Abs. 4 Nr. 2 lit. c RettungsG). Das Scheitern eines entsprechenden Hauptversammlungsbeschlusses wird beispielhaft aufgeführt. Der Gesetzgeber verwendet zur zusätzlichen Absicherung an mehreren Stellen (§1 Abs. 4 Nr. 1 u. Nr. 2 lit. c RettungsG) auch wörtlich die beliebte Formulierung des Bundesverfassungsgerichts, dass das Ziel - besonders unter Ausschöpfung der genannten Möglichkeiten - nicht „auf weniger einschneidende Weise“ (vgl. NJW 2003, 3548, Rn. 7; BVerfGE 45, 297 (346) Rn. 134; „weniger eingreifend“ BVerfGE 24, 367 Rn. 128; „weniger belastend“ BVerfGE 56, 249 (296), Rn. 127) als durch Enteignung zu erreichen sein muss.

Entgegen der allgemeinen Zuständigkeit der Finanzmarktstabilisierungsanstalt für Angelegenheiten des Fonds (siehe 3.3.1), wird die Entscheidung über eine Enteignung von der Bundesregierung getroffen (§ 2 Abs. 1 RettungsG). Für die Durchführung des Enteignungsverfahrens ist das Bundesministerium der Finanzen als Enteignungsbehörde vorgesehen (§ 3 Abs. 1 RettungsG). Durch die Enteignung in Form einer Rechtsverordnung (§2 Abs. 1 RettungsG), in der auch eine Angabe zur Entschädigung (Abs. 1 Nr. 5) enthalten sein muss, gehen die Rechtsgüter auf den Begünstigten über (§ 2 Abs. 2 Ret-

tungsG). Das Bundesfinanzministerium hat den Eigentümern verhältnismäßige Gelegenheit zur Stellungnahme einzuräumen (§ 3 Abs. 4 RettungsG).

Die verfassungsrechtlich verpflichtende Entschädigung wird in § 4 Abs. 1 RettungsG garantiert. Sie bemisst sich nach dem Verkehrswert (Abs. 3), welcher in Abs. 4 für den Fall einer Börsennotierung des Unternehmens konkretisiert wird. So bemisst er sich grundsätzlich - wie schon der Mindestpreis im Rahmen eines Übernahmeangebotes durch den Fonds (siehe 4.3) - nach dem durchschnittlichen³⁷ Börsenkurs der letzten zwei Wochen vor dem Bekanntwerden der Enteignungsabsicht oder aber, liegt der durchschnittliche Kurs der letzten drei Tage unterhalb (keine Spekulationsverzerrung), nach diesem (§4 Abs. 4 Nr. 1 i.V.m. Nr. 2 RettungsG)³⁸.

Das Rettungsübernahmegesetz ist zeitlich stark befristet. So muss die Enteignungsentscheidung nach § 6 Abs. 1 RettungsG vor dem 30. Juni 2009 getroffen werden. Die zur Umsetzung notwendige Rechtsverordnung darf nicht später als den 31. Oktober 2009 ergehen. Sobald die Maßnahme nichtmehr erforderlich, also das Unternehmen nachhaltig stabilisiert worden ist, hat sich der Bund unverzüglich um eine Reprivatisierung zu bemühen. Eine erste Evaluierung der Stabilität des Unternehmens ist noch innerhalb von zwei Jahren nach der Enteignung durchzuführen (§6 Abs. 2 RettungsG). Den enteigneten Anteilsinhabern ist³⁹ im Falle der Reprivatisierung (durch Verkauf oder Kapitalerhöhung) ein Vorkaufsrecht einzuräumen (§6 Abs. 2 RettungsG). Unbeschadet von der Reprivatisierungspflicht, kann der Fonds die Anteile mit dem Ziel der weiteren Stabilisierung des Unternehmens frei veräußern. Erzielte Einnahmen und eventuelle Gewinne aus der Veräußerung fließen dem Fonds zu (§6 Abs. 3 RettungsG). Ein Vorkaufsrecht der Aktionäre für diesen Fall der Veräußerung wird nicht erwähnt, was aufgrund der Systematik den Schluss nahe legt, dass ein solches Recht nicht gewährt werden muss.

4.5 Inanspruchnahme

Da der Zweck der Rekapitalisierungsmaßnahmen im Bezug auf die Hypo Real Estate die Stärkung der Eigenkapitalbasis des Unternehmens ist, ist eine signifikante Kapital-

³⁷ nach Umsätzen gewichtet

³⁸ Bestehen Anzeichen, dass diese Werte erheblich vom tatsächlichen Verkehrswert abweichen, ist eine Unternehmensbewertung zugrunde zu legen (§4 Abs. 4 Nr. 3 RettungsG)

³⁹ Reduktion des Ermessensspielraum der Sollvorschrift auf Null (siehe {Hopt 2009 #106} S. 832)

erhöhung nötig. Da sich das in §3 Abs. 1 FMStBG gesetzlich genehmigten Kapital jedoch (wie angesprochen) auf lediglich 50% des Grundkapitals beschränkt, aber eine Erhöhung um 813% auf rund EUR 6,3 Mrd. angestrebt wird (Hypo Real Estate, 24. April 2009), ist ein Hauptversammlungsbeschluss unvermeidlich. Zudem strebt der Fonds die Kontrolle des Unternehmens an (siehe 3.4), um notwendige Restrukturierungsmaßnahmen ungehindert in Angriff nehmen zu können⁴⁰. Die Gesetzesänderungen (4.3) und - sollte dieser Weg nicht gangbar sein - die mögliche Enteignung (4.4) als zusätzliches Druckmittel, begünstigen dieses Unterfangen. Um eine Kapitalerhöhung auf einer Hauptversammlung - mit nunmehr lediglich einfacher Mehrheit - erfolgreich durchsetzen zu können, gibt der Finanzmarktstabilisierungsfonds am 17. April 2008 ein (vereinfachtes, siehe 4.3) öffentliches Übernahmeangebot zum Erwerb aller ausstehender Stückaktien der Hypo Real Estate Holding AG zum Preis von 1,39 je Aktie ab, die Annahmefrist läuft bis zum 4. Mai 2009 (SoFFin, 17. April 2009). Bis zum Ablauf der Frist werden dem Finanzmarktstabilisierungsfonds 38,65 % (SoFFin, 9. Mai 2009) der ausstehenden Aktien angediehen, was einer Investition von rund EUR 124 Mio.⁴¹ durch den Fonds entspricht, die jedoch nicht dem Unternehmen, sondern den übertragenden Aktionären zufließen. Zusammen mit der bereits erworbenen Beteiligung aus dem genehmigten Kapital (siehe 3.4), vereint der Fonds nunmehr einem Stimmrechtsanteil von 47,31 % auf sich (SoFFin, 9. Mai 2009). Der Fonds kann damit auf der Hauptversammlung vom 2. Juni 2009, auf der lediglich 74,6% des stimmberechtigten Kapitals anwesend sind, die Kapitalerhöhung mit ausschließlichem Bezugsrecht erfolgreich durchsetzen und zeichnet in Folge sämtliche der 986,5 Mio. neue geborene Aktien (SoFFin, 2. Juni 2009). Dies entspricht einer weiteren Einlage von EUR 2,96 Mrd.⁴² in die Hypo Real Estate Holding AG. Der Finanzmarktstabilisierungsfonds hält damit eine Beteiligung von exakt 90% des Grundkapitals. Mit dieser Beteiligung ist der (durch das FMStBG reduzierte) Schwellenwert für einen aktien- oder übernahmerechtlichen squeeze-out der verbleibenden Aktionäre (siehe 4.3) erreicht und eine vollständige Übernahme der Gesellschaft auf aktienrechtlichem Wege wird derzeit vorbereitet (SoFFin, 2.

⁴⁰ „Die Übernahme der vollständigen Kontrolle über die HRE durch die Bundesrepublik Deutschland bzw. den Fonds ist notwendig, weil so erreicht werden kann, dass die für die Stabilisierung der HRE-Gruppe und damit letztlich für die Stabilität des Finanzmarktes erforderlichen Maßnahmen rechtssicher, nachhaltig, kosteneffizient und zeitnah umgesetzt werden können.“ (Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung, 17. April 2009 S. 18)

⁴¹ 89,321 Mio. Aktien zu je EUR 1,39 Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung, 9. Mai 2009

⁴² 986,5 Mio. Aktien mal Ausgabepreis von EUR 3

Juni 2009). Damit hätte der Finanzmarktstabilisierungsfonds sein Ziel der signifikanten Stärkung des Eigenkapitals, sowie die angestrebte Kontrollübernahme der Hypo Real Estate auf zivilrechtlichem Wege und ohne Anwendung der Enteignung erreicht. Jedoch ist die Wirkung des Rettungsübernahmegesetzes als Druckmittel sicherlich nicht zu unterschätzen. Insgesamt hat der Fonds eine Investition von EUR 3,14 Mrd.⁴³ im Rahmen von Rekapitalisierungsmaßnahmen zugunsten der Hypo Real Estate getätigt. Zur Abfindung der verbleibenden 10 % der Anteilseigner müssen weitere rund EUR 170 Mio.⁴⁴ veranschlagt werden. Damit vereint die Hypo Real Estate EUR 3,3 Mrd. an Rekapitalisierungsaufwendungen auf sich, was einem Anteil von 5 % des hierfür veranschlagten Refinanzierungskreditrahmens entspricht.

Die folgende Tabelle gibt nochmals einen zusammenfassenden Überblick der bisher ergriffenen Maßnahmen (vgl. neben diesem Abschnitt auch 3.5) im Bezug auf die die Unternehmen Hypo Real Estate (HRE), Commerzbank (CB) und IKB:

Tabelle 1: Inanspruchnahme der Maßnahmen (ausgewählte Übersicht)

	Maßnahmen insgesamt	Anteil Maximalvolumen	Anteil bewilligte Mittel ⁴⁵
HRE	Garantie: EUR 52 Mrd.	13 % (v. EUR 400 Mrd.)	39 % (v. EUR 133 Mrd.)
	Rekap.: EUR 3,3 Mrd.	4,1 % (v. EUR 80 Mrd.)	15 % (v. EUR 22 Mrd.)
CB	Garantie: EUR 15 Mrd.	3,7 %	9,7 %
	Rekap.: EUR 18,2 Mrd.	22,7 %	82 %
IKB	Garantie: EUR 5 Mrd.	1,25 %	3,8 %

Quelle: Eigene Darstellung

4.6 Auswirkungen auf den Finanzmarkt

Auf das Einbringen des Koalitionsentwurfes zum Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz im Bundestag am 9. März 2009, ist eine deutliche Reaktion der Finanzmarktindizes (siehe 3.6) zu beobachten. Besonders die Börsenwerte der Kreditbanken reagieren überaus positiv und ziehen damit den Gesamten FIRE Supersektor aufwärts

⁴³ EUR 60 Mio. (Erste Einlage) + EUR 124 Mio. (Kaufpreis Übernahmeangebot) + EUR 2,96 Mrd. (Zeichnung neuer Aktien aus Kapitalerhöhung)

⁴⁴ (986,5 Mio. + 89,3 Mio. + 20 Mio.) / 0,9 = 1.217,6 Mio. ausstehende Aktien insgesamt * 10 % * EUR 1,39

⁴⁵ Schätzung auf Basis der Mitteilung vom 9. April 2009 (Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung, 9. April 2009) unter Einbeziehung der Maßnahmen zugunsten der Hypo Real Estate

(siehe Abbildung 5 u. 5a, Anhang S. 73 u. 74). Im Gegensatz zu den nur kurzfristigen Ausschlägen infolge des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes (siehe 3.5) leitet die Kurssteigerung einen nachhaltigen Aufwärtstrend ein, der bis zum jetzigen Zeitpunkt (11. Juni 2009) nicht abgerissen ist. Ein Kurzfristiger Einbruch im Vorfeld der Hauptversammlung der Hypo Real Estate wurde aufgrund des unproblematischen Ausgangs schnell überwunden.

Im Bezug auf Euro-LIBOR (siehe Grafik 3, Anhang S. 71) und den Bubill-Spread (siehe Abbildung 4, Anhang S. 72) lässt sich feststellen, dass sich die im Februar 2009 erneut abzeichnende Welle, mit dem Zeitpunkt des Koalitionsentwurfes bricht. Trotz eines kurzen Ausschlages im May hält diese Entspannung nach wie vor an⁴⁶. Auch an dieser Stelle sei wieder auf die unter 3.5 angesprochenen Schwierigkeiten der empirischen Betrachtung der Auswirkungen verwiesen.

Durch konkrete Ebnung des Wegs zur zivilrechtlichen Übernahme von bedrohten, systemkritischen Unternehmen wird der Glaube an ein schnelles Eingreifen und die Handlungsfähigkeit des Staates weiter unterstrichen. Durch das Einführen eines ultimativen Handlungsmittels (in Form der Enteignung) durch das Rettungsübernahmegesetz, kehrt sich der Gesetzgeber von der reinen Freiwilligkeit zur Inanspruchnahme von Stabilisierungsmaßnahmen ab und fördert damit die Wahrnehmung als regulierende Autorität. Jedenfalls wird mit der Gesetzeserweiterung das Versprechen an die Marktteilnehmer gegeben, in kritischen Situationen einen zusätzlichen Akteur, welcher auch mit der nötigen Handlungsmacht ausgestattet ist, vorzufinden. Damit weitet der Staat seine Stellung als letzte Versicherung weiter aus, was eine Weitergabe der Risiken auf starke Schultern bedeutet, sie aber keinesfalls verschwinden lässt. Auf der Kehrseite wird, alle Maßnahmen zusammengenommen, große Macht in die Hände weniger Personen im Finanzministerium und des Finanzmarktstabilisierungsfonds gelegt. Weiterhin könnte das Eingreifen ein Ausnutzen der Krisensituation zu opportunistischen Zwecken fördern, da einige Regelungen auch zugunsten Dritter gelten oder der Staat als künstlicher Nachfrager von Krediten (zur Refinanzierung) auftritt. Dies könnte zu einer Marktverzerrung führen.

⁴⁶ Bedenklich könnte, nunmehr im Gegenteil, der extrem geringe Wert sein, auf den sich der Euro-LIBOR bewegt hat, was eine erneute Kreditwelle auslösen könnte, da viele variabel verzinsten Kredite an diesen Wert geknüpft sind.

5 Kurzdarstellung: Das Bad-Bank Gesetz

Mit dem *Entwurf eines Gesetzes zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung* (BT-Drucksache 16/13156) vom 26. Mai 2009 bringt die Bundesregierung am 28. Mai 2009 einen weiteren Ansatz zur Finanzmarktstabilisierung zur Beratung in den Bundestag eingebracht. Bereits am 27. April drangen derartige Pläne an die Öffentlichkeit (Reuters, 27. April 2009).

Die erste Reaktion des Gesetzgebers auf die rein bilanziellen Probleme aufgrund der Abwertung von Aktiva, stellt die unter 3.4 angesprochene Änderung der Insolvenzordnung und in gewissen Zügen auch das Angebot zu Risikoübernahme (3.3.4) dar. Ziel des oben genannten Gesetzesentwurfes ist es nunmehr, Banken die Möglichkeit zu geben unberechenbare CDOs in eine Zweckgesellschaft auszulagern und die Verluste planmäßig abzuschreiben. Formell soll dies durch das Einfügen der §§ 6a-d im Teil der Garantievergabe des FMStG geschehen (i.F. FMStFG-E).

Folgendes Konzept ist vorgesehen: Belastete Banken übertragen ihre toxischen Wertpapiere (z.B. CDOs) zum Buchwert⁴⁷ eines aktuellen⁴⁸ Jahresabschlusses an eine Zweckgesellschaft (i.S.d. FMStG) und erhalten im Gegenzug eine Schuldverschreibung der Zweckgesellschaft in dieser Höhe. Diese Schuldverschreibung wird durch den Finanzmarktstabilisierungsfonds durch Garantien (siehe 3.3.2) besichert (§6a Abs. 1 FMStFG-E), was den Banken ermöglicht, sie in voller Höhe⁴⁹ zu aktivieren. Im Gegenzug leistet die Bank, über eine Dauer von maximal 20 Jahren, jährlich eine gleichbleibende Ausgleichszahlung an den die Zweckgesellschaft um so die Differenz zwischen dem Buchwert (zu dem die Papiere übertragen wurden) und dem Marktwert (Fundamentalwert) linear auszugleichen (§6c Abs. 1 FMStFG-E), was eine planmäßige Abschreibung ermöglicht. Reichen diese im Vorhinein berechneten Ausgleichszahlungen nicht aus, so hält sich der Fonds zusätzlich eine Nachhaftung gegenüber der übertragenden Bank offen (§ 6d Abs. 1 FMStFG-E). Das Zeitfenster für eine Beantragung dieser Maßnahme ist auf sechs Monate nach in Kraft treten beschränkt (§ 6c Abs. 1 FMStFG-E).

⁴⁷ Mit einem Abschlag von max. 10 %, mindestens bis zur der Höhe die zur Kernkapitalquote von 7 % führt, § 6a Abs. 2 Nr. 2 Satz 1 i.V.m. Satz 3 FMStFG-E.

⁴⁸ Stichtag nach dem 31. März 2009, § 6a Abs. 2 Nr. 2 Satz 2 FMStFG-E.

⁴⁹ Nach Abschlag s.o.

Im Idealfall (Überleben des Mutterunternehmens) entstehen dem Fonds bzw. dem Staat, keinerlei Kosten aus dieser Maßnahme, da bei Fälligkeit der Schuldverschreibung die Wertdifferenz durch die jährliche Ausgleichzahlung abgegolten ist, bzw. zur Sicherheit die Nachhaftung besteht. Das Risiko, dass die Muttergesellschaft nichtmehr in der Lage ist die Ausgleichszahlungen zu leisten, verhält sich nicht anders, als im Falle einer direkten Garantievergabe. Das Konzept würde eine gute Alternative zu einer aufwendigen Änderung der Bilanzierungsrichtlinien mit dem gleichen Zweck darstellen.

6 Bewertung der Maßnahmen

6.1 Zusammenfassung

Grafik 8 auf Seite 77 des Anhangs bietet zuerst eine Übersicht der Auswirkungen der zwei Charakteristika der Krise: Erstens führt der Wertverlust der im Zusammenhang mit Immobilieninvestitionen stehenden Aktiva zu einer Reduktion der Vermögenswerte des Unternehmens in Form von Forderungen. Dies schmälert das - zumeist ohnehin durch verstärkten Leverage im Vorfeld der Krise geringe - Eigenkapital der Bank (als beispielhaftes Unternehmen des Finanzsektors); Zweitens führt der, durch Insolvenzen und Negativmeldungen zahlreicher namenhafter Institute ausgelöste, Vertrauenseinbruch auf dem Interbankenmarkt zu einer Reduktion der Refinanzierungsmittel, was verstärkt Liquidität abfließen lässt. In der Darstellung zugunsten der Lesbarkeit nicht aufgeführt wurde die parallele Entwicklung etwaiger Zweckgesellschaften, welche durch die Inanspruchnahmen von Kreditlinien zu weiterem Liquiditätsabfluss bei der Muttergesellschaft führte.

Aus dem Zusammenspiel der Normen lässt sich ein Stufenmodell beim Eingreifen der Finanzmarktstabilisierungsanstalt, bzw. des Bundes ableiten. Schrumpfen die möglichen Alternativen, bzw. wurden erfolglos ausgeschöpft, kann jeweils eine Maßnahme mit einschneidenderem Charakter ergriffen werden. Die einzelnen Maßnahmen haben zudem unterschiedliche Angriffspunkte. Während Garantievergaben auf die Verbesserung der Refinanzierungsmöglichkeiten abzielen, soll die (bisher ungenutzte) Maßnahme der Risikoübernahme den Wertverfall der Aktiva stoppen und zugleich über den Kaufpreis direkte Liquidität zur Verfügung stellen. Rekapitalisierung, ihre Steigerung in Form der Übernahme des Unternehmens (auf zivilrechtlichem Weg) und das ultimum remedium der Enteignung zielen alle auf eine Stärkung des Eigenkapitals ab, führen

aber natürlich im gleichen Zuge durch die geleisteten Einlagen auch zu einem Liquiditätszufluss. Nicht aufgeführt wurde das noch nicht Beschlossene Konzept der Bad-Bank (5) mit dem Ziel der Wiederherstellung bilanzieller Planungssicherheit.

Die Durchsetzung der Maßnahmen erfolgte zu großem Teil durch die in 3.5 und 4.5 dargelegten Vorgänge. Während das Finanzmarktstabilisierungsgesetz sein Ziel nicht vollständig erreichen konnte (3.6), wurde durch seine Ergänzung eine merkliche Entspannung der Situation, sowohl am Interbankenmarkt als auch bei den Werten des entsprechenden Sektors herbeigeführt (4.6).

6.2 Internationaler Vergleich

Wie unter 3.1 dargelegt, ist das Eingreifen der deutschen Regierung auf internationale Koordination zurückzuführen. Abbildung 7 auf Seite 76 des Anhangs bietet einen Überblick der Volumina der Maßnahmen anderer (makroökonomisch bedeutender⁵⁰) Staatenabsolut und im Verhältnis zu ihrem Bruttoinlandsprodukt.

Das Rettungspaket der USA durch den *Emergency Economic Stabilizations Act (EESA)* vom 3. Oktober 2008, ermächtigt das US Department of the Treasury Programme ins Leben zu rufen um so genannte *Trouble Assets* (engl. Vermögenswerte in Schwierigkeiten, was dem Begriff der deutschen Risikopositionen entspricht), zu garantieren oder zu kaufen. Dem Department wird hierfür eine Gesamtbudget in der laufenden Höhe von USD 700 Mrd. (rund EUR 500 Mrd.) in drei Schritten (USD 250 Mrd. + 100 Mrd. + 350 Mrd.), jeweils in Absprache mit dem Kongress zur Verfügung gestellt. Der Kongress verfügt über ein Vetorecht der letzten Tranche. Die zwei Programme die das Department in diesem Zuge auf den Weg gebracht hat, sind das *Trouble Asset Relief Programm (TARP)*, sowie, als dessen Bestandteil, das *Capital Purchase Programm (CPP)*. Das TARP zielt, wie der Name schon nahelegt, auf die Entlastung bedrohter Unternehmen des Finanzsektors von Risikopositionen ab. Die Übernahme von diesen Positionen darf nach Sec. 113 EESA nur gegen die Gewähr von Eigenkapitalpartizipation ohne Stimmrecht geschehen (Foulkes & Sweet W., US Measures, Rn. 12). Darum ist eine Eigenkapitalbeteiligungen in diesem Zusammenhang möglich, stellt aber lediglich ein Mittel zum Zweck dar. Die Übernahme der Risikopositionen erfolgt durch direkten Kauf (siehe hierzu (Foulkes & Sweet W., US Measures, Rn. 25 u. 26), bzw. Auktion (>

⁵⁰ Für eine Übersicht aller EU-Staaten siehe auch Europäische Union, 14. Oktober 2008b

USD 300 Mio., siehe hierzu (Foulkes & Sweet W., 2009, Rn. 27-29). Das CCP bietet nun weiterhin die Möglichkeit der direkten staatlichen Investition in einen limitierteren Kreis von Unternehmen (Foulkes & Sweet W., US Measures, Rn. 10). Die Möglichkeit beschränkt sich auf eine Vorzugsbeteiligung ohne Stimmrecht zu maximal USD 25 Mrd. je Unternehmen (Foulkes & Sweet W., US Measures, Rn. 14). Der entscheidende Unterschied der Maßnahme zum deutschen Vorgehen ist, dass eine staatliche Kontrolle über die Ausübung von Stimmrechten formell ausgeschlossen wird sowie der Focus der Maßnahme auf die Übernahme von Risikopositionen.

Das Französische Rettungspaket durch die *Loi de finance rectificative pour le financement de l'économie (n° 2008-1061)* vom 15. Oktober 2008 zielt primär auf das Liquiditäts- und Solvenzproblem der französischen Banken ab (Bine, French Measures, Rn. 8). Zu diesem Zweck wurden eine Refinanzierungsgesellschaft (*Société française de refinancement de l'économie, SFRE*) und eine Rekapitalisierungsgesellschaft (*Société de prise de participation de l'Etat, SPPE*) ins Leben gerufen. Die SFRE verfügt über einen Refinanzierungsrahmen von EUR 320 Mrd., innerhalb dessen Schuldverschreibungen betroffener Unternehmen des Finanzsektors garantiert (Bine, 2009, Rn. 16) oder vor allem direkte kurz- und mittelfristige Kredite an die Unternehmen vergeben werden können (Bine, French Measures, Rn. 22). Die Rekapitalisierungsgesellschaft (SPPE) ist auf die Unterstützung der französischen Dexia Bank durch Erwerb von Eigenkapitalbeteiligungen zugeschnitten, ist aber auf sämtliche Banken anwendbar. Auch hier will der Staat sich primär auf Vorzugsaktien ohne Stimmrecht beschränken, hält sich jedoch den Erwerb einer ordentlichen Beteiligung offen (Bine, French Measures, Rn. 26). Das Modell ähnelt dem deutschen Stark, beinhaltet jedoch auch die direkte Kreditvergabe an Unternehmen durch den Staat, was im deutschen Modell nicht vorgesehen ist.

Das Britische Modell in setzt sich ebenfalls aus den drei Pfeilern Garantievergabe, und Rekapitalisierung und Risikoübernahme zusammen. Im Zuge der Rekapitalisierung hat sich die Regierung verpflichtet GBP 50 Mrd. (EUR 59 Mrd.) zur Investition in Vorzugsaktien oder als Bürgschaften, die eine Investition eines Dritten ermöglichen, zur Verfügung zu stellen (Tricot, UK Measures, Rn. 5). Die auf diesem Weg übernommenen Anteile werden durch die neu geschaffene *UK Financial Investments Ltd.* verwaltet. Diese Gesellschaft hat den expliziten Auftrag Wertsteigerungen für den Steuerzahler zu generieren (Tricot, UK Measures, Rn. 16). Im Zuge des wiedereröffnen der Refinanzierungsmöglichkeiten, verpflichtet sich die Regierung am 3. November 2008 Garantien

für neu ausgegebene, am Geldmarkt handelbare, Schuldverschreibungen der betroffenen Unternehmen zu vergeben. Das Volumen soll sich im Rahmen von GBP 250 Mrd. (EUR 296 Mrd.) bewegen. Zum dritten soll die Bank of England im Rahmen eines *special liquidity schemes* belastete Wertpapiere gegen Staatsschatzbriefe einzutauschen (Tricot, UK Measures, Rn. 21). Für diese Risikoübernahme sind GBP 200 Mrd. (EUR 237 Mrd.) veranschlagt. Zusätzlich zu dem oben genannten, reagiert die britische Regierung noch weiter. Mit dem *UK Banking Act* vom 16. März 2009 ist auch die Enteignung als Mittel zur Stabilisierung und Einlagensicherung vorgesehen. Die Enteignung kann, im Kontrast zum deutschen System auch zugunsten Dritter, auch aus dem privaten Sektor, geschehen (Tricot, UK Measures, Rn. 35). Unter der Voraussetzung, dass die betroffene Bank die Kriterien für eine notwendige Geschäftszulassung der UK Financial Services Authority nicht mehr erfüllt, bzw. wahrscheinlich nicht mehr erfüllen wird, können durch die Bank of England (bzw. das Finanzministerium bei Übertragung auf die öffentliche Hand) Vermögensgegenstände oder Anteile der betroffenen Bank auf einen Dritten, auch des privaten Sektors, übertragen werden (Tricot, UK Measures, Rn. 37). Diese und weitere, unter dem so genannten *Special Resolution Regime (SRR)* vorgesehenen Maßnahmen sind nicht befristet und bilden damit eine permanente Ergänzung des Rechts. Das SRR enthält weiterhin eine Vereinfachung des Insolvenzverfahrens einer Bank zum Schutz der Anleger (hierzu: Tricot, UK Measures, Rn. 40ff.), sowie die Möglichkeit zur Bestellung eines vorübergehenden Verwalters (ähnlich des dt. Sonderbeauftragten) für eine insolvente Bank (hierzu: Tricot, UK Measures, Rn. 46ff.). Die britische Regierung reagiert somit nicht nur Volumenstärker sondern auch einschneidender (permanente Implementierung, Übertragung zugunsten Dritter) auf die Finanzkrise. Durch das aufsetzen der UK Financial Investments Ltd. wird der dauerhaftere und unternehmerischere Charakter der Rekapitalisierungsmaßnahmen deutlich.

Es lässt sich feststellen, dass Deutschland mit einem Umfang von knapp 20 % des BIP eine Spitzenstellung im internationalen Rettungswettlauf einnimmt. Betrachtet man den Verlauf der Hauptindizes der angesprochenen Länder (siehe Abbildung 6, Anhang S. 75), lässt sich jedoch auch erkennen, dass Deutschland nach den USA am zweitschärfsten von der Krise getroffen wurde. Dies wird auch dadurch bestätigt, dass deutsche Banken unter den ersten Opfern waren. Auch wenn ein Rettungsvolumen von EUR 500 Mrd. der USA auf den ersten Blick gigantisch erscheint, ist dies doch unter Betrachtung der Größe der Volkswirtschaft und der schwere mit dem die Krise das Land getroffen

hat zu relativieren. Die deutsche Regierung reagiert somit weitaus schärfer auf die Krise als die USA und wird lediglich vom Vereinigten Königreich übertroffen. Weiterhin lässt sich feststellen, dass die deutschen Regelungen, ähnlich den französischen, sehr viel offensiver als die USA mit einer Kontrollübernahme des Staates umgehen.

6.3 Bewertung

Die Abschließende Bewertung der analysierten Maßnahmen erfolgt in zwei Schritten, zuerst aus juristischer und anschließend aus wirtschaftlicher Sicht.

In der juristischen Literatur genießt das Finanzmarktstabilisierungsgesetz großes Lob. Es wird als „gelungenes und stringentes Konzept“ bezeichnet und die Bundesregierung hätte „Handlungsfähigkeit bewiesen“ (Brück, Schalast, & Schanz, 2008, S. 2534). Verfassungsrechtlich ist dem Gesetz nichts entgegenzusetzen. Im Gegenteil wird soweit gegangen, dass der Gesetzgeber sogar zur Ergreifung von Stabilisierungsmaßnahmen „verfassungsrechtlich verpflichtet“ gewesen sei (Ewer & Behnsen, 2008, S. 3462). Von einigen Stimmen wird die Konformität der Maßnahmen mit den entsprechenden Europäischen Richtlinien bezweifelt (Spindler, 2008, S. 2276; Brück et al., 2008, S. 2531 u. S. 2533). Angesichts der rechtspolitischen Einigkeit in diesem Feld werden dogmatische Schwierigkeiten aber wohl eher in den Hintergrund rücken. Zumindest hat der Gesetzgeber „in beeindruckender Weise gezeigt, dass auch in kürzester Zeit Gesetze geschaffen werden können, die Stresstests überstehen und sich am Ende von der gesetzgeberischen Qualität anderer, in längeren Verfahren entwickelten Elaboraten kaum unterscheiden“ (Wieneke & Fett, 2009, S. 14). Dem allen ist, unter Betrachtung der Erkenntnisse dieser Arbeit, zuzustimmen. Vor allem das Zusammenspiel der verschiedenen Normen zeigt, dass der Gesetzgeber die meisten juristischen Probleme im Zuge einer angemessenen Reaktion auf die Krise antizipiert und gute Lösungen gefunden hat.

Auch die Erweiterung des Maßnahmenpaketes durch das FMStErgG sieht sich ebenfalls grundsätzlich keinen verfassungsrechtlichen Problemen gegenüber (so auch Hopt, Fleckner, Kumpan, & Steffek, 2009 S. 833). Hier hat der Gesetzgeber nochmals eindeutig und souverän gezeigt, dass er sein Bestreben der Kontrollübernahme eines Unternehmens auf dem einen oder anderen Weg erreichen wird und die juristischen Rahmenbedingungen diesem Wunsch entsprechend angepasst. Dass das Gesetz keinen öffentlichen Konsens genießt (Brück, Schalast & Schanz, 2009, S. 1313) ist offensichtlich, jedoch zeichnet gerade dies das notwendige souveräne Durchgreifen des Gesetzgebers -

wozu dieser schließlich vom Volk beauftragt wurde- aus. Das Rechtsgut der Anteilseigner eines betroffenen Unternehmens ist hier eindeutig unterzuordnen, wäre die Marktalternative für sie doch - mit großer Wahrscheinlichkeit- ein vollständiger Wertverlust ihrer Investition.

Durch das geplante Bad-Bank Modell schlussendlich würde den Banken bilanzielle Planungssicherheit gegeben, ohne eine aufwendige Änderung der Bilanzierungsregeln für diesen Sonderfall durchführen zu müssen.

In der Gesamtbetrachtung einzig negativ zu werten ist die Machtkonzentration, trotz parlamentarischer Überwachung, in den Händen des Fonds und des Bundesfinanzministeriums, in Verbindung mit der Ausweitung der Kapitalerhöhungsregelungen durch §7e FMStBG auch zugunsten Dritter. Hierdurch könnten opportunistisch motivierte Unternehmensübernahmen begünstigt werden, die zu Marktverzerrung führen.

Wirtschaftlich betrachtet hat der Gesetzgeber durch das Finanzmarktstabilisierungsgesetz und dessen Erweiterung umfassende Rahmenbedingungen entwickelt, die ein schnelles und zielgerichtetes Handeln ermöglichen. Damit erhalten die Unternehmen des Finanzmarktes eine gewisse Rechtssicherheit, dass der Staat zum einen gleichgerichtet handelt (generalisierter Ansatz des Gesetzes), zum andern bereits alle bürokratischen Hindernisse entfernt wurden und ultimativ auch entsprechende Macht zum unfreiwilligen Eingriff zur Verfügung steht. Weitaus wichtiger als die letztendlich durch Besicherung oder Rekapitalisierung generierte Liquidität ist wohl für den Finanzmarkt das Signal, dass der Staat in letzter Instanz nicht tatenlos zusehen wird wenn sich systemkristische Institute nahe am Abgrund bewegen. Nach der Insolvenz von Lehmann war diese, für das Vertrauen auf dem Interbankenmarkt wichtige, Überzeugung in starke Erschütterung geraten.

Es galt also primär eine Wiederholung des Falles Lehmann zu verhindern, und die Konsequenzen dieses Falles wieder umzukehren. Das Paket der Bundesregierung erfüllt dies zweifellos, doch hat sich der Staat selbst durch die Maßnahmen erhebliche Kosten und Risiken auferlegt. Die Einnahmen des Bundes beliefen sich im Jahr 2007 auf EUR 267,6 Mrd. (Bundesfinanzministerium, 2007 S. 55). Die direkte Belastung aus den Maßnahmen beträgt bei voller Ausschöpfung EUR 80 Mrd., also knapp 30% der Einnahmen. Hinzu kommen die, selbst für die Finanzmarktstabilisierungsanstalt nur schwierig bezifferbaren, Risiken aus möglicherweise in Anspruch genommenen Garan-

ten. Andererseits kann der Staat aus den Vergütungen (Dividenden und Entgelte) für die Rettungsmaßnahmen Einnahmen erzielen, welche die Ausgaben im Zweifelsfall sogar übersteigen könnten. Geht der Staat direkte Risiken durch Eigenkapitalbeteiligungen ein, so ist es nur nachvollziehbar, das er wie auch jeder private Investor entsprechende Kontrolle über seine Investition übernehmen will. Man sieht also, der Staat wird zum Unternehmer; Quasi zu einer Bank, die mit hervorragender Bonität ausgestattet ist, sich keinerlei Renditedruck gegenüber sieht und de-facto über unbeschränkte Liquidität verfügt. Diese strategischen Vorteile machen den Staat also förmlich zur Über-Bank, die auch durch die stärksten Erschütterungen nicht in ihrer generellen Zahlungsfähigkeit eingeschränkt wird und so ihre Stabilität auf den gesamten Markt abstrahlt. Das Vertrauen, welches dem System Finanzmarkt entglitten ist, wird nun aus dem System Staat abgeleitet. Der hypothetischen Überlegung, dass die Vertrauenserschütterung des ersten so grundlegend ist, das sie in der Lage ist auch zweites zum Zusammenbruch zu führen, soll an dieser Stelle nicht nachgegangen werden. Die Konsequenzen wären jedenfalls katastrophal, fußt doch das gesamte Wirtschaftssystem auf dieser einen Konstante, dem Vertrauen in die diversifizierte Masse. Eine Diskussion ob der Staat im Sinne von Betriebswirtschaftlicher Optimierung und Effizienz der bessere Unternehmer ist, ist an dieser Stelle nicht zielführend. Wichtig ist einzig und allein, dass er der (hoffentlich) weniger opportunistische, nachhaltigere und derjenige mit dem längsten und stabilsten Atem ist, um Perioden mit negativen Zahlungsflüssen auszuharren.

7 Fazit und Ausblick

Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz nebst seiner Ergänzung stellt juristisch wie wirtschaftlich eine gelungene und zielführende ad-hoc Reaktion des Gesetzgebers auf die Finanzkrise 2008/2009 dar, die sich zudem in internationale Bestrebungen einreihet.

Keinesfalls kann jedoch die Rede vom ersten „Baustein für eine neuen Finanzverfassung“ (BT-Plenarprotokoll 16/182, S. 19350) sein, wie von der Bundeskanzlerin dato angekündigt; Es sei denn diese *Verfassung* sieht eine dauerhafte Aktivität des Staates als Marktteilnehmer vor. Vielmehr sollte darauf hingearbeitet werden, die gegenwärtigen Notfallmaßnahmen so bald als möglich wieder zurückzuziehen, bevor sich, statt einer Übertragung der Stabilität des Staatssystems auf das Finanzsystem, eine Übertragung der Instabilität des Finanzsystems auf den Staat vollzieht. Im weiteren Vorgehen muss nun eine grundlegende Entscheidung getroffen werden: Ob man die Freiheiten des gegenwärtigen Systems – und damit die Effizienz in Boom-Zeiten – beibehalten will und im Gegenzug eine jedes Jahrzehnt auftretende Krise in Kauf nimmt; Oder ob man die identifizierten Schwachstellen durch regulatorische Beschränkungen ausmerzen will (z.B. Horn, 2008, S. 459ff.). Beide Wege bieten positive wie negative Effekte. Entschieden man sich für die Überlegungen zu einer juristischen Neuordnung, sollte jedoch nicht bei Unternehmen des Finanzmarktes und nicht an nationalen Grenzen halt gemacht werden. Vielmehr ist möglicherweise ein Umdenken der weltweiten Corporate Governance Strukturen von Nöten. An dieser Stelle sei auf die Arbeit meines geschätzten Kommilitonen Markus Arnold verwiesen, welche sich genau dieser Fragestellung widmet. Es sind zweifellos spannende Zeiten, gleichermaßen für Rechts- wie Wirtschaftswissenschaft.

Quellenverzeichnis

Anhang

Quellen

Schrifttum

(Angabe im Text mit Jahreszahl)

- Axer, P. (2009). Art. 14 GG. In V. Epping & C. Hillgruber (Hrsg.), *Beck'scher Online-Kommentar zum Grundgesetz (BeckOK)*. 3 Aufl. München: Beck.
- Bine, P. (2009). French Financial Stabilization Measures. In M. Jaletzke & P. Veranneman (Hrsg.), *Finanzmarktstabilisierungsgesetz. Kommentar*. München: Beck.
- Bloss, M. (2009). *Von der Subprime-Krise zur Finanzkrise: Immobilienblase: Ursachen, Auswirkungen, Handlungsempfehlungen*. München: Oldenbourg.
- Brunnermeier, M. (2008). Deciphering the Liquidity and Credit Crunch. *Journal of Economic Perspectives*, 23, S. 77–100, online verfügbar unter: http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/liquidity_credit_crunch.pdf
- Brück, M., Schalast, C., & Schanz, K.-M. (2008). Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz: Hilfe für die Banken – Systemwechsel im Aktien- und Insolvenzrecht? *Betriebsberater (BB)*, S. 2526–2535.
- Brück, M., Schalast, C., & Schanz, K.-M. (2009). Das 1. Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz: Lex Hypo Real Estate oder doch mehr? *Betriebsberater (BB)*, S. 1306–1314.
- Duffie, D. (July 2008). *Innovations in credit risk transfer: implications for financial stability*, von Bank for international Settlements, Arbeitspapier Nr. 255, online verfügbar unter: <http://www.bis.org/publ/work255.pdf>
- Englund, P. (1999). The Swedish banking crisis: roots and consequences. *Oxford Review of Economic Policy*, (15), S. 80–97, online verfügbar unter: <http://oxrep.oxfordjournals.org/cgi/content/abstract/15/3/80>
- Ewer, W., & Behnsen, A. (2008). Der Finanzmarktstabilisierungsfonds - Herzschrittmacher bei drohendem Kollaps der Finanzmärkte. *Neue juristische Wochenschrift (NJW)*, (48), S. 3457–3462.
- Fabozzi, F., David, H., & Choudry, M. (2006). *Introduction to Structured Finance*. New Jersey: Wiley & Sons Inc..
- Foulkes, H., & Sweet W. (2009). US Financial Stabilization Measures. In M. Jaletzke & P. Veranneman (Hrsg.), *Finanzmarktstabilisierungsgesetz. Kommentar*. München: Beck .
- Hopt, K., Fleckner, A., Kumpan, C., & Steffek, F. (2009). Kontrollerlangung über systemrelevante Banken nach den Finanzmarktstabilisierungsgesetzen (FMStG/FMStErgG). *Wertpapiermitteilungen (WM)*, 18, S. 821–834.
- Horn, N. (2008). Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz und das Risikomanagement zur globalen Finanzkrise. *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR)*, 11, S. 452–459.
- Jaletzke, M., & Denzer, V. (2009). § 4. In M. Jaletzke & P. Veranneman (Hrsg.), *Finanzmarktstabilisierungsgesetz. Kommentar*. München: Beck .
- Jaletzke, M., & Magnusen, C. (2009). § 1-3. In M. Jaletzke & P. Veranneman (Hrsg.), *Finanzmarktstabilisierungsgesetz. Kommentar*. München: Beck .

- Jaletzke, M., & Schmidt, M. C. (2009). §3a. In M. Jaletzke & P. Veranneman (Hrsg.), *Finanzmarktstabilisierungsgesetz. Kommentar*. München: Beck .
- Keys, B. J., Mukherjee, T. K., Seru, A., & Vig, V. (2008). *Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans*, online verfügbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1093137
- Mann, E., & Leyendecker B. (2009). Kreditvergabepflicht durch das Finanzmarktstabilisierungsgesetz in Bezug auf KMU. *Betriebsberater (BB)*, S. 226-229.
- Mertens, D. (2006). *Portfolio-Optimierung nach Markowitz* (2. Aufl.). Frankfurt am Main: Bankakad.
- Moritz, J. (2008). Private Equity und Mezzanin. In G. Picot (Hrsg.), *Handbuch für Familien- und Mittelstandsunternehmen*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Papier, H. J. (2009). Art. 14. In R. Herzog, R. Scholz, M. Herdegen, & H. H. Klein (Hrsg.) begründet von Maunz, T., & Dürig, G., *Grundgesetz, Kommentar (Maunz/Dürig)*. 53. Aufl. München: Beck
- Picot, G. (2006). Übernahmerechtlicher vs. aktienrechtlicher Squeeze-Out. *M&A Review*, 12, S. 111.
- Picot, G., & Classen, D. (2008). Externe Unternehmensnachfolge - Unternehmensverkauf und Transaktionen (Mergers & Acquisitions). In G. Picot (Hrsg.), *Handbuch für Familien- und Mittelstandsunternehmen*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- SVR: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2008). *Die Finanzkrise meistern - Wachstumskräfte stärken*, online verfügbar unter: <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/gutacht/ga-content.php?gaid=53>
- Schäfer, D. (2008). Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur. *DIW Wochenbericht*, 75, S. 808–817.
- Spindler, G. (2008). Finanzkrise und Gesetzgeber - Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz. *Deutsches Steuerrecht (DStR)*, 48, S. 2268–2276.
- Tricot, D. (2009). UK Financial Stabilization Measures. In M. Jaletzke & P. Veranneman (Hrsg.), *Finanzmarktstabilisierungsgesetz. Kommentar*. München: Beck.
- Wieneke, L., & Fett, T. (2009). Das neue Finanzmarktstabilisierungsgesetz unter besonderer Berücksichtigung der aktienrechtlichen Sonderregelungen. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG)*, 1, S. 8–14.
- Wolfers, B., & Rau, M. (2009). Enteignung zur Stabilisierung des Finanzmarktes: Das Rettungsübernahmegesetz. *Neue juristische Wochenschrift (NJW)*, 19, S. 1297–1302.

Bekanntmachungen und Pressemitteilungen

(Angabe im Text mit Datum)

- Aareal Bank (15. Februar 2008). *Ad-hoc-Mitteilung nach § 15 WpHG - Weitere Stärkung des Unternehmens durch Vereinbarung mit Finanzmarktstabilisierungsfonds (SoFFin)*. Abgerufen unter: <http://www.aareal-bank.com/presse/pressemitteilung/ad-hoc-mitteilung-nach-15-wphg-aareal-bank-gruppe-schliesst-geschaeftsjahr-und-viertes-quartal-2008-trotz-finanzmarktcrise-mit-solidem-ergebnis-ab-weitere-staerkung-des-unternehmens-durch-vereinbarung-mit-finanzmarktstabilisierungs>

- BBC (17. Februar 2008). *Northern Rock to be nationalized*. abgerufen unter:
<http://news.bbc.co.uk/1/hi/business/7249575.stm>
- Bayern LB (28. November 2008). *Eigentümer der BayernLB beschließen Eckpunkte zur Stärkung der Kapitalbasis und zur Zukunftsausrichtung der Bank*. Abgerufen unter:
http://www.bayernlb.de/internet/ln/ar/sc/Internet/de/Downloads/0100_CorporateCenter/1300Presse/Pressemeldungen/2008/11November/28112008_Rekapitalisierung.pdf
- BaFin: Bundesaufsicht für Finanzdienstleistungen (19. September 2008). *Allgemeinverfügung der BaFin vom 19. September 2008*. Abgerufen unter:
http://www.bafin.de/clin_116/nn_722758/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegungen/vf__080919__leerverk.html
- Bundesfinanzministerium (August 2007). *Finanzplan des Bundes 2006 bis 2010*. Abgerufen unter:
http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_53848/DE/BMF__Startseite/Service/Downloads/Abt__II/finanzplan__des__bundes__2006__2010,property=publicationFile.pdf
- BVK: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (9. März 2008). *Jahresstatistik 2008*. Abgerufen unter:
http://www.bvkap.de/media/file/222.20090309_BVK_Jahresstatistik_2008_final.pdf
- BVK: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (21. Februar 2007). *Jahresstatistik 2007*. Abgerufen unter:
http://www.bvkap.de/media/file/163.BVK_Jahresstatistik_2007_final_210208.pdf
- BVK: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (20. Februar 2007). *Jahresstatistik 2006*. Abgerufen unter:
http://www.bvkap.de/media/file/110.BVK_Jahresstatistik_2006_200207.pdf
- BNP Paribas (9. August 2007). *BNP Paribas Investment Partners temporarily suspends the calculation of the Net Asset Value of the following funds : Parvest Dynamic ABS, B. Paribas ABS EURIBOR and BNP Paribas ABS EONIAN.P.* Abgerufen unter:
http://www.bnpparibas-am.com/portal/ep/contentView.do?channelId=-8566&contentId=1073810396&programId=1073756228&programPage=%2Fep%2Fprogram%2FpresentationSynthProgram2.jsp&pageTypeId=8979&contentType=MISC_INFO
- Citigroup Inc. (20. Juli 2007). *Quarterly Financial Data Supplement 2Q2007*. Abgerufen unter: <http://www.citigroup.com/citi/fin/data/qer072s.pdf?ieNocache=718>
- Citigroup Inc. (17. April 2009). *Quarterly Financial Data Supplement 1Q2009*. Abgerufen unter: Citigroup Inc.:
<http://www.citigroup.com/citi/fin/data/qer091s.pdf?ieNocache=718>
- Commerzbank AG (16. Mai 2009). *Hauptversammlung 2009 beschließt Kapitalerhöhung für SoFFin-Beteiligung*. Abgerufen unter:
https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/presse/archiv_/presse_mitteilungen/2009/quartal_09_02/presse_archiv_detail_09_02_5662.html
- Commerzbank AG (02. April 2009). *Commerzbank lädt ein zur ordentlichen Hauptversammlung am 15. Mai 2009*. Abgerufen unter:
https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/presse/archiv_/presse_mitteilungen/2009/quartal_09_02/presse_archiv_detail_09_02_5417.html
- Commerzbank AG (8. Januar 2009). *SoFFin, Allianz und Commerzbank planen Stärkung des Eigenkapitals der neuen Commerzbank*. Abgerufen unter:
https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/presse/archiv_/presse_mitteilungen/2009/quartal_09_01/presse_archiv_detail_09_01_5011.html

- Commerzbank AG (19. Dezember 2008). *Commerzbank und SoFFin vereinbaren Kreditprogramm für den Mittelstand*. Abgerufen unter:
https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/presse/archiv_/presse_mitteilungenn/2008/quartal_08_04/presse_archiv_detail_08_04_4919.html
- Commerzbank AG (27. November 2008). *Commerzbank zieht Dresdner Bank-Komplettübernahme vor*. Abgerufen unter:
https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/presse/archiv_/presse_mitteilungenn/2008/quartal_08_04/presse_archiv_detail_08_04_4802.html
- Commerzbank AG (3. November 2008). *Commerzbank stärkt Kernkapital und Wettbewerbsfähigkeit 0,9 Mrd Euro Konzerngewinn in den ersten neun Monaten*. Abgerufen unter:
https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/presse/archiv_/presse_mitteilungenn/2008/quartal_08_04/presse_archiv_detail_08_04_4722.html
- Commerzbank AG (31. August 2008). *Commerzbank übernimmt Dresdner Bank und wird führende Bank für Privat- und Firmenkunden in Deutschland*. Abgerufen unter:
https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/presse/archiv_/presse_mitteilungenn/2008/quartal_08_03/presse_archiv_detail_08_03_4539.html?plznr=57645
- Commerzbank AG (14. Februar 2008). *Commerzbank mit Rekordergebnis 2007*. Abgerufen unter: https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/service/archive/ir-nachrichten_1/2008_5/ir_nachrichten_detail_08_1677.html
- Commerzbank AG (30. Juni 2006). *Zwischenbericht*. Abgerufen unter:
https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/service/archive/konzern/2007/gb2006/Abschluss_2006_d.pdf
- Eigendorf, J. (10. Oktober 2008). Bundesregierung plant Einstieg bei Banken. *Welt Online*. Abgerufen unter:
<http://www.welt.de/finanzen/article2559417/Bundesregierung-plant-Einstieg-bei-Banken.html>
- Europäische Union (14. Oktober 2008a). *FAQs on Europe's response to the Financial Crisis*. Abgerufen unter:
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/08/618&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>
- Europäische Union (14. Oktober 2008b). *State aid: Overview of national rescue measures and deposit guarantee schemes*. Abgerufen unter:
<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/08/619&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>
- Europäischer Rat (7. Oktober 2008). *Council Conclusions on a coordinated EU response to the economic slowdown*. Abgerufen unter:
http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ecofin/103203.pdf
- FBiD: Französische Botschaft in Deutschland (7. Oktober 2008). *Finanzkrise: Staatspräsident Sarkozy zu den Ergebnissen des europäischen G8-Gipfels*. Abgerufen unter: <http://www.botschaft-frankreich.de/spip.php?article3585>
- Haustein-Teßmer, O. (9. August 2007). EZB pumpt 95 Milliarden Euro in Geldmarkt. *Welt Online*. Abgerufen unter:
http://www.welt.de/finanzen/article1093568/EZB_pumpt_95_Milliarden_Euro_in_Geldmarkt.html
- Holmes, S. (30. September 1999). Fannie Mae Eases Credit To Aid Mortgage Lending. *The New York Times*. Abgerufen unter:

- <http://www.nytimes.com/1999/09/30/business/fannie-mae-eases-credit-to-aid-mortgage-lending.html>
- HSH Nordbank (21. November 2008). *HSH Nordbank erhält Liquiditätsgarantien des SoFFin*. Abgerufen unter: http://www.hsh-nordbank.de/de/presse/pressemitteilungen/press_release_detail_24969.jsp
- HRE: Hypo Real Estate (23. September 2007). *Hypo Real Estate Group: Einigung über Erwerb von DEPFA BANK – Kapitalmaßnahmen geplant*. Abgerufen unter: http://www.hyporealestate.com/pdf/20070723_Ad_hoc_DEPFA_final_deutsch.pdf
- HRE: Hypo Real Estate (17. März 2008). *Bundesgarantie über 20 Mrd. Euro bis zum 31. Dezember 2009 verlängert*. Abgerufen unter: http://www.hyporealestate.com/pdf/03172009_PI-Verlaengerung_15_Fazi_Deutsch_Endfassung.pdf
- HRE: Hypo Real Estate (27 März 2008). *Annual Report 2007*. Abgerufen unter: http://www.hyporealestate.com/eng/pdf/Group_GB07_englisch_080327_06_30_final.pdf
- HRE: Hypo Real Estate (28. März 2008). *Bund steigt ins Kapital der Hypo Real Estate Group ein*. Abgerufen unter: http://www.hyporealestate.com/pdf/032809_Soffin_Absichtserklaerung_Deutsch_Endfassung.pdf
- HRE: Hypo Real Estate (24. Juni 2008). *Management Board of Hypo Real Estate Holding welcomes shareholding by the investor group coordinated by J.C. Flowers*. Abgerufen unter: http://www.hyporealestate.com/eng/pdf/PI_Flowers_final_englisch.pdf
- HRE: Hypo Real Estate (29. Oktober 2008). *Liquiditätslinien und Finanzmarktstabilisierungsfonds*. Abgerufen unter: http://www.hyporealestate.com/pdf/PI-Faszi_FinStab_Deutsch_Endfassung.pdf
- HRE: Hypo Real Estate (30. Oktober 2008). *Finanzmarktstabilisierungsfonds garantiert Bankschuldverschreibung*. Abgerufen unter: http://www.hyporealestate.com/pdf/PI-Faszi_Garantie_Deutsch_Endfassung.pdf
- HRE: Hypo Real Estate (12. November 2008). *Antrag auf Unterstützung durch SoFFin in Vorbereitung*. Abgerufen unter: http://www.hyporealestate.com/pdf/PI-AH_Vorlaeufig_Q3_Deutsch_Endfassung.pdf
- HRE: Hypo Real Estate (21. November 2008). *SoFFin gewährt Hypo Real Estate Group Garantierahmen über 20 Mrd. Euro*. Abgerufen unter: http://www.hyporealestate.com/pdf/PI-SoFFin_Garantierahmen_20_Deutsch_Endfassung.pdf
- HRE: Hypo Real Estate (9. Dezember 2008). *Aufstockung des Garantierahmens durch den Finanzmarktstabilisierungsfonds (SoFFin)*. Abgerufen unter: http://www.hyporealestate.com/pdf/PI-SoFFin_AufstGar_D_Endfassung.pdf
- HRE: Hypo Real Estate (11. Februar 2009). *SoFFin erweitert Garantierahmen für Hypo Real Estate Group um 10 Mrd. Euro*. Abgerufen unter: http://www.hyporealestate.com/pdf/0902soffin_final_d.pdf
- HRE: Hypo Real Estate (12. Januar 2009a). *SoFFin erweitert den der Hypo Real Estate Gruppe gewährten Garantierahmen um 12 Mrd. EUR*. Abgerufen unter: http://www.hyporealestate.com/pdf/PI-Ver_GarRahmen_deutsch_Endfassung.pdf
- HRE: Hypo Real Estate (12. Januar 2009b). *SoFFin verlängert den der Hypo Real Estate Group gewährten Garantierahmen bis zum 15. April 2009*. Abgerufen unter:

- http://www.hyporealestate.com/pdf/PI-Verlaengerung_GarRahmen_deutsch_Endfassung.pdf
- HRE: Hypo Real Estate (26. März 2009). *Bundesgarantie über 20 Mrd. Euro bis zum 31. Dezember 2009 verlängert*. Abgerufen unter: http://www.hyporealestate.com/pdf/032609_PI_Verlaengerung_Fazi_20_bn_Endfassung.pdf
- HRE: Hypo Real Estate (14. April 2009). *SoFFin verlängert bestehende Garantien für Hypo Real Estate Group bis 19. August 2009*. Abgerufen unter: http://www.hyporealestate.com/pdf/PI-Verlaengerung_SoFFin_Granrantien_Endf_deut.pdf
- HRE: Hypo Real Estate (24. April 2009). *Hypo Real Estate Holding AG gibt Stellungnahme zu SoFFinÜbernahmeangebot ab*. Abgerufen unter: http://www.hyporealestate.com/pdf/042409_PI-Stellungnahme_Endfassung.pdf
- IKB: Deutsche Industriebank AG (22. Dezember 2008). *Ad-hoc-Mitteilung gemäß § 15 WpHG: IKB erhält Garantien des SoFFin*. Abgerufen unter: IKB Deutsche Industriebank AG: http://www.ikb.de/content/de/presse/pressemitteilungen/2008/081222_SoFFin.jsp
- IKB: Deutsche Industriebank AG (28. Juni 2007). *Geschäftsbericht 2006/2007*. Abgerufen unter: http://www.ikb.de/content/de/ir/finanzberichte/gb_2006_2007/IKB_komplett_dt.pdf
- KfW Bankengruppe (21. August 2008). *KfW Bankengruppe unterzeichnet Vertrag mit Lone Star zur Veräußerung ihrer Anteile an der IKB*. Abgerufen unter: http://www.kfw.de/DE_Home/Presse/Pressearchiv/2008/20080821.jsp
- Moore, M. (10. August 2007). ECB, Fed inject cash to ease fears. *USA Today*. Abgerufen unter: http://www.usatoday.com/money/economy/2007-08-10-274019294_x.htm
- Nakamoto, M., & Wighton, D. (9. Juli 2007). Citigroup chief stays bullish on buy-outs. *Financial Times London*. Abgerufen unter: http://www.ft.com/cms/s/0/80e2987a-2e50-11dc-821c-0000779fd2ac.html?nclick_check=1
- Reuters (27. April 2009). *Regierung arbeitet mit Hochdruck an Bad-Bank-Modell*. Abgerufen unter: <http://www.reuters.com/article/domesticNews/idDEBEE53Q0HZ20090427>
- Reuters (29. September 2008). *Britain nationalises Bradford & Bingley*. Abgerufen unter: <http://www.reuters.com/article/economicNews/idUSBINGLEY20080929>
- Schmitz, C. (3. Oktober 2008). Bush unterzeichnet US-Rettungspaket für Banken. *Welt Online*. Abgerufen unter: <http://www.welt.de/finanzen/article2527304/Bush-unterzeichnet-US-Rettungspaket-fuer-Banken.html>
- Schoepal, E. (30. Juli 2007). „Rhineland Funding Capital“ Eine Kreditlinie wurde der IKB zum Verhängnis. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. Abgerufen unter: <http://www.faz.net/s/RubEC1ACFE1EE274C81BCD3621EF555C83C/Doc~EA783A77C46274265AD639EECB7F19034~ATpl~Ecommon~Scontent.html>
- Securities Industry and Financial Market Association (Dezember 2008). *Global CDO Market Issuance Data*. Abgerufen unter: http://www.sifma.org/research/pdf/CDO_Data2008-Q4.pdf
- SoFFin: Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (2. Juni 2009). *SoFFin hält nach Kapitalerhöhung 90 Prozent an Hypo Real Estate Holding AG (HRE)*. Die

- vollständige Übernahme der Gesellschaft wird vorbereitet.* Abgerufen unter:
http://www.soffin.de/downloads/20090602_PN_SoFFin.pdf
- SoFFin: Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (9. Mai 2009). *Bekanntmachung gemäß § 23 Absatz 1 Satz 1 Nr. 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG).* Abgerufen unter: http://w3.cantos.com/09/soffin-904-d71oz/documents/Finale_Bekanntmachung_090507_deutsch_.pdf
- SoFFin: Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (7. Mai 2009). *SoFFin hält nach Ablauf der Annahmefrist 47,31 Prozent an der Hypo Real Estate Holding AG (HRE) – Die Übernahme durch den Bund zur Rettung der HRE kann zügig fortgesetzt werden.* Abgerufen unter: http://www.soffin.de/presse_archiv_07.05.09.php?sub=5
- SoFFin: Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (17. April 2009). *Öffentliches Übernahmeangebot der Bundesrepublik Deutschland, handelnd durch den Finanzmarktstabilisierungsfonds, dieser vertreten durch die Finanzmarktstabilisierungsanstalt, an die Aktionäre der Hypo Real Estate Holding AG.* Abgerufen unter: <http://w3.cantos.com/09/soffin-904-d71oz/>
- SoFFin: Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (9. April 2009). *Stabilisierungsmaßnahmen des SoFFin.* Abgerufen unter:
http://www.soffin.de/presse_archiv_09.04.09.php?sub=5
- U.S. Department of the Treasury (23. November 2008). *Joint Statement by Treasury, Federal Reserve and the FDIC on Citigroup.* Abgerufen unter:
<http://www.ustreas.gov/press/releases/hp1287.htm>
- U.S. Department of the Treasury (10. Oktober 2008). *G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors Plan of Action.* Abgerufen unter:
<http://www.treas.gov/press/releases/hp1195.htm>
- U.S. Federal Reserve (31. Oktober 2007). *For immediate release.* Abgerufen unter:
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20071031a.htm>
- U.S. Federal Reserve (18. September 2007). *For immediate release.* Abgerufen unter:
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20070918a.htm>
- U.S. Federal Reserve (17. August 2007). *For immediate release.* Abgerufen unter:
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20070817a.htm>