

In diesem Beitrag für Humboldt-Spektrum äußern sich zwei renommierte Wirtschaftsrechtler der Humboldt-Universität zu Berlin zu den Ursachen und Folgen der Finanz- und der Euro-Krise und entfalten Reformkonzepte zur Bewältigung und Prävention solcher Krisen. Prof. Dr. Christoph G. Paulus ist einer der international bekanntesten Insolvenzrechtler der Republik und berät den Internationalen Währungsfonds sowie die Weltbank schon seit vielen Jahren. Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski gehört zu den führenden Versicherungs- und Kapitalmarktrechtlern der Republik und ist Vorsitzender des Wissenschaftlichen Beirats beim Bund der Versicherten. Aus seiner Feder stammt zudem der einführende Abschnitt über die Ursachen und Folgen der Finanzkrise (I.) und Euro-Krise (II.).

CHRISTOPH G. PAULUS /

HANS-PETER SCHWINTOWSKI

## Finanzkrise – Euro-Krise

### Ursachen und Folgen – Reformkonzepte zur Bewältigung und Prävention

#### I. Finanzmarktkrise

Die Ursache der Finanzkrise liegt in den USA. Die amerikanischen Banken und Hypothekenfinanzierer haben seit Mitte der 90er Jahre des vergangenen Jahrhunderts so genannte »Ninja-Kredite« begeben. Der Begriff steht für »no income, no job, no assets«. Für die ersten vier bis fünf Jahre wurde die Tilgung gestundet. Zugleich wurde ein fester Zins vereinbart, der häufig unter dem Marktzins lag. An seine Stelle trat nach einigen Jahren ein wesentlich höherer und noch dazu variabler Zins. Das ging viele Jahre gut, da die Häuslebauer dann, wenn sie den Kredit nicht mehr zurückzahlen konnten, das Haus in der Regel mit erheblichem Gewinn verkauften. So entstand der Eindruck, als könne man Häuser ohne Eigenkapital und ohne Risiko kaufen. In den USA wurden so Jahr für Jahr ca. 1,5 Mio. neue Privathäuser errichtet und mit Ninja-Krediten finanziert. Die Preise stiegen al-

lein im Jahre 1999 im Durchschnitt um 8 %, im Jahr 2003 stiegen sie um 13 %. Allerdings kletterte in diesem Jahr erstmals auch die Leerstandsquote auf fast 2 % – für Insider ein Hinweis darauf, dass der Markt kippen könnte. Tatsächlich sanken im Oktober 2005 in Manhattan die Wohnungspreise im dritten Quartal um 13 % – ein Boom ging zu Ende, wie ihn die USA noch nie erlebt hatten. Der Versuch, das Häuschen am Markt wie bisher mit Gewinn zu verkaufen, scheiterte an dem Überangebot von Häusern. Seit 2006 verschärfte sich diese Entwicklung. Die Grundstückspreise sanken massiv. Im November 2008, so berichtete es die Zeit (Nr. 49/2008, S. 17), standen in den USA ca. 4,67 Mio. Häuser leer. Da die Häuser unverkäuflich wurden, konnten auch die Ninja-Kredite nicht zurückgeführt werden. Bei den Banken entstanden Kreditausfälle im Umfang von mehreren Billionen Dollar.





Foto: epa / Justin Lane / picture alliance/dpa

#### Abb. 1

Im Oktober 2005 ging der langjährige Immobilienboom in den USA zu Ende, der mit einem massiven Preisverfall von Eigenheimen verbunden war. Banken und Hypothekenfinanzierer gerieten weltweit in Schieflage, da sie bei über so genannte »Ninja-Kredite« finanzierte Eigenheime massive Kreditausfälle zu verzeichnen hatten. Als dann die amerikanische Regierung eine der größten Banken des Landes (Lehman-Brothers) im September 2008 fallen ließ, waren Bankpleiten weltweit vorprogrammiert. (großes Foto: ehemalige Investmentbank Lehman Brothers, New York, Rockefeller Centre; rechtes Foto: Immobilienangebot in den USA)

Da die Banken ihre Kreditforderungen in den davor liegenden Jahren auf eigens gegründete Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles) übertragen hatten, und diese die Forderungen (nach Bündelung – collateralized debt obligation: CDO) weltweit verkauft hatten, wirkten die scheinbar auf die USA begrenzten Insolvenzen der Häuslebauer wie bei einem Domino-Effekt plötzlich weltweit. Weil sich Banken und Erwerber der CDO's (vernünftigerweise) durch Kreditausfallversicherungen (credit default swaps: CDS) abgesichert hatten, wurde der Effekt noch verstärkt, da auf der ganzen Welt praktisch zeitgleich nunmehr die Einlösung der Kreditausfallversicherungen verlangt wurde. Ende 2007 sollen CDS im Gesamtvolumen von 57,9 Billionen Dollar gehandelt worden sein (Der Spiegel, Heft 47, vom 17.11.2008, S. 68) – das entsprach der gesamten Weltwirtschaftsleistung eines Jahres.

Es kam wie es kommen musste: Da die gesamte Welt mit dem amerikanischen Immobilienmarkt vernetzt war und da praktisch alle Banken und Hypothekenkreditgeber entweder CDO's oder CDS oder beides gekauft hatten, entstand in kurzer Zeit ein massiver Liquiditätsausfall und damit verbunden ein Vertrauensverlust, der dazu führte, dass sich die Banken untereinander nicht mehr trauten und die bis dahin üblichen revolvingenden kurzfristigen Kredite (viele Milliarden Dollar pro Tag) nicht mehr gewährten. Als dann die amerikanische Regierung eine der größten Banken des Landes (Lehman-Brothers) im September 2008 fallen ließ, waren die Dämme gebrochen. Jetzt, so schien es, waren Bankpleiten weltweit vorprogrammiert. Die Anleger begannen ihre Konten zu räumen. Täglich wurden viele Milliarden Bargeld abgehoben und in die Schließfächer der Bank verbracht. Die Notenpresse begann auf Hochtouren zu laufen. Die Banken näherten sich dem Punkt, an dem sie nicht mehr in der Lage gewesen wären, die Forderungen der Einleger zu bedienen.

In dieser Situation blieb den Staaten der Welt nur ein einziger Ausweg: Sie mussten das Vertrauen

der Anleger in die Banken zurückgewinnen und das konnten sie nur, indem sie unter die Banken quasi eine Staatsgarantie legten und diese mit gigantischen Summen absicherten.

Heute fragen wir uns, wie es zu alledem kommen konnte. Die Antworten sind verhältnismäßig einfach. Die amerikanischen Banken haben Ninja-Kredite an Menschen ohne Einkommen, ohne Job und ohne Vermögen nur deshalb vergeben, weil sie sich selbst extrem günstig bei der amerikanischen Zentralbank (Federal Reserve: FED) refinanzieren konnten. Insbesondere nach den Anschlägen auf das World Trade Center am 11.09.2001 wurden die Leitzinsen in den USA auf 2 %, dann auf 1,5 % und schließlich auf 1 % gesenkt; damit lagen sie niedriger als die Inflationsrate. Es war also billiger sich Geld bei einer Bank zu leihen und dafür ein Häuschen zu kaufen, als zu sparen. Dies galt jedenfalls so lange, wie der Wert der Häuser stieg – und das war 60 Jahre lang so gewesen. Amerikanische Banken glaubten also, es sei völlig risikolos, Menschen ohne Einkommen, ohne Job und ohne Vermögen einen Immobilienkredit zu geben, weil ja das Häuschen werthaltig zu sein schien. Erst als sich dieser Trend umkehrte (seit Ende 2006) und die Grundstückspreise plötzlich sanken, ging die Berechnung nicht mehr auf. Trotzdem brachen die Märkte noch nicht im Jahre 2006, sondern erst zwei Jahre später zusammen. Die Ursache hierfür dürfte in der Verlagerung der Kreditforderungen auf die Zweckgesellschaften und die dort stattfindende Bündelung in CDO's gelegen haben. Zweckgesellschaften sind definitionsgemäß keine Banken. Wenn sie Kreditforderungen erwerben, müssen sie ihr Geschäft nicht mit Eigenkapital unterlegen. Das unterscheidet sie von Banken grundlegend. Zweckgesellschaften konnten also unbegrenzt Ninja-Kredite und die in ihnen angelegten Risiken erwerben. Umgekehrt konnten die Banken ihr Ninja-

Kreditvolumen permanent ausweiten, indem sie ihre Kreditforderungen auf die Zweckgesellschaften übertrugen und auf diese Weise Spielraum für die Vergabe neuer Kredite, die sie jeweils mit Eigenkapital unterlegten, gewannen. Während eine goldene Regel besagt, dass eine Bank etwa das 12,5-Fache ihres Eigenkapitals als Kredit vergeben kann (aus hundert Mio. Euro werden 1,25 Mrd. Euro Kredit), lag das Verhältnis bei Lehman-Brothers kurz vor der Insolvenz bei 1:60. Möglich war dies nur wegen der Verlagerung der Kreditforderungen auf Zweckgesellschaften, die ja der äußeren Form nach keine Banken waren und folglich auch nicht an die goldene Regel gebunden waren. Da die Bankaufsichtssysteme der Welt die Augen vor der Risikoverlagerung auf die Zweckgesellschaften verschlossen, und deshalb keine Gesamtkonzernkonsolidierung verlangten, konnte es zu der völlig ungebremsten Kreditausweitung in den USA kommen. Die Banken in Deutschland und Europa haben mitgemacht – denn über viele Jahre hinweg glaubte man ja, man könne geradezu unbegrenzt Geld verdienen. Das ist der Grund, warum in Deutschland im Jahre 2003 Zweckgesellschaften nicht nur zugelassen, sondern auch noch von der Gewerbesteuer befreit wurden.

Foto: Uwe Anspach / picture alliance/dpa





Natürlich mussten sich die Zweckgesellschaften ihrerseits refinanzieren. Sie kauften ja die Ninja-Kredite von den US-Heimatbanken an. Dafür mussten sie diesen Banken viele Milliarden Dollar überweisen. Dieses Geld besorgten sich die Zweckgesellschaften am internationalen Kapitalmarkt, sie bündelten die Forderungen gegen die Häuslebauer in den USA, machten daraus also CDO's, und verkauften nun scheinbar Anteile an den CDO's. Das Geschäft ging über viele Jahre gut und rechnete sich hervorragend für alle Beteiligten, einfach deshalb, weil die Kredite in den USA bedient wurden. Wenn einmal ein Kreditnehmer ausfiel, so verkaufte man sein Häuschen und verdiente dabei viel Geld. Es gab also überhaupt keinen Grund,

daran zu zweifeln, dass diese CDO's werthaltig waren. Nur einige Insider, die die Märkte in den Jahren 2005/06 intensiv beobachteten – dazu zählte der berühmte Hedgefonds-Manager Paulson –, bemerkten, dass sich in den USA der Immobilienmarkt zu drehen begann. Und so sorgte man intern dafür, dass die Kreditbündel die Risiken immer stärker differenzierten. Es gab Bündel mit sehr guten Risiken, die bis heute stabil zurückgezahlt werden, und es gab Bündel mit sehr schlechten Risiken, die gleich zu Beginn der Krise kollabierten. Das Ganze fiel nicht auf, weil die drei führenden Ratingagenturen (Standard & Poors, Moody's, Fitch) gegen Entgelt bereit waren, auch noch dem schlechtesten Kreditbündel ein halbwegs erträgliches Rating (z.B. BB+ ) zuzuweisen. Die Wahrheit war, dass in einer großen Zahl der am Markt gehandelten Bündel inzwischen Immobilien mit der niedrigsten Bewertung (CC: Pleitewahrscheinlichkeit 37,73 %) enthalten waren.

Bis zur Lehman-Pleite wurde von den Ratingagenturen der Eindruck aufrechterhalten, als seien die CDO's werthaltig und sicher, obwohl Hedgefondsmanager Paulson bereits im Jahre 2006 festgestellt hatte, dass der Abstand der Verzinsung zwischen den CDO's und festverzinslichen Papieren am Kapitalmarkt nur noch 1 % betrug. Er schloss damals daraus, dass die Märkte im Umkippen seien und schlug den von ihm betreuten Anlegern massive Leerverkäufe auf fallende Kurse vor. Sein Hedgefonds soll durch diese Strategie allein im Jahre 2007 30 Mrd. Dollar verdient haben.

## II. Euro-Krise

Finanz- und Euro-Krise liegen dichter beieinander als man im ersten Augenblick denken könnte. Die Euro-Krise hat natürlich nichts mit amerikanischen Häuslebauern zu tun. Es geht auch nicht um Häuslebauer, aber es geht darum, dass einige eu-

Abb. 2

Finanz- und Euro-Krise hängen enger zusammen, als man im ersten Augenblick denkt. Die Ursache für beide Krisen liegt letztlich darin, dass Menschen oder Staatsregierungen Geld ausgeben, das sie nicht haben, dass sie mit anderen Worten über ihre Verhältnisse leben.

europäische Regierungen, vor allem Griechenland, aber wohl auch Spanien und Portugal, ähnlich wie die kleinen Häuslebauer in den USA, jahrelang über ihre Verhältnisse gelebt haben. Seit Eintritt in den Euro hat die griechische Regierung immer mehr Staatsanleihen aufgelegt. Im Februar 2010 summierten sie sich auf ca. 283 Mrd. Euro. Das ist mehr als das Dreifache aller jährlichen Staatseinnahmen. Griechenland muss diese gewaltigen Staatsschulden immer wieder refinanzieren, d.h. die Staatsschulden müssen ausgeweitet werden. Im Februar 2010 wurde ein Haushaltsdefizit von 30 Mrd. Euro, d.h. 12,2 % des Bruttoinlandsproduktes erwartet. Nach den Festlegungen der Europäischen Gemeinschaft darf das Defizit 3 % des BIP nicht übersteigen. Bei Ländern, die so stark verschuldet sind wie Griechenland, ist es somit absehbar, dass sie nicht nur das 3%-Kriterium niemals schaffen können, sondern dass sie immer tiefer in die Schuldenspirale hineingeraten. Dafür sorgen schon Zins- und Zinseszins, selbst dann, wenn diese Länder nicht weiter über ihre Verhältnisse leben sollten. Das wiederum ist ein gefundenes Fressen für Spekulanten, zu denen in erheblichem Umfang auch die Euro-Zonen-Banken gehören. Wenn die Griechen oder ein anderes europäisches Land nämlich von einer Ratingagentur heruntergestuft werden, so sind ihre Staatsanleihen plötzlich nicht mehr zentralbankfähig. Folge: Auf diese Weise herabgestufte Länder müssen sich Geld, das sie dringend zur Refinanzierung ihrer Haushalte brauchen, nun am freien Kapitalmarkt besorgen. Dort steigen die Zinsen massiv. Das beschleunigt die Verschuldung dieser Staaten und führt sie immer schneller und immer tiefer in die Bredouille. Spekulanten verdienen bei dieser Entwicklung in jedem Falle: entweder, indem sie auf den griechischen Konkurs wetten oder aber indem sie an den steigenden Zinsen für Staatsanleihen partizipieren.

Würde man nun, so wie es die amerikanische Regierung mit der Lehman-Bank gemacht hat, einen europäischen Staat in Konkurs gehen lassen, so wären die Dämme am Markt für europäische Staatsanleihen gebrochen. Niemand auf der Welt könnte sich mehr darauf verlassen, dass die Anleihen eines europäischen Staates tatsächlich eingelöst werden. Der Ausfall könnte nicht mehr ausgeschlossen werden. Das bedeutet, die Anleger würden sich aus europäischen Staatsanleihen massiv zurückziehen. Die Zinsen für europäische Staatsanleihen müssten geradezu exponentiell steigen. Nach kurzer Zeit wäre es überhaupt nicht mehr möglich, sich in Euro Geld am Kapitalmarkt zu beschaffen. Der Euro als Währung würde zerbrechen. Die Euro-Staaten müssten zu einer anderen Währung – möglicherweise zu ihren Heimatwährungen – zurückkehren. Für sehr viele Mitgliedstaaten – insbesondere aber auch für die Bundesrepublik Deutschland – hätte dies sehr große Nachteile, denn Deutschland hat von der Einführung des Euro weit überproportional profitiert. Das ist der Grund, warum am 9. Mai 2010 ein umfassendes Paket von Maßnahmen zur Wahrung der Finanzstabilität in Europa beschlossen wurde. Im Bedarfsfall kann die drohende Zahlungsunfähigkeit eines Mitglieds der Euro-Zone abgewendet werden. Die Mitgliedstaaten haben einen Fonds gegründet, mit einem Volumen von 440 Mrd. Euro, der für Staatsschulden bürgen und garantieren kann. Die auf die Bundesrepublik Deutschland entfallende Garantiesumme beträgt bis zu 123 Mrd. Euro, entsprechend dem Anteil der Bundesrepublik am Kapital der Europäischen Zentralbank. An den Stützungsmaßnahmen beteiligt sich ergänzend der Internationale Währungsfonds (IWF).

### III. Reformkonzepte

Finanz- und Euro-Krise hängen also enger zusammen als man im ersten Augenblick denkt. Die Ursache für beide Krisen liegt letztlich darin, dass

Menschen oder Staatsregierungen Geld ausgeben, das sie nicht haben, dass sie mit anderen Worten über ihre Verhältnisse leben. Welche Schlüsse sollte man daraus ziehen? In welche Richtung sollte ein Reformkonzept gehen? Müssen wir sparen, sparen, sparen und womöglich wie Reichskanzler Brüning, ausgelöst durch die Weltwirtschaftskrise 1929, damit grandios scheitern, wobei wir nur hoffen können, dass kein neuer Hitler in Sicht ist? Müssen wir unsere ökonomischen und rechtlichen Rahmenbedingungen ändern und wenn ja, wie? Oder sollten wir umgekehrt einfach viel mehr Geld ausgeben und noch mehr Schulden machen, so wie es die Amerikaner im Moment zu tun scheinen, um auf diese Weise »das Biest« (so die Worte des Ökonomen Roubini) auszuhungern (Der Spiegel, Heft 19, 2010, S. 73)? Im Folgenden entfalten die Autoren ihre Vorschläge zur Bewältigung der Finanz- und Euro-Krise bzw. zur Prävention solcher Krisen.

#### ■ CHRISTOPH G. PAULUS

##### A. Ein Insolvenzverfahren für Staaten

Nach dem langen (und die Kosten enorm in die Höhe treibenden) Schweigen und Zaudern, wie mit den Problemen Griechenlands und seinen Hilferufen umzugehen sei, plädierten der Bundesfinanzminister und sogar auch die Kanzlerin im Frühjahr 2010 für die Einführung eines Insolvenzverfahrens für Staaten. Sie kratzten damit an einem Dogma, das weltweit seit undenkbaren Zeiten hochgehalten wird: Ein Staat kann nicht pleite gehen. Das stimmte zwar noch nie, doch das Dogma wurde mit dem Hinweis darauf verteidigt, dass ein Staat zur Begleichung seiner Schulden ja immer die Steuern erhöhen bzw. die Geldmaschine verstärkt einsetzen könnte. Beides war und ist zynisch. Denn die Erhöhung der Steuerlast bedeutet für weite Teile der Bevölkerung Verelendung (das kann man in vielen der ärmsten Staaten der Welt

vor Ort in bedrückender Eindringlichkeit begutachten), und die Vergrößerung der Geldmenge ist die Aufforderung zu einem Spiel mit dem Feuer der Inflation (man spricht auch von einem »Weginflationieren« von Schulden); die Geschichte und die Ökonomen können viel zu diesem Risiko sagen.

Und doch – der Vorschlag der deutschen Spitzenpolitiker war gar nicht so neu. Er wurde schon einmal unterbreitet und lebhaft diskutiert. Das war anlässlich der Argentinienkrise vor nicht einmal zehn Jahren. Damals überraschte der Internationale Währungsfonds (IWF) die Fachwelt mit der Präsentation eines Vorschlags zu einem Insolvenzverfahren für Staaten. Dieses war in weiten Teilen einem Verfahren nachempfunden, das in den USA – in deutlicher Anlehnung an das allseits gerühmte Chapter 11-Verfahren – eigens für die Insolvenz von Gemeinden (Achtung: dazu gehört auch etwa eine Stadt wie New York) vorgesehen ist und seit



Prof. Dr. Christoph G. Paulus,  
LL.M.

Jg. 1952, seit 1994 Ordentlicher Professor für Bürgerliches Recht, Zivilprozess- und Insolvenzrecht sowie Römisches Recht an der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin. Von 2004 bis 2008 Dekan für Internationale

Programme, von 2008 bis März 2010 Dekan und seit April 2010 Prodekan der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität.

Humboldt-Universität zu Berlin, Juristische Fakultät

E-Mail: [christoph.paulus@rewi.hu-berlin.de](mailto:christoph.paulus@rewi.hu-berlin.de)

<http://paulus.rewi.hu-berlin.de/>

langem schon erfolgreich angewendet wird. In beiden Fällen geht es nur und ausschließlich um eine Schuldenrestrukturierung – ich nenne es bevor-

zugt »Resolvenz« –, niemals aber um einen Liquidationsverkauf irgendwelcher Schuldnervermögen. Und in beiden Fällen werden die souveränen Rechte des Schuldners gewahrt.

Das weitere Schicksal des damaligen IWF-Vorschlags kann einen allerdings skeptisch stimmen hinsichtlich der Erfolgsaussichten der derzeitigen deutschen Regierung; wurde doch dem IWF die weitere Fortentwicklung im Frühjahr 2003 (wohl) aus politischen Gründen untersagt, was zu einem längeren Einfrieren der (offiziellen) Diskussion führte. Doch anders als damals besteht heute die Chance, ein Verfahren auf dem begrenzten Raum der seit längerem schon eng miteinander verwobenen Eurozone zu schaffen, das mithin nicht global sämtlichen Besonderheiten jeder einzelnen Region Rechnung tragen muss, sondern auf einem gemeinsamen Vorverständnis aufbauen kann.

### B. Das Verfahren

1.) Unabdingbare Voraussetzung für ein derartiges Verfahren ist die Schaffung eines neutralen und unabhängigen Gerichts (ich nenne es »Sovereign Debt Tribunal« [SDT]), das zweckmäßigerweise aus einem fest angestellten Präsidenten besteht sowie einem Pool von vielleicht 20 bis 30, den beruflichen, nationalen und sonstigen Diversifizierungsanforderungen genügenden Schuldenregulierungsexperten. Diese stehen gewissermaßen auf Abruf bereit für den Fall, dass der Präsident sie für den je konkreten Einzelfall als maßgebliche Richter bestimmt. Dieses Gericht leitet das Verfahren ab dem Moment, von dem an ein Staat – und nur er! nicht also auch die Gläubiger – die Einleitung des Insolvenzverfahrens beantragt.

2.) Der Antrag muss mit der Präsentation eines Planes einhergehen, in dem minutiös aufgeschlüsselt ist, wie die Insolvenz herbeigeführt werden soll

und welche Beiträge Schuldner wie Gläubiger hierzu zu leisten haben. Dieser Plan stellt freilich vorerst nur einen Entwurf dar, der im Verlauf der nachfolgenden Erörterung mit den Gläubigern natürlich noch vielfältigen Änderungen ausgesetzt sein kann. Der Entwurf dient aber gewissermaßen als Einlasskontrolle in das Verfahren; denn das SDT muss seine Fundiertheit und Realisierbarkeit überprüfen.

Unter welchen Voraussetzungen die Einleitung eines Insolvenzverfahrens möglich sein sollte, ist letzten Endes eine wirtschaftliche Frage, die im Juristendeutsch mit »Untragbarkeit der Schuldenlast« umschrieben wird. Darüber, welche weiteren Konsequenzen mit der Einleitung eines derartigen Verfahrens verbunden sein sollten, kann man streiten: So könnte etwa eine Art allgemeines Moratorium für alle Gläubiger eingeführt werden; ferner die Berechtigung des Schuldnerstaats, bestimmte frühere Verträge zu annullieren oder gar weggegebene Vermögenswerte unter bestimmten Voraussetzungen wieder zurückzuholen.

Notwendig ist das alles aber nicht. Was aber sehr wohl sichergestellt sein muss, ist, dass das Verfahren nicht etwa auf bestimmte Gläubiger begrenzt ist (wie das beim Pariser bzw. Londoner Club der Fall ist), sondern dass alle davon erfasst werden – also auch die, die nicht an dem Verfahren teilnehmen: sei es, weil sie davon nicht wissen, sei es, weil sie nicht teilnehmen wollen, sei es, weil sie weit außerhalb Europas wohnen.

Die Gläubiger werden in Gruppen eingeteilt, die selbstverständlich sachlichen Einordnungskriterien genügen müssen. Diese Komprimierung ist allein schon deswegen unausweichlich, weil die schiere Anzahl der Gläubiger anderenfalls die größten logistischen Probleme auslösen würde.

Diese Gruppenbildung ist von außerordentlicher Bedeutung, weil die schließliche Abstimmung über den Plan der Zustimmung durch eben diese Gruppen bedarf. Auch wenn die Zustimmung jeder einzelnen Gruppe benötigt werden sollte, impliziert das, dass nicht etwa jeder einzelne Gläubiger sein Placet erteilen muss, sondern es genügt die (wie auch immer zu normierende, also entweder einfache oder qualifizierte, d.h. etwa 66% oder 75% oder 80%) Mehrheit der gruppengebundenen Gläubiger. Sollte also für die gruppeninterne Abstimmung die einfache Mehrheit vorgesehen sein, genügt für ein »ja« die Zustimmung von 50% + x der Gläubiger dieser Gruppe.

Bis es aber zu dieser Abstimmung kommt, werden Schuldner und Gläubiger gemeinsam an einen Tisch gebracht, an dem sie den vorgelegten Plan diskutieren. Zur weiteren Reduzierung der Massen von Gläubigern bei diesen Diskussionen könnte man daran denken, spezielle Gläubigervertreter als handelnde bzw. verhandelnde Akteure vorzusehen, wie sie etwa auch nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz möglich sind. Bei diesen Verhandlungen wird es naturgemäß darum gehen, den eigenen Individualinteressen zum Durchbruch zu verhelfen. Das Gesetz tut aber gut daran, an dieser Stelle keinerlei substantielle Vorgaben zu machen; es sollte auf das Kräfteverhältnis der Verhandlungen vertraut werden.

Zu einem bestimmten Zeitpunkt muss der Plan sodann zur Abstimmung gestellt werden. Aus dem Zustimmungserfordernis ergibt sich der Druck für den Schuldner, die Gläubigerbelange hinreichend zu berücksichtigen. Denn ohne den Plan verändert sich die Rechtslage und damit Höhe wie Fälligkeiten der Forderungen nicht. Diese Abhängigkeit von den Gläubigern ist die Kompensation für das aus politischen wie praktischen Gründen allein

dem Schuldner zu verleihende Recht, das Verfahren in Gang zu setzen. Allerdings kann diese Abhängigkeit dadurch gemildert werden, dass man das Einstimmigkeitserfordernis der Gruppen (nicht: innerhalb der Gruppen!) reduziert. Vorbild dafür könnte die sog. »cram-down-rule« des § 245 InsO sein, die unter bestimmten Voraussetzungen eine einfache Gruppenmehrheit genügen lässt.

Wird der Plan auf diese Weise angenommen, muss ihn das Gericht bestätigen und zu diesem Zweck den Verfahrensablauf noch einmal auf seine Rechtmäßigkeit hin überprüfen. Aus diesem Grunde sollte während der Verhandlungen stets zumindest einer der Richter zugegen sein; sinnvollerweise leitet er diese. Die eigentliche Umsetzung des Planes erfolgt erst im Anschluss daran. Um den Schuldner auch in dieser Zeit zur Einhaltung seiner durch den Plan übernommenen Verpflichtungen anzuhalten, könnte vorgesehen werden, dass bei einem substantiellen Verstoß die ursprünglichen Rechtspositionen sämtlicher Gläubiger wieder aufleben und die mit dem Plan erzielten Vorteile mithin verloren sind.

Wenn der Plan allerdings die erforderliche Mehrheit nicht erzielen kann, sollte es zumindest die einmalige Chance zur Nachbesserung, d.h. zur Nachverhandlung geben. Wenn aber auch diese scheitert, so bietet die Währungsunion (anders als bei sonstigen überschuldeten Staaten) die Möglichkeit, eine ganze Palette von Sanktionen vorzusehen, die auch den Ausschluss aus dem Stabilitäts- und Währungspakt umfassen könnten. Dies stellte sicherlich die härteste Sanktion gegenüber dem Schuldnerstaat dar; das Scheitern könnte aber auch in den Verantwortungsbereich eines oder mehrerer Gläubiger fallen, die einen sog. »hold-out« versuchen. Ihnen gegenüber könnte das Gericht das Stimmrecht entziehen oder aber ihr Votum in je-



dem Fall als ein »ja« werten. Auf diese Weise könnten beide Seiten diszipliniert werden.

3.) Es versteht sich von selbst, dass der geschilderte Verfahrensablauf nur einen Bruchteil der zu regelnden oder doch zumindest zu bedenkenden Fragestellungen adressiert. Was beispielsweise hier nicht erwähnt, gleichwohl aber ebenfalls bedacht sein muss, ist etwa, was genau mit dem Begriff »Staat« gemeint sein soll. Zählen dazu etwa auch die Länder und Gemeinden, die Zentralbank oder sonstige, dem Staat gehörende Unternehmen? Oder: Wer soll sich als Gläubiger in einem derartigen Verfahren qualifizieren können – nur die ausländischen oder auch die inländischen, wie etwa die Staatsbediensteten? Sollen alle Forderungen erfasst sein oder nur die vertraglichen? Nicht minder regelungsbedürftig ist die Frage, ob und wenn ja, wie die Gläubiger teilnehmen können oder sollen. In Anbetracht der Üblichkeit von Staatsanleihen bedeutet diese Regelung die Entscheidung darüber, ob an dem Verfahren mehrere Millionen Gläubiger teilnehmen sollen, oder ob das damit verbundene (allein schon) logistische Problem dadurch umgangen werden kann, dass die Gläubigerinteressen gebündelt und durch Vertreter repräsentiert werden.

Allerdings: Wie man sich bezüglich dieser Regelungskomplexe entscheidet, ist weniger wichtig als dass man überhaupt darüber entscheidet. Auf jeden Fall ist immer wieder zu bedenken, dass man es hier mit einer – eminent wichtigen – Rechtsmaterie zu tun hat, die sich erst im Entstehungsprozess befindet. Deswegen gibt es vorerst auch mehr Fragen als Antworten; das Thema ist einfach zu jung, als dass sich bereits durchweg fertige Resultate präsentieren ließen. Zum Vergleich: Das Insolvenzrecht für Verbraucher und Gesellschaften blickt auf eine vieltausendjährige Geschichte zurück; dasjenige für Staaten auf nicht einmal ein Jahrzehnt.

■ **HANS-PETER SCHWINTOWSKI**

Zur Bewältigung der Finanz- und Euro-Krise dürfen wir nach meiner Meinung auf gar keinen Fall sparen, sparen, sparen, sondern wir müssen uns klar machen, was unsere Volkswirtschaften leisten können – wir müssen also das in ihnen schlummernde Potenzial ausnutzen und wecken und wir müssen die rechtlichen Rahmenbedingungen ändern.

1.) Ninja-Kredite dürfen in Zukunft nur noch vergeben werden, wenn die Rückzahlung dieser Kredite gesichert ist. Das ist im deutschen Recht schon heute so. Das muss aber weltweit akzeptiert werden.

2.) Banken müssen die Kreditrisiken mit Eigenkapital unterlegen. Wenn sie Kreditrisiken auf Zweckgesellschaften auslagern, muss auch insoweit Eigenkapital unterlegt werden (Konzernkonsolidierung). In Deutschland und Europa geschieht das bereits. Aber: Das muss auch global vor allen Dingen in den USA durchgesetzt werden.

3.) Ratingagenturen dürfen in Zukunft nicht mehr von denen bezahlt werden, für die sie eine positive Bewertung abgeben und sie müssen für Fehleinschätzungen auf Schadensersatz haften. Möglicherweise muss man Haftungshöchstsummen einführen. Aber diese Höchstgrenzen müssen so hoch sein, dass sie disziplinierend wirken.

4.) Die Bankaufsichtssysteme der Welt müssen die Finanzaufsicht durch eine materielle Produktauf-sicht ergänzen, um die Anleger am Kapitalmarkt frühzeitig vor Produkten zu schützen, die ihnen schaden. Vor allem muss dafür gesorgt werden, dass Produktstandardisierungen in den Markt kommen, damit auch Anleger, die keine Kenntnisse vom Kapitalmarkt haben, ihr Geld sicher und vertrauensvoll anlegen können.



Prof. Dr.

Hans-Peter Schwintowski

Jg. 1947, seit 1993 Ordentlicher Professor für Bürgerliches Recht, Handels-, Wirtschafts- und Europarecht an der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin. Seit 2000 Geschäftsführender Direktor des Instituts für Energie-

und Wettbewerbsrecht in der Kommunalen Wirtschaft e.V. an der Humboldt-Universität zu Berlin; seit 2007 Geschäftsführender Direktor der Forschungsstelle Finanzdienstleistungen an der Humboldt-Universität zu Berlin.

Humboldt-Universität zu Berlin, Juristische Fakultät

E-Mail: [hps@rewi.hu-berlin.de](mailto:hps@rewi.hu-berlin.de)

<http://schwintowski.rewi.hu-berlin.de/>

5.) Wenn Zentralbanken Liquidität in die Märkte geben, um eine Finanzkrise abzuwenden, muss zugleich ein Rechtsanspruch der Realwirtschaft auf Versorgung mit hinreichendem Kredit zu angemessenen Zinsen verankert werden. Andernfalls nutzen Banken das ihnen zufließende billige Geld, um sich zunächst einmal durch Arbitragegeschäfte selbst zu sanieren.

6.) Zur Stabilisierung der Euro-Zone sollte der Euro-Stabilitätspakt, so wie er am 09.05.2010 beschlossen wurde, nun auch Gegenstand des Europäischen Vertrages werden. Der Stabilitätspakt ist um ein Reorganisationsverfahren zu ergänzen, das ähnlich dem Insolvenzverfahren nach Chapter 9 des US-Bankruptcy-Codes gestaltet sein könnte (Jochimsen, Wirtschaftsdienst 2007, 518).

7.) Die Wirtschafts- und Zentralbankpolitik sollte in Zukunft an der Leistungsfähigkeit der jeweiligen Volkswirtschaft ausgerichtet sein. Die Frage lautet nicht, wie hoch das jährliche BIP ist und wie

hoch die Staatsschulden sind, sondern wie hoch könnte das BIP sein, wenn die Volkswirtschaft alle personellen und sächlichen Ressourcen nutzt, die ihr zur Verfügung stehen. Es geht also darum, alle Kräfte, die in einer Volkswirtschaft gebündelt sind, zu mobilisieren und nicht durch sparen, sparen, sparen in der Entfaltung zu behindern. Die Frage, in welchem Umfang eine Zentralbank die Volkswirtschaft mit Geld versorgen sollte, hinge bei diesem Konzept davon ab, ob die vorhandene Geldmenge reicht, um die in der Volkswirtschaft angelegten Entwicklungspotenziale auszuschöpfen. Die Zentralbank dürfte folglich die Geldmenge erhöhen, um die Potenziale auszuschöpfen, ohne dass sich der Nationalstaat verschulden müsste. Der Indikator für eine solche Politik wäre die Inflationsrate. Bei beginnender Inflation (oberhalb 1,5 % jährlich) darf die Zentralbank die Geldmenge nicht mehr erhöhen. Wenn Nationalstaaten sich trotzdem verschulden wollen, müssen sie nun Staatsanleihen aufnehmen und dafür marktorientierte Zinsen zahlen. Oberhalb eines zu definierenden Levels müsste die Zentralbank die Emission weiterer Staatsanleihen untersagen und die betroffenen Nationalstaaten in die Reorganisation zwingen. Allerdings: Wenn und soweit die Nationalstaaten zeigen können, dass personelle und sächliche Ressourcen vorhanden sind, die bisher nicht ausgeschöpft wurden, erhöht sich auf diesem Wege der Spielraum für Innovation und Wachstum. Wir würden auf diese Weise den in den Nationalstaaten angelegten Reichtum optimieren, wir würden Anreize zur Qualifikation und zur Automatisierung der Industrie- und Agrarproduktion geben. Dabei würden wir alle knappen Ressourcen – insbesondere saubere Luft, sauberes Wasser, saubere Umwelt, Artenvielfalt und Langlebigkeit für Menschen – in unsere volkswirtschaftliche Gesamtrechnung einpreisen.