



Konstantin Ulrich (Autor)  
**Verfassungs- und europarechtliche Grenzen der  
Finanzmarktstabilisierung**



**Internationale Göttinger Reihe**

Herausgeber: J.-P. Cuvillier

**RECHTSWISSENSCHAFTEN**

Konstantin Ulrich

**Verfassungs- und europarechtliche  
Grenzen der Finanzmarktstabilisierung**

**Band 60**



**Cuvillier Verlag Göttingen**  
Internationaler wissenschaftlicher Fachverlag

<https://cuvillier.de/de/shop/publications/6912>

Copyright:

Cuvillier Verlag, Inhaberin Annette Jentsch-Cuvillier, Nonnenstieg 8, 37075 Göttingen,  
Germany

Telefon: +49 (0)551 54724-0, E-Mail: [info@cuvillier.de](mailto:info@cuvillier.de), Website: <https://cuvillier.de>

## B. Einleitung

Ursachen und Bewältigungsansätze der 2007 einsetzenden Finanzkrise werfen neben wirtschaftlichen und ordnungspolitischen Problemen auch zahlreiche rechtliche Fragestellungen auf.

Die Entwicklung von der Hypothekenkrise in den Vereinigten Staaten über die Banken- und Finanzkrise zunächst zur Weltwirtschaftskrise und anschließend zur Krise von Staatsfinanzen und Währungsstabilität soll zunächst nachgezeichnet werden. Anschließend sollen Versuche der Durchbrechung dieser Kette beschrieben werden, wie sie derzeit auf allen Ebenen der Abfolge unternommen werden.

Einer solchen Arbeit sind naturgemäß Grenzen gesetzt. Der weltweite Regulierungseifer in Reaktion auf die Finanzkrise wird inzwischen schon als „beispiellose[r] Regelungstsunami“ bezeichnet, der auf das „Finanzmarktbeben“ gefolgt sei und in dessen Sog selbst die Wissenschaft Gefahr laufe, zu ertrinken oder zumindest die Orientierung zu verlieren.<sup>1</sup> Statt diesen regulatorischen Eifer nachzuahmen, soll hier eine Konzentration auf besonders prägnante und auch kontroverse Interventionsmaßnahmen erfolgen, um insoweit nicht nur das Ertrinken zu verhindern, sondern auch „an Land“ die Orientierung wiederherzustellen.

Den Grenzen nachzugehen, die das deutsche Verfassungsrecht dabei ausgewählten staatlichen Interventionen zur Stabilisierung des Finanzmarktes auferlegt, ist somit Ziel dieser Abhandlung. Dabei wird der weit fortgeschrittenen und stetig wachsenden Integration der Bundesrepublik Deutschland in die europäische Rechtsordnung dadurch Rechnung getragen, dass mit Ruffert<sup>2</sup> auch die europa-

---

<sup>1</sup> Mülbart – Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor? – Begleitaufsatz zum 68. Deutschen Juristentag 2010 – Abteilung Öffentliches und Privates Wirtschaftsrecht, JZ 2010, 834 (841). Paul Kirchhof – Rückbesinnung auf ein Grundrecht – Eigentum als Schule von Freiheit und Risiko, in: Depenheuer – Eigentumsverfassung und Finanzkrise, S. 7 (7 f.) spricht angesichts von über 100 neuen Gesetzen in Deutschland pro Jahr und durchschnittlich acht neuen Richtlinien und Verordnungen täglich (!) aus Brüssel schon allgemein von einer „Inflation des Rechts“.

<sup>2</sup> Ruffert – Verfassungsrechtliche Überlegungen zur Finanzmarktkrise, NJW 2009, 2093, nach dem die neuere Verfassungsrechtslehre ein weites Verständnis von Verfassungsrecht zu

rechtlichen Vorgaben für staatliches Interventionshandeln betrachtet werden. Abschließend sollen die zweckdienlichsten und rechtlich möglichen Maßnahmen herausgestellt sowie verbleibender legislativer Reformbedarf aufgezeigt werden. Dadurch soll ein im dargestellten Sinne verfassungsmäßiges und funktionales Spektrum an hoheitlichen Reaktionsmöglichkeiten auf die nächste Finanzkrise aufgezeigt werden. Denn auch die Umsetzung aller Verbesserungsvorschläge für die nationale wie internationale Finanzmarktarchitektur kann das Risiko von Finanzkrisen nur reduzieren, jedoch nicht mit Sicherheit ausschließen. Mit Ende der Finanzkrise<sup>3</sup> ist nun spätestens der Zeitpunkt gekommen, Vorkehrungen zur Vermeidung einer Wiederholung zu treffen.

---

Grunde lege, welches das Europäische Verfassungsrecht einbeziehe und Querverbindungen zum Völkerrecht als dem Verfassungsrecht der Internationalen Gemeinschaft herstelle.

<sup>3</sup> VerFGH NRW, Urteil vom 15.03.2011 zur Verfassungswidrigkeit des Nachtragshaushalts 2010, S. 36 unter C.II.1, wonach schon seit 2010 Zweifel am weiteren Vorliegen einer Störung des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts bestehen.

## C. Ausgangspunkt der Krise

### I. Subprime Kredite

Die Ursprünge der gegenwärtigen Finanzkrise lassen sich auf den US-amerikanischen Hypothekendarlehensmarkt zurückverfolgen.<sup>4</sup> In den Vereinigten Staaten war es gängige und von staatlicher Seite nachdrücklich unterstützte Praxis, Darlehen zur Finanzierung eines Hausbaus oder -erwerbs auch an Kunden niedrigster Bonität zu vergeben.<sup>5</sup> Begünstigt wurde dies durch zu Beginn des Jahrtausends besonders niedrige Leitzinsen, Steuervergünstigungen für Hypothekenraten, die zunehmende gesetzliche Verpflichtung von Banken zu gleichmäßiger Darlehensvergabe an alle sozialen wie ethnischen Bevölkerungsgruppen,<sup>6</sup> Ankäufe von Immobiliendarlehen durch die halbstaatlichen

---

<sup>4</sup> Regierungserklärung der Bundeskanzlerin, BT-Plenarprotokoll 16/181, 19304, 19321; Becker/Mock, FMStG, Einleitung, Rn. 2; Claussen, Wege aus der Finanzkrise, DB 2009, 999; Eekhoff – Finanz- und Wirtschaftskrise als Chance, KSzW 2010, 137; Forkel – Rechtsfragen zur Krise an den Finanzmärkten: Zur Systematik möglicher Schadensersatzansprüche – Es bestehen gesellschaftsrechtliche, verwaltungsrechtliche und strafrechtliche Pflichten zur Prüfung und ggf. Durchsetzung von Schadensersatzansprüchen. BKR 2008, 183 (184 ff.); Jaletzke, in: Jaletzke/Veranneman, Einleitung, Rn. 1; Märker/Hillesheim – Brennpunkt Finanzkrise – Anlegerschutz in Deutschland – ZRP 2009, 65. Ausführlich aus volkswirtschaftlicher Sicht: Hellwig – Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn 2008/43, S. 1-34; sowie Siddiqui/Seckelmann – Der Subprime-Kollaps: Ursachen, Auswirkungen und Implikationen für staatliches Handeln, Der Moderne Staat 2009, S. 133.

<sup>5</sup> Beck/Wienert – Anatomie der Weltwirtschaftskrise: Ursachen und Schuldige, APuZ 20/2009, S. 7 und 11; Eekhoff – Finanz- und Wirtschaftskrise als Chance, KSzW 2010, 137; Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung: Krisenursachen, Finanzmarktstabilisierung, Finanzmarktstabilität, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 1, S. 3, 30; Hellwig – Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn 2008/43, S. 16 f.; Ferdinand Kirchhof – Die Bankenkrise und ihre Folgen für das Staatsfundament, in: FS für Udo Steiner (2009), S. 412 (421); Müller-Graff – Finanzmarktkrise und Wirtschaftsordnungsrecht: Aufwind für den „Regulierungsstaat“?, EWS 2009, 201 (202); Seibert – Deutschland im Herbst – Erinnerungen an die Entstehung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes im Oktober 2008, in: FS für Klaus Hopt (2010), S. 2525 (2526).

<sup>6</sup> Zu nennen sind hier der Fair Housing Act, der Equal Credit Opportunity Act und der Community Reinvestment Act. Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung: Krisenursachen, Finanzmarktstabilisierung, Finanzmarktstabilität, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 1, S. 3; Heun – Der Staat und die Finanzkrise, JZ 2010, 53 (55); Hüther – Die Kategorie Eigentum in der ökonomischen

Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac sowie Garantien durch die Federal Housing Agency.<sup>7</sup> Dabei machten diese Ankäufe und Garantien oft mehr als 85%, inzwischen sogar 95%,<sup>8</sup> aller neu ausgegebenen Privat-Immobilienkredite eines Jahres aus.<sup>9</sup> Dadurch wurden Immobilienkredite, wie gewünscht, vermeintlich auch für Kundengruppen niedriger Bonität erschwinglich, zumal die Banken oft keinerlei eigene Kapitalaufbringung von ihren Kunden forderten. Dem wird, psychologisch wie politisch betrachtet, der Wunsch zugrunde gelegen haben, insoweit möglichst vielen Bürgern die Erfüllung des amerikanischen Traumes zu ermöglichen.<sup>10</sup>

Derartige Kredite werden als subprime (lateinisch: unterhalb der besten Klasse) Kredite bezeichnet. Zwar mag der Begriff suggerieren, dass damit Schuldner knapp unterhalb der Spitzengruppe gemeint wären; tatsächlich erfolgte die Ver-

Theorie: Verfügungsrechte, Vertragsfreiheit und Haftung, in: Deppenheuer – Eigentumsverfassung und Finanzkrise, S. 27 (27 f.); Waldhoff – Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz in der föderativen Ordnung – unter besonderer Berücksichtigung der öffentlichen Banken, Der Landkreis 2010, 175.

<sup>7</sup> Bundestag – Wissenschaftlicher Dienst – Asset Backed Securities und die Subprime-Krise, Der Aktuelle Begriff vom 17. Oktober 2008, Quelle:

<http://www.bundestag.de/wissen/analysen/2008/subprimekrise.pdf> (Stand: 01.07.2012), S. 1 f.; Claussen – Bankrechtliche Fragen zur Finanzmarktkrise, in: FS für Klaus Hopt (2010), S. 1695 (1702); Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung: Krisenursachen, Finanzmarktstabilisierung, Finanzmarktstabilität, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 1, S. 3; Heun – Der Staat und die Finanzkrise, JZ 2010, 53 (55 f.). Die Rolle von Fannie Mae und Feddy Mac hält Möschel – Finanzmarktkrise: Die staatliche Verantwortung I, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 6, S. 105 (108) für deutlich überbewertet, nannte sie aber in Möschel – Finanzkrise und Marktwirtschaft, WuW 2008, 1283 (1285) noch als erste Krisenursache.

<sup>8</sup> Handelsblatt vom 30.03.2011, S. 34 – Die Krise ist zurück.

<sup>9</sup> Spiegel Online vom 3. April 2010 – USA wollen drohenden Immobilien-Crash wegzaubern, Quelle: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/0,1518,686769,00.html> (Stand: 01.07.2012); The Economist vom 5. März 2011 – A special report on property, S. 7; Eekhoff – Finanz- und Wirtschaftskrise als Chance, KSzW 2010, 137.

<sup>10</sup> US Präsident George W. Bush, Remarks on Signing the American Dream Downpayment Act, 16. Dezember 2003: „And so now it is my honor, right here at this important Department, the Department responsible for encouraging home-ownership in America, to sign the American Dream Downpayment Act.“, Quelle:

<http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=64935> (Stand: 01.07.2012); The Economist vom 5. März 2011 – A special report on property, S. 5; Rudolph – Die internationale Finanzkrise: Grundsatzfragen und Verantwortung aus der Sicht der Kreditinstitute, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 3, S. 55 f.; Schmitz – Die Finanzmarktkrise – eine Gefahr für das Eigentum?, in: Deppenheuer – Eigentumsverfassung und Finanzkrise, S. 39 (42).

gabe jedoch insbesondere zunehmend an sogenannte „Ninja-Kunden“ (no income, no job, no assets).<sup>11</sup>

Unvermeidliche Tilgungsschwierigkeiten, welche die (bis dato ignorierte) fehlende Kreditwürdigkeit vieler Schuldner offenbart hätten, traten erst verzögert auf, da anfängliche Tilgungsfreiheit bzw. Zinsen unterhalb des Marktniveaus für bis zu zwei Jahre zu den gängigen Konditionen gehörten, anschließend aber variable Zinssätze oberhalb und in Abhängigkeit vom Marktniveau galten.<sup>12</sup> Die Folgen derartiger Vereinbarungen zeigten sich in der zeitverzögerten Reaktion des Immobilienmarktes auf die Leitzinserhöhungen der Federal Reserve Bank. Diese lagen nach dem Platzen der „Dot-Com-Blase“ und den Terror-Anschlägen vom 11. September 2001 zur Konjunkturankurbelung auf sehr niedrigem Niveau.<sup>13</sup> Ab Mitte 2004 erhöhte die US-Notenbank den Leitzins schrittweise, ab Sommer 2005 rasant. Daraufhin platzte zwei Jahre später im Sommer 2007 die Immobilienblase in den USA. Massenhafte Kreditausfälle, die naturgemäß in der niedrigsten Bonitätsklasse ihren Ursprung nahmen, waren die Folge.<sup>14</sup>

---

<sup>11</sup> Heun – Der Staat und die Finanzkrise, JZ 2010, 53 (55), dort unter Fn. 27 auch zur Exegese des Begriffs „subprime“ aus den internen Richtlinien von Fannie Mae und Freddie Mac. Nach diesem Begriffsverständnis stieg die Anzahl von subprime Krediten von quasi Null 1998 auf über sechs Millionen 2006 an. Schwintowski – Finanzmarktkrise: Ursachen, Grundsatzfragen, institutionelle Konsequenzen, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 2, S. 42; Seibert – Deutschland im Herbst – Erinnerungen an die Entstehung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes im Oktober 2008, in: FS für Klaus Hopt (2010), S. 2525 (2526).

<sup>12</sup> Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung: Krisenursachen, Finanzmarktstabilisierung, Finanzmarktstabilität, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 1, S. 7; Heun – Der Staat und die Finanzkrise, JZ 2010, 53 (54); Kübler – Die Krise der amerikanischen Hypothekenverbriefung – Ursachen und Herausforderungen, in: FS für Eberhard Schwark (2009), S. 499 (501); Rudolph – Die internationale Finanzkrise: Grundsatzfragen und Verantwortung aus der Sicht der Kreditinstitute, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 3, S. 57; Seibert – Deutschland im Herbst – Erinnerungen an die Entstehung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes im Oktober 2008, in: FS für Klaus Hopt (2010), S. 2525 (2528).

<sup>13</sup> Vaubel – Finanzmarktkrise: Die staatliche Verantwortung II, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 7, S. 119.

<sup>14</sup> Bundestag – Wissenschaftlicher Dienst – Asset Backed Securities und die Subprime-Krise, Der Aktuelle Begriff vom 17. Oktober 2008, Quelle: <http://www.bundestag.de/wissen/analysen/2008/subprimekrise.pdf> (Stand: 01.07.2012), S. 2; Heun – Der Staat und die Finanzkrise, JZ 2010, 53 (54); Socher/Hanke, Fachbegriffe aus M &

Doch zunächst wurden die Risiken des Ausfalls derartiger subprime Kredite unterschätzt, da die finanzierte Immobilie jeweils zur dinglichen Besicherung diente. Auch zeitweilige Zahlungsausfälle erregten daher kaum Besorgnis, da der Wert der Sicherheit infolge ständig steigender Immobilienpreise<sup>15</sup> ebenfalls kontinuierlich anstieg.<sup>16</sup>

Die schon unterschätzten Risiken vervielfältigten sich teils noch. Ohne Gewinne aus den Immobilienpreissteigerungen war für viele Schuldner eine vollständige Tilgung des Darlehens aussichtslos. Die durchaus vorhandenen Wertzuwächse konnten aber nicht als Gewinne realisiert werden, weil die meisten Schuldner nicht Willens waren, aus ihren Häusern zu ziehen, um sie zu veräußern. Die konsequente Lösung des Problems, keine ausreichenden Mittel für die Rückzahlung eines Kredits zu haben, schien also, einen weiteren Kredit für eine zweite Immobilie aufzunehmen und diese bei ausreichender Wertsteigerung gewinnbringend zu veräußern.<sup>17</sup> Auch dies machten Banken bereitwillig mit, da auch hier die Besicherung mit der im Wert steigenden Immobilie Sicherheit suggerierte.

---

A und Corporate Finance – Die Finanzkrise, NJW 2010, 495 (496); Schwintowski – Finanzmarktkrise: Ursachen, Grundsatzfragen, institutionelle Konsequenzen, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 2, S. 42 f., 47 f.

<sup>15</sup> Die Häuserpreise in den USA stiegen zwischen 1996 und 2006 um mehr als 50% und in Grossbritannien um mehr als 100%. Quelle: Schweizerische Nationalbank, Bericht zur Finanzstabilität 2008, S. 19. Allein zwischen 2003 und 2007 lag der Anstieg bei durchschnittlich 30%. Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Jahresbericht 2009, S. 7. Einen nicht unerheblichen Beitrag dazu dürfte Subprime-Schuldner geleistet haben, die sich wegen fehlender persönlicher Haftung und nicht vorhandener Eigenkapitalanforderungen auf Kauf- und Baupreise einließen, die tatsächlich haftende Schuldner wohl nicht akzeptiert hätten. Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung: Krisenursachen, Finanzmarktstabilisierung, Finanzmarktstabilität, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 1, S. 7.

<sup>16</sup> Beck/Wienert – Anatomie der Weltwirtschaftskrise: Ursachen und Schuldige, APuZ 20/2009, S. 7 (9 f.); Eekhoff – Finanz- und Wirtschaftskrise als Chance, KSzW 2010, 137; Hellwig – Finanzkrise und Reformbedarf, NJW-Beilage 2010, 94; Heun – Der Staat und die Finanzkrise, JZ 2010, 53 (54); Norbert Horn – Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz und das Risikomanagement zur globalen Finanzkrise, BKR 2008, 452 (457); Möschel – Finanzkrise und Marktwirtschaft, WuW 2008, 1283 (1286); Socher/Hanke, Fachbegriffe aus M & A und Corporate Finance – Die Finanzkrise, NJW 2010, 495 (496).

<sup>17</sup> Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung: Krisenursachen, Finanzmarktstabilisierung, Finanzmarktstabilität, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 1, S. 5.

## ***II. Verbriefungen***

### **1. Asset Backed Securities (ABS)**

Doch selbst den – vermeintlich minimalen – verbliebenen Risiken von Zahlungsausfällen konnte begegnet werden. Dies geschah, indem Darlehensrückzahlungsansprüche möglichst zeitnah nach Entstehung zum Zwecke der Verbriefung veräußert wurden. Dazu wurden vermögenslose Zweckgesellschaften, sogenannte special purpose vehicles (SPVs),<sup>18</sup> genutzt, die von den Banken nur zu dem Zweck gegründet wurden, deren Darlehensforderungen gegen die Grundstückseigentümer aufzukaufen. Die Forderungen sollten mit zahlreichen andersartigen Forderungen als Portfolio zusammengestellt und an die SPVs veräußert werden.<sup>19</sup> Doch eine solche Risikodiversifikation unterblieb zunehmend, so dass immer mehr gleichartige (subprime) Forderungen zu einem Portfolio zusammengefasst wurden.<sup>20</sup> Ein solches Portfolio diente dann Anlegern als Sicherheit, die Anleihezertifikate der Zweckgesellschaften erwarben. Da deren Portfolio vermeintlich sichere, da hypothekarisch abgesicherte, Forderungen zugrunde lagen, bezeichnete man sie als asset backed und die entsprechenden Anleihen als asset backed securities (ABS),<sup>21</sup> im Falle von Hypotheken als zugrunde liegenden Vermögenswerten auch mortgage backed securities (MBS).<sup>22</sup> Diese galten

---

<sup>18</sup> Teilweise auch als structured investment vehicles (SIVs) bezeichnet. Zur Terminologie im Überblick: Bartsch – Die Geister, die ich rief ... - Das Trauerspiel der aktuellen Finanzmarktkrise in drei Akten, NJW 2008, 3337 (3339); KfW-Bankengruppe Informationsseite Kreditverbriefung, [http://www.kfw.de/DE\\_Home/Kreditverbriefung/index.jsp](http://www.kfw.de/DE_Home/Kreditverbriefung/index.jsp) (Stand: 01.07.2012); Roitzsch/Wächter – Zweifelsfragen beim Erwerb von Risikopositionen nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz, ZIP 2008, 2301 (2302).

<sup>19</sup> Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung: Krisenursachen, Finanzmarktstabilisierung, Finanzmarktstabilität, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 1, S. 10.

<sup>20</sup> Norbert Horn – Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz und das Risikomanagement zur globalen Finanzkrise, BKR 2008, 452 (457).

<sup>21</sup> Zur Konstruktion und Entstehungsgeschichte ausführlich: Bundesbank – Asset-Backed Securities in Deutschland: Die Veräußerung und Verbriefung von Kreditforderungen durch deutsche Kreditinstitute, Monatsbericht Juli 1997, S. 57; Baums – Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrechts, Arbeitspapier 2/92, Quelle: <http://www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/Arbeitspapiere.html> (12.12.10); Zeising – Asset Backed Securities (ABS) – Grundlagen und neuere Entwicklungen, BKR 2007, 311.

<sup>22</sup> Im Fall von privaten Wohnimmobilien als Grundlage auch residential mortgage backed securities (RMBS) genannt.



wegen der erwarteten Sicherheit als seriöse Anlageform<sup>23</sup> und wurden massenhaft von langfristig orientierten Anlegern, u.a. von Pensions- und Rentenfonds, aber auch deutschen Staatsbanken erworben.<sup>24</sup>

Der Verkaufserlös aus den begebenen Anleihen diente den SPVs wiederum zur Finanzierung des Kaufpreises für die Darlehensforderungen der Banken, von denen sie geschaffen wurden. Auf diese Weise befreiten sich die jeweils darlehensgebenden Banken binnen kürzester Zeit von den eingegangenen Risiken. Diese wurden wegen ihrer angenommenen Berechenbarkeit zum handelbaren Wert.<sup>25</sup>

Doch damit war das Potential der Verbriefungstechnik noch lange nicht ausgeschöpft. Vielmehr konnten die Anleihenkäufer die bei ihnen verbliebenen Risiken nunmehr ihrerseits durch Auslagerung an weitere (eigene) Zweckgesellschaften und Ausgabe von Anleihen dieser Gesellschaften auf andere Marktteilnehmer weiterreichen.

Der Länge der Verbriefungsketten war keine logische Grenze gesetzt.<sup>26</sup>

---

<sup>23</sup> Märker/Hillesheim – Brennpunkt Finanzkrise – Anlegerschutz in Deutschland – ZRP 2009, 65 (66).

<sup>24</sup> Beck/Wienert – Anatomie der Weltwirtschaftskrise: Ursachen und Schuldige, APuZ 20/2009, S. 7, 10; Becker/Mock, FMStG, Einleitung, Rn. 2; Bruchner – Rechtliche Überlegungen zu strukturierten Finanzinstrumenten – insbesondere zu US-CDO's, in: FS für Achim Krämer (2009), S. 197; Forkel – Rechtsfragen zur Krise an den Finanzmärkten: Zur Systematik möglicher Schadensersatzansprüche – Es bestehen gesellschaftsrechtliche, verwaltungsrechtliche und strafrechtliche Pflichten zur Prüfung und ggf. Durchsetzung von Schadensersatzansprüchen. BKR 2008, 183 (185); Norbert Horn – Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz und das Risikomanagement zur globalen Finanzkrise, BKR 2008, 452 (458); Ferdinand Kirchhof – Die Bankenkrise und ihre Folgen für das Staatsfundament, in: FS für Udo Steiner (2009), S. 412; Möschel – Finanzkrise und Marktwirtschaft, WuW 2008, 1283 (1288); Zimmer – Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor, NJW Beilage 2010, S. 101 (102).

<sup>25</sup> Balzli/Brinkbäumer/Brenner/Fichtner/Goos/Hoppe/Horning/Kneip – Der Bankraub, Der Spiegel 47/2008 vom 17.11.2008, S. 44; Beck/Wienert – Anatomie der Weltwirtschaftskrise: Ursachen und Schuldige, APuZ 20/2009, S. 7 (8 f.); Märker/Hillesheim – Brennpunkt Finanzkrise – Anlegerschutz in Deutschland – ZRP 2009, 65 (66).

<sup>26</sup> Bartsch – Die Geister, die ich rief ...- Das Trauerspiel der aktuellen Finanzmarktkrise in drei Akten, NJW 2008, 3337 (3338).

## 2. Collateralized Debt Obligations (CDOs)

Durch besonders ausgefeilte Techniken der Risikoverteilung konnten zudem unterschiedliche Tranchen von Anleihen je nach übernommenem Risiko gebildet und gepreist werden, die als Collateralized Debt Obligations (CDOs) bezeichnet wurden.<sup>27</sup> Ähnlich dem Rang eines (Grund-)Pfandrechts im deutschen Recht entstanden so unterschiedliche Forderungsklassen, deren Realisierbarkeit allerdings schwer überschaubar war.<sup>28</sup> Dabei sollen sechs jeweils derart strukturierte Verbriefungsebenen durchaus üblich gewesen sein, aber auch über bis zu 24 Ebenen wurde berichtet.<sup>29</sup>

So war es nicht weiter verwunderlich, dass letzten Endes die „Endabnehmer“ eines Kreditrisikos – sofern diese Eigenschaft überhaupt auf irgendeinen Marktteilnehmer dauerhaft zutraf – die Werthaltigkeit ihrer Forderungen nicht mehr seriös einschätzen konnten.<sup>30</sup> Warren Buffet prägte dafür den Begriff der finanziellen Massenvernichtungswaffen.<sup>31</sup>

---

<sup>27</sup> Bruchner – Rechtliche Überlegungen zu strukturierten Finanzinstrumenten – insbesondere zu US-CDO's, in: FS für Achim Krämer (2009), S. 197 (198 f.); Hellwig – Finanzkrise und Reformbedarf, NJW-Beilage 2010, 94; Norbert Horn – Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz und das Risikomanagement zur globalen Finanzkrise, BKR 2008, 452 (458).

<sup>28</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Jahresbericht 2009, S. 10 f.; Bartsch – Die Geister, die ich rief ... - Das Trauerspiel der aktuellen Finanzmarktkrise in drei Akten, NJW 2008, 3337.

<sup>29</sup> Heun – Der Staat und die Finanzkrise, JZ 2010, 53 (56).

<sup>30</sup> The Economist vom 22.12.2008, S. 10 formuliert zu den Modellannahmen der Risiken plastisch: „[They] evaporated along with the liquidity that they had failed to quantify.“ Zur möglichen Haftung des Vorstandes für die damit verbundene Überschreitung des Gesellschaftszwecks: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 09.12.2009 – IKB – I-6 W 45/09, 6 W 45/09, BeckRS 2010, 00532 unter II.2.b)bb)aaa)(1). Bundesregierung, Bankenkrise: Ursachenforschung, Magazin für Wirtschaft und Finanzen 05/2008, Quelle:

[http://www.bundesregierung.de/nn\\_774/Content/DE/Magazine/MagazinWirtschaftFinanzen/058/s-2-ursachenforschung.html](http://www.bundesregierung.de/nn_774/Content/DE/Magazine/MagazinWirtschaftFinanzen/058/s-2-ursachenforschung.html) (Stand: 01.07.2012); Bruchner – Rechtliche Überlegungen zu strukturierten Finanzinstrumenten – insbesondere zu US-CDO's, in: FS für Achim Krämer (2009), S. 197 (199 f.); Claessens/Pazarbasioglu/Laeven/Dobler/Valencai/Nedelescu/Seal – Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis, IMF Staff Discussion Note, SDN/11/05, 9. März 2011, S. 6; Kroll – Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz – Ein Belastungstest für das Grundgesetz, in: Rensen/Brink: Linien der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts – erörtert von den wissenschaftlichen Mitarbeitern, 2009, S. 355 (359); Norbert Horn – Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz und das Risikomanagement zur globalen Finanzkrise, BKR 2008, 452 (457); Ferdinand Kirchhof – Die Bankenkrise und ihre Folgen für das Staatsfundament, in: FS für Udo Steiner (2009), S. 412 (420 f.); Paul Kirchhof – Rückbesinnung auf ein Grundrecht – Eigentum als Schule von Freiheit

Ebenso wenig zur Einschätzung der Risiken in der Lage waren Rating-Agenturen,<sup>32</sup> die sich von ihrem Unwissen oder sogar dem Wissen um die schlechte Qualität der verbrieften Forderungen und die fehlende Bonität von Emittenten aber nicht davon abhalten ließen, deren Anleihen mit Bestnoten zu bewerten.<sup>33</sup>

Mittels der geschilderten Tranchierung in verschiedene Sicherheitsklassen (typischerweise senior, mezzanine und junior bzw. equity bzw. first-loss-piece), die jeweils individuell von Rating-Agenturen bewertet wurden, gelang es zwischenzeitlich, 80% aller Wertpapier-Tranchen, die mit minderwertigen, hochriskanten subprime Forderungen unterlegt waren, mit der Bestnote, einer Triple-A-Bewertung (AAA), zu versehen.<sup>34</sup> Diese ist normalerweise für Staaten und grundsolide globale Industrieunternehmen vorgesehen und wird mittlerweile bei weiter fallender Tendenz selbst innerhalb der Euro-Zone nur noch wenigen Mit-

---

und Risiko, in: Depenheuer – Eigentumsverfassung und Finanzkrise, S. 7; Märker/Hillesheim – Brennpunkt Finanzkrise – Anlegerschutz in Deutschland – ZRP 2009, 65 (66); Ransiek – Asset Backed Securities und Strafrecht, WM 2010, 869 (870); Schmitz – Die Finanzmarktkrise – eine Gefahr für das Eigentum?, in: Depenheuer – Eigentumsverfassung und Finanzkrise, S. 39 (43).

<sup>31</sup> Geschäftsbericht von Berkshire Hathaway für 2002, S. 15, zitiert nach OLG Düsseldorf, Beschluss vom 09.12.2009 – IKB – I-6 W 45/09, 6 W 45/09, BeckRS 2010, 00532 unter II.2.b)bb)aaa)(1).

<sup>32</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Jahresbericht 2009, S. 10; Bundestag – Wissenschaftlicher Dienst – Asset Backed Securities und die Subprime-Krise, Der Aktuelle Begriff vom 17. Oktober 2008, Quelle:

<http://www.bundestag.de/wissen/analysen/2008/subprimekrise.pdf> (Stand: 01.07.2012), S. 2; Heun – Der Staat und die Finanzkrise, JZ 2010, 53 (56); Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung: Krisenursachen, Finanzmarktstabilisierung, Finanzmarktstabilität, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 1, S. 11 f.; Lutter – Bankenkrise und Organhaftung, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 4, S. 77 (78).

<sup>33</sup> Eekhoff – Finanz- und Wirtschaftskrise als Chance, KSzW 2010, 137 (138); Marotzke – Das deutsche Insolvenzrecht in systemischen Krisen, JZ 2009, 763 (764); Norbert Horn – Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz und das Risikomanagement zur globalen Finanzkrise, BKR 2008, 452 (457); Ransiek – Asset Backed Securities und Strafrecht, WM 2010, 869 (870); Siekmann – Die Neuordnung der Finanzmarktaufsicht, Die Verwaltung 2010, 95 (102 f.).

<sup>34</sup> Claussen – Bankrechtliche Fragen zur Finanzmarktkrise, in: FS für Klaus Hopt (2010), S. 1695 (1709); Lutter – Bankenkrise und Organhaftung, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 4, S. 77 (81); Siekmann – Die Neuordnung der Finanzmarktaufsicht, Die Verwaltung 2010, 95 (103).

gliedstaaten gewährt.<sup>35</sup> Der Vorgang gelang, indem nur die guten und mittleren Tranchen von Wertpapieren veräußert wurden, die riskantesten aber jeweils in weitere Bündelungen und neue Verbriefungen eingebracht wurden, deren Qualität zwangsläufig mit jeder zusätzlichen Verbriefungsebene abnahm.<sup>36</sup> Nur 2% aller Anleihen blieben dauerhaft der niedrigsten Tranche zugeordnet und als hochriskant eingestuft.<sup>37</sup>

Zu Recht weist Zimmer darauf hin, dass die deutlich oberhalb von soliden Staatsanleihen liegenden Renditen der Subprime-Anleihen bei ausweislich des Ratings gleicher Bonität in korrekt funktionierenden Märkten nicht möglich sein dürften.<sup>38</sup>

Symptomatisch für die Fehlfunktionen der Bewertungsmechanismen des Finanzmarktes lässt sich ein Prüfbericht der Börsenaufsicht der Vereinigten Staaten anführen. Die Securities and Exchange Commission (SEC), zitiert darin aus internen E-Mails von Rating-Agentur-Mitarbeitern, die befürchteten, ihr Risikomodell werde nicht einmal die Hälfte der Risiken einer Transaktion erfassen, und dennoch sagten: „Das könnte von Kühen strukturiert werden, und wir würden es bewerten [...] Lass uns hoffen, dass wir alle reich und pensioniert sind, wenn dieses Kartenhaus zusammenbricht.“<sup>39</sup>

---

<sup>35</sup> Handelsblatt vom 18. Januar 2011, S. 9 – Mit dem Finanzrisiko steigt der politische Einfluss.

<sup>36</sup> Kübler – Die Krise der amerikanischen Hypothekenverbriefung – Ursachen und Herausforderungen, in: FS für Eberhard Schwark (2009), S. 499 (502 ff.)

<sup>37</sup> Heun – Der Staat und die Finanzkrise, JZ 2010, 53 (56).

<sup>38</sup> Zimmer – Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor, NJW Beilage 2010, S. 101 (102). Ebenso schon: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung: Krisenursachen, Finanzmarktstabilisierung, Finanzmarktstabilität, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 1, S. 34.

<sup>39</sup> Securities and Exchange Commission – Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies, Juli 2008, <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf> (Stand: 01.07.2012), S. 14 – Übersetzung teilweise zitiert nach FAZ vom 10. Juli 2008, S. 19 – „Das könnten auch Kühe strukturieren“.

Das blinde Vertrauen auf Ratingagenturen (auch „excessive reliance“ nannt<sup>40</sup>), das insbesondere viele institutionelle Anleger an den Tag legten und teilweise aufgrund regulatorischer Anforderungen (z.B. § 41 ff. SolvV<sup>41</sup>) auch an den Tag legen mussten,<sup>42</sup> war auch deswegen besonders prekär, weil die drei marktführenden Ratingagenturen (Standard & Poor's, Moody's und Fitch) sich grundsätzlich von den Emittenten bzw. den dahinterstehenden Banken bezahlen lassen, deren Produkte sie bewerten. Da die Bewertung von ABS und CDO und sogar die Strukturierungsberatung dafür zu lukrativen Einnahmequellen der Agenturen wurden, waren Interessenkonflikte unvermeidlich.<sup>43</sup>

---

<sup>40</sup> Siekmann – Die Neuordnung der Finanzmarktaufsicht, Die Verwaltung 2010, 95 (104).

<sup>41</sup> Verordnung über die angemessene Eigenmittelausstattung von Instituten, Institutsgruppen und Finanzholding-Gruppen (Solvabilitätsverordnung) vom 14.12.2006, BGBl. 2006 I, S. 2926. Kritisch zu derartigen Verweisungen des Gesetzgebers auf die Einschätzung Privater, die die Verwaltung bindet: Becker – Staatlich-private Rechtsetzung in globalisierten Finanzmärkten, ZG 2009, 123 (133 ff.); Sachs, in: Sachs, GG, Art. 20, Rn. 123a; Siekmann – Die Neuordnung der Finanzmarktaufsicht, Die Verwaltung 2010, 95 (105); von Randow – Rating und Regulierung, ZBB 1995, 140 (151 ff.).

<sup>42</sup> Becker/Mock, FMStG, Einleitung, Rn. 1; Forkel – Rechtsfragen zur Krise an den Finanzmärkten: Zur Systematik möglicher Schadensersatzansprüche – Es bestehen gesellschaftsrechtliche, verwaltungsrechtliche und strafrechtliche Pflichten zur Prüfung und ggf. Durchsetzung von Schadensersatzansprüchen. BKR 2008, 183 (184) weist darauf hin, dass viele institutionelle Anleger aufgrund gesetzlicher Vorgaben oder ihrem eigenen Gesellschaftsstatut nur zu Investitionen in Anlagen bestimmter Mindestbonität berechtigt sind und daher bei Unterschreitung der Bewertung durch Rating-Agenturen zum Verkauf gezwungen sind. Ebenso: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung: Krisenursachen, Finanzmarktstabilisierung, Finanzmarktstabilität, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 1, S. 33 f.; von Randow – Rating und Regulierung, ZBB 1995, 140 (152).

<sup>43</sup> OLG Düsseldorf, Beschluss vom 09.12.2009 – IKB – I-6 W 45/09, 6 W 45/09, BeckRS 2010, 00532 unter II.2.b)bb)aaa)(2); Balzli/Hornig – Die Krisen-Verschärfer, Der Spiegel 19/2009 vom 04. Mai 2009, S. 64; Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Jahresbericht 2009, S. 9; Becker – Staatlich-private Rechtsetzung in globalisierten Finanzmärkten, ZG 2009, 123 (133); Chancen und Nutzen von Finanzmarktregulierung, in: FS für Klaus Hopt (2010), S. 1845 (1858 f.); Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung: Krisenursachen, Finanzmarktstabilisierung, Finanzmarktstabilität, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 1, S. 11 f.; Kübler – Die Krise der amerikanischen Hypothekenverbriefung – Ursachen und Herausforderungen, in: FS für Eberhard Schwark (2009), S. 499 (505 f.); Schwintowski – Finanzmarktkrise: Ursachen, Grundsatzfragen, institutionelle Konsequenzen, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 2, S. 45; Seibert – Deutschland im Herbst – Erinnerungen an die Entstehung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes im Oktober 2008, in: FS für Klaus Hopt (2010), S. 2525 (2527); Siekmann – Die Neuordnung der Finanzmarktaufsicht, Die Verwaltung 2010, 95 (103); Zimmer – Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen emp-

Aufgrund dieser Verbriefungstechnik glaubten Banken, sich um die Rückzahlung ausgegebener Darlehen keine Sorgen machen zu müssen, da diese Risiken unverzüglich weit weg verlagert wurden.<sup>44</sup> Somit spielte die Bonität der Darlehnsnehmer eine immer geringere Rolle, da die Banken keine wirtschaftlichen Anreize hatten, Schuldner hoher Bonität auszuwählen, aber aufgrund der bei jeder Transaktion erzielbaren Erlöse ein Anreiz bestand, ständig neue Kreditverträge abzuschließen. Diese verfehlte Anreizwirkung erhöhte die per Verbriefung vermeintlich ins Unendliche verfrachtbaren Risiken.<sup>45</sup>

Als Investoren in die geschilderten Zweckgesellschaften, also als Käufer von deren Anleihen, konnten auch Kreditinstitute selbst auftreten. Diese konnten damit im Extremfall, dem Ankauf von – beliebig oft gemittelten – Anleihen an der

---

fehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor, NJW Beilage 2010, S. 101 (104 f.); von Randow – Rating und Regulierung, ZBB 1995, 140 (145 f.) mit geschichtlichen Hinweisen zu einem ruinösen Wettbewerb unter den Agenturen im Sinne eines „race to the bottom“. Zu den Schwierigkeiten, die Ratingagenturen für derartige Verfehlungen haftbar zu machen: Berger/Stemper – Haftung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern, WM 2010, S. 2289.

<sup>44</sup> Kübler – Die Krise der amerikanischen Hypothekenverbriefung – Ursachen und Herausforderungen, in: FS für Eberhard Schwark (2009), S. 499 (501 f.).

<sup>45</sup> Becker/Mock, FMStG, Einleitung, Rn. 1; Bundestag – Wissenschaftlicher Dienst – Asset Backed Securities und die Subprime-Krise, Der Aktuelle Begriff vom 17. Oktober 2008, Quelle: <http://www.bundestag.de/wissen/analysen/2008/subprimekrise.pdf> (Stand: 01.07.2012), S. 2; Claussen – Bankrechtliche Fragen zur Finanzmarktkrise, in: FS für Klaus Hopt (2010), S. 1695 (1702 f.); Forkel – Rechtsfragen zur Krise an den Finanzmärkten: Zur Systematik möglicher Schadensersatzansprüche – Es bestehen gesellschaftsrechtliche, verwaltungsrechtliche und strafrechtliche Pflichten zur Prüfung und ggf. Durchsetzung von Schadensersatzansprüchen. BKR 2008, 183 (184) spricht von einem Anreiz zum „reckless lending“; die Befürchtung äußerte schon 1997 die Bundesbank, Monatsbericht Juli 1997, S. 61. Bundestag – Wissenschaftlicher Dienst – Asset Backed Securities und die Subprime-Krise, S. 2; Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung: Krisenursachen, Finanzmarktstabilisierung, Finanzmarktstabilität, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 1, S. 9; Kübler – Die Krise der amerikanischen Hypothekenverbriefung – Ursachen und Herausforderungen, in: FS für Eberhard Schwark (2009), S. 499 (506 f.); Die Finanzkrise – Wie soll es weitergehen?, ZRP 2009, 129 (130); Ransiek – Asset Backed Securities und Strafrecht, WM 2010, 869 (872); The Economist vom 5. März 2011 – A special report on property, S. 9; Schwintowski – Finanzmarktkrise: Ursachen, Grundsatzfragen, institutionelle Konsequenzen, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 2, S. 43; Zimmer – Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor, NJW Beilage 2010, S. 101 (104).

selbst gegründeten Zweckgesellschaft, wirtschaftlich betrachtet, das Ausfallrisiko des selbst vergebenen Darlehens wieder übernehmen. Genau davor hatte die Bundesbank schon 1997 gewarnt.<sup>46</sup> Die regulatorischen Anforderungen in Bezug auf die Eigenkapitalunterlegung von Darlehen (§§ 10 ff. KWG<sup>47</sup>) konnten damit wirksam umgangen werden, da, formal betrachtet, zunächst der Verkaufserlös und anschließend ggf. lediglich Wertpapiere in der Bilanz der darlehensgebenden Bank auftauchten.<sup>48</sup> Sofern die Banken den SPVs Liquiditätsgarantien gaben, handelte es sich um einseitig kündbare, auf maximal ein Jahr befristete Zusagen, die nach Basel I ebenfalls nicht mit Eigenkapital unterlegt werden mussten.<sup>49</sup>

In den Bilanzen der Zweckgesellschaften tauchten die Forderungen zwar auf. Da die Zweckgesellschaften aber selbst keine Finanzinstitute sind, galten für sie keine Eigenkapitalunterlegungsregeln.<sup>50</sup>

Verletzungen der vermeintlich simplen und daher einfach zu befolgenden und zu überwachenden Pflicht der Banken nach der Baseler Eigenkapitalvereinbarung von 1988 (Basel I), acht Prozent Eigenkapital für alle (seit der Überarbeitung

---

<sup>46</sup> Bundesbank, Monatsbericht Juli 1997, S. 64.

<sup>47</sup> Boos, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, vor § 10 KWG, Rn. 1 ff.

<sup>48</sup> Balzli/Brinkbäumer/Brenner/Fichtner/Goos/Hoppe/Horning/Kneip – Der Bankraub, Der Spiegel 47/2008 vom 17.11.2008, S. 44 (46); Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Jahresbericht 2009, S. 12; Bartsch – Die Geister, die ich rief ... - Das Trauerspiel der aktuellen Finanzmarktkrise in drei Akten, NJW 2008, 3337 (3337 f.); Bundesbank, Monatsbericht Juli 1997, S. 59; Forkel – Rechtsfragen zur Krise an den Finanzmärkten: Zur Systematik möglicher Schadensersatzansprüche – Es bestehen gesellschaftsrechtliche, verwaltungsrechtliche und strafrechtliche Pflichten zur Prüfung und ggf. Durchsetzung von Schadensersatzansprüchen. BKR 2008, 183 (185); Hellwig – Finanzkrise und Reformbedarf, NJW-Beilage 2010, 94 (95 f.); Märker/Hillesheim – Brennpunkt Finanzkrise – Anlegerschutz in Deutschland – ZRP 2009, 65 (68 f.) zitieren dazu aus Friedrich Leitner: Bilanztechnik und Bilanzkritik 1929, S. 241 die noch heute unverändert gültige Einschätzung: „Die Bilanz ist ein Geschäftsbericht in Zahlen, ein Bericht der mit Willen und Wissen des Berichterstatters gefärbt, geschönt und frisiert sein kann, wichtige wirtschaftliche Verhältnisse verdecken, verheimlichen, verschleiern, die Vermögensverhältnisse falsch darstellen kann oder fälscht.“; Ransiek – Asset Backed Securities und Strafrecht, WM 2010, 869 (870).

<sup>49</sup> Schwintowski – Finanzmarktkrise: Ursachen, Grundsatzfragen, institutionelle Konsequenzen, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 2, S. 44.

<sup>50</sup> Kübler – Die Krise der amerikanischen Hypothekenverbriefung – Ursachen und Herausforderungen, in: FS für Eberhard Schwark (2009), S. 499 (504); Schwintowski – Finanzmarktkrise: Ursachen, Grundsatzfragen, institutionelle Konsequenzen, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 2, S. 43.

durch Basel II: risikogewichteten<sup>51</sup>) Vermögenswerte inklusive ausgereicherter Darlehen vorzuhalten,<sup>52</sup> sind dementsprechend bislang auch nicht bekannt geworden.<sup>53</sup>

Eine unbegrenzte und vom Eigenkapital der Bank unabhängige Darlehensvergabe erschien somit möglich.<sup>54</sup> Dabei ging die Verbindung der Anleihen zu den zu Grunde liegenden Darlehen niemals vollständig verloren. Sollten die Darlehen künftig etwa wegen eines Anstiegs der Häuserpreise in den USA getilgt werden, so könnten die aktuellen Anleihengläubiger, also auch deutsche Bad-Banks, davon noch profitieren.

## ***II. Krisenbeginn***

Anfang 2007 stagnierten die Immobilienpreise in den Vereinigten Staaten kurzfristig und sanken anschließend rapide.<sup>55</sup> Da ein zeitgleiches Absinken der Immobilienpreise überall in den USA ein Novum in der Geschichte darstellte, war diese Möglichkeit im Rahmen der Risikodiversifizierung (sofern sie überhaupt noch stattgefunden hat) nicht berücksichtigt worden. Stattdessen wurden gleichartige (subprime) Immobilienkredite aus verschiedenen Gegenden der USA als voneinander unabhängig betrachtet. Verluste aus einigen Forderungen hätten al-

---

<sup>51</sup> S. Bundesbank, Monatsbericht Dezember 2006 – Die Umsetzung der neuen Eigenkapitalregelungen für Banken in deutsches Recht.

<sup>52</sup> Heun – Der Staat und die Finanzkrise, JZ 2010, 53 (57); Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung – Jahresgutachten: 2010/11: „Chancen für einen stabilen Aufschwung“, BT-Drs. 17/3700 vom 17. November 2010, S. 146 f.

<sup>53</sup> Handelsblatt vom 16./17./18. Oktober 2009, S. 6 – Ordnungspolitischer Einspruch: Unabhängige Aufsicht außerhalb der Bundesbank.

<sup>54</sup> Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung: Krisenursachen, Finanzmarktstabilisierung, Finanzmarktstabilität, in: Grundmann/Hofmann/Möslein – Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, § 1, S. 9; Kübler – Die Krise der amerikanischen Hypothekerverbriefung – Ursachen und Herausforderungen, in: FS für Eberhard Schwark (2009), S. 499 (499 f.) formuliert euphemistisch, die Freisetzung regulatorisch gebundenen Eigenkapitals werde so ermöglicht. Depeneheuer – Eigentumsrecht und Finanzkrise, Kölner Schrift zum Wirtschaftsrecht 2010, 101 (102) weist darauf hin, dass dadurch Verbriefungen in der Größenordnung des Siebenfachen des weltweiten Bruttosozialprodukts in Umlauf gelangt sein sollen.

<sup>55</sup> Schweizerische Nationalbank, Bericht zur Finanzstabilität 2008, S. 19; Beck/Wienert – Anatomie der Weltwirtschaftskrise: Ursachen und Schuldige, APuZ 20/2009, S. 7, 10; The Economist vom 5. März 2011 – A special report on property, S. 15.