

Johann Rudolf Flesch    Paul-Gerhard Kopatz    Robert Pohlhausen

## Kreditkauf und Risikotransfer in Deutschland

Ein Rückblick

# Inhalt

1. Rechtsgrundlagen	1
2. Entwicklung 2000 – 2008	2
3. Das Risikobegrenzungsgesetz von 2008	3
4. Die Praxis nach 2008	5
5. Ein Meilenstein: Die Gründung einer Kreditplattform für den deutschen Markt und ihr Scheitern in der Finanzkrise 2009	6
6. Das Fungibilitätsproblem - bis heute ungelöst	9

# 1. Rechtsgrundlagen

Dass Kredite oder Darlehen verkauft werden können und mit ihnen gehandelt werden kann, ist für den mit dieser Spezialmaterie nicht vertrauten Bürger ein ungewöhnlicher Gedanke. Sowohl aus der Perspektive der Kreditinstitute wie auch der Verbraucher liegt zumindest nach deutscher Philosophie einem Darlehensvertrag ein Vertrauensverhältnis zugrunde. Dass eine Seite, das Kreditinstitut, sich aus dieser Vertrauensbeziehung durch „Verkauf“ des Kredites ohne Zustimmung der anderen Seite herauslösen und dem Darlehensschuldner einen neuen Gläubiger aufnötigen kann, erschien und erscheint vielen Beobachtern als unangemessene und einseitige Bevorzugung einer Vertragspartei. So gab und gibt es bis auf den heutigen Tag über die innere Berechtigung und politisch gewollte Zulässigkeit des Kreditverkaufs als Instrument der deutschen Rechtsordnung eine intensive, zuletzt aber nachlassende Diskussion.

Unter dem Verkauf eines Kredits versteht das deutsche Recht die Abtretung der Gläubigerposition des Kreditverhältnisses gegen Entgelt. Das Entscheidende ist in diesem Zusammenhang die Ermöglichung der vollständigen Abtretung der Gläubigerrechte an einen Dritten, der ohne Zustimmung des Schuldners, ja oft zunächst ohne sein Wissen in die Gläubigerposition eintritt.

Diese Regelung des deutschen Bürgerlichen Gesetzbuches, des BGB vom 1.1.1900, stand als Lösung am Ende einer langen Kontroverse. Das deutsche Recht hatte sich im Vorfeld der Entstehung des BGB nach hartem Ringen gegen den Gedanken des Schuldnerschutzes und für das Prinzip der Verkehrsfähigkeit und damit Fungibilität von Forderungen als einem Vermögenswert entschieden. Der Gedanke der freien Übertragbarkeit von Forderungen wurde also sehr weitgehend umgesetzt: jeder Schuldner einer Forderung hatte mithin den Nachteil hinzunehmen, über den Weg der Abtretung einen möglicherweise rigideren Gläubiger zu bekommen. Allerdings kann er dem neuen Gläubiger gegenüber diejenigen Einwendungen entgegenhalten, die er dem alten Gläubiger gegenüber hatte. Diese seit Bestehen des BGB geltende Rechtslage gilt bis heute unverändert fort.

## 2. Entwicklung 2000 - 2008

Bis zur Jahrtausendwende gab es im deutschen Finanzmarkt offensichtlich wenig Anlass, diese Rechtslage in größerem Umfang zu diskutieren. Das änderte sich in den acht Jahren nach der Jahrtausendwende dramatisch. In diesem Zeitraum stießen deutsche Kreditinstitute ein Kreditvolumen von 35 - 40 Mrd. € an institutionelle Investoren wie Hedge-Fonds, Private-Equity-Gesellschaften und Investmentbanken ab. Bei den stets in Paketen veräußerten Krediten handelte es sich im Wesentlichen um non-performing und subperforming loans; performing loans wurden zur Qualitätsauffrischung beigemischt. Verkauft wurde mit Abschlägen zu den Nennwerten der Kreditpakete. Der Grund für diese Verkaufswelle lag ganz allgemein in der schwierigen, auch konjunkturell bedingten Bilanzsituation der Kreditinstitute in der damaligen Phase, vor allem aber in den Vorbereitungsmaßnahmen der Kreditinstitute auf das neue auf sie zukommende Eigenkapitalregiment unter Basel II.

Diese Entwicklung blieb in der Öffentlichkeit keineswegs unbeobachtet. Die Presse berichtete von rigorosen Zwangsmaßnahmen der Kreditkäufer gegenüber den Kreditschuldern, auch solchen, die angeblich ihre Kredite vertragsgemäß bedient hatten. Das öffentliche Fernsehen titelte: „Skrupellose Geschäfte: Wie Heuschrecken in Deutschland Hausbesitzer abzocken“. Der Spiegel berichtete ganzseitig vom Schicksal von Sparkassenkunden, die sich in den Händen gieriger und rigoroser Hedge-Fonds-Gläubiger wiederfanden. Auf dem Höhepunkt der Kampagne musste sich der Präsident der Sparkassenorganisation in einer im Fernsehen millionenfach übertragenen Talk-Show-Runde verteidigen und Abbitte leisten, für einen Sparkassenpräsidenten eigentlich eine unmögliche Situation. Das Instrument eines Kreditverkaufs schien dauerhaft verbrannt.

Die Entwicklung des US-Marktes wurde als Bestätigung dieser negativen Einschätzung von Kreditverkäufen gesehen. Anders als der deutsche Markt hatte der US-amerikanische Markt nicht dieses grundlegende Verständnis vom Vertrauensverhältnis von Kreditgeber zu Kreditnehmer. Die Fungibilität eines Kredits war nach angelsächsischem Verständnis notwendiges Element eines funktionierenden Finanzsystems. Allerdings begann dort etwa um 2004 eine Entwicklung, die die Vorstellungskraft über den möglichen Einsatz dieses Elements sprengen sollte.

Angeheizt durch Verkaufs-, Bonifikations- und Provisionssysteme begannen die US-Retail-Banken, in einem geradezu ungeheuren Ausmaß Kreditprogramme mit zunächst günstigen Zinsen aufzulegen, die sie unmittelbar nach Vertragsabschluss in den Investment-Markt verkauften, unter Realisierung der abgezinsten Zinsspanne.

Bei einem solchen System spielt die Bonität des Einzelschuldners keine Rolle mehr. Die Kreditpakete der Retail-Banken wurden diesen von den Investoren reißend abgenommen. Da nicht genug Material da war, ging man schließlich dazu über, hybride Kreditpakete aufzulegen, was nichts anderes als Wetten auf den Hypothekenmarkt waren. Im Ergebnis entstand eine Kredit- und Spekulationsblase ungeheuren Ausmaßes, die das Weltfinanzsystem erschütterte.

Der deutsche Finanzmarkt wurde von dieser Entwicklung in besonderer Weise betroffen. Ganz allgemein gab es natürlich einen Lemminge-Effekt mit der Folge, dass sowohl private wie auch öffentlich-rechtliche Institute in den scheinbar renditeträchtigen und boomenden US-Hypothekenmarkt drängten. Aber es kam noch eine verhängnisvolle Entwicklung hinzu. Den deutschen öffentlich-rechtlichen Landesbanken war nach einer heftigen Auseinandersetzung mit den Privatbanken auf EU-Ebene das Privileg staatlicher Garantien verlustig gegangen. Nur für einen vorübergehenden Zeitraum war es ihnen noch gestattet, unter Verwendung staatlicher Garantien Mittel aufzunehmen, die mit dem berühmten AAA-Rating versehen und damit mit extrem niedrigen Zinslasten ausgestattet waren. Diese Mittel harnten nun der Anlage, der Anlagedruck der Landesbanken war enorm, und so flossen diese Mittel im Wesentlichen in den US-amerikanischen Hypothekenmarkt in Subprime-Risiken. Nach Platzen der Blase wurde das Landesbanken-System erschüttert, die größte deutsche Landesbank überlebte diese Erschütterung nicht.

### 3. Das Risikobegrenzungs-gesetz 2008

Zu Beginn des Jahres 2008 lagen die Missstände und Fehlentwicklungen der Finanzmärkte offen zu Tage. Das Finanzsystem war gefährdet, die Öffentlichkeit erregt, ein Handeln der Politik unausweichlich. Dabei war klar, dass der dogmatische Urgrund und Hebel für die unterschiedlichen, aber alle miteinander zusammenhängenden Fehlentwicklungen die Fungibilität des Kredites war, also die Abtretungsmöglichkeit ohne Zustimmung des Schuldners. Erst diese Möglichkeit katapultierte das auf Vertrauen beruhende Kreditverhältnis zu einer verfügbaren, entpersonalisierten Ware.

Die Frage war nun: Beruhten all diese Fehlentwicklungen auf einem Missbrauch eines Rechtsinstituts, - ein Missbrauch, der durch Regulierung eingedämmt und gezähmt werden kann, oder ist die rechtliche Grundkonstruktion in ihrem Urgrund selbst falsch - bedarf es also des materiellen Ausschlusses von Abtretungen überhaupt.

Zum ersten Mal seit Inkrafttreten des BGB stand damit diese alte Frage des letzten Drittels des 19. Jahrhunderts wieder in voller Schärfe auf der Tagesordnung.

Es ist klar, dass die Verbraucherschützer und Öffentlichkeitsarbeiter der politischen Parteien die letztere Alternative vertraten. Sie forderten ein strenges Abtretungsverbot oder das nicht abdingbare Zustimmungserfordernis durch den Schuldner. Politisch durchgesetzt hat sich jedoch die andere Seite. Das „Risikobegrenzungs-gesetz“ vom August 2008 ließ Kreditverkäufe und damit Abtretungen der Gläubigerposition ohne Zustimmung des Schuldners weiterhin zu, verbanden dies jedoch mit einer Reihe verbraucherschutzorientierten Informationspflichten und formellen Erfordernissen. Damit war die prinzipielle Entscheidung gefallen: Der Gesetzgeber hat in einem kritischen Moment den Grundsatz der Fungibilität für den Kredit eindeutig aufrechterhalten. Die politische Diskussion war damit entschieden.

Die tragende Begründung für die Aufrechterhaltung des Status Quo der alten BGB-Lösung wurde von den Finanzexperten der Fraktionen, aber auch von den Vertretern der Finanzinstitutionen wie die BaFin und deren internationale Partner, vorgebracht: Jeder Ausschluss, aber auch jede substantielle materielle Einschränkung der Fungibilität des Kredits würde zu massiven Einschränkungen der Reaktionsfähigkeit der Einzelinstitute wie auch der Finanzaufsicht in Krisenzeiten führen. Wenn die größten oder sogar nahezu ausschließlichen Vermögenswerte eines Kreditinstituts in Krisenzeiten nicht disponibel sind, ist das krisenbetroffene Kreditinstitut zum Untergang verurteilt und die Ansteckungsgefahr für den Gesamtmarkt angesichts der Ohnmacht der Beteiligten groß. Volkswirtschaftlich wäre eine solche Lösung nicht verantwortbar. So hat sich denn die Politik zu diesem Weg durchgerungen; allerdings installierte sie zahlreiche Regulierungsverschärfungen, um Missbräuche zu verhindern.

## 4. Die Praxis nach 2008

Es ist hier nicht der Platz, die krisenhafte Zuspitzung des Weltfinanzsystems zur Jahreswende 2008/2009 zu beschreiben.

Klar ist, dass auch das deutsche wie europäische Finanz- und Bankensystem vor dem Kollaps stand und nur durch tiefgreifende, international koordinierte Staatsinterventionen und -garantien gerettet werden konnte. Die Eigenkapitalbasis der Kreditinstitute war erodiert, so dass, soweit man Banken für überlebensfähig hielt, große Kreditbestände auf „Bad Banks“ ausgegliedert werden mussten. Parallel hierzu erfolgten Finanzhilfen durch die staatliche „Soffin“. Bei all diesen Ausgliederungsmaßnahmen handelte es sich im rechtlichen Konstrukt um Kreditverkäufe, die also unter staatlicher Begleitung, aber ohne jeden Einbezug der Schuldner, in großem Umfang durchgeführt werden mussten. Erst später dachte man zur Eigenkapitalentlastung auch wieder an die Veräußerung von Kreditbeständen über den Privatmarkt nach. Sie sollten überhaupt erst ab 2012 wieder zu einem Instrument der Märkte werden, zu einem Zeitpunkt also, als der Staat begann, sich aus seiner Unterstützungsfunktion zurückzuziehen. Unabweisbar aber war und ist die Erkenntnis, dass allein durch die Fungibilität des Kredits, also durch das Rechtsinstitut der Abtretung der Forderungsrechte des Gläubigers aus dem Kreditvertrag, die Krise überhaupt bewältigbar war - unabhängig von dem oben beschriebenen Marktversagen bei der Umsetzung dieser Politik im weiteren Verlauf. Die Einschätzung der Politik in der Vorphase des Risikobegrenzungsgesetzes, dass das Prinzip der Fungibilität unbedingt aufrecht zu erhalten sei, war also zutreffend.

Allerdings hatte die Einstellung staatlicher Unterstützungsaktionen nunmehr gravierende Konsequenzen. Denn die Bankbilanzen waren noch längst nicht alle bereinigt, so dass die Institute nunmehr allein auf den Privatmarkt angewiesen waren. Dieser war nun allerdings deutlich enger als vor der Krise. Jetzt wurde offenbar, wie in der Tat oligopolistisch die Nachfrageseite dieses Marktes strukturiert war - und bis heute geblieben ist. Als Nachfrager für den Kauf von Kreditrisiken kamen - und kommen auch heute noch - angesichts der gehandelten großen Kreditvolumina nur wenige Finanzinstitutionen wie US-Investmentbanken und große Hedgefonds in Frage, die über entsprechendes Know-how und die notwendige Finanzausstattung verfügen.

Diese Marktmenge ermöglicht es der Käuferseite, die Preise bestimmen. Dabei spielt auch eine Rolle, dass die Verkaufsprozesse selbst extrem komplex ausgestaltet sind und hohe Fachkompetenz erfordern - im Regelfall werden den Interessenten über mehrere Monate die Daten- und Kreditunterlagen zur Einsichtnahme und Prüfung zur Verfügung gestellt. So führten das Fehlen einer ausreichend großen Zahl von Nachfragern, das aufwendige Verfahren selbst sowie eine bemerkenswerte Intransparenz, die zwangsläufig hohe Informationsasymmetrien zur Folge hat, zu erheblichen Abschlägen auf die Nennwerte der veräußerten Forderungen. Hinzu kamen hohe Transformationskosten durch Vermittler, Anwälte und Berater.

Fasst man diese Entwicklungen zusammen, ist festzuhalten: Das Prinzip der Fungibilität von Kreditforderungen ist zwar de jure im deutschen Bürgerlichen Gesetzbuch verankert und vermag in Krisenzeiten zu helfen, in denen der Staat direkt oder in verdeckter Form als Käufer auftritt. Außerhalb von Krisenzeiten zeigen sich hingegen im normalen Privatmarkt hohe Hürden, die letzten Endes auf ein Marktversagen hinauslaufen - so lautet der Befund eben auch von Kommission und Europäischer Bankenaufsicht.

## 5. Ein Meilenstein: Die Gründung einer Kreditplattform für den deutschen Markt - und ihr Scheitern in der Finanzkrise 2009

Die Verfasser dieser Schrift sind der Auffassung, dass es nur eine sinnvolle Lösung für einen transparenten, neutralen und vom die Marktteilnehmer bindenden Fairnessgedanken geprägten Weg gibt, das geschilderte Marktversagen zu beheben und Kreditrisiken in einer Marktwirtschaft zu transferieren: Durch Errichtung einer elektronischen Handelsplattform für Kredite in Form einer öffentlich-rechtlichen Börse. Dabei vertreten sie die Überzeugung, dass dies sinnvollerweise nur einheitlich auf europäischer Ebene geschehen kann. Nationale Lösungen wären allenfalls Zwischenlösungen, die unter dem Vorbehalt der Ablösung durch ein EU-Modell stünden.

Zur Realisierung dieses Weges haben die Verfasser ein Projekt unter dem Namen „P4C - Platform for Credits“ entwickelt - hierüber gibt die Studie „Die Fungibilität des Kredits - Schlüssel zu einer vertieften europäischen Wirtschaftsordnung“ Auskunft. Allerdings ist es wichtig zu wissen, dass es eine solche Kreditplattform mit angeschlossener Börse in Deutschland bereits einmal gab.

Das P4C-Modell beruht also gedanklich auf einer in früheren Jahren bereits realisierten Plattform, einem Vorgängermodell, das nach 7-jähriger Entwicklungszeit zum 1.1. 2009 - **mit BaFin-Zustimmung und formeller Genehmigung der Börsenaufsicht** - an den Markt gegangen war, - allerdings unglücklicherweise zum denkbar ungünstigsten Zeitpunkt, dem Höhepunkt der Finanzkrise. Da der Privatmarkt für Forderungskäufe damals - für mehr als drei Jahre - völlig zusammengebrochen war, ist dieses Unternehmen damals gescheitert - auch in der Finanzindustrie ist Timing entscheidend.

Einige Einzelheiten zur Genese des Vorgängermodells: Sie begann mit dem Versuch, in den Jahren 2001 und 2002 in Hannover eine Warenterminbörse als Risikosteuerungsinstrument für landwirtschaftliche Produkte zu errichten. Nachdem dieses Projekt mangels Nachfrage nicht ausreichend ausgelastet war, gelangte ein kleiner Kreis von Akteuren angesichts des im Markt zu beobachtendem Anwachsens von Kreditverkäufen zu dem Schluss, dass es Sinn machen würde, eine Börse für den Handel von Krediten zu Risikosteuerungszwecken aufzubauen. Mit Hilfe der Politik unter maßgeblicher Förderung durch den FDP-Wirtschaftsminister Hirche und gegen das ausdrückliche Votum des damaligen CDU-Finanzministers wurde der Geschäftszweck der Warenterminbörsen-AG erweitert, um eine Börse für den Kredithandel zu entwickeln, die Risk Management Exchange AG, sprich RMX AG.

Das Ziel wurde erreicht. Nach einer Entwicklungszeit von sieben Jahren und einem Gesamtaufwand von ca. 20 Mio. € wurde mit Zustimmung der BaFin die Börsengenehmigung der zuständigen Landesaufsicht erteilt. Zum 1.1.2009 ging RMX an den Markt. Zu diesem Zeitpunkt wurde die RMX AG zu mehr als 50% vom Land Niedersachsen gemeinsam mit den öffentlich-rechtlichen VGH-Versicherungen gehalten; weitere Aktionäre waren ein bunter Kreis interessierter Institutionen und Privatis (Lehmann Brothers, Deutsch Hyp und andere). Organisatorisch stellte das RMX-Team im Wesentlichen eine personelle Ausgliederung aus der niedersächsischen Bankenlandschaft dar. Namhafte Wirtschaftsprüfer hatten das Projekt intensiv begleitet.

Die RMX AG ging also - nach erfolgreich verlaufenen Testläufen mit Originalkrediten - zum 1.1.2009 an den Markt. Die weltweit erste Handelsplattform in Form einer öffentlich-rechtlichen Börse, genehmigt nach den strengen Regeln der deutschen Finanzaufsicht und des deutschen Börsenrechts, öffnete die Pforten - und niemand ging hin!

Im weiteren Verlauf des Jahres 2009 stellte die RMX AG Insolvenzantrag und wurde liquidiert.

Natürlich gab es (nicht rechtsverbindliche) Zusagen einer ganzen Reihe von Institutionen, die in Aussicht gestellt hatten, erhebliche Volumina - insgesamt mehrere Milliarden - auf die Börse zu stellen, aber nichts davon wurde realisiert.

Zwei Gründe waren für diese Entwicklung ausschlaggebend. Der 1.1.2009, der Tag der Eröffnung der Plattform, war der absolute Höhepunkt der die Welt erschütternden Finanzkrise. Das Bankensystem stand vor der Überlebensfrage, die Kreditsituation in den Häusern wurde danach beurteilt, ob und welche staatliche Auffanglösungen für ein Überleben erforderlich seien, der Ankauf von NPL's durch irgendwelche private Finanzinvestoren war völlig undenkbar. Auch war klar, dass selbst unter Zurverfügungstellung staatlicher Ankaufprogramme und Bad-Bank-Lösungen der Markt noch lange benötigen würde, um wieder zu einer Normalität zurückzufinden. Aber Normalität war die Voraussetzung dafür, dass private Marktteilnehmer wieder bereit sein würden, in NPL's zu investieren.

Es war also absehbar, dass durch die Konstellation des Timings eine gravierende Durststrecke von aus damaliger Sicht zwei bis drei Jahren finanziert werden musste. Da das Land Niedersachsen Hauptaktionär war, war dessen Haltung dazu ausschlaggebend. Das Wirtschaftsministerium befürwortete eine Finanzierung der Durststrecke nachdrücklich, vor allem übrigens mit dem Argument, dass bei einer Rückkehr zur Normalität und einem Rückzug des Staates aus den in die Wege gebrachten Hilfsmaßnahmen der Markt auf das Instrument des Kreditverkaufs dringend angewiesen sei. Denn es sei absehbar, dass Bilanzbereinigungen noch lange erforderlich seien.

Durchgesetzt hat sich jedoch das Finanzministerium, das sich in seiner von Beginn an ablehnenden Haltung gegenüber dem Projekt bestätigt sah. RMX ging also in die Insolvenz. Hauptgläubiger war allein die Telekom-Tochter T-Systems, die die technische Seite der Plattform mit aufgebaut und vorfinanziert hatte.

Diese Geschichte ist auch deshalb von Bedeutung, weil sie vor Augen führt, dass das Konzept einer Handelsplattform für Kredite in Form einer öffentlichen Börse rechtlich und technisch **umsetzbar und aufsichtsrechtlich genehmigungsfähig** ist - angesichts vieler Zweifler an dem Geschäftsmodell ein nicht zu unterschätzender Umstand.

## 6. Das Fungibilitätsproblem: bis heute ungelöst

Nicht von der Hand zu weisen, aber im Grunde philosophischer Natur ist die Überlegung, dass das rechtstechnische Vehikel der Fungibilität, das die Krise überhaupt erst ermöglicht, wenn nicht verursacht hat, also auch umgekehrt notwendige Voraussetzung der Bereinigung der Krise war. Aber genau das bezeichnet das Verhältnis von gutem Gebrauch zu Missbrauch einer Rechtsinstitution.

Allerdings wird man ehrlicherweise einräumen müssen, dass das Instrument der Fungibilität nur insoweit aus der Finanzkrise half, als staatliche oder staatlich unterstützte Instrumente wie die SOFFIN oder Bad Banks vorhanden waren, die das Kreditmaterial aufnahmen. Nach Wegfall dieser Instrumente brach der Markt zwar nicht zusammen, war aber wegen der oligopolistischen Struktur der Anbieterseite kaum funktionsfähig. Allein eine Kreditplattform mit öffentlich-rechtlicher Börsenfunktion hätte für den Markt die Möglichkeit eines transparenten Risikotransfers nach klaren, in Gesetz und Börsenordnung hinterlegten Regeln schaffen können - wobei Granulierungsmöglichkeiten systemimmanent sind, um auch kleineren Investoren die Gelegenheit zu geben zu investieren und die Liquidität der Börse zu erhöhen.

Bis heute hat der deutsche Markt es mit den Problemen zu tun, wie sie auch oben unter Ziff. 3 beschrieben und von der Kommission in ihrem Auftrag an die EZB adressiert wurden: mit Marktversagen und monopolisierten Angebotsstrukturen also. Bisher war in Deutschland kein politischer Wille erkennbar, diesem Zustand durch Gründung einer Kreditplattform mit Börsenfunktion abzuhelpen. Ob dies so bleibt, wird die vor uns liegende Zeit zeigen.

Hannover, im April 2021

Kontakt:  
[office@ep4c.de](mailto:office@ep4c.de)