



---

**Ausarbeitung**

---

**Fragen zu gesetzlichen Regelungen gegen sogenannte Geier-Fonds**

**Fragen zu gesetzlichen Regelungen gegen sogenannte Geier-Fonds**

Aktenzeichen: WD 4 - 3000 - 192/15  
Abschluss der Arbeit: 10. Februar 2016  
Fachbereich: WD 4: Haushalt und Finanzen

---

## Inhaltsverzeichnis

1.	<b>Fragestellung</b>	<b>4</b>
2.	<b>„Vulture funds“ oder „Geier-Fonds“</b>	<b>4</b>
3.	<b>Bestehende gesetzliche Regelungen gegen „Geier-Fonds“</b>	<b>4</b>
4.	<b>Möglichkeit der Einführung vergleichbarer Regelungen gegen „Geier-Fonds“ in Deutschland</b>	<b>9</b>
4.1.	Einführung	9
4.2.	Eigentumsgarantie, Art. 14 GG	9
4.3.	Berufsfreiheit	11
4.4.	Ergebnis	11

## 1. Fragestellung

Erbeten wurde eine vergleichende überblickhafte Darstellung (wesentliche Regelungsinhalte reichen aus, im Fall UK wären erste Erfahrungen – sofern verfügbar – interessant) der beiden gesetzlichen Regelungen zu sogenannten Geier-Fonds im Vereinigten Königreich (von 2010) sowie in Belgien (von 2015). Darüber hinaus sollte geklärt werden, ob und wie vergleichbare Regelungen in Deutschland national implementiert werden können. Außerdem, ob eine vergleichbare Gesetzgebung im europäischen Recht verankert und damit Wirkung in allen EU-Mitgliedstaaten entfalten könnte. Sollten weitere EU-Staaten ähnliche Gesetze erlassen haben, sollten diese ebenfalls mit in den Vergleich einbezogen werden. Sollten weitere Staaten (EU-Staaten und Nicht-EU-Staaten) vergleichbare Regelungen verabschiedet haben bzw. planen, reicht eine Nennung der betreffenden Staaten/Gesetze aus.

## 2. „Vulture funds“ oder „Geier-Fonds“

Die Emittierung von Anleihen am Primärmarkt ist die wesentliche Finanzierungsquelle für souveräne Staaten. Die einmal in Verkehr gebrachten Papiere, dazu zählen auch die Staatsanleihen, können am Sekundärmarkt zum jeweils aktuellen Kurs weiterverkauft werden, wobei sich ihr Marktwert ausschließlich nach Angebot und Nachfrage richtet. Gerät ein Staat in eine finanzielle Krise und ist es ihm nicht mehr möglich, alle ausstehenden Forderungen fristgerecht zu bedienen, wird die weit überwiegende Zahl der Gläubiger versuchen, ihre Staatsanleihen zu veräußern. Andere behalten ihre Staatsanleihen (die sogenannten Holdout-Gläubiger, die Ausharrenden) und sind nicht bereit, einem Schuldenschnitt zuzustimmen und damit Verluste hinzunehmen. Für ihre Blockadehaltung berufen sie sich auf den ehernen Grundsatz des „pacta sunt servanda“, zudem gibt es keinen Insolvenzmechanismus für Staaten. Diese Gläubiger bestehen ungeachtet der Krise auf der ihnen vertraglich zugesagten Leistung des Staates.

Die „Geier-Fonds“ bestehen demgegenüber auf vollständiger Leistungserfüllung gerade anlässlich der Krise des Staates. Diese hochspezialisierten Investoren kaufen wegen (und nach Eintritt von Zahlungskrisen) im großen Stil Anleihen dieses Krisenstaates auf dem Sekundärmarkt zum Bruchteil des Nennwerts auf und versuchen in der Folge, den vollen Nennwert inklusive aller aufgelaufenen Zinsen geltend zu machen, vor allem gerichtlich.<sup>1</sup>

## 3. Bestehende gesetzliche Regelungen gegen „Geier-Fonds“

Bisher haben nur zwei Staaten, Belgien und das Vereinigte Königreich, Gesetze erlassen, um „Geier-Fonds“ daran zu hindern, exzessive Forderungen gegenüber notleidenden Staaten vor den nationalen Gerichten durchzusetzen. In Frankreich und in den USA scheiterten diese Vorhaben. Die gesetzlichen Regelungen des Vereinigten Königreichs wurden 2013 auf die britischen Überseegebiete und auf Jersey, Guernsey und Isle of Man übertragen, vor deren Gericht ebenfalls bevorzugt Klagen von „Geier-Fonds“ erhoben wurden.<sup>2</sup>

---

1 Paulus, Christoph G.; van den Busch, Roman: Von Ausharrenden und Geiern, in: Wertpapiermitteilungen (WM) 2014, Seite 2025-2032, hier Seite 2026.

2

In der nachfolgenden Tabelle sind die Anlässe, Zielsetzungen und Details der Gesetze in Belgien und im Vereinigten Königreich dargestellt.

	<b>Belgien</b>	<b>Vereinigtes Königreich</b>
Anlass/Grund	Am 21. September 2015 trat das neue Gesetz gegen die sogenannten Geier-Fonds in Kraft. <sup>3</sup> Belgien ist Sitz einiger Zentralverwahrer und Clearingstellen, zum Beispiel der Euroclear Bank und der Bank of New York Mellon. Auslöser einer Gesetzesinitiative war die Anordnung eines US-Richters im März 2015 nach einer Klage von Hedge-Fonds. Danach sollte Euroclear alle Zahlungen, die argentinische Anleihen betreffen, blockieren. <sup>4</sup>	Der UK Debt Relief Act trat am 8. Juni 2010 in Kraft. <sup>5</sup> Es soll verhindern, dass Fonds über britische Gerichte hohe Rückzahlungsforderungen auf Anleihen von HIPC <sup>6</sup> -Staaten einklagen und auf diesem Weg die Anstrengungen anderer Gläubiger, zum Beispiel der britischen Regierung, zur Schuldenverringerung dieser Staaten unterlaufen. Die Last der Schuldenreduzierung soll gleich verteilt und die Ressourcen zur Entwicklung und Armutsbekämpfung nicht anderweitig genutzt werden.
Ziel	Das Gesetz zielt darauf ab, den Gewinn von Fonds bei Aktivitäten gegen Schuldnerstaaten zu begrenzen und zu verhindern, dass die Fonds ihre Ansprüche in Belgien durch Pfändung von Wertpapierkonten durchsetzen wollen.	Das Gesetz zielt darauf ab, die Rückzahlungsquote der HIPC-Staaten an die Fonds zu begrenzen. Es erhöht gleichzeitig den Druck auf die HIPC-Staaten, über alle Schulden mit den Gläubigern zu verhandeln, weil das Gesetz alle Schulden, für die Staat kein Verhandlungsangebot vorlegt, ausschließt.
Details	<u>Strebt der Fonds bei Kauf der Staatsanleihen einen unrechtmäßigen Vorteil an, beschränkt sich sein Recht gegen den Schuldnerstaat auf den Kaufpreis.</u>	<u>Das Gesetz begrenzt die einklagbaren Schulden auf den Betrag, den der Fonds erhalten hätte, wenn er sich an den multilateralen Entschuldungsverhandlungen mit dem HIPC-Staat beteiligt hätte.</u>

3 12 JULY 2015. – Wet teneinde de activiteiten van de aasgierfondsen aan te pakken (1), veröffentlicht im Gesetzblatt am 11. September 2015, unter: [http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi\\_loi/change\\_lg.pl?language=nl&la=N&cn=2015071205&table\\_name=wet](http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=2015071205&table_name=wet), abgerufen am 25. Januar 2016.

4 EurActiv: Belgium adopts law against 'vulture funds', vom 02. Juli 2015, unter: <http://www.euractiv.com/sections/euro-finance/belgium-adopts-law-against-vulture-funds-315934>, abgerufen am 26. Januar 2016.

5 Debt Relief (Developing Countries) Act 2010, unter: [http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2010/22/pdfs/ukpga\\_20100022\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2010/22/pdfs/ukpga_20100022_en.pdf), abgerufen am 27. Januar 2016.

6 Heavily Indebted Poor Countries.

**Belgien**

Hat der Fonds einen unrechtmäßigen Vorteil erzielt, verliert er das Recht auf einen vollstreckbaren Titel oder sonstige Maßnahmen, mit denen er seine Forderungen bewahren könnte, gegen den Schuldnerstaat und dessen Vermögen in Belgien.

Der Fonds scheint einen unrechtmäßigen Vorteil zu verfolgen, wenn es ein deutliches Missverhältnis gibt zwischen entweder dem Kaufpreis und dem Nennwert oder dem Kaufpreis und der Forderung des Fonds gegen den Schuldnerstaat.

Neben dem Tatbestand des deutlichen Missverhältnisses muss mindestens eins der folgenden Kriterien erfüllt sein, damit die Limits zur Anwendung kommen:

- Der Schuldnerstaat muss in dem Augenblick, wenn der Fonds die Anleihen kauft, insolvent sein oder auf der Schwelle zur Insolvenz stehen.
- Der Fonds hat seinen Sitz
  - in einer Steueroase, wie durch das Königliche Dekret bestimmt wird, oder
  - in nicht-kooperativen Staaten, wie sie durch die Financial Action Task Force bestimmt werden oder
  - in Staaten, für die ab 2015 der Austausch von Informationen in Steuer- und Bankfragen nach OECD-Standards geltend könnte, die sich aber Verhandlungen verweigern.

**Vereinigtes Königreich**

Unter das Gesetz fallen alle Schulden, die im Rahmen der HIPC-Initiative erlassen werden könnten. Die in Frage kommenden Schulden sind aber begrenzt auf die diejenigen, die der HIPC-Staat vor einem HIPC's Decision Point, also der Feststellung, ob sich das Land für den Entschuldungsprozess qualifiziert hat, und vor dem Inkrafttreten des Gesetzes eingegangen ist.

Es gelten die HIPC-Förderkriterien, die bei Inkrafttreten des Gesetzes angewendet wurden. Änderungen an den Kriterien, zum Beispiel die Aufnahme neuer Staaten werden vom Gesetz nicht berücksichtigt. Auf diese Weise wird der Anwendungsbereich des Gesetzes auf einen identifizierbaren Bestand an historischen Schulden beschränkt. Das Gesetz unterscheidet nicht, ob die Schulden immer noch von den ursprünglichen Kreditgeber gehalten oder auf dem Märkten gehandelt werden.

Für die fünf HIPC-Staaten, für die bei Inkrafttreten des Gesetzes noch nicht über den Schuldenerlass verhandelt wurde und somit kein Schuldenerlassfaktor vorlag, wurde der übliche Entschuldungsfaktor von 67 Prozent angewandt, sodass 33 Prozent der Schuldenrückforderung an den Fonds auszuzahlen waren.

**Belgien****Vereinigtes Königreich**

	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Der Gläubiger nutzt ständig systematisch Gerichtsverfahren, um Forderungen aus Staatsanleihen geltend zu machen, die er kurz vorher gekauft hat.</li> <li>– Der Schuldnerstaat unterlag Umschuldungsmaßnahmen, bei denen der Fonds seine Teilnahme verweigert hat.</li> <li>– Der Fonds hat die finanzielle Notlage des Schuldnerstaates missbraucht, um ein klar unausgewogenes Rückzahlungsabkommen abzuschließen.</li> <li>– Die volle Rückzahlung der Anleihe hätte nachweisbar ungünstige Auswirkungen auf die finanzielle Situation des Schuldnerstaats und könnte die sozioökonomische Entwicklung seiner Bevölkerung gefährden.</li> </ul>	
Sonstiges	Das Gesetz gilt vorbehaltlich internationaler Verträge, dem Recht der Europäischen Union oder bilateralen Verträgen.	Das Gesetz gilt für alle Anleihen von HIPC-Staaten nach britischem und ausländischem Recht, deren Rückzahlung vor einem britischen Gericht eingeklagt wird.



## 4. Möglichkeit der Einführung vergleichbarer Regelungen gegen „Geier-Fonds“ in Deutschland

### 4.1. Einführung

Die Regulierung des Kapitalmarkts ist nicht ungewöhnlich. Insbesondere hat die Bundesrepublik Deutschland unter der Geltung des Grundgesetzes Dividendenbeschneidungen bei Aktien, Zinsbeschränkungen bei privaten Schuldverschreibungen sowie Emissionsbeschränkungen von Aktien vorgenommen.<sup>7</sup> Auch der Bundesgerichtshof<sup>8</sup> (BGH) und das Bundesverfassungsgericht<sup>9</sup> (BVerfG) haben sich bereits mit argentinischen Inhaberschuldverschreibungen bzw. der Möglichkeit der Zahlungsverweigerung eines Schuldnerstaates gegenüber privaten Gläubigern wegen Staatsnotstandes beschäftigt. Beide Entscheidungen beziehen sich jedoch nur auf die völkerrechtlichen Regelungen und gehen nach derzeitiger Rechtslage davon aus, dass es aus völkerrechtlicher Sicht keine Möglichkeit gibt, die Zahlungen zu verweigern. Nationale Gesetze, die die Fondsaktivitäten beschränken sollen, werden hierdurch nicht berührt. Auch führten nationale Regelungen sodann gegebenenfalls zu einer anderen rechtlichen Beurteilung durch die Gerichte.

Das Grundgesetz ist wirtschaftspolitisch neutral.<sup>10</sup> Es garantiert weder, dass sich Regierungs- und Gesetzgebungsgewalt neutral verhalten, „noch eine nur mit marktkonformen Mittel zu steuernde >>soziale Marktwirtschaft<<.“<sup>11</sup> Eine Beschränkung von „Geier-Fonds“ ist möglich. In verfassungsrechtlicher Hinsicht sind dabei die Eigentumsfreiheit, Art. 14 GG, sowie die Berufsfreiheit, Art. 12 GG, zu beachten. Grundrechte sind als Abwehr-, Teilhabe- und Schutzrechte des Bürgers gegen den Staat grundsätzlich an natürliche Personen gerichtet. Aber auch juristischen Personen kommt der Schutz von Grundrechten unter den Anforderungen des Art. 19 Abs. 3 GG zu.

### 4.2. Eigentumsgarantie, Art. 14 GG

Da sich das Regulierungsrecht als eine Verknüpfung von Allgemeinwohlbelangen mit Wettbewerbsstrukturen auszeichnet, liegt bei ihm eine sogenannte doppelte Finalität vor, nämlich Wettbewerbsförderung einerseits und Gemeinwohlorientierung andererseits.<sup>12</sup> Die Eigentumsgarantie

---

7 Kenyeressy, Kapitalmarktregulierung und Finanzierung des Bundes, 2004, S. 239.

8 BGH, Urteil vom 24.02.2015 – Aktenzeichen XI ZR 193/14 – nach juris.

9 BVerfG, Beschluss vom 08.05.2007 – Aktenzeichen 2 BvM 1/03, 2 BvM 2/03, 2 BvM 3/03, 2 BvM 4/03, 2 BvM 5/03, 2 BvM 1/06, 2 BvM 2/06 – nach juris.

10 BVerfGE 4, 7, 17.

11 Becker, in: Stern/Becker, Grundrechte-Kommentar, Art. 14 Rn. 15.

12 Lepsius, Grundrechtsschutz gegen Regulierungsgesetze, Gewerbe Archiv Beilage WiVerw 2011, 206, 207.

aus Art. 14 GG vermag dabei kaum eine verfassungsrechtliche Hürde für Regulierungsgesetze darzustellen, da es sich bei diesen zumeist um Inhalts- und Schrankenbestimmungen nach Art. 14 Abs. 1 Satz 2 GG handelt.<sup>13</sup>

Die Grenze zulässiger Eingriffe ist erst dann überschritten, wenn die Privatnützigkeit des Eigentumsrechts entfällt oder aber die Verfügungsbefugnis entzogen wird; der Tauschwert beispielsweise von Wertpapieren ist hingegen nicht von Art. 14 GG geschützt.<sup>14</sup> Nach ständiger Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts hat der Gesetzesgeber der gemeinwohlorientierten Eigentumsordnung Rechnung zu tragen, wie sie in Art. 14 Abs. 2 GG normiert ist.<sup>15</sup> Daraus ergibt sich, dass „wenn der individuelle, freiheitliche Schutzzweck schwindet (etwa beim Anteilseigentum oder bei Eigentumsrechten juristischer Personen) und zugleich der soziale Bezug steigt [...] wird ein weitreichender Regelungsspielraum für den Gesetzgeber eröffnet.“<sup>16</sup>

Auch verfassungsrechtlich lassen sich solche Regelungen als Eingriff in die Eigentumsgarantie rechtfertigen. Insbesondere tritt das finanzielle Interesse der „Geier-Fonds“ hinter dem mit einem Gesetz verfolgten Zweck zur Herstellung und Ermöglichung einer Schuldenverringerung, der damit verbundenen Verhinderung von einem Staatsbankrott sowie der gleichmäßigen Verteilung von Schuldenreduzierungen unter den Gläubigern zurück. Bei einer Abwägung ergibt sich, dass der soziale Bezug und der Schutz auch staatlicher Fiskalinteressen von ausländischen Staaten und damit letztlich auch das Gemeinwohlinteresse im Sinne des Art. 14 Abs. 2 GG die Freiheit der Fondsgesellschaften deutlich überwiegt. Es gilt zu beachten, dass es bei einem Schutz juristischer Personen eines Durchgriffs auf die hinter einem Fonds stehenden natürlichen Personen bedarf.<sup>17</sup> Soweit hinter dem Fonds jedoch erneut juristische Personen stehen, verringert sich das Schutzniveau erneut, das von Art. 14 GG ausgeht. Das Interesse des Geschäftsmodells des „Geier-Fonds“ kann gegenüber den daraus resultierenden Folgen eines Staatsbankrotts bei einer Abwägung der Belange nicht überwiegen. Soweit es zu einer gesetzlichen Fixierung kommt, sind die Papiere bereits bei Erwerb mit den Einschränkungen verknüpft, die sich dann lediglich unter den Voraussetzungen der gesetzlichen Grundlage aktualisieren (bspw. der festgeschriebenen Voraussetzung des Staatsbankrotts oder deren Nähe).

Zu beachten ist, dass sich die gesetzliche Regelung auch zu einer ausgleichspflichtigen Inhaltsbestimmung wandeln kann.<sup>18</sup> Soweit die gesetzliche Ausgestaltung in eine Enteignung münden

---

13 Lepsius, Grundrechtsschutz gegen Regulierungsgesetze, Gewerbe Archiv Beilage WiVerw 2011, 206, 212.

14 Becker, in: Stern/Becker, Grundrechte-Kommentar, Art. 14 Rn. 88; Lepsius, Grundrechtsschutz gegen Regulierungsgesetze, Gewerbe Archiv Beilage WiVerw 2011, 206, 212.

15 BVerfGE 91, 294, 308.

16 Lepsius, Grundrechtsschutz gegen Regulierungsgesetze, Gewerbe Archiv Beilage WiVerw 2011, 206, 212.

17 Lepsius, Grundrechtsschutz gegen Regulierungsgesetze, Gewerbe Archiv Beilage WiVerw 2011, 206, 213.

18 Gurlit, Finanzmarktstabilisierung und Eigentumsgarantie, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG), 2009, 601, 603.

würde, kommt der Tausch- oder Marktwert des entzogenen Gutes für die Bemessung einer Entschädigung Bedeutung zu.<sup>19</sup>

Im Ergebnis ist damit festzustellen, dass eine Regulierung von sogenannten Geier-Fonds im Falle eines zumindest drohenden Staatsbankrotts, nicht an Art. 14 GG scheitert. Soweit der Entzug in eine Enteignung umschlägt, ist die dadurch entstehende Entschädigung anhand des Tauschwertes zu bemessen. Regelmäßig handelt es sich bei den Regelungen zu Regulierung jedoch um eine Inhaltsbestimmung, die aufgrund des sozialen Bezugs der Regelung hinzunehmen ist.

#### 4.3. Berufsfreiheit

Durch die Regulierung sogenannter „Geier-Fonds“ wird zugleich in das unternehmerische Geschäftsmodell der Fonds und damit in seine Dispositionsfreiheit eingegriffen,<sup>20</sup> sodass sich eine gesetzliche Regulierung an Art. 12 GG messen lassen muss. Allerdings dürften Regulierungen an der Berufsfreiheit regelmäßig nicht scheitern. Auch das Bundesverfassungsgericht setzt keine besonders hohe Rechtfertigungsschwelle an.<sup>21</sup> Im Rahmen der sogenannten Drei-Stufen-Theorie<sup>22</sup> ergeben sich je nach Ausgestaltung im Rahmen der Verhältnismäßigkeitsprüfungen unterschiedliche Anforderungen an die Rechtfertigung.<sup>23</sup> „Die verfassungsrechtliche Rechtfertigung am Maßstab des Art. 12 Abs. 1 GG hängt inzwischen davon ab, wie intensiv der Grundrechtseingriff ist, welche Ziele die Regelung verfolgt und ob diese entsprechend gewichtigen Schutzgütern dienen. Angesichts der zahlreichen und erheblichen Gemeinwohlbelange, die Regulierungsgesetze bezwecken und des Umstandes, dass der Wettbewerb (also die Berufsausübung), bereits sozialpflichtig konditioniert ist, wird die Rechtfertigungsschwelle von Regulierungsgesetzen nicht hoch zu veranschlagen sein. [...] [Die Berufsfreiheit bietet] nur reduzierten Schutz, wenn keine genuin subjektiven und individualisierbaren Verhaltensformen geschützt werden, sondern verobjektivierbare aggregierte Effekte wirtschaftlichen Verhaltens (marktwirtschaftliche Prozesse, Wettbewerbsordnung).“<sup>24</sup>

Damit steht die Berufsfreiheit aus Art. 12 Abs. 1 GG einer Regulierung von „Geier-Fonds“ zum Schutze eines drohenden Staatsbankrotts auch nicht entgegen.

#### 4.4. Ergebnis

Im Ergebnis ist damit festzuhalten, dass regulatorische Eingriffe in die Eigentumsfreiheit und Berufsfreiheit von sogenannten Geierfonds grundsätzlich gerechtfertigt sein können. Dies folgt aus

---

19 Papier, in: Maunz/Dürig, Grundgesetz-Kommentar (Stand: Lieferung. 59, Juli 2010), Art. 14 Rn. 10 – beck online; siehe auch: Gurlit, Finanzmarktstabilisierung und Eigentumsgarantie, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG), 2009, 601, 604.

20 Lepsius, Grundrechtsschutz gegen Regulierungsgesetze, Gewerbe Archiv Beilage WiVerw 2011, 206, 210.

21 Lepsius, Grundrechtsschutz gegen Regulierungsgesetze, Gewerbe Archiv Beilage WiVerw 2011, 206, 210.

22 Nolte, in: Stern/Becker, Grundrechte-Kommentar, Art. 12 Rn. 85.

23 Lepsius, Grundrechtsschutz gegen Regulierungsgesetze, Gewerbe Archiv Beilage WiVerw 2011, 206, 210.

24 Lepsius, Grundrechtsschutz gegen Regulierungsgesetze, Gewerbe Archiv Beilage WiVerw 2011, 206, 211.

dem staatlichen Interesse der Bundesrepublik Deutschland auch an der Verhinderung eines Staatsbankrotts ausländischer Staaten. Durch die Regulierung kann eine abgestimmte Schuldverringerung durch einen gemeinsamen Austausch der Gläubiger mit dem Schuldnerstaat erreicht und zugleich verhindert werden, dass diese Bemühungen ein einzelner Geierfonds unterläuft und dadurch einen Staatsbankrott herbeiführt.

- Ende der Bearbeitung -