

Univ.-Prof. Dr. Eric Nowak

13. März 2009

Lehrstuhl für Finanzmanagement und Rechnungswesen
Universität Lugano und Swiss Finance Institute

**Stellungnahme zum Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und SPD
„Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Stabilisierung des Finanzmarktes
(Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz – FMStErgG)“
(Drucksache 16/12100) für die öffentliche Anhörung im Finanzausschuss des
Deutschen Bundestags am 16. März 2009**

I. Wesentliche Schlussfolgerungen der Stellungnahme

Die Ausführungen meiner Stellungnahme beziehen sich insbesondere auf das Gesetz zur Rettung von Unternehmen zur Stabilisierung des Finanzmarktes (Rettungsübernahmegesetz – RettungsG). Ziel der Bundesregierung ist es, mit dem Rettungsübernahmegesetz Enteignungen zur Sicherung der Finanzmarktstabilität in solchen Fällen vornehmen zu können, in denen „selbst die Nutzung der erweiterten zivil- und gesellschaftsrechtlichen Handlungsoptionen nicht ausreicht, um in dem für die Sicherung der Finanzmarktstabilität erforderlichen Zeitraum eine rechtssichere und wirtschaftlich zumutbare Lösung zu erreichen.“

Für diese Fälle räumt der Gesetzentwurf „die Option einer Verstaatlichung als Ultima Ratio ein. Sie ist nachrangig gegenüber milderem Mitteln, kommt also nur in Betracht, wenn sie für die Sicherung der Finanzmarktstabilität erforderlich ist und andere rechtlich und wirtschaftlich zumutbare Lösungen nicht zur Verfügung stehen, mit denen die Finanzmarktstabilität gleichermaßen, aber auf weniger einschneidende Weise gesichert werden kann.“ (RettungsG §1 Abs. 4)

Die Verstaatlichung auf dem Wege einer Enteignung der Aktionäre soll also nur dann zulässig sein, wenn andere rechtlich und wirtschaftlich zumutbare Lösungen zur Sicherung der Finanzmarktstabilität nicht zur Verfügung stehen. Damit nimmt die Gesetzesbegründung Bezug auf die verfassungsrechtlichen Anforderungen an eine Enteignung, dass diese verhältnismäßig und zur Erreichung des angestrebten Gemeinwohlziels erforderlich sein muss.

Diesen Anforderungen an Verhältnismäßigkeit und Erforderlichkeit wird das Rettungsübernahmegesetz in keinster Weise gerecht und ist daher eindeutig und in aller Schärfe abzulehnen. Selbst unter der (aus ökonomischer Sicht unhaltbaren) Prämisse, dass in Einzelfällen (wie bei der Hypo Real Estate) einzig eine Enteignung die Finanzmarktstabilität sichern könne, ist das Gesetz aus ordnungspolitischer Sicht abzulehnen. Gerade die zeitliche Beschränkung und der Einzelfallcharakter des Gesetzes im Zusammenhang mit den bisherigen Maßnahmen zur Stabilisierung der Finanzmärkte würden nicht nur einen willkürlichen Eingriff in die Eigentumsrechte der Aktionäre, sondern auch eine fatale Inkonsistenz staatlichen Handelns in der

Finanzmarktkrise konstituieren. Darüber hinaus schädigt das Gesetz in seinem jetzigen Entwurf langfristig sowohl die Funktionsfähigkeit als auch die Integrität des Finanzmarktes.

Zudem fehlen - wie schon bei früheren Gesetzesvorhaben (RisikobegrenzungsG) - nicht nur ein konkretes Kriterium zum Nachweis der Notwendigkeit einer Enteignung und eine echte ökonomische Analyse der möglichen negativen Auswirkungen eines solchen Gesetzes; erneut offenbart der Gesetzentwurf ein fehlendes Verständnis für die ökonomische Funktionsweise der Finanzmärkte und für die grundlegenden Zusammenhänge von konsistenter Regulierung, Anreizen von Investoren, und der Bedeutung des Vertrauens der Akteure in die Integrität des Kapitalmarktes.

II. Verhältnismäßigkeit und Erforderlichkeit einer Enteignung im Einzelfall

Auch wenn dies im Gesetzentwurf keine explizite Erwähnung findet, so ist doch allgemein bekannt, dass der konkrete Anlass des Gesetzes die prekäre Situation der Hypo Real Estate Bank (HRE) ist, die trotz bisheriger Kapitalhilfen und Garantien im dreistelligen Milliardenbereich wohl weitere Unterstützung des Bundes in zweistelliger Milliardenhöhe benötigen wird. Aufgrund der starken Verflechtung der HRE mit anderen in- und ausländischen Finanzinstituten im Verbriefungsgeschäft wird die HRE wohl vermutlich zurecht als systemrelevant eingestuft. Trotzdem stellt sich die Frage, ob eine verwaltungsrechtliche Enteignung auch als letztes Mittel wirklich notwendig und verhältnismäßig ist. Bereits mit den - durchaus zu begrüßenden - Änderungen des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes zur Beschleunigung und Vereinfachung des Erwerbs von Anteilen an sowie Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors durch den Finanzmarktstabilisierungsfonds können Rekapitalisierungen und Kapitalerhöhungen beschleunigt durchgeführt werden (§7 ff. FMStBG). Schon diese Neuregelungen sollten eigentlich ausreichend sein.

Darüber hinaus gibt es auch kein ökonomisch stichhaltiges Argument, warum die Altaktionäre von den Rekapitalisierungsmassnahmen ausgeschlossen werden sollten. Ist denn das Geld des Staates bei der Rettung einer Bank besser als das privater Investoren, die bereits Vermögenseinbussen in Nähe des Totalverlustes hinnehmen mussten? Selbst wenn man dies bejaht, weil der Staat die Bank komplett übernehmen und „in Ruhe sanieren“ möchte, ist die Kapitalherabsetzung bei gleichzeitiger Wiedererhöhung des Grundkapitals wie im FMStBG vorgesehen vollkommen ausreichend. Dies gilt insbesondere, da ja der Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre (§15 b) nur durch mindestens ein Drittel des vertretenen Grundkapitals verhindert werden könnte.

Davon abgesehen, dass dies im Fall der HRE nicht im ökonomischen Interesse der Altaktionäre wäre, weil die Verhinderung einer Kapitalerhöhung mit großer Wahrscheinlichkeit die Insolvenz bedeuten würde, gibt es auch keinen Aktionär, der einen hinreichend großen Anteilsbesitz hätte, dies zu blockieren. Der US-Investor J.C. Flowers kontrolliert nach öffentlichen Informationen weniger als 25% des stimmberechtigten Kapitals. Von daher dürfte es für den Bund relativ einfach sein, im Zuge einer Kapitalerhöhung schnell auf eine Mehrheitsbeteiligung von über 75% bzw. über 95% zu kommen und dann auf dem geordneten Wege des Squeeze-Out die verbliebenen Aktionäre hinaus zu drängen und das Eigentum über die HRE

vollständig zu übernehmen. Eine Verstaatlichung im Zuge der verwaltungsrechtlichen Enteignung wäre somit überflüssig!

III. Enteignung und Entrechtung von Aktionären für das Gemeinwohl?

Der Gesetzentwurf zur Enteignung von privaten Aktionären ist aber nicht nur nicht erforderlich und unverhältnismäßig, er birgt auch die Gefahr in sich, den deutschen Kapitalmarkt auf Jahre hinaus nachhaltig zu schädigen, da er inländischen und insbesondere ausländischen Investoren signalisiert, dass in Deutschland die (Eigentums-)Rechte von Aktionären nicht ernst genommen werden. Im internationalen Vergleich ist der deutsche Aktienmarkt ohnehin unterentwickelt. Der Schutz von Aktionären in Deutschland ist im internationalen Vergleich gering und liegt in fast allen Kategorien weit unter dem Durchschnitt der OECD. Wenn sich die Finanzmärkte wieder stabilisiert haben, wird es dadurch aber schwierig werden, noch private Aktionäre zu finden, die bereit sind, in deutsche Banken oder deren „Reprivatisierung“ zu investieren, da ja im Krisenfall jederzeit wieder das Szenario einer potenziellen Enteignung drohen könnte.

Auch wenn jetzt im Angesicht der Finanzkrise weltweit Banken „verstaatlicht“ und durch staatliche Rettungsmaßnahmen unterstützt werden, so ist dies in anderen Ländern bislang noch nicht durch Zwangsenteignungen erfolgt – anders als die Gesetzesbegründung fälschlicherweise suggeriert. Zudem sind sich wohl alle Regierungen - einschließlich der Bundesregierung - darüber einig, dass mittel- und langfristig Banken in Privateigentum die Allokationseffizienz des Finanzsektors am besten gewährleisten können. Dann darf der Staat aber nicht „temporär“ und nach Gutdünken unbequeme Altaktionäre enteignen, sobald es ihm zu teuer erscheint, diese auszubezahlen. Die Rettung von HRE wird den Steuerzahler so oder so weitere Milliarden kosten, sodass ein Auskauf der verbliebenen Altaktionäre selbst zu einem utopisch hoch erscheinenden Preis von 3 Euro nur verhältnismäßig geringe Mehrkosten in maximal dreistelliger Millionenhöhe verursachen würde. Angesichts der systemischen Bedeutung der HRE wäre dies durchaus „wirtschaftlich zumutbar“.

Hinzu kommt, dass die tatsächlichen Entschädigungskosten im Falle einer Enteignung vollkommen unsicher sind und insbesondere angesichts der möglichen Unvereinbarkeit des RettungsG mit dem Grundgesetz höher ausfallen könnten als erwartet. Dies in Verbindung mit den in Zukunft zu erwartenden höheren Kapitalkosten deutscher Banken und anderer Aktiengesellschaften aufgrund einer nachhaltigen Schädigung der Integrität des deutschen Kapitalmarktes sollte vor einer Durchführung abschrecken. Schon der vorliegende Gesetzentwurf als solcher und die bloße Androhung der Enteignung hat dem deutschen Finanzmarkt nachhaltig geschadet, und zwar unabhängig davon, ob von diesem Instrument tatsächlich Gebrauch gemacht werden wird oder nicht.

Vielfach wird argumentiert, die Aktionäre der HRE und anderer Banken müssten „leer ausgehen“, damit nicht der Steuerzahler enteignet werde und zukünftige Moral-Hazard-Probleme wie das erneute Eingehen zu hoher Risiken vermieden werden. Dieses Argument ist jedoch nicht stichhaltig. Wie der prominente Harvard-Ökonom Andrei Shleifer jüngst bemerkt hat, ist das Finanzsystem genau dann am stabilsten, wenn alle Beteiligten wissen, dass es im Falle einer systemischen Krise ex-post-Interventionen durch staatliche Unterstützungsmaßnahmen für Banken gibt. Das

preisen auch die Aktionäre von Banken bei ihren Investitionsentscheidungen ein. Diese rationale Erwartung von rettenden Interventionen wirkt als schützender Puffer des Bankensystems gegen die sich selbst erfüllende Prophezeiung einer Bankenpanik. Der „Lehman-Fall“, den man durch Enteignung der HRE zu verhindern gedenkt, ist aber genau der gegenteilige Fall gewesen, in dem diese Erwartung von „Bail-Out“-Intervention nicht erfüllt wurde. Dies löste die bekannten schweren Störungen an den Finanzmärkten erst aus und hat den völligen Verlust des Vertrauens in das Finanzsystem befördert. Zudem war dieses Vorgehen in Relation zu den vorherigen Interventionen der US-Regierung inkonsistent, Inkonsistenz in der Interventionspolitik (und Finanzmarktregulierung) ist aber unbedingt zu vermeiden.

IV. Inkonsistenz der Interventionsmaßnahmen

Eine Enteignung der HRE-Aktionäre wäre schlussendlich ein ebensolcher Akt „inkonsistenter Intervention“, denn er wäre eine Abweichung von den bisherigen Stabilisierungsmassnahmen (und von allen ordnungspolitischen Leitlinien seit Gründung der Bundesrepublik). Wenn die Bundesregierung wirklich der Meinung ist, dass Verstaatlichungen auf dem Wege der verwaltungsrechtlichen Enteignung absolut notwendig sind, um den Finanzmarkt stabilisieren zu können, müsste sie in letzter Konsequenz auch alle Finanzinstitute durch Enteignung verstaatlichen, die auf staatliche Rettungsmassnahmen angewiesen sind. Nur dies wäre dann auch eine – zwar extreme – aber zumindest konsistente Politik der Intervention. Dies hat sie in der jüngeren Vergangenheit aber nicht getan und beabsichtigt es wohl auch nicht.

So könnte aber insbesondere bei ausländischen Investoren durchaus der Eindruck entstehen, dass diese Form der Intervention willkürlich ist und es ist in diesem Zusammenhang wohl auch als nicht besonders glücklich zu bezeichnen, dass der potenziell zu enteignende J.C. Flowers ein US-amerikanischer Investor ist. Hingegen wurde im Fall der Commerzbank/Dresdner Bank trotz Inanspruchnahme des Rettungsschirms nicht nur eine nach Ansicht vieler Marktbeobachter ökonomisch zweifelhafte Fusion aufrecht erhalten, sondern dadurch auch noch der Verkaufserlös für den vorherigen Grossaktionär der Dresdner Bank, einen deutschen Versicherungskonzern, durch den Steuerzahler gewährleistet. Ohne diesen Fall beurteilen oder die beiden Situationen miteinander vergleichen zu wollen, sollte doch unbedingt vermieden werden, dass die deutsche Interventionspolitik zur Stabilisierung der Finanzmärkte im obigen Sinne als inkonsistent erscheinen oder gar noch als diskriminierend interpretiert werden könnte.

Literatur

Shleifer, Andrei, The Financial Crisis and The Future of Capitalism, February 2009, http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/files/financial_crisis_Jan09v6.ppt.

Turnbull, Stuart, Michel Crouhy and Robert Jarrow: The Subprime Crisis, Journal of Derivatives, Fall 2008.