



Technische Universität München

Stellungnahme zum Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und SPD: „Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Stabilisierung des Finanzmarktes (Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz – FMStErgG)“, Drucksache 16/12100

von Prof. Dr. Christoph Kaserer



Univ. Prof. Dr. Christoph Kaserer

Lehrstuhl für Finanzmanagement
und Kapitalmärkte

1. Mit diesem Gesetzentwurf werden eine Reihe von Ergänzungen und Klarstellungen im Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz (FMStFG), im Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz (FMStBG) sowie in der Finanzmarktstabilisierungsfondsverordnung (FMStFV) vorgeschlagen. Die meisten dieser Punkte sind nachvollziehbar und sachgerecht, so dass sie hier nicht weiter diskutiert zu werden brauchen. Beispielhaft sei die Ausdehnung des Zeitraums für Garantieübernahmen auf 5 Jahre oder die Möglichkeit, dass der SOFFIN bei Unternehmen, an denen er sich bis Ende 2009 beteiligt haben wird, auch danach noch seine Beteiligung aufstocken kann. Ebenso scheinen die neu eingeführten Regelungen zum bedingten und genehmigten Kapital sachgerecht.
2. Kernpunkt des Gesetzgebungsvorhabens ist zweifellos der Vorschlag betreffend das neu einzuführende Rettungsübernahmegesetz (RettungsG). Kernpunkt dieses Vorhabens ist die Einführung der Möglichkeit einer Enteignung von Anteilen und ähnlichen Rechten an Finanzdienstleistungsunternehmen, wenn dies der Sicherung der Finanzmarktstabilität dient. Die Außergewöhnlichkeit der Maßnahme kommt darin zum Ausdruck, dass ein solches Enteignungsverfahren spätestens bis zum 30. Juni 2009 eingeleitet werden muss. Faktisch handelt es sich um eine Lex Hypo Real Estate (HRE), weil dies, zumindest vorerst, wohl der einzige Fall sein wird, in welchem die Regelungen dieses Gesetzesvorhabens zum Tragen kommen sollen. Allerdings ändert eine solche Befristung nichts an dem Umstand, dass hier ein massiver und in der Geschichte der Bundesrepublik Deutschland noch nicht da gewesener Eingriff in die Eigentumsrechte von Investoren vorliegt. Der in § 1 (4) RettungsG enthaltene Hinweis, dass die Enteignung nur zulässig ist, wenn andere rechtlich und wirtschaftlich zumutbare Lösungen nicht mehr zur Verfügung stehen, ändert an dieser Einschätzung nichts. Sobald der Staat mit einem solchen massiven Schritt wie einer Enteignung drohen kann, werden sich die Betroffenen sehr gut überlegen, ob sie sich im Vorfeld nicht doch auf eine Verhandlungslösung einigen. Insofern würde selbst ein in einigen Monaten vorgelegter Befund, dass das Finanzministerium von diesem Instrument gar keinen Gebrauch gemacht hat, wenig an der oben getroffenen Einschätzung ändern, da erzielte Verhandlungslösungen letztlich nur das Ergebnis einer gesetzlich geschaffenen asymmetrischen Verhandlungssituation wären.

Arcisstraße 21
D-80290 München

Tel +49.89.289.25489
Fax +49.89.289.25488

Christoph.Kaserer@wi.tum.de
www.ifm.wi.tum.de

München, 13. März 2009

3. Im Hinblick auf eine ökonomische Einschätzung der Effekte des RettungsG stellt sich die Frage nach einer Kosten- und Nutzenabwägung. Kommen wir zunächst zu letzterem. Dieser soll darin bestehen, dass trotz der im FMStBG vorgesehen Einschränkungen von Aktionärsrechten eine Situation eintreten könnte, in welcher einzelne Aktionäre damit drohten, die Durchführung von Stabilisierungsmaßnahmen zu verhindern. Wegen der gesamtwirtschaftlichen Aufgabe der Systemstabilisierung würde sich der Staat damit erpressbar machen.

Die Frage der Erpressbarkeit ist für die Beurteilung des Vorgehens der Bundesregierung einer der zentralen Aspekte. Als außenstehender Betrachter drängt sich zunächst die Frage auf, warum die Regierung nicht alternativ zu der Übernahme der HRE über ein kontrolliertes Insolvenzverfahren nachdenkt, in welchem Garantien für systemrelevante Vermögensteile der Bank abgegeben werden (so genannte Good-Bank-Lösung). Hier ergeben sich möglicherweise aber technische Schwierigkeiten, etwa im Zusammenhang mit dem hohen Volumen an Derivateverträgen, die wiederum Systemrisiken in sich bergen könnten. Eine genauere Beurteilung ist hier nur bei Kenntnis interner Details möglich.

Aber selbst wenn man die Lösung der Übernahme durch den Staat als den kurzfristig einzig realistischen Weg ansieht, ergibt sich die Notwendigkeit einer Enteignung der HRE-Aktionäre keinesfalls zwingend. Aus dem Zwischenbericht der Bank zum 30. September 2008 geht hervor, dass diese über ein Eigenkapital von gut 5 Mrd. € verfügt. Aufgrund der Ereignisse an den Kapitalmärkten ist davon auszugehen, dass – unter Ausblendung der Stützungsmaßnahmen durch den SOFFIN – ein erheblicher – wenn nicht der vollständige – Teil dieser Eigenmittel aufgezehrt worden ist. Insofern würde der Bund, wenn er bei dem Institut als neuer Eigentümer im Wege einer Kapitalherabsetzung mit anschließender Kapitalerhöhung mit einem ein- bis zweistelligen Milliardenbetrag einstieg (z.B. durch Umwandlung bisher gewährter Stützungsmitel), mit allergrößter Wahrscheinlichkeit mehr als 75%, vermutlich sogar mehr als 90% der Anteile kontrollieren. Dies würde dazu führen, dass die gewünschte Verbesserung der Refinanzierungssituation des Instituts eintreten würde und im Übrigen der Bund die Möglichkeit hätte, sämtliche weiteren geschäftspolitischen und gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen durchsetzen zu können.

Gäbe es nun bei dieser Vorgehensweise das Risiko einer Blockade durch die Altaktionäre? Dies ist sicherlich nicht völlig auszuschließen, insbesondere dann, wenn die Altaktionäre davon ausgehen, dass aufgrund der oben angesprochenen Schwierigkeiten ein kontrolliertes Insolvenzverfahren für die Rettung der Bank nicht in Frage kommt. Allerdings trifft das FMStBG weitreichende Vorkehrungen, um solche Blockaden zu verhindern. Es bräuchte nämlich einen Stimmenanteil von mindestens einem Drittel, um die genannten Kapitalmaßnahmen zu verhindern. Soweit bekannt ist, kontrolliert die von J. C. Flowers geführte Investorengruppe knapp 25% der Stimmrechte. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass weitere Aktionärsgruppen gibt, die sich einer solchen Blockadehaltung anschließen würden. Insofern ist mit diesem „normalen“ gesellschaftsrechtlichen Weg ein

gewisses Rechtsrisiko verbunden. Wie groß dieses Tatsächlich ist lässt sich nicht sagen. Sicher ist aber auch, dass der Weg über eine Enteignung ebenfalls mit einer Rechtsunsicherheit verbunden ist.

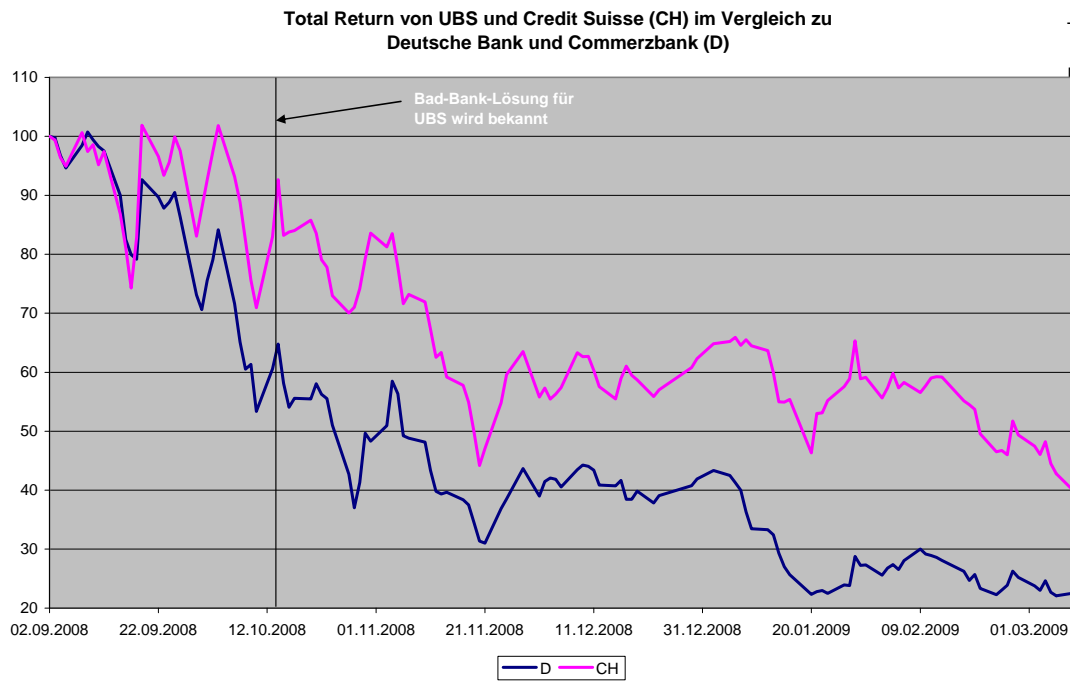
4. Die vorhergehenden Überlegungen legen nahe, dass das RettungsG zwar einen pragmatischen Weg darstellt, das von einem Zusammenbruch der HRE ausgehende Systemrisiko in den Begriff zu bekommen, es aber jedenfalls nicht der einzige Weg ist. Insofern ist es wichtig, sich die ökonomischen Kosten dieses Gesetzes anzuschauen. Naturgemäß sind diese nur schwer abzuschätzen, allerdings sollte man sich keiner Illusion darüber hingeben, was es für die Reputation eines Landes auf den internationalen Kapitalmärkten bedeutet, wenn man einen solchen massiven Eingriff in Investorenrechte vornimmt. Wenn sich die wirtschaftliche Situation in Deutschland wieder verbessert haben und das Land wieder im Wettbewerb um den Zufluss internationaler Anlegergelder stehen wird, dann wird man dieses Gesetz, aber auch andere Maßnahmen der letzten Jahre (z.B. die Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes oder das Risikobegrenzungs-gesetz), auf den internationalen Kapitalmärkten nicht vergessen haben.

Dies gilt umso mehr, als Deutschland mit dem Weg einer Enteignung international einen Sonderweg beschreitet. Der in der Gesetzesbegründung gegebene Hinweis, dass auch andere Staaten, wie etwa Schweden oder Großbritannien, im Zuge von Banken Krisen Verstaatlichungen durchgeführt haben, geht an der Sache vorbei. So muss man eine auf zivilrechtlichem Wege durchgeführte Verstaatlichung, etwa durch den Ankauf der umlaufenden Aktien, unterscheiden von einer auf verwaltungsrechtlichem Wege durchgeführte Enteignung. Schweden jedenfalls hat während der Krise anfangs der 90er Jahre zwar mehrere Banken übernommen, jedoch auf vertragsrechtlichem Wege [vgl. Drees/Pazarbaçioğlu (1995)]. Ebenso haben Großbritannien und die USA ihre Beteiligungen an privaten Geschäftsbanken im Rahmen der jüngsten Finanzmarktstabilisierungsmaßnahmen in der Mehrzahl der Fälle auf vertragsrechtlichem Wege durchgeführt. Nicht unterschlagen werden soll aber, dass Großbritannien bei der Übernahme von Northern Rock zum Mittel einer Enteignung gegriffen hat. Und die bei Fannie May und Freddie Mac eingeführte „Conservatorship“ ist ebenfalls mit einer erheblichen Beschneidung der Aktionärsrechte verbunden. Dennoch sollte Deutschland auf den langfristigen Erhalt seines Rufes als zuverlässiger und rechtstreuer Vertragspartner achten.

5. Abschließend sei noch darauf hingewiesen, dass die jetzt vorgeschlagenen Änderungen der Finanzmarktstabilisierungsmaßnahmen möglicherweise nicht ausreichen werden, um die immer noch äußerst schwierige Situation im Finanzsektor kurzfristig zu bereinigen. Die Aktienkurse vieler Banken haben sich seit dem Oktober 2008 weiter verschlechtert und auch bei den CDS-Spreads zeichnet sich kaum eine Erholung ab. Solange dieses Refinanzierungsproblem im Bankensektor nicht entschärft wird, wird es keine nachhaltige wirtschaftliche Erholung geben. Wenn die Regierung die Lösung der

Probleme im Bankensektor nicht entschlossen angeht, wird die im FMStG vorgegebene zeitliche Beschränkung, dass nämlich alle Stabilisierungsmaßnahmen bis Ende 2009 abgeschlossen sein müssen, nicht zu halten sein. Die historischen Erfahrungen bei anderen Banken Krisen (z.B. Skandinavien, Japan, etc.) haben gezeigt, dass eine nachhaltige Lösung, wie immer sie im Detail ausgestaltet ist, sicher stellen muss, dass neue Investoren von den Altlasten, die sich in den Bankbilanzen befinden, abgeschottet werden. Eine erprobte Möglichkeit dies zu gewährleisten sind Bad-Bank-Konstruktionen. Zwar steht der hier zu diskutierende Gesetzesentwurf einer solchen Bad-Bank-Lösung nicht im Wege, dennoch sei dieser Anlass genutzt, um die Regierung und das Parlament nochmals auf die Dringlichkeit einer solchen Lösung hinzuweisen.

Ein einfaches Beispiel, um die positive Wirkung einer durchdachten Bad-Bank-Lösung aufzuzeigen, ist ein Vergleich der Kursentwicklung von Bankaktien in der Schweiz und in Deutschland. Die Eidgenössische Regierung hat am 16. Oktober eine faktische Bad-Bank-Lösung für die UBS angekündigt. Zwar konnten sich die schweizerischen Bankaktien dem allgemeinen Abwärtstrend dadurch nicht entziehen, die Kursrückgänge fallen aber deutlich niedriger aus als bei hiesigen Bankaktien. Zum Beleg dieser Behauptung ist in der u.a. Abbildung die Kursentwicklung eines Portfolios, welches je zur Hälfte aus Aktien der Deutschen Bank und der Commerzbank (D) im Vergleich zu einem Portfolio abgetragen, welches je zur Hälfte aus Aktien der UBS und der Credit Suisse bestand. Relativ zum Bewertungsniveau anfangs September notieren die beiden Schweizerischen Aktien heute (9. März 2009) auf einem doppelt so hohen Niveau wie die Aktien der beiden hiesigen Banken. Bei aller berechtigten Kritik an solchen vereinfachten Vergleichen gibt dieser doch einen Hinweis, dass es dringend geboten ist, eine solche Lösung möglichst zeitnah ins Auge zu fassen.



Literatur:

Drees, Burkhard und Pazarbaçioğlu, Ceyla, The Nordic Banking Crises: Pitfalls in Financial Liberalization?(June 1995). IMF Working Paper, Vol. 61, pp. 1-70, 1995. Verfügbar unter SSRN: <http://ssrn.com/abstract=883209>.