

„Finanzmarkt zu blauäugig liberalisiert“

Hamburger Wirtschaftsrechtler: Nicht nur Manager an den Pranger stellen, sondern alle

Anleger scheuen Aktien

AFP FRANKFURT. Mehr als ein Jahr nach den weltweiten Turbulenzen durch die Lehman-Pleite sind viele Anleger in Deutschland laut einer Studie noch immer nicht in den Aktienmarkt zurückgekehrt. Im vergangenen Jahr hätten zwar rund 8,8 Millionen Anleger Geld in Aktien oder Investmentfonds gesteckt, die wiederum häufig in Aktien investieren, teilte das Deutsche Aktieninstitut (DAI) kürzlich in Frankfurt mit. Damit sei die Zahl der Anleger mit direktem oder indirektem Aktienbesitz aber nach wie vor deutlich niedriger als im ersten Halbjahr 2008 vor dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers. Damals gab es nach Angaben des DAI noch rund 9,8 Millionen Aktionäre.

2009 sei die Gesamtzahl der Aktionäre in der ersten und zweiten Jahreshälfte nahezu konstant geblieben, teilte das DAI mit. Sie sei damit seit dem zweiten Halbjahr 2008, in dem Lehman Brothers pleiteging, nicht wieder angestiegen. Die Lehman-Pleite ließ die Finanzmärkte weltweit abstürzen, wodurch auch viele Privatanleger hohe Summen verloren.

Von den 8,8 Millionen Aktienbesitzern hätten 2,2 Millionen ihr Geld im zweiten Halbjahr 2009 ausschließlich in Aktien gesteckt, teilte das DAI mit. 5,2 Millionen Anleger hielten ausschließlich Fonds-Anteile, und 1,4 Millionen Verbraucher hätten sowohl in Aktien als auch Fonds investiert. In der zweiten Jahreshälfte habe die reine Aktienanlage an Bedeutung gewonnen, während der Anteil der Anleger mit ausschließlich Fonds im Depot leicht gesunken sei. Gegenüber dem Höchststand der Aktien- und Fondsanleger im Jahr 2001 mit knapp 12,9 Millionen sei deren Zahl bis 2009 um fast ein Drittel (31,4 Prozent) zurückgegangen, erklärte das DAI.

Manager kaufen Aktien

apn/dpa FRANKFURT. Mit dem Kauf von Aktien der eigenen Unternehmen haben Manager in Deutschland im Krisenjahr 2009 hohe Renditen erwirtschaftet. Die Papiere legten seit dem Kauf im Schnitt um 40 Prozent und in der Spitze sogar um knapp 300 Prozent zu, berechnete das Aachener Forschungsinstitut für Asset Management (Fifam) in Zusammenarbeit mit dem Commerzbank Wealth Management anhand von Pflichtmeldungen der Unternehmen.

Vor allem Manager von Unternehmen, deren Aktien seit dem Zusammenbruch der US-Bank Lehman Brothers im September 2008 stark gefallen seien, hätten die relativ niedrigen Kurse zum Einstieg genutzt, hieß es. Bei 94 von insgesamt 109 Kauforders aus 160 Unternehmen des DAX, M-DAX, TecDAX und S-DAX hätten sich die Kurse der Unternehmen anschließend nach oben entwickelt.

Die Pleite von Lehman Brothers gilt als Höhepunkt der Finanzkrise. Nach dem Umkippen der US-Investmentbank im September 2008 stand das Finanzsystem kurzzeitig vor dem totalen Kollaps. Die Banken hatten jegliches Vertrauen untereinander verloren. Nur das massive Eingreifen der Staaten hielt die Märkte am Laufen.



Der, der das Licht ausmacht: Am 15. September 2008 löste die Lehman-Pleite eine der größten Wirtschaftskrisen aus.

Foto: AP

Von Karsten Grosser

HAMBURG. Die schlimmste Wirtschaftskrise der vergangenen Jahrzehnte scheint allmählich abzuklingen. Auslöser der Rezession waren unter anderem verbriefte Hypothekenforderungen, die zur Pleite der US-Bank Lehman Brothers geführt haben. Im weiteren Verlauf der Finanzkrise spielen auch sogenannte Kreditderivate eine besondere Rolle. Ein Fachmann auf dem Gebiet der Derivate ist Günter Reiner, Wirtschaftsrechtler an der Helmut-Schmidt-Universität der Bundeswehr in Hamburg sowie Richter am Hanseatischen Oberlandesgericht.

Herr Professor Reiner, halten Sie die baldige Wiederholung einer globalen Krise für möglich? Schließlich ist schon wieder von einer ungeborenen Gier die Rede.

Wir dürfen nicht scheinheilig sein. Das Credo der Manager, den Aktienkurs zu steigern, ist das Credo aller. Letztlich hat der Kapitalanleger, auch der Kleinanleger, mit seinem Erwartungshorizont die Manager dazu ge-

drängt, kurzfristige Gewinne zu generieren. Diese Unternehmenskontrolle durch die Kapitalanleger war ein wichtiger Bestandteil der Gesetzesreformen im Bereich des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts des letzten Jahrzehnts auch in Deutschland. Man sollte also nicht nur die Manager an den Pranger stellen, sondern letztlich alle. Deshalb brauchen wir eine Rückkehr zu einer Kultur der Langfristigkeit. Dennoch: Eine weitere Krise desselben Ausmaßes erwarte ich nicht.

Was macht Sie so optimistisch?

Die Wahrscheinlichkeit der Wiederholung wird allein dadurch verringert, dass die Banken in Zukunft Basel II umsetzen müssen. Diese höheren Anforderungen an ihre Eigenkapitalquote sind zwar schon ein paar Jahre alt, wurden aber wegen der langen Übergangsfristen noch nicht angewandt. Zusätzlich hat der europäische Gesetzgeber richtigerweise vorgeschlagen, die Anforderungen noch weiter zu verschärfen. Nicht zu zuletzt der Umstand, dass die Insolvenz von Lehman auch

andere Banken, die mit Lehman Verträge abgeschlossen hatten, in Bedrängnis führte, deutet darauf hin, dass das Kreditrisiko, das von Lehman ausging, nicht ausreichend mit Eigenkapital unterlegt war. Lehman war damals einer der wichtigsten Marktteilnehmer im weltweiten Derivategeschäft.

Ausgangspunkt der Krise waren Wertpapiere, in denen Kreditforderungen an amerikanische Immobilienbesitzer verbrieft waren. Auch die sogenannten Kreditderivate gelten als Auslöser der Krise. Muss man den Handel mit Kreditderivaten künftig einschränken?

Der Einsatz von Kreditderivaten hat zu einer besonders leichten Übertragbarkeit von Kreditrisiken geführt und so die Undurchsichtigkeit des Marktes und die gegenseitigen Abhängigkeiten gefördert. Daher planen die G-20-Staaten und die EU regulatorische Maßnahmen, die vor allem die Transparenz des Kreditderivatemarktes fördern sollen. Doch der Einsatz von Derivaten bei der Verbriefung von Kreditforderungen allein gibt keinen Anlass, den Handel mit ihnen einzuschränken. Kreditrisiken lassen sich auch ohne Kreditderivate ganz einfach durch Abtretung der Kreditforderungen auf Zweckgesellschaften oder sonstige Marktteilnehmer übertragen. Allerdings sollte man sich auch nicht der Illusion hingeben, dass man Kreditrisiken wirklich bewerten kann und die Marktteilnehmer ihre Risiken aus Kreditderivaten wirklich immer kontrollieren können.

Was unterscheidet dann den Handel mit Derivaten vom Zocken im Kasino?

Ich unterscheide zwischen zwei Arten von Derivaten. Die klassischen Termingeschäfte, zum Beispiel über Wechselkurse und Zinssätze, sind unproblematisch, weil sie während der Laufzeit jederzeit einen Marktwert haben, der sich nach anerkannten finanzwirtschaftlichen Gesetzmäßigkeiten auf der Grundlage des jeweiligen Basiswertes errechnen lässt, und deshalb glattgestellt werden können. Diesen Effekt gibt es bei Basiswerten, die liquide handelbar und lagerfähig sind. Für Derivate mit dem Basiswert Kreditwürdigkeit trifft

das nicht zu. Bei solchen Instrumenten, bei denen man nicht jederzeit aussteigen kann, gibt es vertragsrechtlich eine Konstellation wie bei einem Glücksspiel mit einem Spieleinsatz. Spielschulden sind bekanntlich Ehrenschulden, die man nicht zu bezahlen braucht. Juristen nennen dieses Prinzip Spieleinwand. Deswegen ist es bedenklich,

Interview mit unserer Zeitung



Experte für Derivate: Günter Reiner. Foto: HSU

dass der Gesetzgeber mittlerweile fast jede Art von Derivaten vom Spieleinwand freigestellt hat. Der deutsche Gesetzgeber hat hier zu schnell dem internationalen Erwartungsdruck nachgegeben und den Finanzmarkt teilweise zu blauäugig liberalisiert.

Zumal die Instrumente immer komplexer werden.

Ja, auch die Struktur der vereinbarten Zahlungsströme und der Basiswerte, auf die sie sich beziehen, wird immer komplexer, es gibt Derivate von Derivaten und sogar mehrschichtige Instrumente. Der Vorteil klassischer Derivate ist, dass man sie bewerten kann. Doch je komplexer die Struktur wird, desto eher kommen auch die schönsten mathematischen Formeln an ihre Grenzen.

Was ist mit den sogenannten toxischen Papieren passiert, die zur Auslösung der Krise beigetragen haben?

Der endgültige Ausfall der Immobilienkredite steht überwiegend noch gar nicht fest. Es ist nicht ausgeschlossen, dass sie sich in Zukunft wieder als werthaltig erweisen. Doch weil niemand Vertrauen in diese Papiere hat, ist ihr Wert im Moment sehr gering. Der Begriff Giftpapiere kann sich am Ende aber noch als unrichtig herausstellen.

Sollte man nicht auch – quasi um einer neuen Krise vorzubeugen – die Haftung der Manager erweitern?

Wir haben ausreichende Haftungsregeln. Bei Fahrlässigkeit müssen Manager für den Schaden aufkommen. Das ist ein ziemlich strenger Maßstab. Zum Vergleich: Politiker haften nicht, wenn sie fahrlässig etwas falsch machen. Doch es ist ein Problem, dass die Manager im Schadensfall letztlich doch nicht haften, weil sie versichert sind. Da hilft es auch nicht, dass der Gesetzgeber die Gesellschaften mittlerweile zwingt, ihren Managern einen Selbstbehalt aufzuerlegen. Das ist nicht der richtige Ansatz.

Sondern?

Komischerweise ist es ja nicht so, dass sich die Manager selbst gegen Haftpflichtfälle versichern wie es Rechtsanwälte tun. In der Regel schließen die Gesellschaften mit dem Versicherer einen Vertrag und zahlen die Prämie.

Und was ist mit dem Selbstbehalt?

Der kann durch das Gehalt beziehungsweise eine zusätzliche Versicherung des Vorstands auf eigene Rechnung wieder ausgeglichen werden.

Damit wird der Interessengleichlauf zwischen Vorstand und Gesellschaft, für den das Haftungsrisiko sorgen beziehungsweise den der Selbstbehalt wieder herstellen soll, aufgehoben – trotz Selbstbehalt bleibt der Manager durch die Haftpflichtversicherung dazu verleitet, seine Sorgfaltspflichten zu vernachlässigen.

Was also tun?

Man sollte sich ein Beispiel an den Rechtsanwälten nehmen. Die wollen den Versicherungsfall schon deshalb vermeiden, weil sie im Wiederholungsfall möglicherweise aus der Versicherung fliegen. Dieser Anreiz fehlt bei Managern, weil sie selbst ja gar nicht Vertragspartner sind. Theoretisch könnte ein Manager munter Schadensfälle generieren, ohne versicherungstechnisch persönliche Konsequenzen zu erleiden. Besser wäre es sicherzustellen, dass der Manager selbst Vertragspartner wird.

Dann stimmt der Anreiz wieder. Denn wenn ein Manager nach einem Schadensfall keine Versicherung mehr findet, droht das Karriere-Aus.

Kreditderivate

Die Kreditderivate funktionieren wie Kreditversicherungen. Sie haben beim Ausbruch der Wirtschaftskrise insofern eine Rolle gespielt, weil sie geholfen haben, die ursprünglich bei der kreditgebenden Bank liegenden Kreditrisiken auf eine eigens zu diesem Zweck gegründete Gesellschaft, zu übertragen. Diese Zweckgesellschaft hat die später als „faul“ oder „toxisch“ bezeichneten Wertpapiere emittiert. Die Anleger, die dann die Kreditrisiken getragen haben, hatten gar keine Ah-

nung von der Kreditwürdigkeit der kreditnehmenden US-Hausbesitzer. Und die Banken, die wussten, dass sie ihr Kreditrisiko an die Kapitalanleger weiterleiten können, hatten kein Interesse daran, genau hinzusehen, wem sie Kredite geben. Vor diesem Hintergrund sei es sinnvoll, dass die EU den Banken nun zwingend einen Selbstbehalt von 5 Prozent der verbrieften Positionen vorschreibt, um einen Interessengleichlauf zu erzeugen, sagt Derivate-Experte Günter Reiner. Kreditderivate machten zudem im weiteren Verlauf der Finanz-

Basel II und Eigenkapitalquote

Finanzinstitute nehmen in der Wirtschaft eine wichtige Rolle ein. Weil bei ihnen das Risiko der Schockübertragung besonders groß ist, stellt das Bankenaufsichtsrecht besondere Anforderungen an ihre Vermögensstruktur, um sie vor Insolvenz zu schützen.

Nach der Konzeption der vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht entwickelten Eigenkapitalvereinbarung, ursprünglich von 1988 („Basel I“), sollen Finanzinstitute ein ausreichendes Reinvermögen („Eigenkapital“) vorhalten, um damit die finanziellen Risiken,

denen sie ausgesetzt sind, als Verlustpuffer abfedern zu können (sog. Eigenkapitalquote). Die Basler Vereinbarung wurde 2004 komplett überarbeitet und erweitert („Basel II“), um die mit Eigenkapital zu unterlegenden Risiken noch besser abzubilden und um die neueren Entwicklungen an den Finanzmärkten zu berücksichtigen. Die dort vorgesehenen vorbeugenden Regelungen, die die 2006 zunächst in Euro-päische Richtlinien und auf dieser Grundlage auch in Deutschland umgesetzt wurden, fußen nun

auf den drei Säulen Mindestkapitalanforderungen, bankaufsichtlicher Überprüfungsprozess und erweiterte Offenlegung. Letzteres soll auch der eigenen Disziplinierung dienen. Die Mindestkapitalanforderungen beinhalten eine geregelte Eigenkapitalunterlegung nicht mehr nur für Kredit-, Markt-, sondern nunmehr auch für operationelle Risiken. Ob diese Vorschriften eingehalten werden, wird hierzu gemeinsam von der Bankenaufsicht Bafin und der Deutschen Bundesbank überwacht.