

# Hypo Real Estate – Verstaatlichung: ja oder nein?

## Was ist zulässig?

3

**Anfang April 2009 stimmte der Bundesrat dem so genannten Rettungsübernahmegesetz zu. Damit ist als letztes Mittel eine zeitlich befristete Enteignung einer systemrelevanten Bank möglich. Ist ein solcher Schritt zulässig?**

### Restrukturierung systemrelevanter Banken

Wie weit darf der Staat gehen, um ein in Schieflage geratenes, systemrelevantes Finanzinstitut zu stabilisieren? Um diese Frage zu beantworten, müssen die Folgen einer unterlassenen Stabilisierung den Begleiterscheinungen eines Staatseingriffes gegenübergestellt werden. Entscheidet sich der Staat für die Stabilisierung eines Finanzinstitutes, geht es darum, die negativen Signalwirkungen zu minimieren, die mit unnötigen Belastungen der Steuerzahler, mit Haftungsbeschränkungen der Aktionäre oder gar einer Enteignung verbunden sind. Das richtige Instrument für diesen Zweck sollte die Sicherung der Finanzmarktstabilität gewährleisten, ohne die Eigentümer auf Kosten der Steuerzahler vor den Folgen einer nach marktwirtschaftlichen Regeln drohenden Insolvenz zu bewahren. Das von meinem Haus vorgelegte Restrukturierungsverwaltungsmodell erfüllt diese Anforderungen.

### Muss der Staat akut gefährdete, systemrelevante Finanzinstitute stabilisieren

Über die Folgen der Insolvenz der Lehman Brothers Inc. ist viel geschrieben worden. Zu spüren sind die Folgen weltweit mit zunehmender Heftigkeit. Ich will daher meine Antwort auf zwei kurze Bemerkungen beschränken:

Auch auf den globalen Finanzmärkten der Zukunft wird es Finanzinstitutionen geben, die miteinander Handel treiben und Risiken untereinander aufteilen. Einige dieser Institutionen werden weiterhin, etwa aufgrund ihrer Marktstellung, ihrer Bilanzsumme oder ihrer Verflechtung in den Zahlungsverkehr, eine systemische Relevanz haben. Auch die Ge-

fahr, dass eines dieser an unsicheren Märkten agierenden Finanzinstitute in akute Schieflage gerät, lässt sich durch eine wachsame sowie weitsichtige Unternehmenskontrolle nur minimieren, aber nicht ausschließen.

Es ist Aufgabe des Staates, zu vermeiden, dass die Insolvenz einer systemisch wichtigen Bank in Deutschland über einen Dominoeffekt andere Finanzdienstleister, Unternehmen und Anleger in den wirtschaftlichen Abgrund reißt. Dies hätte unabsehbare Folgen für die Integrität des deutschen Finanzmarktes, für Unternehmen, private und institutionelle Anleger sowie für viele Arbeitsplätze. Letztlich ist die Finanzmarktstabilität ein öffentliches Gut. Sie zu gewährleisten liegt in der Verantwortung des Staates.

### Haftungsbeschränkung der Eigentümer auf Kosten der Steuerzahler?

*»Die Haftung hat im Aufbau der wirtschaftlichen Gesamtordnung große Funktionen, wenn die Gesamtordnung eine Wettbewerbsordnung sein soll. Dann soll sie die Auslese der Betriebe und leitenden Persönlichkeiten ermöglichen und erleichtern. Sie soll weiter bewirken, dass die Disposition des Kapitals vorsichtig erfolgt. Investitionen werden um so sorgfältiger gemacht, je mehr der Verantwortliche für diese Investition haftet. Die Haftung wirkt insofern also prophylaktisch gegen eine Verschleuderung von Kapital und zwingt dazu, die Märkte vorsichtig abzutasten.« Walter Eucken<sup>1</sup>*



Karl-Theodor  
Freiherr zu Guttenberg\*

\* Dr. Karl-Theodor Freiherr zu Guttenberg ist Bundesminister für Wirtschaft und Technologie.

<sup>1</sup> Walter Eucken (1952/90): Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 6. durchgesehene Auflage, Tübingen, XVI. Kapitel: Die Politik der Wettbewerbsordnung – Die konstituierenden Prinzipien.

Walter Eucken beschreibt eine heilsame, marktdisziplinierende Wirkung des Haftungsprinzips in einer marktwirtschaftlichen Ordnung. Wer die volle Verantwortung für seine Entscheidungen trägt, überlegt sich sehr genau, wo er investiert, welche Risiken er eingeht und wen er mit der Unternehmensführung betraut. Es ist im ureigenen Interesse eines haftenden Anteilseigners, über eine kluge Unternehmensverfassung und eine strenge Unternehmenskontrolle den langfristigen Erfolg seiner Unternehmung sicherzustellen. Die Anreize, dieser Aufgabe nach bestem Wissen und Gewissen gerecht zu werden, nehmen allerdings ab, wenn durch Haftungsbeschränkungen die volle Zurechenbarkeit von Risiken verhindert wird.

Vor diesem Hintergrund wird die Grundproblematik deutlich, der sich die Bundesregierung gegenüber sieht: Zur Abwehr massiver Störungen an den Finanzmärkten wird sie gezwungen, systemrelevanten Finanzinstituten Bestandschutz zu garantieren. Damit entfällt die im normalen marktwirtschaftlichen Prozess als Sanktionsmechanismus für Fehlverhalten unverzichtbare Option der Unternehmensinsolvenz.

Die faktische Staatsgarantie für systemrelevante Banken schützt sowohl die Eigentümer als auch die Gläubiger der entsprechenden Institute. Während der Schutz der Gläubiger im Sinne der Finanzmarktstabilisierung sinnvoll und zweckmäßig ist, liegt ein garantierter Schutz der Eigentümer nicht im wirtschaftspolitischen Interesse. Ein Eigentümerschutz auf Kosten der Steuerzahler birgt im Gegenteil die Gefahr einer doppelt negativen Signalwirkung: Aktionäre, die vor den Folgen einer Insolvenz ihres Finanzinstituts bewahrt werden, haben ein geringeres Interesse an einer gewissenhaften Unternehmenskontrolle. Steuerzahler, die Sanierungsprofite der Aktionäre zu finanzieren haben, werden ihre Bereitschaft überdenken, zur Krisenbewältigung beizutragen.

### **Die ordnungspolitisch negative Signalwirkung einer Enteignung**

Der Staat hat die schwierige Aufgabe, die Finanzmarktstabilität zu gewährleisten, ohne dabei das Haftungsprinzip der Aktionäre auf Kosten der Steuerzahler zu beschränken. Dieses Ziel kann nach Auffassung einiger durch eine Enteignung der Aktionäre erreicht werden. Die intensive Diskussion, die wir bei der Verabschiedung des Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetzes (FMStErgG) zum Thema Enteignung geführt haben, hat aus meiner Sicht aber sehr deutlich gemacht, dass es ordnungspolitische Grenzen gibt, die wir bei aller Flexibilität selbst in sehr schwierigen Zeiten beachten müssen. Leitplanken brauchen wir gerade dann, wenn Wetterlage und Straßenzustand besonders schlecht sind. Erst durch den

Schutz des Privateigentums wird der Einzelne in die Lage versetzt, eine kluge Verwendung des Eigentums zu bestimmen und dafür die Verantwortung zu tragen. Mit Blick auf die ordnungspolitische Signalwirkung dürfen wir gerade in dieser schweren Krise nicht das in Frage stellen, was den Kern unserer freiheitlichen Wirtschaftsordnung ausmacht.

Das Instrument der Enteignung kommt daher im Rahmen des FMStErgG zeitlich befristet nur als absolut letztes Mittel in Frage, wenn sich alle anderen Wege zur Stabilisierung eines Finanzinstituts und des Finanzsektors insgesamt als ungangbar erwiesen haben – die Ultima Ratio zur Verhinderung einer Systemkrise. Ein unverhältnismäßiger Einsatz der Enteignung würde gegen die verfassungsrechtlich geschützte Eigentumsgarantie verstoßen. Steht dem Staat eine mildere Lösung für den Erhalt eines systemisch wichtigen Finanzdienstleisters zur Verfügung, ist diese nach dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit vorrangig zu nutzen. Ich bin nach wie vor fest davon überzeugt, dass es solche mildereren Lösungen gibt und die Enteignung nicht als dauerhafte Möglichkeit benötigt wird.

**Zwischenfazit:** Der Staat sollte über ein marktgerechtes Kriseninstrument verfügen, um ohne schädliche Signalwirkungen an Steuerzahler, (ausländische) Investoren und Manager ein in Schieflage geratenes, systemrelevantes Finanzinstitut unterhalb der Enteignungsschwelle stützen zu können. Vor diesem Hintergrund hat das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi) ein Restrukturierungsverwaltungsmodell entwickelt, dessen Grundzüge ich nachfolgend darstellen möchte.

### **Das Restrukturierungsverwaltungsmodell als marktgerechtes Kriseninstrument**

Da das eigentliche Problem bei der Sanierung systemrelevanter Banken die mangelnde Insolvenzfähigkeit ist, setzt hier der vom BMWi ausgearbeitete Entwurf eines Restrukturierungsverwaltungsgesetzes (RestrVG-E) an. Er legt die Grundlage dafür, systemrelevante Unternehmen des Finanzsektors, die ohne staatliche Unterstützungsmaßnahmen faktisch insolvent wären, unter eine staatliche Restrukturierungsverwaltung zu stellen. Diese vermittelt einer staatlichen Stelle ausreichende unternehmerische Kontrolle, um das Unternehmen zunächst zu stabilisieren und anschließend derart zu restrukturieren, dass es ohne staatliche Stabilisierungsmaßnahmen seine Geschäftstätigkeit fortsetzen kann. Der Restrukturierungsverwaltung steht dabei ein flexibles Instrumentarium zur Verfügung, das den staatlichen Einfluss auf das notwendige Mindestmaß begrenzt, zugleich aber eine effiziente Umsetzung der Restrukturierungsziele sichert.

Das BMWi hat bei der Erarbeitung des Restrukturierungsmodells primär zwei Ziele im Auge gehabt: die Sicherung der Finanzmarktstabilität und – da diese Sicherung regelmäßig nicht ohne den Einsatz beträchtlicher öffentlicher Finanzhilfen möglich sein wird – die Sicherung der Vermögensinteressen des Staates. Die Erreichung dieser beiden Ziele erfordert einerseits die Sicherstellung des Gläubigerschutzes und andererseits die Möglichkeit der Beschränkung von Aktionärsrechten.

### *Die Kernelemente des Gesetzentwurfs*

Voraussetzung für die Anordnung der Restrukturierungsverwaltung ist, dass ein Finanzinstitut ohne Berücksichtigung der bereits gewährten oder noch zu gewährenden staatlichen Unterstützungsmaßnahmen (voraussichtlich) zahlungsunfähig oder überschuldet wäre und die Sicherung der Finanzmarktstabilität eine Restrukturierung dieses Unternehmens erfordert (Systemrelevanz).

Aus meiner Sicht ist es unabdingbar, dass eine staatliche Stelle die Restrukturierungsverwaltung notfalls auch gegen den Willen des betroffenen Finanzinstituts durchsetzen kann. Deshalb entscheidet über die Anordnung der Restrukturierungsverwaltung die Finanzmarktstabilisierungsanstalt (FMSA), die durch das Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz geschaffen wurde. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) leistet Unterstützung bei der Prüfung der Voraussetzungen und kann auch selbst einen Antrag auf Anordnung der Restrukturierungsverwaltung stellen.

Die Restrukturierungsverwaltung beruht auf einem durch Verwaltungsakt erlassenen Restrukturierungsplan, der die Restrukturierungsziele und die hierfür erforderlichen Maßnahmen festlegt. Das Finanzinstitut erarbeitet selbst diesen Restrukturierungsplan, um einen unnötig starken staatlichen Eingriff in die Unternehmenstätigkeit zu vermeiden. Die FMSA kann jedoch erforderlichenfalls Änderungen vornehmen. Das Finanzinstitut ist dafür verantwortlich, den Restrukturierungsplan umzusetzen. Die FMSA überwacht die Umsetzung und kann hierfür weitgehende Informations- und Prüfungsrechte nutzen. Bei Bedarf kann der Restrukturierungsplan angepasst werden.

Sofern die bloße Umsetzung des Restrukturierungsplans nicht ausreicht, um die Finanzmarktstabilität zu gewährleisten, kann die FMSA weitere Maßnahmen ergreifen. Sie kann insbesondere die Aktionärsverwaltungsrechte (insbesondere die Stimmrechte, das Recht auf Teilnahme an der Hauptversammlung und die Informationsansprüche) suspendieren und diese gleichzeitig auf die FMSA übertragen. Für diesen Fall erlaubt das RestrVG-E – in Abweichung von den bestehenden Regelungen des Ak-

tiengesetzes – zudem ausdrücklich die Erteilung von Weisungen der Hauptversammlung an den Vorstand. Die FMSA kann also unter dieser Voraussetzung nicht nur die Aktionärsverwaltungsrechte wahrnehmen wie ein Aktionär. Sie kann zusätzlich auf die operative Geschäftsführung Einfluss nehmen und auf diese Weise die Restrukturierung durchsetzen. Weitere Möglichkeiten der FMSA sind die Bestellung und Abberufung von Geschäftsleitern, die Vornahme von Stabilisierungsmaßnahmen (Garantien, Rekapitalisierung und Risikoübernahme), die Überprüfung bestehender Vergütungs- und Bonussysteme sowie die Unterbindung von Gewinnausschüttungen an Aktionäre. Dividenden werden nicht nach Ende der Restrukturierungsverwaltung nachgezahlt. Schließlich sind besondere Regelungen für den Umgang mit Nachrangkapitalgebern vorgesehen.

Gegen die Maßnahmen der FMSA besteht Rechtsschutz in erster und letzter Instanz vor dem Hessischen Verwaltungsgerichtshof. Anfechtungsklagen müssen innerhalb einer verkürzten Frist von zwei Wochen nach Bekanntgabe des Verwaltungsaktes erhoben werden. Sie entfalten keine aufschiebende Wirkung.

Die Restrukturierungsverwaltung endet mit der Umsetzung des Restrukturierungsplanes. Die FMSA kann sie auch beenden, wenn die Systemrelevanz des betroffenen Finanzinstituts weggefallen ist, die langfristig rentable Geschäftstätigkeit ohne staatliche Unterstützung erwartet werden kann oder die BaFin einen Insolvenzantrag für das Finanzinstitut gestellt hat. Dabei ist sicherzustellen, dass Alteigentümer nicht zu Lasten der öffentlichen Hand von der Sanierung des Finanzinstituts profitieren. Denn die FMSA kann bei der Restrukturierung des Finanzinstituts auf das vorhandene Instrumentarium des Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetzes zurückgreifen, um eine vorrangige Befriedigung des Bundes zu gewährleisten. Zudem hat das betroffene Finanzinstitut nach einer ausdrücklichen Regelung des RestrVG-E die Kosten der Restrukturierung zu tragen.

Das Restrukturierungsverfahren erlaubt weitgehende Maßnahmen, die die Eigentumsrechte der betroffenen Aktionäre und die der sonstigen Eigenkapitalgeber intensiv berühren. Gleichwohl stellt es weder rechtlich noch ökonomisch eine Enteignung dar. Die Aktionäre behalten grundsätzlich ihre Rechtsstellung. Ihnen bleibt es auch während der Dauer der Restrukturierungsverwaltung unbenommen, über ihre Aktien zu verfügen. Die Restrukturierungsverwaltung ist deshalb ein milderer Instrument als die Enteignung. Die Maßnahmen sind in der Abwägung der öffentlich-rechtlichen Zielsetzung des Gesetzes (Finanzmarktstabilität, Sicherung öffentlicher Vermögensinteressen) mit dem Schutz des Eigentums nach Art. 14 des Grundgesetzes verhältnismäßig.

Der bereits ausgearbeitete Gesetzentwurf ist als temporäre Maßnahme für die aktuelle Finanzmarktkrise konzipiert. Nicht auszuschließen ist jedoch, dass es auch über die derzeitige Finanzmarktkrise hinaus notwendig wird, ein systemrelevantes Finanzinstitut zu stabilisieren. Ich schlage daher vor, die Überlegungen zu einer Restrukturierungsverwaltung als dauerhafte Lösung zu etablieren. Dazu sollen die Regelungen in das Kreditwesengesetz (KWG) überführt werden. Innerhalb einer dauerhaften Lösung müsste die Restrukturierungsverwaltung anstelle der FMSA der BaFin zugeordnet werden. Die Stabilisierung und Restrukturierung eines in Schieflage geratenes, systemrelevantes Finanzinstituts ist ohne öffentliche Finanzhilfen nicht möglich. Daher ist im Einzelfall zu entscheiden, inwieweit die zum Jahresende 2009 auslaufenden Instrumente des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes weiterhin zur Verfügung stehen sollten.

### Fazit

Das Restrukturierungsmodell ist ein marktgerechtes Instrument zur nachhaltigen Sicherung der Finanzmarktstabilität bei gleichzeitiger Wahrung der öffentlichen Vermögensinteressen. Ein systemisch relevanter Finanzdienstleister kann restrukturiert werden, ohne dass allein der Steuerzahler die Last trägt und die bisherigen Eigentümer von der Sanierungsrendite profitieren. Unnötige Belastungen der Steuerzahler und eine Beeinträchtigung der Marktdisziplin können vermieden werden. Das Restrukturierungsmodell schließt ohne enteignende Maßnahmen eine ordnungspolitische Lücke, die entsteht, wenn eine Insolvenz aus systemischen Gründen nicht durchgeführt werden kann.



Manfred Weber\*

### Verstaatlichung kann nur »Ultima Ratio« sein

Die politische Debatte über das vor Ostern in Kraft getretene Gesetz zur weiteren Stabilisierung des Finanzmarktes war vor allem durch das Rettungsübernahmegesetz geprägt. Es schafft die Möglichkeit, Bankaktionäre gegen Entschädigung zu enteignen. Das neue Gesetz, das im Kern auf den Fall der Hypo Real Estate zugeschnitten ist, wurde in der Öffentlichkeit kontrovers diskutiert. Neben der in erster Linie für Juristen bedeutsamen Problemstellung der Einzelfallgesetzgebung (»Lex HRE«) ging es vor allem um die wirtschaftspolitische Einordnung. »Tabubruch«, »Rutsch in eine staatsdominierte Wirtschaftsform« und »Schaden für den Wirtschaftsstandort Deutschland« lauteten nur einige der kritischen Überschriften.

Inzwischen zeichnet sich jedoch ab, dass die durch das Rettungsübernahmegesetz geschaffene Möglichkeit der Enteignung nicht genutzt werden muss. Gleichwohl werden die im Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz vorgenommenen gesellschaftsrechtlichen Vereinfachungs- und Beschleunigungsmaßnahmen dazu führen, dass wir es am Ende des Tages mit einer verstaatlichten Bank zu tun haben. So hält der Bund nach Ablauf der Annahmefrist des Übernahmeangebots über den SoFFin inzwischen 47,31% aller Aktien der Hypo Real Estate. Auf einer für den 2. Juni geplanten außerordentlichen Hauptversammlung soll eine Kapitalerhöhung beschlossen werden. Die neuen Aktien sollen unter Ausschluss der Altaktionäre vom SoFFin gezeichnet werden. Mit einer Kapitalmehrheit von über 90% könnte dieser dann im Rahmen eines so genannten Squeeze-out-Verfahrens die Anteile der verbliebenen Aktionäre übernehmen.

\* Prof. Dr. Manfred Weber ist Geschäftsführender Vorstand des Bundesverbandes deutscher Banken.

### Verstaatlichung nur als »Ultima Ratio«

Zweifellos steht die Verstaatlichung von Unternehmen im Gegensatz zu den marktwirtschaftlichen Grundprinzipien des Privateigentums und der Vertragsfreiheit und kann – wenn überhaupt – nur in außergewöhnlichen Situationen gerechtfertigt sein. Sie darf nur »Ultima Ratio« sein. Staatliche Eigentümerschaft kann nicht als Dauerzustand angestrebt werden. Die im Rettungsübernahmegesetz enthaltene Vorgabe, dass Unternehmen, deren Anteile enteignet worden sind, unverzüglich wieder zu privatisieren sind, sobald eine nachhaltige Stabilisierung stattgefunden hat, gilt auch für die sich nun abzeichnende Form der Verstaatlichung.

### Finanzmarktkrise erfordert staatliches Handeln

Eine sachgerechte Bewertung der Frage einer Verstaatlichung der Hypo Real Estate kann nur vor dem Spiegel der Finanzmarktkrise und der Bedeutung der Hypo Real Estate für die Finanzmärkte erfolgen. Die Finanzmärkte befinden sich in einer systemischen Krise. Staatliche Interventionen sind in dieser Situation das einzige Mittel, um die Stabilität der Märkte zu sichern und die Voraussetzungen dafür zu schaffen, dass wieder Vertrauen zwischen den Marktteilnehmern entsteht. Das nach der Insolvenz von Lehman Brothers von der Politik weltweit ausgegebene Ziel, dass die Insolvenz eines weiteren systemrelevanten Finanzunternehmens verhindert werden müsse, ist alternativlos.

### Systemrelevanz als Referenzpunkt

Bei der Hypo Real Estate handelt es sich ohne Zweifel um ein systemrelevantes Kreditinstitut. Eine Insolvenz hätte weitreichende Folgen für die Finanzmärkte. Zu Beginn der Hypo-Real-Estate-Krise warnten die Deutsche Bundesbank und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht davor, dass eine Insolvenz der Hypo-Real-Estate-Gruppe für Deutschland ähnlich unabsehbare Folgen auslösen könnte wie der Zusammenbruch der amerikanischen Finanzgruppe Lehman Brothers. Wegen der hohen Verflechtungsintensität der Hypo-Real-Estate-Gruppe wäre mit schwerwiegenden Störungen der Kapitalmärkte zu rechnen. Auch gäbe es Auswirkungen auf den Zahlungsverkehr. Der Ausschluss eines Teilnehmers mit der Größe der Hypo Real Estate würde zu erheblichen Verwerfungen des nationalen und europäischen Zahlungsausgleichs führen.

Daneben – vor allem – wäre der deutsche Pfandbriefmarkt massiv betroffen. Die Hypo Real Estate ist einer der beiden größten Pfandbriefemittenten in Deutschland. Ihre Insolvenz würde das Vertrauen in den Pfandbrief erschüttern

und damit die Refinanzierungsmöglichkeiten vieler Kreditinstitute nachhaltig einschränken. Ein Ausfall würde darüber hinaus nicht nur die Banken treffen, die Forderungen gegenüber der Hypo Real Estate haben, sondern auch Versorgungswerke, Länder und Kommunen, die in großem Umfang Mittel bei der Hypo-Real-Estate-Gruppe angelegt haben, die häufig nicht von der Einlagensicherung gedeckt sind.

### Stützungsbedarf der Hypo Real Estate

Nachdem bereits vor der Verabschiedung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes eine erste Risikoabschirmung unter Beteiligung der Kredit- und Versicherungswirtschaft erfolgte, hat die Hypo Real Estate auch in großem Umfang Stabilisierungsmaßnahmen des SoFFin in Anspruch genommen. So hat der SoFFin einen Garantierahmen von 52 Mrd. € zur Verfügung gestellt und 20 Millionen Aktien aus dem genehmigten Kapital übernommen. Er hielt damit bereits vor dem Übernahmeangebot an die Aktionäre der Hypo Real Estate 8,7% der Aktien. Trotz dieser staatlichen Unterstützungsmaßnahmen besteht noch erheblicher Kapitalbedarf. Nach Presseberichten ist die Zufuhr von 10 Mrd. € neuen Eigenkapitals erforderlich, um eine Schließung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zu vermeiden – ein Betrag, für den sich in der derzeitigen Situation keine privaten Kapitalgeber finden.

Kurzum: Die Situation der Hypo Real Estate ist nach wie vor kritisch und erfordert schnelles und konsequentes Handeln. Es herrscht hoher Zeitdruck, die notwendigen Kapitalerhöhungen und Umstrukturierungsmaßnahmen durchzuführen. Dabei besteht höchstes Interesse an einer absoluten Transaktionssicherheit. Es muss unser aller Ziel sein, dass der Bund die erforderlichen Maßnahmen rechts- und hauptversammlungssicher durchführen kann.

Das Risiko von Aktionärsklagen, die aufschiebende Wirkungen für Hauptversammlungsbeschlüsse haben, muss ausgeschlossen werden. Dabei geht es weniger um die normalen Aktionäre, für die sich ohnehin die Frage stellt, ob bei einer Enteignung wirklich noch Eigentum im Sinne eines positiven Vermögensbestandes in Staatshand übergeht, sondern um Berufskläger, die quasi als Trittbrettfahrer der staatlichen Stabilisierungsmaßnahmen auf Aktien der Hypo Real Estate gesetzt haben. Eine Verstaatlichung der Hypo Real Estate, d.h. die Übernahme aller Anteile durch den SoFFin, wäre in einer solchen Situation unumgänglich – und auch im Interesse der Steuerzahler; sie sind es, die letztlich die Mittel für eine Stabilisierung der Hypo Real Estate und der Finanzmärkte bereitstellen.

### Geordnetes Reorganisationsverfahren für Kreditinstitute entwickeln

Es versteht sich von selbst, dass die Verstaatlichung einer Bank nur Ultima Ratio sein kann. Über das aktuelle Krisenmanagement hinaus müssen deshalb die Überlegungen und Anstrengungen darauf gerichtet werden, ein geordnetes Verfahren für die Restrukturierung und Sanierung insolventer systemrelevanter Banken zu entwickeln. In den Bundesministerien für Wirtschaft und Justiz sind ergänzend zum Gesetz zur weiteren Stabilisierung der Finanzmärkte bereits erste Überlegungen in diese Richtung angestellt worden, die sich auf das Vorfeld der im Kreditwesengesetz vorgesehenen Maßnahmen bei Gefahr und Insolvenzgefahr (§§ 45 ff. KWG) erstrecken.

Der Vorschlag des Bundeswirtschaftsministeriums sieht vor, systemrelevante Unternehmen des Finanzsektors, bei denen ohne staatliche Unterstützungsmaßnahme ein Insolvenzgrund eintreten würde, einer Restrukturierungsverwaltung durch eine staatliche Finanzmarktstabilisierungsanstalt zu unterstellen. Im Kern sollte sich diese Anstalt auf die Überwachung der Umsetzung eines unter Beteiligung des Unternehmens erstellten und durch Verwaltungsakt festgesetzten Restrukturierungsplans beschränken. Bei vielen Maßnahmen würde die Anstalt durch unmittelbare Verwaltungsakte handeln. Rechtsstreitigkeiten wären auf dem Verwaltungsgerichtsweg zu klären.

Das Bundesjustizministerium bevorzugt dagegen ein privatautonomes Plan- bzw. Reorganisationsverfahren, das auf den bereits vorhandenen, ausbaufähigen Instrumenten im KWG und den bewährten Strukturen des Insolvenzplanverfahrens aufsetzt. So soll das betroffene Institut einen Sanierungsplan erstellen und diesen mit einem Vorschlag für einen geeigneten Reorganisationsberater der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vorlegen. Diese kann den Berater mit den Rechten eines Sonderbeauftragten nach § 36 KWG (Anweisungen an die Geschäftsführung, Verbot der Annahme von Einlagen, Verbot oder Beschränkung der Tätigkeit der Geschäftsleitung) ausstatten. Für den Fall, dass diese Maßnahmen für eine erfolgreiche Sanierung nicht ausreichen, soll der Reorganisationsplan um weitergehende Schritte wie Kapitalmaßnahmen oder Aufgabe einzelner Geschäftsfelder erweitert werden können.

Grundsätzlich bilden die bestehenden Regelungen zum Insolvenzplanverfahren eine geeignete Grundlage für die Konzeption des »Reorganisationsverfahrens«. Es sollte versucht werden, die Ansätze von Justiz- und Wirtschaftsministerium miteinander in Einklang zu bringen. Freilich sind dabei noch komplexe juristische Fragen zu klären. Dies betrifft beispielsweise die Vereinbarkeit eines solchen Verfahrens mit Kündigungsregelungen in Netting-Rahmenverträ-

gen. Offen ist auch, wie die vorgesehene weitgehende »Entmachtung« der gesellschaftsrechtlichen Gremien mit den Vorgaben des EU-Gesellschaftsrechts in Einklang gebracht werden kann. Dennoch sollte sich die Bundesregierung nicht davon abhalten lassen, diesen Ansatz weiter zu verfolgen. Ob es allerdings gelingen wird, ein neues Verfahren noch in dieser Legislaturperiode in Kraft zu setzen – im Gespräch ist eine Koppelung an das bereits laufende Verfahren zum Gesetz zur Stärkung der Finanzmarkt- und Versicherungsaufsicht –, scheint wegen der Komplexität der Thematik fraglich.

### Fazit

Entschlossenes staatliches Handeln ist in der derzeitigen systemischen Finanzkrise ohne Alternative, um die Stabilität des Finanzsystems und letztlich unserer Wirtschaft zu gewährleisten. Dabei muss der Erfolg von Stabilisierungsmaßnahmen in einem gut begründeten Einzelfall wie der Hypo Real Estate auch durch eine staatliche Übernahme gesichert werden können.

Auch in anderen westlichen Industrieländern ist es im Zuge der Finanzmarktkrise zu (Teil-)Verstaatlichungen von Banken gekommen. Eine Beschädigung des Investitionsstandortes Deutschland infolge der Übernahme der Hypo Real Estate durch den Staat ist jedenfalls nicht zu erwarten. Ein unkontrolliertes Verfahren bei der Hypo Real Estate, das möglicherweise auch in einer Insolvenz enden könnte, wäre hingegen mit weitreichenden negativen Folgen verbunden. Gleichwohl sollten die von der Bundesregierung entwickelten Pläne für ein Reorganisationsverfahren zur Bankensanierung weiterverfolgt werden, damit künftig ein Regelwerk und Instrumente zur Verfügung stehen, welche die Notwendigkeit einer Verstaatlichung gar nicht erst entstehen lassen.



Otto Bernhardt\*

### »Enteignung« – Nur als letzter Schritt Bestandteil unserer Rechts- und Wirtschaftsordnung

Die Debatten der letzten Wochen über die Lage der deutschen und der Weltwirtschaft hatten stets einen ähnlichen Einstieg: Die Lage wird schlechter, die Daten werden bedrohlicher, und die getroffenen Maßnahmen reichen noch nicht aus, um die Situation zu stabilisieren. Teil der Diskussion um die angemessenen Reaktionen auf die Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise ist die Frage, ob im Ausnahmefall Aktionäre auch enteignet werden können. »Heute ist ein Tag der Unfreiheit, heute wird eine Grundachse verschoben«, beklagte FDP-Vize Rainer Brüderle in der Debatte um das Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz. Das Gesetz sei »ein Schlag gegen unsere Wirtschaftsordnung«. Linke-Fraktionschef Gregor Gysi warnte hingegen vor Belastungen für die Steuerzahler und forderte einen Lastenausgleich durch Vermögende. Den Linken wäre die Enteignung aller Bankaktionäre und eine volle Verstaatlichung aller Banken am angenehmsten. Ist eine Enteignung eine Änderung der bisherigen Ordnung unserer Wirtschaft, oder hätte sie schon längst vollzogen werden müssen? Zwischen diesen beiden Polen ist Platz für eine sachliche Diskussion, die sich nicht an populistischen Extremen orientiert, sondern sich auf Basis unseres Grundgesetzes und unserer Wirtschaftsordnung, der sozialen Marktwirtschaft, an einer Lösung der extremen Schieflage der Hypo Real Estate (HRE) orientiert.

Seit dem 15. September 2008 dreht sich die Finanzwelt nicht mehr so wie vorher. An diesem Tag ließ es die US-amerikanische Aufsicht zu, die Investmentbank Lehman Brothers in die geordnete Insolvenz gehen zu lassen. Dem »Chapter 11«-Verfahren wurde Lehman Brothers unterworfen, und die Finanzwelt verlor von einer Sekunde auf die andere das

vollkommene Vertrauen untereinander. Nicht wenige Ordnungspolitiker waren damals der Ansicht, der Finanzmarkt müsse auch mit Insolvenzen leben können. Keine Frage, in »normalen« Zeiten gehören Gewinne und Expansion genauso zum Wirtschaftsleben wie Verluste und Insolvenzen. In »normalen« Zeiten eben. Aber seit Mitte 2007 war der Finanzmarkt bereits erheblich gestört. Erstmals zeigten zu diesem Zeitpunkt die Verbriefungen amerikanischer Häuserkredite ihre Schwächen, die deutsche IKB geriet erheblich ins Strudeln. Seitdem weiteten sich die Spreads, die Signale für die Finanzierungskosten, erheblich aus. Der Interbankenmarkt kam bereits in Stottern. Aber: Bis zum 15. September 2008 waren die Ausweitungen bei den Refinanzierungskosten noch von fast allen Instituten tragbar, der Interbankenmarkt funktionierte einigermaßen. Nach dem 15. September 2008 war alles anders. Die Lehman-Pleite hatte das Vertrauen der Banken derart gestört, dass kein Institut dem anderem auch nur über Nacht Geld zur Verfügung stellen wollte. Entsprechend stiegen die Kosten der Refinanzierung. Und dies traf genau die HRE. Denn die HRE hat insbesondere bei ihrer irischen Tochterbank Depfa den Grundsatz nicht eingehalten, kurzfristige Engagements weitgehend kurzfristig zu refinanzieren, langfristige Ausleihungen weitgehend langfristig. Diese bankkaufmännische Grundweisheit spiegelte sich lange Zeit im Grundsatz II/III wider, dem Liquiditätsgrundsatz. Dieser wurde aber am 28. November 1998 von dem damaligen Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, dem BaKred, zum 1. Juli 2000 abgeändert und abgeschwächt. Bis dahin basierten die Liquiditätsgrundsätze auf der »Goldenen Bankregel«, die besagt, dass Finanzierungsmittel einem Kreditinstitut mindestens so lange zur Verfügung stehen sollen, wie der Vermögensgegenstand, der mit diesen Mitteln erworben wurde, gebunden ist. Hierdurch sollen Liquiditätsrisiken vermieden werden. Wird dieses Prinzip der fristenkongruenten Finanzierung jedoch strikt angewendet, so ist die Möglichkeit der Fristentransformation stark eingeschränkt. Auch wenn der Grundsatz in seiner starren Ausprägung den Instituten wenig Flexibilität ließ, so sollte seine Grundidee auch heute noch die Finanzierung von Banken und Sparkassen prägen. Bei der Depfa refinanzierte man aber langlaufende Ausleihungen sehr kurzfristig, nämlich etwa 30 Jahre laufenden Ausleihungen für drei bis sechs Monate. Dies lief solange, solange die Zins-einnahmen bei den langlaufenden Ausleihungen 4 bis 5% betragen und die Zinsausgaben bei kurzfristigen Refinanzierungen etwa 3%. Nach der Lehman-Pleite sind aber die Zinsen für kurzfristige Ausleihungen in die Höhe geschossen, das Geschäftsmodell der Depfa brach in sich zusammen und riss damit auch die HRE in die Tiefe.

Welchen Ausweg hätte es geben können, außer die Depfa mit ihrer Mutter HRE zu stützen? Keinen! Die Garantien des Bundes waren zwingend notwendig, um zu vermeiden, dass das Vertrauen der Banken untereinander weiter ins Bodenlose abgestürzt wäre, und um zu vermeiden, dass die Re-

\* Otto Bernhardt ist finanzpolitischer Sprecher der CDU/CSU-Fraktion im Deutschen Bundestag.

finanzierungskosten ins Unendliche angestiegen wären. Dieser Strudel hätte weitere Institute ins Negative gezogen. Ohne jede Frage, den Finanzmarkt zu stabilisieren, ist derzeit eine unserer wichtigsten Aufgaben. Nur ein funktionierendes Bankenwesen sichert jedem einzelnen seine Ersparnisse, seine Altersvorsorge, seinen Lebensstandard. Zugleich ermöglicht er Kredite, mit denen Unternehmen ihre Existenz sichern und expandieren können. Mit dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz haben wir im Herbst vergangenen Jahres mit einer gezielten Gesetzesmaßnahme systemrelevante Banken in Deutschland vor der Insolvenz geschützt. Ein unabdingbarer Schritt zur Sicherung unseres Wirtschaftssystems, der sozialen Marktwirtschaft. Mit dem Ergänzungsgesetz zum Finanzmarktstabilisierungsgesetz stellen wir sicher, dass dies auch in Zukunft so bleibt. Der Steuerzahler müsste ansonsten befürchten, dass der endgültige Zusammenbruch maroder Banken am Ende nur mit Milliarden Euro verhindert werden kann. Der endgültige Zusammenbruch der maroden HRE kann am Ende nur mit Milliarden Euro verhindert werden.

Jeder neue Tag beschert der HRE neue Millionenverluste. Es muss also gehandelt werden, die Zeit drängt. Ziel des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes ist die kurzfristige Stabilisierung des Instituts – mittelfristig bleibt nur eine geordnete Abwicklung und Umstrukturierung. Weitere Verzögerungen würden aber zu neuen Verlusten führen. Um das zu verhindern, soll mit dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz die Möglichkeit eröffnet werden, das Ruder bei der HRE notfalls auch gegen den Willen der Eigentümer zu übernehmen. Wer auf das Übernahmeangebot der Regierung nicht eingeht, wird schlicht enteignet. Für CDU und CSU ist das gewissermaßen ein Dammbreach. Vergessen wir aber nicht, dass unser Grundgesetz eine Enteignung grundsätzlich vorsieht. Es wird ja intensiv in der Wissenschaft diskutiert, ob das Grundgesetz bereits die Grundlage für unsere Wirtschaftsordnung, die soziale Marktwirtschaft legt, oder ob es wirtschaftspolitisch neutral ist. Dies kann dahin gestellt bleiben, denn sowohl Rechts- als auch Wirtschaftsordnung sehen eine Enteignung vor. Eigentum ist nach unserem Verständnis die materielle Basis und Anreiz für den Gebrauch unserer Freiheit. Artikel 14 Absatz 3 des Grundgesetzes macht aber deutlich, dass Einschränkungen des Eigentums durch Enteignungen unserem Rechtsstaat vertraut sind. Dem älteren deutschen Recht war die Enteignung fremd, zumal angesichts der weitgehend sozialen Einbindung namentlich des Grundeigentums kein Bedürfnis für Eingriffe etwa in Art einer Enteignung bestand. Erst als sich zunächst in den Städten eine von der öffentlichen gelöste private Sachherrschaft ausbildete, zeitigten Notwendigkeiten des Gemeinwesens seit dem 14. Jahrhundert auch in deutschen und schweizerischen Städten Maßnahmen des Zwanges zur Abtretung von Grundeigentum gegen Entschädigung. Und jeder, der aus einem ländlichen Raum kommt, der kennt Enteignungen. Die Narben der Flurbereinigungen und der

hiermit verbundenen Enteignungen in den siebziger Jahren des 20. Jahrhunderts sind bei vielen Landwirten noch vorhanden, oder der Bau von Fahrradwegen, die wir doch alle gerne in unserer Freizeit nutzen, ist ohne Enteignung nicht zu vollziehen. Das Bundesverfassungsgericht setzt Enteignungen folgende Grenzen: »Enteignung im Sinne des Art. 14 Abs. 3 des Grundgesetzes ist der staatliche Zugriff auf das Eigentum des Einzelnen. Ihrem Zweck nach ist sie auf die vollständige oder teilweise Entziehung konkreter subjektiver Rechtspositionen gerichtet, die durch Artikel 14 Abs. 1 S. 1 GG gewährleistet sind«. Maßgeblich ist danach nicht mehr die Schwere des Eingriffs, sondern dessen Form und Zweckrichtung. Sachlich erfasste die Enteignung, die im 19. Jahrhundert insbesondere bei Eisenbahn-, Straßen- und Festungsbauten große Bedeutung gewann, anfangs ausschließlich die Entziehung von Eigentum oder anderen dinglichen Rechten an Grundstücken. Dieser »klassische Enteignungsbegriff« ist seitdem vor allem durch die Rechtsprechung nach mehreren Richtungen stark erweitert worden. Mit dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz gehen wir einen weitgehenden Schritt, keine Frage. Hier geht es nicht mehr um Enteignungen von Land, sondern um Wertpapiere. Gerechtfertigt sein kann der Eingriff einer Enteignung nur bei Beachtung der Anforderungen des Art. 14 Abs. 3 S. 1–3 des Grundgesetzes. Ferner sind Enteignungen nur zum Wohle der Allgemeinheit zulässig. Wie stets muss der Staat auch diesen Grundrechtseingriff mit legitimen Gemeinwohlinteressen rechtfertigen; rein privatnützige Gründe, aber auch rein fiskalische Gründe sind ausgeschlossen. Bei der am Ziel der Gemeinwohlverwirklichung zu orientierenden Verhältnismäßigkeitsprüfung muss die Enteignung nicht nur ein geeignetes, sondern auch das mildeste Mittel sein. Alternative Planungen und freihändiger Erwerb müssten also zuvor versucht und fehlgeschlagen sein.

### Enteignung möglich, ...

Ergänzend zum Grundgesetz gilt: Deutschlands Wirtschaftsordnung ist die soziale Marktwirtschaft. Sie wurde aus der freien Marktwirtschaft entwickelt. Damit keine zu großen sozialen Ungerechtigkeiten entstehen, greift der Staat durch bestimmte Regeln in die freie Marktwirtschaft ein. Zum Beispiel sollen Gesetze verhindern, dass sich große Firmen zu so genannten Kartellen zusammenschließen, denn dann könnten diese Kartelle die Preise ihrer Produkte so absprechen, dass kleinere Betriebe nicht mehr mithalten können und pleitegehen. Kurz, die Freiheit der Marktwirtschaft wird da eingeschränkt, wo sie unsozial ist, wo sie nur den Starken dient und den weniger Starken schadet. Das Privateigentum wird geschützt, aber wer Eigentum hat, hat auch Verantwortung dafür, wie er damit umgeht. Eine Enteignung ist also sowohl nach dem wirtschaftspolitisch neutralen Grundgesetz als auch nach unserer Wirtschaftsordnung, der sozialen Marktwirtschaft möglich.



### ...sollte aber vermieden werden

Jetzt heißt es aber alles zu unternehmen, um eine Enteignung zu vermeiden, ausschließen können wir sie aber nicht. Allzu viele aus bürgerlichen Kreisen fühlen sich zwar jetzt an die Exzesse trauriger sozialistischer Gesellschaftsmodelle erinnert. Rein politisch bewertet könnte der Unmut sicher verständlich sein. Wenn man sich jedoch die nackten Fakten anschaut, bleibt dem Staat am Ende gar keine andere Möglichkeit mehr als die Enteignungsoption offenzulassen. Zu groß ist die Gefahr, immer tiefer in den Abwärtsstrudel der HRE gezogen zu werden. Außerdem gilt wie beschrieben: Die Regierung ist per Amtseid verpflichtet, Schaden vom deutschen Volk abzuwenden – notfalls eben auch durch Enteignung. Und einfach hat sich die große Koalition die Sache bislang wirklich nicht gemacht. Das so genannte Rettungsübernahmegesetz ist auf einen kurzen Zeitraum begrenzt, und es ist es so eng formuliert, dass es praktisch nur bei der Hypo Real Estate Anwendung findet. Eine dauerhafte Veränderung der Rechts- und vor allem der Wirtschaftsordnung ist damit nicht verbunden. Es gibt keine Alternative zu einer wesentlichen Übernahme des Staates bei der HRE. Die Bilanzsumme der HRE liegt nur knapp unter der von Lehman Brothers. Die Hypo Real Estate einfach in die Insolvenz rutschen zu lassen, würde nur einen neuen Tsunami an den Finanzmärkten auslösen und in der aktuellen Krise wie ein Brandbeschleuniger wirken.

Eines gilt es aber zunächst noch zu klären: Das Bundesfinanzministerium ist der Bevölkerung bislang den Beweis schuldig geblieben, warum nicht eine Beteiligung des Staates an der HRE von 75% und einer Aktie ausreicht. Viele Marktteilnehmer berichten, für die Refinanzierungskosten spiele es keine wesentliche Rolle, ob der Staat mit etwas mehr als 75%, mit 95% oder zu 100% hinter dem Institut stehe. Solange diese Frage nicht endgültig geklärt ist, kann auch eine Enteignung der Aktionäre der HRE nicht gerechtfertigt werden. Allein aus politischen Prestige Gründen und um möglicherweise die eigene Wählerklientel zu befriedigen, darf eine Enteignung nicht vollzogen werden. Bundesfinanzminister Steinbrück muss den Eigentümern, dem Deutschen Bundestag und der Bevölkerung insgesamt nachweisen, dass nur eine Enteignung der richtige Schritt ist. Nur dann kann eine Enteignung der Aktionäre der HRE ihre Rechtfertigung in unserer Rechts- und Wirtschaftsordnung finden.



Stephan Paul\*

### Bankenenteignung – Kein Sturm im Wasserglas!

Nach Wochen hitziger Debatten und einem im April im Eilverfahren verabschiedeten Ergänzungsgesetz zum Finanzmarktstabilisierungsgesetz scheint das Schreckgespenst einer Bankenenteignung in Deutschland Anfang Mai gebannt. Zur Rettung der in der schwersten Finanz- und Wirtschaftskrise der Nachkriegszeit existenziell gefährdeten Hypo Real Estate (HRE), für die staatlicherseits bereits Eigenkapitalhilfen und Garantien von über 100 Mrd. € zur Verfügung gestellt wurden, konnte sich der Bund durch ein entsprechendes Übernahmeangebot an die Aktionäre rund 47% der Anteile sichern. In einer für Anfang Juni anberaumten Hauptversammlung des Instituts dürfte er damit die Stimmenmehrheit besitzen, da nicht mit der Anwesenheit sämtlicher Aktionäre gerechnet wird. Insofern könnte dann auch eine Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts für die Altaktionäre durchgesetzt und – mit einem Anteil von 90% – ein Zwangsausschluss (»Squeeze out«) der noch verbliebenen Eigentümer beschlossen werden (zum Verlauf der krisenhaften Entwicklungen und der Enteignungsdiskussion vgl. Paul und Stein 2009).

In der Öffentlichkeit wird von der Politik nun der Eindruck erweckt, damit habe das »Enteignungsgesetz« seine Funktion erfüllt: das Erzeugen einer Drohkulisse, die den tatsächlichen Vollzug überflüssig macht. Und da die Erlaubnis für einen derartigen Eingriff des Staates ohnehin nur bis Ende Juni befristet war, mag dabei die Hoffnung mitschwingen, über die parlamentarische Sommerpause und den Bundestagswahlkampf hinweg werde »Gras über die Sache wachsen«. Also nur ein Sturm im Wasserglas? Keineswegs, denn da derzeit der weitere Verlauf der Krise nicht prognostizierbar ist, verliert die Diskussion um die Frage der Ban-

\* Prof. Dr. Stephan Paul ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzierung und Kreditwirtschaft an der Ruhr-Universität Bochum.

kenenteignung keineswegs an Bedeutung. Im Gegenteil: Die Atempause, die durch den (voraussichtlich) ordnungspolitisch unbedenklichen Weg für die Verstaatlichung von der HRE gegeben ist, bietet die Chance, diese Frage noch einmal grundsätzlich zu durchdenken.

### Bankenenteignung als Ultima Ratio erforderlich, ...

Die Ziele des Gläubigerschutzes (vgl. Dewatripont und Tirole 1994) und die Notwendigkeit des Schutzes von Finanzsystemen (z.B. Mishkin 1999) zur Vermeidung albatrauhafter gesamtwirtschaftlicher Störungen (vgl. Guttentag und Herring 1986) – also im Vergleich mit anderen Branchen aus den Spezifika der Kreditwirtschaft abgeleitete, besondere Schutzanliegen – sind die klassischen Argumente gegen das Fallenlassen systemrelevanter Banken und rechtfertigen somit grundsätzlich staatliche Eingriffe in das Marktgeschehen. Hieraus leitet sich die Begründung für unterschiedliche Formen von Rettungsmaßnahmen ab, wie sie auch in der aktuellen Krise nach dem »Fall« Lehman am 15. September 2008 international eingesetzt wurden: Eigenkapitalhilfen, Garantieleistungen, Aufkäufe von Problemativa usw.

Eine darüber hinausgehende Enteignung der Bankeigentümer durch den Staat stellt nicht nur ein für Marktwirtschaften grundsätzlich systemwidriges Element dar, sie verstößt auch gegen die Eigentumsgarantie des Grundgesetzes. Dort werden jedoch Ausnahmen dann für zulässig erklärt, wenn übergeordnete Interessen zur Wahrung des Gemeinwohls einer Fortsetzung des Privateigentums im Wege stehen. Ein solches Gemeinwohlanliegen ist zweifellos die Sicherung der Finanzsystemstabilität, denn z.B. ein auch nur temporäres Stillstehen des Zahlungsverkehrs, Schlangen vor den Bankschaltern oder das Austrocknen der Unternehmensfinanzierung könnten in der Bundesrepublik nahezu irreparable Schäden anrichten. Insofern bedeutet ein grundsätzliches Zulassen von Bankenenteignung nur eine Angleichung an das Baurecht, das Fachplanungsrecht, das Investitionshilferecht usw. Um es zuzuspitzen: Wenn es für die Errichtung einer lebenswichtigen Verkehrsader zulässig ist, ein Grundstück zu enteignen, dann muss zur Wahrung der Liquiditätsversorgung auch die Enteignung eines Finanzintermediärs in letzter Konsequenz möglich sein.

Gerade wegen der Schwere des Eingriffs darf eine Enteignungsentscheidung aber nicht willkürlich getroffen werden, sondern muss zwei Prüfkriterien genügen (vgl. grundsätzlich Weizsäcker 1982). Zum einen muss die Maßnahme erforderlich sein, um das Ziel des Systemschutzes zu gewährleisten (*Effektivitätsprüfung*). Zum anderen ist nachzuweisen, dass der Eingriff *verhältnismäßig* ist, also alle anderen, »weicheeren Designs« einer staatlichen Rettung ausgeschöpft sind (*Effizienzprüfung*).

Die Bankenenteignung als Ultima Ratio dürfte vor allem dann notwendig sein, wenn zur Sicherung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems ein besonderer Zeitdruck herrscht. Die Entwicklung der Diskussion um die Rettung der HRE liefert dafür ein Musterbeispiel. Die Systemrelevanz der Bank wurde seit dem Auftauchen erster Probleme in dem Institut im Herbst 2008 kaum ernsthaft angezweifelt, da ihm insbesondere für den Pfandbriefmarkt eine bedeutende Rolle zukommt und die dort gehandelten Produkte wiederum einen der letzten (vermeintlich) »sicheren Häfen« der Vermögensanlage für nahezu sämtliche nationalen und internationalen Kapitalanleger sind.

In der Folge hatte der Bund daher zulasten der Steuerzahler bereits umfangreiche Hilfen, insbesondere in Form von Kapitaleinlagen, geleistet, so dass nicht einzusehen war, warum ihm kein Zugriff auf die Vermögenswerte der zu rettenden Banken zustehen sollte. Dies gilt im Prinzip auch für gewährte Staatshilfen in Form von Garantien, wenn – wie bei der HRE – das Eigenkapital im Extremfall nahezu vollständig aufgezehrt ist und formaljuristische (Eventual-)Gläubiger faktisch die einzig verbliebenen Kapitalgeber sind.

Angesichts der weiteren Verluste des Instituts im Frühjahr 2009 und der drohenden Bankschließung durch die Bankenaufsicht war der Entschluss zu einer Rettungsübernahme durch den Bund nur konsequent. Dieses Ziel könnte – wie es sich jetzt bei der HRE abzeichnet – natürlich grundsätzlich auch über den Kauf von Aktien, möglicherweise auch nur bis zu einer Mehrheit von 75% plus einer Stimme, erreicht werden obwohl aus Gründen der Kontrolleffizienz (»voller Durchgriff«) sowie der Refinanzierungskosten eine 100%ige Übernahme anderen Beteiligungsquoten deutlich überlegen ist.

Dieser »übliche« Übernahmeweg über den Kapitalmarkt scheitert jedoch, wenn sich (wie bei HRE der Investor J.C. Flowers) einem Übernahmeangebot über Wochen hinweg verweigert. Darüber hinaus drohen bei bestimmten »Restquoten« freier Aktionäre stets Kapitalgeberkonflikte bis hin zu gerichtlichen Auseinandersetzungen. Zur Gewährleistung von Transaktionssicherheit und Reduktion von Transaktionskosten kann die Enteignung daher angesichts eines erheblichen Zeitdrucks der notwendigen Rettungsmaßnahmen angezeigt sein.

### ... jedoch mit der Gefahr ökonomischer Fehlanreize verbunden ...

Die grundsätzliche Verankerung einer Enteignungsregelung könnte insbes. bei ausländischen Kapitalgebern große Zweifel an der Sicherheit von Investitionen in der Bundesrepublik aufkommen lassen. Durch die in anderen Ländern – so

besonders prominent in Großbritannien durch den Banking Act 2009 – verankerten Enteignungsregelungen steht Deutschland in diesem Punkt indes nicht mehr allein (vgl. Kaserer 2009).

Ebenso könnte die Hemmschwelle für staatliche Interventionen unterschiedlichster Art sinken, wenn das Instrument der Enteignung erst einmal existiert, wenn nicht bei HRE, dann in einem anderen Fall auch tatsächlich eingesetzt und damit eine bisher hier zu Lande existierende ordnungspolitische Demarkationslinie überschritten wurde.

Der erhoffte Vertrauensaufbau stellt sich nicht zwangsläufig und auch nicht unbedingt dauerhaft ein, da in empirischen Studien eine relativ geringere Effizienz und ein geringeres Kostenbewusstsein bei staatlich geführten Banken nachgewiesen wurde. Gerade im Sektor der Landesbanken fallen im Zuge der Finanzkrise derzeit die höchsten Abschreibungen und Wertberichtigungen an. Es bestätigt sich somit die in der Literatur ausführlich herausgearbeitete, vergleichsweise höhere Risikoneigung staatlicher Institute: Die Gefahr des Moral hazard steigt immer dann, wenn sicher mit einem Bail-out im Zuge einer Schieflage gerechnet werden kann (vgl. Berger et al. 2004).

Mehr noch als bei Garantien und Minderheitsbeteiligungen wird der Wettbewerb unter den Banken durch eine Enteignung verzerrt. Eine Marktdisziplinierung solcher Institute wird vollständig ausgehebelt. Und es droht weiterhin die Gefahr des verzögerten oder ausbleibenden Exits, wenn der Staat erst einmal die Potentiale und Prozesse in dem jeweiligen Kreditinstitut umgestaltet hat.

### ... und deshalb nur in sehr engen Grenzen sachgerecht

Um die Gefahrenpotentiale einzuengen, sollte eine Enteignung daher zukünftig an bestimmte Bedingungen gebunden werden:

- Erstens muss ein *Maßstab für die Systemrelevanz* des zu enteignenden Instituts verankert werden. Als solcher bieten sich z.B. die Größe, die Verflochtenheit, die überragende Bedeutung für ein bestimmtes Segment des Finanzmarktes etc. an.
- Zweitens ist das *Versagen »milderer« Mittel zu belegen*. Dazu muss auch ein Kostenvergleich mit alternativen staatlichen Hilfsmaßnahmen vorgelegt und die *Dringlichkeit* des Eingriffs belegt werden.
- Die Bundesregierung sollte aufgefordert werden, halbjährlich eine *Stellungnahme zum frühest möglichen Zeitpunkt der Reprivatisierung* abzugeben.
- Alle drei Tatbestände sollten durch *zwei unabhängige wissenschaftliche Gutachten* belegt sein.

### Gesamtkonzept statt Aktionismus

Sofern man auf die Richtigkeit der zuvor vorgebrachten Argumente vertrauen und die Verhältnismäßigkeit wie angesprochen wahren kann, muss künftig statt eines aus der Not heraus geborenen, punktuellen und zeitlich befristeten Eingriffs eine Dauerregel verankert werden, um bei künftigen Krisensituationen (»Gefahr in Verzug«) schnell reagieren zu können.

Diese Dauerregel ist in ein Gesamtkonzept zur Bankenrettung einzubetten (vgl. Weder di Mauro 2009), das als *ein* Element auch ein für Kreditinstitute geeignetes Insolvenzverfahren beschreibt (vgl. Weder di Mauro und Hellwig 2009). Hier eignet sich indes die Regelung des Chapter 11 in den USA nicht, denn hiernach ist zwar eine Sanierung aus der Insolvenz möglich, indes sorgt allein die Eröffnung des Insolvenzverfahrens zum Eintritt eines »Default Events« und damit (wie bei Lehman gesehen) zu einem flächendeckenden »Platzen« von Derivateverträgen.

In einem solchen Gesamtkonzept dürfen aber – entgegen dem jetzigen Enteignungsgesetz! – auch öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute keinesfalls ausgeklammert werden. Denn eine öffentlich-rechtliche Rechtsform und/oder – Trägerschaft allein ist noch keine Gewähr für Interessengleichheit unter den Anteilseignern. Die Debatte um die Zukunft der Landesbanken zeigt, dass zwischen Bundesländern, Sparkassen- und Landschaftsverbänden, Förderbanken, zwischengeschalteten Holdings etc. mitunter erhebliche Interessenkonflikte bestehen können. Diese haben auch bald zwei Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise wirkliche Sanierungs- und Konsolidierungsschritte in diesem Sektor noch immer verhindert. Um auch hier schnell handeln zu können, muss ebenfalls als letzte Möglichkeit die Enteignung einzelner »Blockierer« aus dem Eigentümerkreis verankert werden.

Nach dem Spiel ist vor dem Spiel: Der Fall HRE muss eine Warnung sein, rasch Regeln zu verankern, mit denen in künftigen Krisensituationen übereiltes Handeln vermieden werden kann. Denn (Banken-)Panik ist ein schlechter Ratgeber.

### Literatur

- Berger, A.N. et al. (2004), »Bank concentration and competition: An evolution in the making«, *Journal of Money, Credit and Banking* 36, 433–450.
- Dewatripont, M., und J. Tirole (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press, Cambridge.
- Guttentag, J.M. und R. Herring (1986), *Disaster Myopia in International Banking*, Essays in International Finance No. 164, Princeton University, Princeton.
- Kaserer, Chr. (2009), »Das Enteignungsgesetz wäre vermeidbar gewesen«, *Börsen-Zeitung*, 28. März.
- Mishkin, F. (1999), »Global Financial Instability: Framework, Events, Issues«, *Journal of Economic Perspectives* 13(4), 21–42.
- Paul, St. und St. Stein (2009), *Die globale Kredit- und Liquiditätskrise*, WGZ BANKenmonitor, Düsseldorf, Mai.

Weder di Mauro, B. (2009), »Ein Gesamtkonzept für die Rettung der Banken fehlt«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 9. Februar.

Weder di Mauro, B. und M. Hellwig (2009), »Ich bin systemrelevant! Holt mich hier raus – Solvenzproblematik und Systemrisiko im Finanzsektor«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 18. März.

Weizsäcker von, C.C. (1982), »Staatliche Regulierung – positive und normative Theorie«, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik* 118, 325–343.



Klaus Fleischer\*

### **Hypo-Real-Estate-Group – Systemrelevante Bank unter sanfter staatlicher Führung**

Der Aufstieg und der tiefe Fall der Hypo Real Estate (HRE) – ehemals, stolzes DAX-Mitglied – wird in der Fachwelt und Wirtschaftspresse (vgl. etwa Papendick 2009; Bergmann und Welp 2009) ausführlich und konträr diskutiert.<sup>1</sup> Zu einem guten Ende, insbesondere für die Steuerzahler und Investoren, ist es noch ein gutes Stück Weg, bestückt mit schwer berechenbaren Imponderabilien und ungewissem Ausgang.

Fakt ist, dass in der Vergangenheit – trotz immer wieder zahlreicher beschwichtigenden Beteuerungen – eine Vielzahl von Risk-, Überwachungs- und Managementfunktionen fehl liefen mit der Folge, dass eine gewaltige Rettungsaktion unabwendbar wurde. Derzeit summieren sich die Liquiditätshilfen und Garantien auf 102 Mrd. € (vgl. Tab. 1). Der Großteil dieser Beträge stammt vom Bund, der Rest von privaten Banken. Begründet wird dieser enorme Kraftakt mit der Schiefelage des Institutes und etwaiger Folgen, die nicht nur für das nationale Finanzsystem, sondern weltweit wären. Um einen drohenden globalen Kollaps der Finanzsysteme zuvorzukommen, wird die systemisch notwendige Rettung gerechtfertigt. So stufen einige Marktkenner die Folgen eines hypothetischen worst case der HRE sogar höher ein, als dies bei der Fallierung der US-Investmentbank Lehman Brothers und dessen Kettenreaktion auf die Bankenlandschaft bislang der Fall war.

Die HRE gilt als eine der größten Verkäufer langfristiger Pfandbriefe. Ihr Anteil am mit 806 Mrd. € schweren Pfandbriefmarkt wird per 31. Dezember 2008 mit 11,9% (6,4% HRE

\* Prof. Dr. Klaus Fleischer ist Professor für Finanz- und Bankwirtschaft an der Hochschule München.

<sup>1</sup> Zur Klärung der Vorgänge des Münchner Immobilienfinanziers hat der Bundestag am 23. April 2009 einen Untersuchungsausschuss eingesetzt.

**Tab. 1**  
**Rettungspaket Hypo Real Estate**

Datum	Volumen (in €)	Aktion	Träger
06.10.2008	50 Mrd.	Liquiditätslinie	Regierung, Bundesbank, Finanzierungskonsortium
21.11.2008	30 Mrd.	Kapitalgarantie	SoFFin
09.12.2008	10 Mrd.	Kapitalgarantie	SoFFin
20.01.2009	12 Mrd.	Kapitalgarantie	SoFFin
11.02.2009	10 Mrd.	Kapitalgarantie	SoFFin
Zwischensumme	102 Mrd.		
28.03.2009		Kauf eines Anteils für 60 Mill.	Anteil Staatsbesitz 8,7%
04.05.2009		Kauf eines Anteils für ? Mill.	Anteil Staatsbesitz 47,31%
02.06.2009		HV voraussichtlich Erhebung	Anteil Staatsbesitz 90%
nach 02.06.2009		Squeeze-out	Anteil Staatsbesitz 100%

Quelle: SoFFin und Zusammenstellung des Autors.

zuzüglich 5,5% Anteil Depfa) beziffert. Der Staatsfinanzierer ist somit nach der Eurohypo AG (Anteil 18,39%) (vgl. Verband Deutscher Pfandbriefbanken (vdp) 2009) zweitwichtigster Marktteilnehmer. Hieraus lässt sich aber zunächst nur bedingt eine Systemrelevanz für den deutschen Kapitalmarkt ableiten.

Da der Pfandbriefmarkt aber für unser Dreisäulenbankensystem eine wichtige Refinanzierungsfunktion einnimmt und über diese Refinanzierungsmöglichkeit – dem Verkauf von Pfandbriefen – Investitionen für gewerbliche und private Immobilien finanziert werden, bemisst die Bundesregierung ihr und nahestehenden Institutionen, den Big Playern dieses Marktsegments, Systemrelevanz zu.

Auf den ersten Blick vermag dies nicht zu überzeugen. Die Refinanzierungspotentiale (vgl. zu den Rahmenbedingungen Weber 2009) haben sich zunehmend in den vergangenen Jahren breiter orientiert je nach zugrunde liegendem Geschäftsmodell. So nimmt beispielsweise bei Direktbanken und Institutionen mit starkem Einlagegeschäft die eigenständige Aktiv-Passivsteuerung durch den Treasury eine immer stärker werdende Rolle ein. Allerdings gilt es die Prämissen der Einhaltung der Fristenkongruenz und eine angemessene betriebswirtschaftlich akzeptable Bilanzverlängerung strikt einzuhalten.

Als Hauptursache des Liquiditätsmangels der HRE werden gerade hier Verstöße konstatiert, da das riskante Ge-

<sup>2</sup> Das von dem Münchner Finanzmakler praktizierte Revolvingsystem für Schuldscheindarlehen hatte zunächst einen spektakulären Erfolg als Finanzierungssystem, bevor es infolge u.a. einer inversen Zinsstruktur kollabierte.

schäftsmodell eines vehementen Wachstumskurses, vereinfacht ausgedrückt, auf der Basis »aus kurz mach lang« beruht und spätestens, seit den Verwerfungen des Bankenmarktes verbunden mit dem verlorenen Vertrauen und dem Erliegen des Interbankenmarktes, scheitern musste. Ein Blick in das Geschichtsbuch von Bankenkrisen hätte genügt, uns beispielsweise warnend die Folgen des »Lex-Münemann«<sup>2</sup> der sechziger Jahre des letzten Jahrhunderts aufzuzeigen. Strittig ist folglich die Frage, ob ein Ausfall eines Marktanteils von gut 11% am Pfandbriefmarkt, einzeln betrachtet, die viel diskutierte Systemrelevanz rechtfertigt. Denn der Pfandbriefmarkt befindet sich seit geraumer Zeit bereits in einer kritischen Phase (vgl. Haugwitz 2009), mit oder ohne HRE. Zweifelsfrei würde aber durch einen Kollaps des Staatsfinanzierers HRE eine Kettenreaktion initiiert, da Pfandbriefe als absolut sichere Anlageform, nicht nur bei Privatinvestoren, sondern gerade bei Sparkassen, Versicherungen und Pensionsfonds und weiteren Kapitalsammelstellen, gelten.<sup>3</sup>

Gerade hier liegt die Problematik, da ein hypothetischer Kollaps der HRE, sicherlich eine Kettenreaktion zur Folge hätte, indem u.a. HRE-Gläubiger wie andere kleinere Bankeinheiten und Versicherungen gleichermaßen mit in den Konkurs gezogen würden.

Dies hätte sicherlich über den Sektor Baufinanzierung hinaus weitreichende Folgen. So könnte beispielsweise die drohende Gefahr einer Kreditklemme im Retail-Banking und im Mittelstand (KMU) nur schwer abgewendet werden. Unter diesem Blickwinkel lässt sich die Entscheidung der Bundesregierung von Herbst letzten Jahres, als das Ausmaß des Desasters sich ankündigte, bedingt rechtfertigen. Allein über den einzuschlagenden Sanierungs-, Restrukturierungs- oder Liquidierungskurs seitens der Beteiligten herrschen unterschiedliche Meinungen.

Nachdem die Verstaatlichung der HRE nun aller Voraussicht nach geordnet<sup>4</sup>, d.h. ohne Enteignung der Beteiligten, über die Bühne gehen kann, liegt das Augenmerk zunächst auf den Beschlüssen der außerordentlichen Hauptversammlung am 2. Juni 2009.

<sup>3</sup> Vgl. »Gesetz zur Fortentwicklung des Pfandbriefrechts« das per 26. März 2009 in Kraft getreten ist und die hohe Qualität des Pfandbriefs weiter verbessern soll.

<sup>4</sup> Der ordnungspolitische Tabubruch »Enteignung einer Bank« eines ehemaligen DAX-Wertes, den das eigens im Eiltempo auf den Weg gebrachte Rettungsübernahmegesetz »Lex HRE« als Ultima Ratio vorsieht, findet demnächst nicht statt.

**Tab. 2**  
**Künftige Geschäftsmodelle HRE (nach Übernahmeangebot des Staats)**

Geschäftsvolumen	Geschäftsstruktur	Befürworter
Geordnete Abwicklung --> Marktausscheiden	Bad Bank Good Bank	Bundesfinanzminister <i>Peer Steinbrück</i> (Okt. 2008)
Mittlere Verkleinerung --> halten des Bilanzvolumens	Andockstation für andere Hypothekenbanken (= Marktführer, Immobilienfinanzierer)	Aufsichtsrat der HRE <i>Bernd Knobloch</i>
Drastische Verkleinerung --> Halbierung des Bilanzvolumens	Nur ausgewählte Immobilien und Staatsfinanzierung (= Pfandbriefgeschäft) z.B. keine Infrastruktur/Projektfinanzierung (PPP)	Vorstand der HRE <i>Axel Wienandt</i>

Quelle: Zusammenstellung des Autors.

Es ist davon auszugehen, dass der bereits vorab erreichte Stimmenanteil dem Bund ausreichen dürfte, eine mit einfacher Mehrheit zu beschließende Kapitalerhöhung durchzusetzen. Der Staat könnte anschließend die restlichen Aktionäre und insbesondere den ungeliebten Großaktionär Flowers mittels eines Squeeze-out-Verfahrens zwangsweise – ohne Enteignung – abfinden. Somit ist der Weg frei für eine aus Sicht des Bundes erfolgreiche Komplettübernahme, die unabdingbarer sei, um die bisher geleisteten Hilfen abzusichern.

In diesem Kontext wird aber übersehen, dass voraussichtlich die künftige Absicherung den Fiskus weitere Belastungen aufbürden wird. Zwar rechnet das Finanzministerium die zu Marktkonditionen ausgehandelten Zins- und Garantiezahlungen, die die HRE zu leisten hat, in ihrer Finanzrechnung gegen, ob und wie lange der Konzern die bereits im ersten Quartal 2009 fällig gewordenen 129 Mill. € nachhaltig künftig bedienen kann, erscheint in Bezug der vorgelegten schlechten Quartalszahlen des Konzerns und der Zukunftsperspektiven fraglich.

Schwer nachvollziehbar ist die Aussage des Vorstandschefs A. Wienandt bei einer Pressekonferenz am 5. Mai 2009, dass die HRE »gute Fortschritte bei der Neuausrichtung des Konzerns« mache.

Dies belegen die Geschäftszahlen des ersten Quartals 2009 in keiner Weise:

- dramatisches Absinken der Kernkapitalquote auf 3,4%,
- Sanierungs- und Restrukturierungsprozess bringt einen Verlust in Höhe von 382 Mill. € ein, und
- das künftige und ehemalige Kerngeschäft Immobilienfinanzierung mit Bestandskunden erreicht lediglich ein Volumen von 0,6 Mrd. €.

Gerade der letzte Indikator gibt Anlass zur Sorge, da der vom Aufsichtsrat und der EU-Kommission favorisierte Umstrukturierungsplan einer Besinnung auf traditionelle Wur-

zeln nur sehr zögerlich anspringt. Hieraus dürfte künftig nur schwerlich die Zinslasten an den Bund zu stemmen sein, da zunächst aus diesem Volumen des tragenden Geschäfts mehr als die Hälfte für den Quartalsverlust herzuhalten hat.

Abgesehen davon, dass es faktisch kein Neugeschäft gibt, steht das Volumen von 0,6 Mrd. € in keinerlei Relation zur Bilanzsumme des letzten Jahres von 411 Mrd. € und einer im laufenden Geschäftsjahr anzustrebenden Halbierung auf etwa 250 bis 330 Mrd. €.

Die Folge wird sein, dass sich das Rollenspiel »staatliche HRE« als langwierig und kostenspieliger erweisen wird, als ursprünglich angenommen. An dieser Stelle sei erinnert, dass der Staat in optimistischer Auslegung, seine Handlungsaktivitäten im vergangenen Jahr u.a. damit rechtfertigte nach erfolgreichem Sanierungsverlauf sich, für den Steuerzahler mit Gewinn, aus dem Engagement trennen zu wollen. Man müsse eben – so seinerzeit die Argumentation – lange genug abwarten können, bis die Börsenlage dies erlaube. Dass dieser Best Case mittlerweile in weite Ferne gerückt ist, scheint nun allen Beteiligten deutlich geworden zu sein. Telekom-Erinnerungen werden in diesem Zusammenhang wach.

Ansonsten wäre entsprechend dem marktorientierten großzügigen Übernahmeangebot an die freien Aktionäre von 1,39 € ein Besserungsschein beizulegen gewesen.

Da der Staat als Bankmanager langfristig sicherlich überfordert sein dürfte – dies belegt immer wieder der schmerzliche Prozess bei den Landesbanken und der schleppende Marktauftritt der KfW – sollte die HRE-Verstaatlichung nur als kurzfristiges Gastspiel und sanft über die Bühne gehen. Denkbar wäre die Ausgestaltung einer kommissionarähnlichen Rolle, wie dies derzeit auch bei dem Problemfeld Opel angedacht wird. Oberste Zielvorgabe hat dabei die Suche nach fachkundigen Investoren einzunehmen, an die Zug um Zug Kapitalanteile abzugeben sind.

In der ersten Stufe eines Umstrukturierungsplans und im Zusammenhang mit den Unterstützungsmaßnahmen des Bundes hat eine baldige Selektion in »Good« und »Bad Bank« zu erfolgen. Der gesunde Teil, inkl. dank umfangreicher Garantieleistungen des Bundes, restrukturierbarer Geschäftsfelder eignet sich sodann als Plattform und Andockstation für ein erweitertes, traditionelles Immobilienfinanzierungsgeschäft. Sicherlich wäre der vollständige Verzicht von Infrastrukturfinanzierungen zu überdenken. So ist es wenig schlüssig und stellt einen Systembruch dar, wenn der Staat einerseits große Konjunkturprogramme u.a. im Bereich von Public Private Partnerships (PPP) auf den Weg bringen möchte und andererseits auf die Kompetenzen seiner neu gewonnenen Staatsbank HRE verzichtet und sie von diesen zukunftssträchtigen Geschäftsfeldern ausschließt.

Lassen sich diese marktorientierten Rahmenbedingungen erfolgreich in ein neues Geschäftsmodell integrieren, so macht der derzeit eingeschlagene Weg einer »sanften Verstaatlichung« durchaus Sinn. Eine Umkehr der Prozesse ist ohnehin nicht möglich.

Nicht zuletzt aber wird der Erfolg und somit das Ausmaß der Belastung der Steuerzahler davon abhängen, wie effizient und kooperativ alle Beteiligten, Management und Aufsichtsrat, Staat und ordnungspolitische Gremien in der Lage sind, miteinander zu kooperieren und zu harmonisieren.

Den letzten Ausschlag geben werden aber die Rahmenbedingungen der Wirtschaft, insbesondere die zeitnahe und nachhaltige Überwindung der gegenwärtigen Krise.

## Literatur

- Bergmann, Chr. und C. Welp (2009), »Diskreter Charme«, *Wirtschaftswoche* (14), 30. März, 52–53.
- Fromm, Th. (2009), »Staatsbank statt Pleite«, *Süddeutsche Zeitung*, 14. Januar.
- Haugwitz, L. (2009), »Pfandbriefe wieder ausgebremst«, *Immobilien & Finanzierung* (5/6), 140.
- Höpner, A., M. Maisch, H.G. Nagl und K. Slodczyk (2009), »Kein Land in Sicht«, *Handelsblatt*, 6. Mai, 10.
- Hypo Real Estate Group (2009), *Zwischenbericht* zum 31. März 2009.
- Papendick, U. (2009), »Unternehmen Hypo Real Estate – Die Schlachtbank«, *Manager Magazin* (2), 48–52.
- Rudolf, M. und A. Saunders (2009), *Refinancing Real Estate Loans – Lessons to be learned from the surprime crisis*, vdp-Schriftenreihe Bd. 38, Verband deutscher Pfandbriefbanken, Berlin.
- Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp, Hrsg., 2009), *Der Pfandbrief – Faktor und Daten zu Europas führendem Covered Bond*, Berlin.
- Weber, A. (2009), »Aktuelle Refinanzierungsbedingungen der deutschen Kreditwirtschaft«, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* (9), 419–423.