



Sehr geehrte Damen und Herren!
Sehr geehrte Leserinnen und Leser!

In Art 1 der Bundesverfassung heißt es: „Österreich ist eine demokratische Republik. Ihr Recht geht vom Volk aus.“

Dem Parlament kommt daher eine zentrale Rolle im Staatsgefüge zu, da es vom Volk gewählt wurde und dessen Interessen vertritt. In dieser Funktion als Volksvertretung obliegt dem Parlament insbesondere die Gesetzgebung und somit auch die Formulierung von Rechten und Pflichten für alle Bürgerinnen und Bürger. Aber auch die Bindung des Handelns der Staatsverwaltung samt der an ihrer Spitze stehenden Bundesregierung sowie der Gerichtsbarkeit an Gesetze gehört zu den wesentlichen Merkmalen unserer Verfassungsordnung.

Daher freut es mich als Präsidentin des Nationalrates besonders, dass im Parlament regelmäßig Enqueten und Diskussionsveranstaltungen zu aktuellen Themen und Gesetzesvorhaben stattfinden, zu denen Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftler, Vertreterinnen und Vertreter der jeweiligen Bundesministerien, Interessensvertretungen, kurz die Expertinnen und Experten des jeweiligen Gebietes, geladen werden. Diskussion und Meinungsaustausch auf diesem hohen Niveau sind ein wertvoller Beitrag im Gesetzwerdungsprozess.

Die Zusammenstellung der Beiträge der Expertinnen und Experten in der nun vorliegenden Schriftenreihe ist umso bedeutsamer, als die Möglichkeit geschaffen wird, Standpunkte und Argumente auch für die späteren Rechtsanwenderinnen und Rechtsanwender nachlesbar zu machen und so die Hintergründe der Entstehung einer Norm besser nachvollziehen zu können.

Ich wünsche den Teilnehmerinnen und Teilnehmern noch viele spannende Gespräche und Ihnen, geschätzte Leserinnen und Leser, eine spannende Lektüre.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'B. Prammer', with a stylized flourish at the end.

Mag.^a Barbara Prammer
Präsidentin des Nationalrates

Vorwort

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

Unter dem Titel **„Vom Derivat zum Glücksspiel – Grenzen des Kapitalmarkts“** hat am 3. November 2009 eine weitere Diskussionsveranstaltung mit hochkarätiger Besetzung im Innenhof des Palais Epstein stattgefunden.

Behandelt wurden zunächst – ausgehend von der Kapitalmarktkrise seit dem Niedergang des Investmentbankhauses „Lehman Brothers“ und die dadurch ausgelöste Krise auch in der „Realwirtschaft“ – Forderungen und Vorschläge zu einer nachhaltigen Sanierung der Rahmenbedingungen für den Kapitalmarkt.

Als nächstes Thema wurde die Frage erörtert, welche Arten von Transaktionen und Rechtsgeschäften im Kapitalmarkt für die Krise (mit)ursächlich waren und wo künftig die Grenzen von Kapitalmarkttransaktionen liegen sollten. Der Umstand, dass im zunehmenden Ausmaß Finanzprodukte selbst für Experten nicht mehr ohne weiters nachvollziehbar sind und nicht selten anstelle der Kenntnis über das Produkt der Glaube an die Richtigkeit der Empfehlungen von Rating-Agenturen tritt, drängt die Frage nach den Grenzen einer wohl nur durch wirtschaftliche Sinnhaftigkeit gerechtfertigten Wirksamkeit derartiger Rechtsgeschäfte in den Vordergrund. Wo selbst für Experten die Grenze der Erkenn- und Durchschaubarkeit von Produkten erreicht ist, kann wohl auch keine sinnvolle Aufklärung der Kunden mehr erwartet werden. Diskutiert wurden in diesem Zusammenhang auch das „Financial Engineering“, die Frage, was „glücksspielähnliche“ Produkte sind und wie mit ihnen umgegangen werden sollte, sowie das Verhältnis zwischen Aufsichtsrecht (MiFID bzw. WAG) und klassischem Zivilrecht, wie etwa den Nichtigkeitsbestimmungen.

Der Vertreter der Arbeiterkammer NÖ berichtete über unzählige Zivilprozesse (MEL, Immofinanz) und präsentierte Forderungen zur besseren Durchsetzung bestehender Ansprüche.

Die FMA informierte über die aktuellen europäischen Vorhaben und der Vertreter der Bank stellte die Perspektive aus genossenschaftlich orientierter Sichtweise dar.

Wir haben uns entschlossen, das Ergebnis der Veranstaltung nicht nur resümeehaft darzustellen, sondern die Vorträge und den Verlauf der Podiumsdiskussion im „gefassten Echtwort“ wiederzugeben.

Den Podiumsvortragenden bzw. -diskutanten darf ich auf diesem Wege nochmals herzlich für ihre großartigen Beiträge danken und den Lesern wünsche ich eine spannende Lektüre.

Hannes Jarolim

Inhaltsverzeichnis

Vorwort von Mag.^a Barbara Prammer	V
Vorwort von Hannes Jarolim	VII
Autorenverzeichnis	XI
Einleitung von Dr. Hannes Jarolim	1
Univ.-Prof. Dr. Susanne Kalss, LL.M. (Florenz), <i>Kapitalmarktrecht am Prüfstand – Handlungsbedürfnisse für ein neues Kapitalmarktrecht</i>	2
Ao. Univ.-Prof. Dr. Christian Zib, <i>Was kann das Kapitalmarktrecht vom klassischen Zivilrecht lernen?</i>	12
Mag. (FH) Manfred Neubauer, <i>Mehr Schutz für Kleinanleger</i>	18
Vorstandsmitglied Mag. Helmut Ettl, <i>Neue Anforderungen an die Aufsicht durch aktuelle Entwicklungen am Kapitalmarkt</i>	25
VD Mag. Dr. Gerhard Rehor, <i>Die zukünftige Rolle der Banken im internationalen Kapitalmarkt</i>	31
Replik von Ao. Univ.-Prof. Dr. Christian Zib	42
Replik von VD Mag. Dr. Gerhard Rehor	43
Schlusswort von Dr. Hannes Jarolim	44

— |

| —

x

— |

| —

Autorenverzeichnis



Mag. Helmut Ettl ist Vorstandsmitglied der FMA und ehemaliger Leiter der Abteilung für Bankenanalyse und -revision der Oesterreichischen Nationalbank.



Dr. Hannes Jarolim ist Rechtsanwalt und Abgeordneter zum österreichischen Nationalrat (Justizsprecher der SPÖ, stellvertretender Vorsitzender des Justizausschusses), Präsident der Österreichisch-Chinesischen juristischen Gesellschaft und Committee Member der EALA – European Air Law Association. Er veranstaltet vor allem zu wirtschaftsrechtspolitischen Themen Diskussions- und Informationsveranstaltungen im Zusammenhang mit laufenden Gesetzesvorhaben.



Univ.-Prof. Dr. Susanne Kalss, LL.M. (Florenz) ist am Institut für Zivil- und Unternehmensrecht der Wirtschaftsuniversität Wien tätig, Mitautorin des Buches „Kapitalmarktrecht“ und Autorin zahlreicher Publikationen im Bereich des Gesellschafts-, Kapitalmarkt- und Wirtschaftsrechts.



Mag. (FH) Manfred Neubauer ist Leiter des AK-Verbraucher- und Informationsservice.



VD Mag. Dr. Gerhard Rehor ist Leiter der Geschäftsgruppe „Finanzmärkte“ der Raiffeisenlandesbank Niederösterreich-Wien AG.



Ao. Univ.-Prof. Dr. Christian Zib ist am Institut für Unternehmens- und Wirtschaftsrecht der Universität Wien tätig, Leiter des Österreichischen Forschungsinstituts für IT-Recht, Mitautor des Kommentars zum Kapitalmarktgesetz und Autor zahlreicher Publikationen zum österreichischen und europäischen Unternehmens- und Gesellschaftsrecht.

Fotonachweise:

Foto Ettl: FMA

Foto Jarolim: privat

Foto Kalss: privat

Foto Neubauer: ©ONEYE/Gottwald/Meinrad

Foto Rehor: AKNOE

Foto Zib: Gschweidl

Enquête „Vom Derivat zum Glücksspiel – Grenzen des Kapitalmarkts“

Dr. Hannes Jarolim

Meine Damen und Herren, ich darf Sie herzlich zu unserer heutigen Veranstaltung „Vom Derivat zum Glücksspiel – Grenzen des Kapitalmarkts“ begrüßen. Seit dem 9/11 des Kapitalmarkts, nämlich der Lehman-Pleite im letzten Sommer, gab es viele unterschiedliche Entwicklungen am Kapitalmarkt, gab es viele Ankündigungen, Bekanntgaben von Bedürfnissen und Pläne, wie diesen Bedürfnissen entsprochen werden könnte. Es gibt sie schon, die eine oder andere kleine Verbesserung, aber wir merken doch auch, dass in vielen Bereichen, in welchen Änderungsbedürfnisse ultimativ eingefordert worden sind, im Vergleich zur Intensität der Forderungen und Ankündigungen nur einige der möglichen Maßnahmen umgesetzt wurden.

Wir haben uns in unserer Veranstaltungsreihe „*Dialog im Parlament*“ schon öfter mit Kapitalmarktthemen auseinandergesetzt, zuletzt etwa im Zusammenhang mit dem Aktienrechts-Änderungsgesetz 2009. Für heute haben wir uns zum Ziel genommen, Fragen des Kapitalmarkts von der Metaebene etwas herunterzubrechen, etwa auf die Fragen: Wie sehen jene Derivate und jene Produkte aus, welche am Kapitalmarkt angeboten und gehandelt wurden und die mit Ursache für die Krise waren? Werden diese Produkte noch immer angeboten und wenn ja, wie sollten sie behandelt werden? Wie wird derzeit mit diesen Produkten umgegangen? Und wie sollte der Umgang damit – wir sind ja derzeit im Parlamentsbereich – in Zukunft gestaltet werden? Die Frage nach dem Verhältnis zwischen MiFID bzw WAG zum Zivilrecht ist sicherlich eines dieser Themen. Wir haben mit der Einführung des neuen WAGs die Forderung nach Transparenz ganz in den Vordergrund gestellt, die Forderung nach Aufklärung und nach Information. Wir stellen aber auf der anderen Seite fest, dass bei den unterschiedlichen Produkten oft nicht einmal die Anbieter bzw Vermittler selbst in der Lage sind, die Produkte richtig darzustellen und aufzuklären, worum es sich dabei eigentlich handelt, also ihre eigenen Produkte zu verstehen, geschweige deren wirtschaftliche Sinnhaftigkeit darzulegen.

Mit der Frage, wie mit solchen Entwicklungen umzugehen ist und welche Rechtsfolgen angemessen und sinnvoll sind, wollen wir uns heute auseinandersetzen. Naturgemäß daher auch mit der Frage, was insgesamt an Weiterentwicklungen für den österreichischen Kapitalmarkt geboten ist und wie die Rechtsdurchsetzung optimiert werden kann.

Wir wollen uns weiters einen Aus- und Überblick über die Entwicklung der Finanzmarktaufsicht in Europa und weltweit verschaffen: Was können wir erwarten und welche Schlüsse werden von den Aufsichtsbehörden gezogen? Kommt da noch etwas und wenn ja, in welche Richtung? Wir lesen und hören ja auch schon wieder von sich aufbauenden neuen Blasen. Wie kann und soll man damit umgehen und zu guter Letzt, was ist von Seiten der Banken zu erwarten, wie ist ihre Sicht und Einschätzung über die zukünftige Entwicklung?

In diesem Sinne darf ich Frau Univ.-Prof. Dr. Kalss ersuchen, uns ihre Sicht der Dinge zu den aktuellen Fragen des Kapitalmarkts vorzutragen.

Dr. Susanne Kalss

I. Der Stand des Kapitalmarktrechts

Paukenschlag des modernen Kapitalmarktrechts in Österreich war die Aufhebung von wesentlichen Teilen des Börsegesetzes 1875 durch den VfGH im Jahr 1988.¹ Teile des Gesetzes entsprachen nicht dem Legalitätsprinzip gem Art 18 B-VG. Im Weg des vorweggenommenen autonomen Nachvollzugs der EG-rechtlichen Bestimmungen wurden seit Ende der 1980er- und Beginn der 1990er-Jahre zahlreiche EG-rechtliche Bestimmungen (Richtlinien) in österreichisches Recht umgesetzt. Die Gesetze sind rasch genannt: Börsegesetz, Kapitalmarktgesetz (KMG), Wertpapieraufsichtsgesetz 1996. Auf Basis der zweiten Welle der EG-rechtlichen Richtlinien mussten diese Bestimmungen mehrfach novelliert und angepasst werden. Zumeist geschah dies durch schlichte Übernahme der EG-rechtlichen Vorgaben ohne allzu sorgfältige systematische Einpassung in den österreichischen Rechtsbestand.

¹ VfSlg 11.938/1988.

Gerade in den letzten fünf Jahren wurde auf europäischer Ebene erkannt, dass aufgrund der stürmischen technologischen Entwicklung und der zunehmenden Internationalisierung und Globalisierung der Kapitalmärkte neue Regelungsmechanismen gefunden werden müssen, um mit dieser Entwicklung Schritt zu halten. Auf europäischer Ebene wurde daher ein neues Normsetzungsverfahren, das sogenannte *Lamfalussy-Verfahren*, etabliert.²

Als Folge dieser dynamischen Entwicklung während der letzten Jahre lassen sich folgende Charakteristika des Kapitalmarktrechts feststellen:

- Das Kapitalmarktrecht ist vorwiegend europarechtlich getrieben und geprägt, sodass für die Auslegung und das Verständnis der einzelnen gesetzlichen Bestimmungen regelmäßig auf die europäischen Vorbildregelungen zurückzugreifen ist. Da das europäische Normgefüge aufgrund des Lamfalussy-Prozesses mehrschichtig aufgebaut ist, bedeutet dies eine enorme Steigerung der Komplexität dieser Regelungen und erschwert eine sichere Auslegung und das Verständnis sehr. Dies ist keine Kritik an dem Umstand, dass die Regelungen europarechtlich vorgeprägt sind, sondern Betonung der hohen Komplexität.
- Die österreichische Umsetzung beschränkt sich vielfach – offenbar aus Zeitnot – mit der schlichten Übernahme der europarechtlichen Vorbildbestimmungen, ohne sie sorgfältig genug in das österreichische System des bestehenden Rechtsbestands und in die österreichische Gesetzesterminologie einzupassen. Dies führt zu Brüchen und Wertungswidersprüchen zu bestehendem Recht.
- Der stakkatohafte und unsystematische Übernahmeprozess europäischer Vorbildregelungen hat inzwischen einen Grad erreicht, dass zahlreiche kapitalmarktrechtliche Regelungen heute praktisch nicht mehr lesbar sind und daher diese Regelungen eigentlich für einen Rechtsunterworfenen nicht mehr zugänglich sind. Herausragende Beispiele sind etwa § 48a BörseG, weiters § 92 BörseG, § 3 KMG, aber auch noch zahlreiche weitere Bestimmungen.

² S dazu nur *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005) § 1 Rz 43 ff.

- Bei diesem Grad an Komplexität und schwerer Durchschaubarkeit kann die Akzeptanz und das Verständnis der Rechtsunterworfenen praktisch nicht mehr erwartet werden.³

Rechtspolitisch ist daher jedenfalls eine Konsolidierung der österreichischen Gesetzeslage und eine klarere Strukturierung und die Schaffung von transparenten, verständlichen und zugänglichen Gesetzesregelungen zu verlangen.

Insgesamt hat der Stand des Kapitalmarktrechts auf normativer Ebene materiell einen hohen Standard erreicht, allein die Qualität der Gesetzgebung lässt angesichts der Dynamik der Entwicklung während der letzten 20 Jahre einen deutlichen Handlungsbedarf erkennen. Auf einzelne Bereiche mit inhaltlichem Verbesserungspotenzial ist zurückzukommen. Letztlich bedarf es einer Vielzahl kleiner Schritte, um die materiellen Defizite auszumerzen.

Der viel größere **Handlungsbedarf** besteht bei der **Verbesserung des Vollzugs** bestehender kapitalmarktrechtlicher Regelungen. Zum Teil sind die Mängel strukturell vorgegeben. Die größeren Mängel liegen somit in der Umsetzung, die dazu führen, dass die Akzeptanz und die Beachtung der Gesetze im konkreten Fall vielfach nicht im gebotenen Maß gesehen werden können.

Defizite zeigen sich sowohl auf Ebene der hoheitlichen Vollziehung als auch bei der praktischen Anwendung der Rechtsunterworfenen. Corporate Governance-Grundsätze sind – nach dem *Floriani*-Prinzip – solange gut, solange sie nicht die eigene Gesellschaft betreffen. Fragen der Interessenkonflikte werden nur halbherzig aufgegriffen und nicht angemessen bewältigt. Konzerninterne Geschäfte werden nicht offengelegt und einem Markttest unterzogen. Der Einfluss politischer Entscheidungsträger und Strukturen wirkt sich nachteilig auf eine sachgerechte und effiziente Vollziehung des Kapitalmarktrechts aus. Oberstes Prinzip muss Distanz mit der Bereitschaft zu konstruktiver Lösung kapitalmarktrechtlicher Fragestellung im Einzelfall und im Allgemeinen sein.

Zentraler Anknüpfungspunkt hoheitlicher Vollziehung ist die FMA. Damit Defizite der Vollziehung ausgeglichen werden können, bedarf es daher gleichsam als Prämisse nachfolgender materieller

³ *Kalss* in Zentrum für soziale Marktwirtschaft: Julius-Raab-Stiftung, Kapitalmarkt und Kapitalmarktrecht in Österreich (in Druck).

Änderungen einer Stärkung der FMA. Dies setzt voraus, dass sie mit einem klaren gesetzlichen Auftrag mit hoher fachlicher, vor allem aber persönlicher Autorität ihr Amt in notwendigem Abstand zum, zugleich in sicherer Vertrautheit mit dem Markt bewältigt. Dies setzt die Schaffung klarer Kompetenzen und die eindeutige Zuordnung der Aufgaben voraus, sodass die zum Teil intransparente und ineffiziente Vermischung von Aufsichtszuständigkeiten zu bereinigen und jeweils eindeutig zuzuordnen ist. Dies zeigt sich etwa im Verhältnis FMA–OeNB ebenso wie im Verhältnis FMA–Börse. Die persönliche und fachliche Autorität kann nur durch völlige politische Unabhängigkeit in der Tätigkeit gesichert werden. Natürlich muss die Besetzung politisch rückgebunden und beim letztzuständigen Minister, dem Bundesminister für Finanzen, oder angesichts der Bedeutung der Position bei der gesamten Regierung liegen. Darüber hinaus ist aber die politische Unabhängigkeit durch klare fachliche Vorgaben sicherzustellen (etwa 15 Jahre Führungserfahrung im Finanzmarktbereich, idealerweise im Ausland, eine mindestens 10-jährige von Legislativperioden abgekoppelte Amtsdauer und eine kontrollierte Abberufung gegebenenfalls mit gerichtlicher Einschaltung).

Die Aufsichtsbehörde hat sich ausschließlich fachlichen Themen und der Aufsicht selbst zu widmen und soll nicht das Wohlwollen von Journalisten durch gefällige, nicht der effizienten Aufsicht dienlichen Informationen erheischen. Die kritische Distanz, fachliche Sicherheit, insbesondere aber auch ausreichende Markterfahrung durch vorangehende Tätigkeit im Kapitalmarktbereich (bei Emittenten, Banken oder sonstigen Finanzdienstleistern) sowie systematische Fortbildung müssen oberstes Gebot der täglichen Arbeit sein. Allein wenn die absolute persönliche Autorität und Integrität der FMA sichergestellt sind, können materielle Verbesserungen des Kapitalmarktrechts im notwendigen Ausmaß Früchte tragen.

II. Verbesserungsvorschläge im Einzelnen

1. Information

Maßgebliches Schutzprinzip des Kapitalmarktrechts auf europäischer und auf nationaler Ebene ist die rechtzeitige, angemessene und abgesicherte Information.⁴ Sowohl der europäische als

⁴ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 1 Rz 14 ff.

auch der nationale Gesetzgeber gehen vom verständigen Anleger aus, der die ihm dargebotene Information aufzunehmen und seiner Vermögensentscheidung zugrunde zu legen hat. Die Information soll – wie verschiedene gesetzliche Bestimmungen (zB § 2 KMG) zeigen – dem Anleger eine fundierte Investitionsentscheidung ermöglichen.

1.1. Prospekt

Zunächst ist auf ein bestimmtes Verbesserungspotenzial für einzelne Maßnahmen einzugehen.⁵ **Prospekte** haben heute einen Grad an Komplexität und Dichte erreicht, dass sie beinahe nicht mehr lesbar sind. Die Komplexität des Prospekts führt vielfach dazu, dass er nicht mehr primär Informations-, sondern vor allem Enthaltungsfunktion für die Prospektverantwortlichen hat. Zulässigerweise werden sie vielfach in Englisch und in schwieriger Fachsprache publiziert. Die Seriositätsgewähr dieser Information wird durch die Billigungsprüfung der FMA geleistet. Ein genauerer Blick auf die Prüfungsbeugnis der FMA zeigt, dass sie für verschiedene Instrumente, wie Wertpapiere, Veranlagungen (zB Kommanditanteile, Genussrechte) sowie Investmentfondszertifikate einem völlig unterschiedlichen Prüfungsmaßstab unterliegt. Hier sollte zur Sicherung eines einheitlichen Prüfungsstandards, vor allem aber auch zur Erfüllung einer einheitlichen Erwartungshaltung gegenüber den Anlegern und dem Markt sowie der Öffentlichkeit ein einheitlicher Prüfungsstandard etabliert werden.

1.2. Werbeinformation

Einige Anlegerschadensfälle (Skandalfälle) der letzten Jahre zeigen, dass die Information des Prospekts gar nicht das maßgebliche Problemfeld angemessener Information der Anleger ist. Gerade im Bereich der privaten Anleger ist die **Werbeinformation**, dh der Hochglanzprospekt mit vier Seiten, oftmals das entscheidende, wenn nicht einzige Informationsmedium, das dem Anleger zur Verfügung gestellt wird und das er tatsächlich seiner Entscheidung zugrunde legt. Das Gesetz sieht in § 4 KMG zwar die Möglichkeit behördlicher Kontrolle vor, es besteht allerdings keine Vorlagepflicht und zudem

⁵ Vgl *Kalss* in Zentrum für soziale Marktwirtschaft: Julius-Raab-Stiftung, Kapitalmarkt und Kapitalmarktrecht in Österreich (in Druck).

beschränkt sich die behördliche Vorwegkontrolle auf Werbeschriften während der Dauer eines öffentlichen Angebots. Sobald somit das öffentliche Angebot geschlossen ist, die Aktien oder sonstigen Wertpapiere aber durchaus noch weiter gehandelt werden, greift die präventive Kontrolle des § 4 KMG nicht mehr. Naturgemäß ist es möglich, dass falsche, fehlerhafte oder irreführende Prospekte mittels des Lauterkeitsrechts (UWG) untersagt werden und nicht mehr weiter verwendet werden dürfen. Allerdings ist hier der langwierige gerichtliche Weg zu beschreiten, der insbesondere auch der Wachheit von Verbandsklageberechtigten bedarf (WKO, AKÖ, VKI). Lauterkeitsrechtliche Regelungen des UWG greifen überhaupt erst, wenn Werbeinformationen eine Zeit lang am Markt sind, damit sie wahrgenommen werden.

Aus dieser kurzen Darstellung ergeben sich mehrere rechtspolitische Forderungen, einerseits sollte die FMA durch ein Rundschreiben oder – noch besser – durch eine Verordnung vorgeben, welchen inhaltlichen Anforderungen eine Werbebroschüre genügen muss, etwa was in einem Werbeprospekt für eine Aktie, was für ein Investmentzertifikat, was für eine Anleihe bzw ein Indexzertifikat tatsächlich angegeben werden muss. Weiters sollte vor allem die Präventivkontrolle nicht auf den Primärmarkt (Dauer des öffentlichen Angebots), sondern auch auf den Sekundärmarkt (aufrechter Handel der Kapitalmarkttitel) ausgedehnt werden.

1.3. Strafbestimmung von § 255 AktG

Eine maßgebliche materielle Verbesserung könnte in einer Präzisierung und Klarstellung von § 255 AktG liegen. § 255 AktG wird gemeinhin als Bilanzfälschungstatbestand umschreiben. § 255 AktG umfasst aber eine Reihe verschiedener, zum Teil äußerst heterogener Tatbestände, die in ihrer Brisanz und Wirksamkeit völlig unterschiedlich sind. Der Tatbestand sollte viel klarer strukturiert und auch präzisiert werden, um hier eine klare rechtspolitische und gesetzgeberische Wertung über die Wichtigkeit von Information und deren wahrer und vollständiger Gestaltung abzugeben.

1.4. Information im Vertrieb

Entscheidende Schnittstelle für die Informationsvermittlung ist die unmittelbare Geschäftsanbahnung, somit der Vertrieb. Die Finanzdienstleister, die Wertpapiere oder sonstige Kapitalanlagen

vertreiben, haben die zentrale Funktion, nämlich eine **Übersetzungsleistung** des Prospekts, zu erbringen. Dabei muss einerseits die englische Sprache ins Deutsche übertragen werden, das fachspezifische Vokabular in allgemein verständliche Terminologie umgesetzt werden, und schließlich muss die Information dem Bildungs- und Erfahrungshorizont des konkret betroffenen Anlegers angepasst werden. Genau diese Übersetzungsleistung kann aber von Finanzdienstleistern mangels Kenntnis und Kompetenz vielfach nicht erbracht werden. Probleme tauchen insofern wohl vor allem im Bereich der Finanzassistenten, zum Teil der gebundenen Vermittler, aber auch im Bereich von stark regulierten Finanzdienstleistern, insbesondere auch Banken, auf. Um diese Schanierfunktion tatsächlich ausfüllen zu können, muss daher eine kontinuierliche und kontrollierte Aus- und Fortbildung der Finanzdienstleister und insbesondere der Personen, die tatsächlich an der Front Produkte verkaufen und vermitteln, sichergestellt werden. Klargestellt werden muss die Erstellung und Herausgabepflicht eines Beratungsprotokolls, des Langprospekts auf Verlangen, der Zusammenfassung des Prospekts auch ohne Verlangen.

1.5. Information – partielles Verbot von Produkten

Letztlich muss man sich aber dennoch die Frage stellen, ob die zahlreichen Instrumente, die das Schutzinstrument Information, das das herausragende Schutzinstrument des europäischen und österreichischen Kapitalmarktrechts darstellt, überhaupt leistungsfähig genug ist. Vermag Information tatsächlich einen ausreichenden Schutz dahin gehend zu erbringen, dass Anleger ausreichend über die Strukturwirkungsweise und Kostenlast bestimmter Wertpapiere oder sonstiger Kapitalanlagen (Versicherungen!) aufgeklärt werden, um eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen? Angesichts der vielen ohnehin bestehenden Instrumente, beginnend von den inhaltlichen Vorgaben aufgrund der Generalklausel und der detaillierten Prospektschemata, aufgrund der Sicherung der Lesbarkeit und Widerspruchsfreiheit und Verständlichkeit des Prospekts (Prospekttransparenz), aufgrund der Seriositätssicherung durch die Billigung durch die FMA, durch die flankierende Nachtragsverpflichtung und Aktualisierungspflicht gem § 6 KMG, aufgrund der zivilrechtlichen (§ 11 KMG sowie cic) und der strafrechtlichen Absicherung (§ 15 f KMG, § 255 AktG) und schließlich aufgrund des Gebots der anlage- und anlegergerechten Beratung, die auch nach

dem WAG 2007 gilt, ist zu überlegen, ob Information allein tatsächlich ausreicht.

Angesichts des empirischen Befunds, dass Information beim Adressaten, nämlich dem Anleger, trotz der Vielzahl der Schutzinstrumente letztlich doch nicht ankommt und eben den ausreichenden Schutz nicht zu erbringen vermag, ist ernsthaft zu erwägen, ob dieses Gebot ausreichender und angemessener Information nicht durch **partielle Verbote** von bestimmten – zu **komplexen – Produkten** für bestimmte Anlegergruppen zu flankieren und abzusichern ist. Bestimmte Produkte mit unterschiedlichen Bezugnahmen und Referenzen auf Indizes und schwer durchschaubaren Entwicklungsszenarien sollten für Privatanleger eigentlich generell verboten werden, um **klare Linien** und **Verhaltensstandards** auch für Kreditinstitute und sonstige Marktteilnehmer zu setzen. Diese müssen sich bei einer entsprechenden gesetzlichen Vorgabe auch nicht fürchten, durch Verzicht auf Vermittlung oder Veräußerung eines bestimmten Produkts an bestimmte Anleger einen Wettbewerbsnachteil zu erleiden.

2. Vertrieb von Kapitalanlagen

Die herausragende Funktion des Wertpapier- und Kapitalanlagevertriebs für das Funktionieren des gesamten Markts wurde schon betont. Defizite und systematische Fehlleistungen im Bereich des Vertriebs werden vielfach als wichtige Ursache für zahlreiche Anlegerschäden genannt. Österreich hat bei Umsetzung der Finanzmarkttrichtlinie (MiFID) mit dem WAG 2007 eine Chance vertan, klare und einheitliche Strukturen für den Kapitalmarktvertrieb zu schaffen. Die Einrichtung des Finanzassistenten ist ein österreichisches Spezifikum, das europarechtlich keine Grundlage bzw kein Vorbild hat. Gerade in diesem Bereich bestehen daher maßgebliche Schutzdefizite mangels präventiver Aufsicht und gleichzeitig wegen der nur beschränkten Leistungskraft zivilrechtlicher Haftung.

Jedenfalls sollte daher die **Konzessionierung** und **Aufsicht** über alle Vertriebsformen neu überdacht werden und ein einheitlicher Standard insofern geschaffen werden, als alle Formen des Finanzdienstleistungsvertriebs einer Konzessionierung durch die FMA und nachfolgender Aufsicht unterworfen werden. Keinesfalls soll man sich mit einem derartig heterogenen Aufsichtssystem und bloßer Zurechnung und Haftung begnügen.

Abgesehen davon sollte sichergestellt werden, dass alle Finanzdienstleistungsunternehmen einer fortlaufenden **Aus- und Fortbildung** der Mitarbeiter unterliegen und dafür einzustehen haben.

Eine ganz zentrale Rolle spielt die Regelung der **Provision**. Nach geltendem Recht sind Provisionen zum Teil zur Gänze verboten, zum Teil sind sie gem § 39 WAG 2007 offenzulegen. Mit oder ohne Offenlegung haben sie jedenfalls einen stark anreizverzerrenden Charakter, sodass es häufig vorkommt, dass vor allem die Produkte vermittelt und aktiv verkauft werden, die für den Finanzdienstleister die höchste Provision abwerfen. Dies bedeutet vielfach, dass einem Kunden nicht das bestgeeignete Produkt, sondern das Produkt vermittelt wird, das für den Vermittler den höchsten Ertrag abwirft. Um diesen Kreislauf zu durchbrechen, muss einerseits die freie Beratung, die die Entgeltleistung nicht am vermittelten Produkt anknüpft, sondern an der aufgewendeten Zeit, forciert werden. Zudem müsste eine klare nachvollziehbare Offenlegung der Gesamtbelastung eines Produkts vorgerechnet und vor Augen geführt werden.

3. Durchsetzung – Enforcement

Materielle Bestimmungen des Kapitalmarktrechts sind nur so gut, so gut sie vollzogen werden und durchgesetzt werden können. Dabei geht es einerseits um die hoheitliche Vollziehung, die bereits vorhin angesprochen wurde, sowie um die individuelle Durchsetzung von Ansprüchen.

3.1 Hoheitliche Vollziehung

Der FMA sind – sofern sie mit ausreichender persönlicher und fachlicher Integrität und Autorität ausgestattet ist – mit weitergehenden und effizienteren Untersuchungsinstrumenten zu versehen, damit sie sich rasch und in gebotener Weise die notwendigen Informationen für weitere Ermittlungsschritte verschaffen kann.

Zu beachten ist allerdings, dass verfahrensrechtliche Grundsätze eingehalten und eine Waffengleichheit zwischen Behörde und Marktteilnehmern jedenfalls gewahrt bleibt. Information darf nicht beliebig zur Rufschädigung eingesetzt werden, zu groß ist die Gefahr der Schädigung eines Unternehmens und sonstiger Betroffener. Publizität und öffentliche Sanktionierung dürfen vielmehr nur eingesetzt

werden, wenn es der Schutz von Anlegern und der Integrität des Marktes tatsächlich verlangen.

Die FMA muss nicht nur selbst mit griffigeren Untersuchungsinstrumenten ausgestattet werden, vielmehr muss auch die Schnittstelle zur Staatsanwaltschaft verbessert werden und muss die Staatsanwaltschaft selbst als „Anschlussbehörde“ für Kapitalmarktstrafrecht deutlich verbessert werden.

Einerseits ist sicherzustellen, dass Staatsanwälte nicht bloß strafrechtlich ausgebildet sind, sondern profunde Kenntnisse auch im Gesellschaftsrecht, im materiellen Kapitalmarktrecht, im Bilanzrecht und in ökonomischen Grundlagen sowie etwa im Bilanzlesen haben. Die Staatsanwaltschaft muss auch anders organisiert werden. Ihr muss es möglich sein, dass komplexe Sachverhalte, wie sie die Praxis derzeit mehrfach kennt, nicht bloß von einer oder maximal zwei Personen bearbeitet wird, sondern dass Teams mit mehreren Personen daran arbeiten, die arbeitsteilig und daher effizient Ursachen aufbereiten und rasch zur Entscheidungsreife einer Anklageerhebung oder Einstellung des Verfahrens bringen. Rasche, effiziente und treffsichere Vollziehung in diesem Bereich hebt die Planbarkeit und zugleich die generalpräventive Wirkung von strafrechtlichen Sanktionen.

3.2. Sammelklage

Rund 1.000 Verfahren am Handelsgericht Wien im Oktober 2009 zeigen die Notwendigkeit einer (unter Umständen) auch bloß kapitalmarktrechtsspezifischen Sammelklagemöglichkeit nach österreichischem Recht. Selbst wenn derzeit aufgrund einer kreativen Anwendung ZPO-rechtlicher Bestimmungen Sammelklagen nach österreichischer Prägung im bestimmten Ausmaß möglich sind, zeigt der Ansturm von Verfahren am Handelsgericht Wien die Notwendigkeit einer sachgerechten und interessenwahrenden Gestaltung einer Sammelklage. Naturgemäß können Sammelklagen nur bei Vorliegen gleicher Sachverhalte und gleicher Rechtsfragen in effizienter Weise eingesetzt werden und können nicht die Notwendigkeit einer Einzelfallbetrachtung bei unterschiedlichen Sachverhalten ersetzen. Dennoch zeigen die verschiedenen Verfahren, dass es durchaus einige gemeinsame Rechtsfragen, wie etwa die Gestaltung von Prospekten, etc gibt, die für derartige Verfahren gut geeignet wären.

Die mangelnde Bereitschaft, auch unter Eindruck dieser Massenverfahren rasch eine Sammelklage zu etablieren, ist ein echtes Ver-

säumnis österreichischer Wirtschafts- und Justizpolitik. In Deutschland zeigte das Telekom-Verfahren, dass es verfahrensrechtlich ohne Weiteres möglich ist, auf ein laufendes Verfahren neue Regeln anzuwenden.

III. Resümee

Insgesamt zeigt die Finanzkrise, dass natürlich zahlreiche Probleme nicht allein auf österreichischer Ebene gelöst werden können, sondern es eines europäischen, wenn nicht darüber hinausgehenden internationalen Konsenses bedarf. Die Finanzkrise zeigt aber auch deutlich, dass zahlreiche Probleme und Schwächen des österreichischen Kapitalmarkts hausgemacht sind und legt Regeldefizite des nationalen Rechts offen. Die Krise sollte Anlass und Antrieb genug sein, diese Defizite rasch und sachgerecht zu beseitigen. Keinesfalls darf die Krise bloß ausgesessen und der nächste Skandal abgewartet werden.

Dr. Hannes Jarolim

Danke, Frau Univ.-Prof. *Kalss*. Herr Univ.-Prof. *Zib* hat sich mit der Frage auseinandergesetzt, was das Kapitalmarktrecht vom Zivilrecht lernen kann, welche Schnittpunkte es hier gibt, welche Ausstrahlungswirkungen bestehen und welche noch bestehen sollten. Ich darf ihn um seine Ausführungen ersuchen.

Dr. Christian Zib

Meinen Damen und Herren, ich darf Sie ebenfalls begrüßen und mich für die Einladung bedanken, hier zum Thema „Was kann das Kapitalmarktrecht vom klassischen Zivilrecht lernen?“ zu sprechen.

Anschließend an die Ausführungen von *Susanne Kalss* könnte man zB vorschlagen, dass das Transparenzgebot des § 6 Abs 3 KSchG eigentlich auch für Gesetze gelten sollte – soweit sind wir aber noch nicht. Was kann das Kapitalmarktrecht noch lernen?

I. Wette

Zum Beispiel, dass Kapitalmarktprodukte zum Teil Glücksverträge sind. Zu denken ist hier insbesondere an den gesetzlich ge-

regelten Fall der Wette, wo eine Leistung für den Fall des Eintritts oder Nichteintritts eines ungewissen Ereignisses versprochen wird (§ 1270 ABGB)⁶. Der Preis aus einer solchen Wette ist nicht klagbar (§ 1271 ABGB). Solche Wetten werden freilich nicht in gewöhnlichen Anleihen liegen, auch nicht in Aktien, bei anderen Produkten, wie zB Optionen kann dies aber durchaus der Fall sein.

Nun wissen wir natürlich, dass seit langer Zeit Differenzgeschäfte – also Geschäfte, bei denen nicht wirklich geliefert, sondern nur die Wertdifferenz ausgeglichen werden soll – vom Einwand der Unklagbarkeit als Wette durch verschiedene Ausnahmeregelungen freigestellt sind. Das gilt zB nach § 28 BörseG bei Börsegeschäften und – vom konkreten Geschäft unabhängig – bei Optionen und Finanzterminkontrakten, die an einer in- oder ausländischen Wertpapierbörse gehandelt (und dafür Kurse veröffentlicht) werden, weiters nach § 1 Abs 5 BWG, wenn ein Vertragsbeteiligter eine Bank ist, und nach § 67 Abs 8 WAG, wenn das Geschäft über ein multilaterales Handelssystem abgeschlossen wird.

Es gibt aber auch Finanzprodukte, die nicht zu den Differenzgeschäften im Sinne dieser Ausnahmeregelungen zählen und bei entsprechender Ausgestaltung durchaus als Wette qualifiziert werden können. Dann sind Schulden aus solchen Geschäften unklagbar⁷.

Worauf kommt es dabei an? Maßgeblich ist dafür nach der Rechtsprechung, ob sie neben dem Spekulationscharakter – den ein Vertragsteil häufig haben mag – durch einen „gesunden wirtschaftlichen Zweck“ zumindest des anderen Vertragsteils gerechtfertigt sind oder der reine Spekulationscharakter im Vordergrund steht⁸. Ersterenfalls ist der Vertrag klagbar, zweiterenfalls ist er als Wette einzustufen.

Je fantasiereicher dabei das „Financial Engineering“ ist, je mehr Energie darauf verwendet wird, das Produkt möglichst so zu gestalten, dass eine Mischung von vielleicht besseren und vielleicht weniger erfolversprechenden Inhalten zustande kommt, die aber trotzdem noch rein rechnerisch ein Triple A-Rating aufweist⁹, desto eher kommen dann Produkte heraus, die unter einer „gesunden

⁶ Vgl nur *Krejci in Rummel*, ABGB³ (2002) §§ 1267–1274 Rz 9.

⁷ Vgl nur *Krejci*, aaO Rz 69f.

⁸ OGH 25.8.1998, 1 Ob 81/98p; OGH 26.11.1996, 1 Ob 639/95; *Krejci*, aaO Rz 69e.

⁹ *Bieta*, ÖBA 2008, 701.

wirtschaftlichen Zielsetzung“ nicht logisch erscheinen. Dies deutet darauf hin, dass das Geschäft als Wette zu qualifizieren sein kann, womit die Klagbarkeit zu versagen wäre.

Eine Frage, die sich de lege ferenda stellt, ist, ob Österreich denselben Weg gehen soll, wie Deutschland das in den letzten Jahren getan hat. Dort wurde § 764 BGB, der ebenfalls Differenzgeschäfte – und nur Differenzgeschäfte – vom Einwand des Spiels freigestellt hat, aufgehoben und durch eine Regelung im WpHG ersetzt, die einen weiten Katalog von Finanztermingeschäften vom Einwand des Spiels freistellt, also mit anderen Worten klagbar stellt, sofern nur mindestens ein Unternehmer gewerbsmäßig beteiligt ist (§ 37e iVm § 2 Abs 2 WpHG). Diese Ausweitung hat der Regelung Kritik eingetragen¹⁰.

Sollen wir eine ähnliche Ausweitung auch in Österreich vornehmen? Ich meine, nein. Je enger unsere derzeitigen Ausnahmen beschränkt bleiben, desto eher können wir bei den übrigen Geschäften im konkreten Einzelfall prüfen, ob eine vernünftige wirtschaftliche Gestaltung vorliegt oder ein reines Spekulationsgeschäft indiziert ist. Eine weite Blanko-Freistellung wie in Deutschland erscheint nicht empfehlenswert.

II. Inhaltliche Gestaltung von Finanzprodukten und AGB-Kontrolle

1. Möglichkeit der AGB-Kontrolle?

Ein anderes Thema, bei dem das Kapitalmarktrecht vom Zivilrecht lernen kann, ist die Kontrolle der inhaltlichen Gestaltung von Finanzprodukten, also die AGB-Kontrolle. In letzter Zeit waren insbesondere Anleihebedingungen im Fokus der Rechtsprechung. Hier könnte man zunächst einmal fragen, ob die Kontrollinstrumente des KSchG und der §§ 879 Abs 3, 864a ABGB auf die inhaltliche Gestaltung von Kapitalanlagen überhaupt anwendbar sind.

Die Antwort ist „Ja“; das wurde von der Rechtsprechung bisher so gesehen und wird auch in der Lehre weitgehend vertreten. Eine Ausnahme bilden dabei Aktien, weil dort ein sehr enger Rahmen zwingender gesetzlicher Satzungsgestaltung besteht¹¹. Aber Anlei-

¹⁰ *Staudinger/Engel*, BGB – Neubearbeitung 2008 § 764 Rz 1: „in der Sache häufig Glücksspiel“; dort wird sogar die Verfassungskonformität bezweifelt.

¹¹ *Kalss*, Anlegerinteressen (2001) 117.

hen, Investmentzertifikate oder PublikumsKG können durchaus einer Inhaltskontrolle nach den genannten Bestimmungen unterzogen werden¹².

2. Gröbliche Benachteiligung und Einpreisung durch den Markt

Soweit man § 879 Abs 3 ABGB anwendet, stellt sich sogleich die Frage, worin denn der Vergleichsmaßstab für die „gröbliche Benachteiligung“ liegt. Wir kennen natürlich den Vergleich der Vertragspositionen der beiden Parteien, bei dem eine gröbliche Benachteiligung dann bejaht wird, wenn ein „auffallendes Missverhältnis zur vergleichbaren Rechtsposition des anderen“ vorliegt.

Gelten hier bei Kapitalmarktprodukten besondere Wertungen? Im Kapitalmarktrecht neigt man zur Feststellung, dass viele Eigenschaften schon eingepreist, „vom Markt schon vorweggenommen“ seien. Liegt dann keine gröbliche Benachteiligung vor?

Die Frage hat sich zB kürzlich mehrfach bei vorzeitigen Kündigungsrechten der Anleiheemittenten in den Anleihebedingungen gestellt. Kann man sagen, dass das vorzeitige Kündigungsrecht des Emittenten ohnehin schon im Preis mit einberechnet ist und daher keine gröbliche Benachteiligung vorliegt? Ich meine, nein. Zwar können einschränkende Klauseln zulasten der Anleger (zB Kündigungsbeschränkungen der Anleihegläubiger) durch eine höhere Rendite ausgeglichen werden, vorzeitige Kündigungsrechte des Emittenten aber nicht, wenn sie dem Anleger keine Gewinnzone mehr belassen, wenn also zB durch eine sehr frühe Kündigungsmöglichkeit der Effektivzinssatz durch einen Ausgabezuschlag sehr stark gedrückt wird¹³. Ebenso wenig, wenn ein hoher Zinssatz nur für ein Jahr fix ist, sich dann invers zu einem Referenzzinssatz verhält (der sich auf Tiefstand befindet) und der Emittent dann kündigen kann, während die Anleihegläubiger 7–10 Jahre gebunden sind¹⁴.

In beiden Fällen kann der Emittent zunächst Geld auf dem Kapitalmarkt beschaffen und bei florierender Geschäftstätigkeit bzw für ihn ungünstiger Zinssatzentwicklung die Anleihegläubiger vorzeitig auszahlen, um den eigenen Gewinn zu maximieren, während die Anleger

¹² *Kalss*, aaO 119 ff.

¹³ OLG Wien 4.8.2008, 5 R 63/08h VRInfo 2008 H 11, 5 (nicht rk).

¹⁴ HG Wien 29.5.2009, 17 Cg 46/08h (*snowball bonds*) (nicht rk).

gebunden bleiben. Dass dies von den Anlegern schon eingepreist sei und daher keine gröbliche Benachteiligung iSd § 879 Abs 3 ABGB vorliegen könne, lässt sich mE nicht sagen.

3. Versammlung der Anleihegläubiger

Auch in anderem Zusammenhang stellt sich die Frage des Vergleichsmaßstabes für die gröbliche Benachteiligung, nämlich für Versammlungen der Anleihegläubiger: Welche Anforderungen bestehen an Beschlussmehrheiten in den Anleihebedingungen, mit denen die Gläubiger die Anleihebedingungen ändern können? Das OLG Wien hat kürzlich festgestellt, dass bei erforderlicher 3/4-Mehrheit bei einem Anwesenheitsquorum von 25 % trotz Abwesenheit der Mehrheit der Anleihegläubiger entschieden werden könne und dies nicht hinreichend sei, um die Anleihebedingungen über Kerncharakteristika wie Verzinsung, Fälligkeit und Kündigung zu ändern. Es hat darin eine gröbliche Benachteiligung gem § 879 Abs 3 ABGB gesehen¹⁵.

Dabei drängt sich der Vergleich zur Aktiengesellschaft auf, bei der Satzungsänderungen ebenfalls mit einer 3/4-Mehrheit beschlossen werden können (§ 146 AktG)¹⁶, dort sogar bei einem Anwesenheitsquorum von bloß einem einzigen Aktionär (§ 121 AktG). Warum dann eine gröbliche Benachteiligung vorliegen solle, wenn Gleiches in den Anleihebedingungen für die Anleihegläubiger vorgesehen ist, könnte fraglich erscheinen.

Zu berücksichtigen ist aber, dass bei der AG eine Aktionärsminorität die Möglichkeit hat, selbst Tagesordnungspunkte zu beantragen (§ 109 AktG) und daher auch mit zu entscheiden, worüber eigentlich abgestimmt wird. In Anleihebedingungen ist hingegen häufig vorgesehen, dass nur der Emittent eine Änderung der Bedingungen vorschlagen kann. Das AktG bietet in solchen Fällen keinen Vergleichsmaßstab.

Die vom OLG Wien in der AGB-Kontrolle für unzureichend befundenen Mehrheiten sind im übrigen genau die des neuen deutschen Schuldverschreibungsgesetzes: auch dort ist eine Änderung zentraler Anleihebedingungen mit 3/4-Mehrheit bei einem Anwesenheitsquorum von (im zweiten „Anlauf“) 25 % möglich. Auch dort kann

¹⁵ OLG Wien 4.8.2008, 5 R 63/08h VRInfo 2008 H 11, 5 (nicht rk).

¹⁶ Satzungsmäßig sogar häufig auf einfache Kapitalmehrheit abgeschwächt.

aber – wie im Aktienrecht – eine Minderheit Tagesordnungspunkte beantragen.

Das führt zu einer weiteren Frage *de lege ferenda*: Sollte das österreichische Kuratorenrecht nicht ebenfalls langsam erneuert werden? Wenngleich kein grundsätzlicher Einwand dagegen besteht, dass ein Gesetz aus dem Jahre 1874 erst einmal novelliert wurde, erscheint eine Neuorientierung hier überlegenswert: vom Kurator als Insolvenz- und Prozessvertreter zur Anleihegläubigerversammlung mit Kompetenz zur Änderung von Anleihebedingungen.

Dr. Hannes Jarolim

Danke Herr Univ.-Prof. Dr. *Zib*. Ich schlage vor, nun das Referat von Herrn Mag. *Neubauer* vorzuziehen, da es thematisch wohl gut zu den beiden vorangegangenen Vorträgen passt. Es geht um Vorschläge zur Verbesserung der Rechtsdurchsetzung. Gleichzeitig wird ein Überblick darüber gegeben, wie aktuelle zivilgerichtliche Anlegerprozesse verlaufen und wie die Position von Anlegern etwa in Massenverfahren verbessert werden könnte. Wir haben in diesem Forum ja schon öfter Diskussion über die unterschiedlichen Klagsmöglichkeiten – Stichwort Sammelklage – *de lege lata* und *de lege ferenda* geführt und festgestellt, dass es an der Zeit ist, diese „never ending story“ in der parlamentarischen Auseinandersetzung endlich in befriedigender Weise für die geschädigten Anleger und den Ruf des Kapitalmarkts Österreich zu lösen.

Wir haben in diesem Zusammenhang auch über die Frage des „private enforcement“ gesprochen und was alles getan werden kann, um bestehende Rechtsansprüche durchzusetzen.

Der Hinweis, dass das Transparenzgebot des Konsumentenschutzgesetzes auch für gesetzliche Normen gelten sollte, ist gleichermaßen originell wie eigentlich selbstverständlich. Es stellt sich dabei die Frage, wie ein derartiger „Qualitätssicherungsmaßstab“ für die Verständlichkeit von Gesetzen und damit dem „Zugang zum Recht“ aussehen und auch implementiert werden könnte. Dies könnte sicher Thema einer eigenen Diskussionsveranstaltung sein. Hierbei ist natürlich auf die entwickelte Begrifflichkeit der österreichischen höchstgerichtlichen Judikatur einerseits und den Umsetzungsbedarf im Rahmen der EU-Rechtsharmonisierung andererseits Rücksicht zu nehmen. Könnte die Beziehung sprachwissenschaftlicher Unterstützung grundsätzlich zweckdienlich sein und – wenn ja – im Lichte der

eben erwähnten vorgegebenen Begrifflichkeiten trotzdem in Erwägung gezogen werden? Beim Mietrechtsgesetz hat es vor einigen Jahren den Versuch gegeben, aus der sehr komplexen und experientorientierten Materie ein einfach lesbares Gesetz zu entwickeln. Dieses Experiment ist allerdings gescheitert. Vielleicht können wir aus rechtsvergleichenden Untersuchungen und Gesprächen mit unserem EU-Umfeld den einen oder anderen Hinweis zur Optimierung unseres Normenwerkes erhalten.

Herr Mag. *Neubauer*, „Erfahrungen aus der Prozessführung“ sind das Thema. Ich darf Sie um Ihren Vortrag bitten.

Mag. Manfred Neubauer

I. Mehr Schutz für Kleinanleger

1. Einleitung

Ausgangspunkt und hauptverantwortlich für die Finanzmarktkrise war unverantwortliches Handeln von kreditgebenden Finanzinstituten gegenüber Immobilienkäufern in den USA. Zum einen wurden ihnen die Risiken des Kreditgeschäfts nicht ausreichend offengelegt, zum anderen wurden die Kredite an erkennbar bonitätsschwache Verbraucher vergeben.

Beides verstößt gegen das Grundverständnis einer verantwortlichen Kreditvergabe. Hinzu kamen die intransparente Weitergabe der Kreditrisiken an die internationalen Finanzmärkte sowie hausgemachte Probleme in nationalen Märkten, etwa dem österreichischen, was in der Summe weltweit die Stabilität der Finanzmärkte gefährdet.

Das gegenwärtige Krisenmanagement der Politik blendet den Ausgangspunkt der Krise leider aus. Die Arbeiterkammer sieht es aber als dringend erforderlich an, das verantwortliche Verhalten der Finanzbranche gegenüber den Verbrauchern zum Gegenstand des gegenwärtigen Krisenmanagements zu machen. Der hierzu notwendige Schutz der Verbraucher ist für die Wiederherstellung der Finanzmarktstabilität eine nicht zu vernachlässigende Säule.

In den Konsumentenberatungen der Arbeiterkammern stiegen die Beratungen rund ums Geld, seit dem Vergleichszeitraum des Vorjahres auf das Doppelte an. Dies ist aus zwei Gründen bemerkenswert: Erstens lagen diese Beratungszahlen, nicht zuletzt auf-

grund von MEL, AMIS, etc immer schon auf sehr hohem Niveau. Zweitens ist Österreich noch immer ein Land der Sparer. So legen laut der Statistik der Österreichischen Nationalbank noch immer mehr als zwei Drittel unserer Landsleute ihr Geld konservativ, also in Spar- und Giroeinlagen, Lebensversicherungen und festverzinsliche Wertpapiere an.

2. Angebot

Der Markt ist überschwemmt von Finanzdienstleistungsprodukten, wobei gerade das Angebot an Anlageprodukten für (Klein-)anleger immer größer und unüberschaubarer wird. Gerade diese Zunahme des Angebots an Finanzdienstleistungsprodukten stellt insbesondere bei Bevölkerungsgruppen, die bisher wenige Erfahrungen mit Anlageprodukten gemacht haben, ein Problem dar.

Häufig werden Privatanleger zum Abschluss von Verträgen für sehr riskante und hoch komplexe Finanzprodukte gedrängt, deren Risiko weder die Anleger noch die Vertrieber selbst korrekt einschätzen können. Allerdings können solche Fehlentscheidungen bzw Falschberatungen gerade für Kleinanleger aufgrund der manchmal zu hohen Veranlagungssummen, teilweise sogar fremdfinanziert, existenzbedrohend sein.

In den letzten Jahren wurden zunehmend Produkte so gestaltet, dass sie für den Anleger nicht verständlich sind, etwa unkonkrete Angaben über Produktmerkmale, Risiken, Kosten, Garantiegeber. Die Produkte müssen sicher, durchschaubar und flexibel sein. Insbesondere bei Vorsorgeprodukten muss zumindest das eingesetzte Kapital erhalten bleiben.

Ein zweites wichtiges Kriterium für die Tauglichkeit von Finanzprodukten ist eine hohe Liquidität, also die rasche Verfügbarkeit des investierten Kapitals. Die privaten Umstände vieler Verbraucher können sich oft dramatisch ändern (Arbeitslosigkeit, Scheidung etc). Der Ausstieg aus einem Anlageprodukt, welcher zumeist ohnehin mit Kapitalverlust verbunden ist, wird oft durch Kündigungsfristen und Aus- und Umstiegsgebühren erschwert. Es müssen Produkte angeboten werden, die den Konsumenten solche Veränderungen erheblich leichter machen, und damit die Flexibilität erhöhen.

KonsumentInnen werden beim Kauf von Finanzprodukten mit Informationen überschüttet – aber mit den falschen. Was die Produk-

te „können“ und was sie beinhalten wird gerne verschwiegen. Die Werbeprospekte von komplexen Produkten stellen die Produkte in blumiger Sprache als weitgehend sicher dar. Bei diesen Produkten wendet sich die Werbung manchmal an den typischen Sparbuchsparrer, das heißt an Personen, die grundsätzlich Sicherheit einer hohen Renditechance vorziehen und im Umgang mit Aktien, Zertifikaten und anderen Wertpapieren weniger Erfahrung haben. Darüber hinaus bestehen zu wenige Vorgaben für eine verbrauchergerechte Information über die Konditionen, Kosten und Risiken von Finanzprodukten. Diese Unterlassungen spitzen sich in der gegenwärtigen Krise zu.

3. Vertrieb

Gerade beim Vertrieb von Finanzprodukten kam und kommt es teilweise zu schwerwiegenden Mängeln. Diese resultieren vor allem aus einem provisionsgetriebenen Verkaufsdruck. Gerichtsanhängige Beispiele aus der Vergangenheit und Gegenwart gibt es zur Genüge.

Finanzberatung wird gegenwärtig vor allem als Mittel zur Produktvermittlung durchgeführt und über Provisionen finanziert. Provisionen sind jedoch ursächlich dafür verantwortlich, dass sich die Finanzberatung primär am Einkommensinteresse der Berater oder den Gewinnzielen der Banken ausrichtet.

Der Verbraucher kann den Anreiz, der von den Provisionen ausgeht, nicht in seine Wahl eines Beraters einfließen lassen, da vollständige Transparenz über die wahren Kosten einer Finanzberatung nicht vorhanden ist.

Doch selbst wenn die Höhe der Provisionen umfassend offengelegt würde, wüsste der Verbraucher nur, welches Einkommen der Anlagevermittler erhält, was für den Anleger völlig unerheblich ist. Ob sich dessen Empfehlung aber tatsächlich an den Zielen des Verbrauchers orientiert, kann der Verbraucher dennoch nicht nachvollziehen. Provisionen in der Finanzberatung sind daher zumeist der Ursprung von vielen nicht anlegergerechten Beratungen und gehören daher dringend auf den Prüfstand.

4. Praxisbeispiel

Aus dieser Provisionsproblematik resultiert der Umstand, dass sicherheitsorientierte Anleger zu riskanten Anlageformen überredet

werden. Die Berater beschreiben – wie aus vielen Berichten von geschädigten Anlegern in der AK-Konsumentenberatung hervorgeht – riskante Produkte derart, dass eine Veranlagung genauso sicher, aber besser wie eine Sparform sei:

Herr U hat im Jahr 2001 auf Anraten des ihm persönlich bekannten Finanzberaters eine fondsgebundene Lebensversicherung abgeschlossen. Der Versicherte investierte 110.000 € als Einmalbeitrag. Der Anleger war Einkäufer bei einem bekannten Pharmakonzern und in Anlagedingen sehr unerfahren. Es wurde auch in den Beratungsprotokollen festgehalten, dass er nur ein geringes Risiko eingehen wolle, die Fondspolizze wurde ihm als sicher dargestellt. Bereits 2003 war der Anleger mit erheblichen Kapitalverlusten konfrontiert. Nach einigen Nachfragen bekam er 2005 vom Produktgeber endlich eine brauchbare Auskunft. Die außergewöhnlich hohen Risikokosten (Herr U war bei Vertragsabschluss bereits 60 Jahre, der Ablebensschutz wurde mit 200 % der Einzahlungssumme festgelegt) sowie die Kursverluste der beiden risikoträchtigen Investmentfonds hatten den bereits erheblichen Kapitalverlust verursacht. Die extremen Kosten sowie die Hochrisikofonds war nie Gegenstand der Beratung. Es handelt sich um einen typischen Fall der Fehlberatung bei Vertragsabschluss.

5. Mehr Rechte für (Klein-)anleger

Es dürfen die Unterlassungen der Vergangenheit nicht fortgesetzt werden. Es wurden keine Lehren aus dem Wildwuchs von Verlustbeteiligungsmodellen oder Schrottimmobiliengangeboten der 1990er Jahre gezogen. Es wurden keine Leitplanken eingezogen, um den provisionsgestützten Vertrieb mit nicht bedarfsgerechten Finanzprodukten unattraktiv zu gestalten.

Der österreichische Gesetzgeber muss spätestens jetzt die Finanzmarktprobleme umfassend angehen und neue Regeln schaffen. Ein nachhaltiges Umdenken im Finanzmarkt, das alle Marktteilnehmer, also auch die Verbraucher einbezieht, ist von großer Wichtigkeit und muss daher mit derselben Priorität verfolgt werden. Die Staatsgarantie für private Spareinlagen war nur ein erster Schritt, weitere Maßnahmen müssen nun schnellstmöglich folgen. Dies sind im Einzelnen:

6. Gruppenklagen

Gruppenklagen bzw. Sammelklagen haben den Sinn, gleichartige Ansprüche gemeinsam in einem Verfahren durchzuführen. Die Situa-

tion in Österreich: De facto werden in Österreich in einigen Bereichen „Sammelklagen“ bereits praktiziert. Die AK hat insgesamt 7 Sammelklagen gegen Banken durchgeführt. Das österreichische Recht gibt im Zivilprozess die Möglichkeit der objektiven Klagshäufung. Darin ist es für zum Inkasso legitimierte Verbände möglich, solche Verfahren durchzuführen.

In der Praxis hat sich jedoch gezeigt, dass es nicht einfach war, dieses Instrument auch tatsächlich auf Schiene zu stellen. Die AK hat in ihren Sammelverfahren gegen die BAWAG die Frage, ob solche Sammelverfahren zulässig seien, gerichtlich erstreiten müssen.

7. Vorteile von Gruppenklagen

- Prozessökonomie. Vermeidung von Parallelverfahren.
- Die Kosten sind auch für die Beteiligten (Konsumenten) niedriger als bei getrennten Verfahren (zB nur ein Gutachter).
- Aufgrund der Tatsache, dass eine Vielzahl von Klagen anhängig sind, sind die berechtigten Ansprüche besser durchsetzbar.

8. Nachteile der bisherigen Sammelklagen

- Konsumenten können zurzeit nicht selbst klagen. Forderungen müssen abgetreten werden. Oft ein psychologisches Hemmnis.
- Für den Organisator solcher Sammelklagen (zB AK, VKI) ergibt sich aufgrund der Höhe der Streitwerte ein erhebliches Kostenrisiko, das zum Teil auf einen Prozesskostenfinanzierer oder auf die Kläger abgewälzt werden muss.
- Hoher organisatorischer Aufwand durch den Organisator von Sammelklagen.
- Hohe „Gewinntangente“ bei Prozesskostenfinanzierer, welcher Ausfallsrisiko übernimmt.
- Bei grenzüberschreitenden Prozessen (Sitz des Unternehmens im Ausland) ist bei einer Abtretung der Ansprüche die Möglichkeit am Verbrauchergerichtsstand zu Klagen nicht gegeben.

9. Feststellungsverfahren – Musterverfahren

Um Verfahren mit gleichartigen Ansprüchen von mehreren Personen/von mehreren Klägern effizienter durchzuführen, sollte ein Fest-

stellungsverfahren vor dem OGH zur Klärung strittiger Rechtsfragen ermöglicht werden:

- Klagsbefugte Verbände können einen Antrag beim OGH stellen.
- Der OGH entscheidet in nur einer Instanz.
- In diesen Verfahren sind alle relevanten Rechtsfragen zu klären.
- Beispielsweise hätten bei den Zinsanpassungsverfahren, die die AK gegen die Banken geführt hat, vom OGH gleich alle relevanten Fragen, wie beispielsweise der Bereicherung, Verjährung, Verjährungsfrist, des Schadenersatzes, etc, geklärt werden können.
- Mit der Entscheidung des OGH sind die Erfolgsaussichten einer Klage für die Streitparteien besser einschätzbar. Die Möglichkeit eines Vergleichs ist leichter gegeben.
- Auf die Unternehmungen wird weniger Druck ausgeübt wie bei Sammelklagen.
- Das Kostenrisiko ist sowohl für den Kläger als auch für den Beklagten niedriger.

10. Weitere Rechte für Anleger

- Vereinheitlichung der Rücktrittsrechte bei Finanzdienstleistungen. Derzeit gibt es (zu) viele unterschiedliche Regelungen.
- Mehr und verständlichere Informationen über Bankprodukte.
- Prospekte (gemäß Kapitalmarkt- und Börsegesetz) in deutscher Sprache.
- Verpflichtende Aushändigung der Zusammenfassung des Kapitalmarktprospekts sowie der Beratungsunterlagen (insbesondere Anlegerprofile) an die Anleger.
- „Produktkennzeichnung“: Auf einen Blick für Konsumenten erkennbare Information über die Risiken des Produkts („Ampelkennzeichnung für Finanzprodukte“).
- Klare und einheitliche Richtlinien für die Werbung für Anlegerprodukte.
- Klar formulierte Anlegerprofile bzw Beratungsprotokolle (in denen Kundenwünsche festgehalten werden).

- Verpflichtende Aushändigung der Beratungsunterlagen in schriftlicher Form an die Anleger (insbesondere Anlegerprofil gemäß Wertpapieraufsichtsgesetz).
- Gesetzlich verpflichtende Haftpflichtversicherung für Vermögensberater und Finanzdienstleistungsassistenten, die verursachte Vermögensschäden abdeckt, für welche das Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht aufkommen muss.
- Verbesserte Ausbildung inklusive objektiver Abschlussprüfung für Vermögensberater und Finanzdienstleistungsassistenten.
- Abschaffung der Mehrfachvermittlung, damit die Konsumenten wissen, welches Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Verantwortung für den Wertpapierverkauf trägt.

II. Resümee

Die Rechtspositionen von Verbrauchern müssen unbedingt gestärkt werden. Dies ist ein wesentlicher Beitrag um den risikobehafteten Markt für Finanzdienstleistungen stabiler zu machen. Darüber hinaus müssen die Geschäftspraktiken der Unternehmen nachhaltiger werden. Voraussetzung dafür ist, dass es sich schneller und deutlicher als bisher bei den Finanzdienstleistungsunternehmen finanziell zu Buche schlägt, wenn Kunden durch Falschberatungen oder intransparente Geschäftsmodelle zu Schaden kommen. Nur dann wird der Verbrauchernutzen zu einem echten Kriterium für die Anbieter. Bisher war es zu leicht, Risikokosten auf die Verbraucher oder die Allgemeinheit abzuwälzen.

Quellen:

Positionspapier zur Finanzmarktkrise (vzbv, 10/2008).

Neugestaltung der Finanzberatung (vzbv, 10/2009).

Neugestaltung der Finanzaufsicht (vzbv, 10/2009).

Mehr Schutz für Kleinanleger (*Glatz, Prantner*; AK Wien, 04/2009).

Dr. Hannes Jarolim

Danke, Herr Mag. *Neubauer*, für diese umfassende Darstellung. Zur Frage der Prospekthaftung wird auch immer wieder darüber diskutiert, ob eine ergänzende gesetzlich normierte Mindestdarstellung von Eckdaten aus dem jeweiligen Prospekt, also eine Art „Executi-

ve Summary“ zur besseren Information bzw Übersichtlichkeit ziel-führend sein könnte. Oder aber, ob das Hauptproblem nicht in den hundertseitigen Prospekten, sondern der werblichen Darstellung des Produkt gelegen ist, etwa der Gleichstellung des Sicherheitsgrades eines Produkts mit einem „Sparschwein“. Ich darf die Anwesenden um ihre Meinung fragen.

Und nun zum nächsten Punkt: Kapitalmarktaufsicht öster-reich-, europa- und weltweit. Was ist der aktuelle Stand der Dis-kussionen? Wir hören gerade wieder über die Ausschüttung hoher Bonusleistungen an Vorstände nicht so besonders erfolgreicher Bankinstitute. Was ist der aktuelle Stand, Herr Vorstanddirektor *Ettl*?

Mag. Helmut Ettl

I. Neue Anforderungen an die Aufsicht durch aktuelle Entwicklungen am Kapitalmarkt

Eingangs darf ich kurz zum Thema der Veranstaltung und zu zwei Begriffen, die in der heutigen Diskussion mehrfach gefallen sind, Stellung nehmen: Wette und Glücksspiel. Die Gleichung „gu-tes“ Finanzmarktprodukt und „verwerfliche“ Wette bzw Glücksspiel kann meiner Ansicht nach so einfach nicht gezogen werden. Denn sämtliche Finanzmarktprodukte haben auf irgendeine Weise Wett-charakter, selbst das einfachste Kreditgeschäft, bei dem im Prinzip nichts weiter als die Wette abgeschlossen wird, dass der Kreditge-ber den verliehenen Kredit samt Zinsen am Ende der Laufzeit auch wieder zurückbekommt. Der amerikanische Ökonom *Frank Knight* hat in seinem bekannten Werk „Risk, Uncertainty and Profit“ von 1921 zwischen Ereignissen, deren Eintrittswahrscheinlichkeit be-rechenbar, und Ereignissen, deren Eintrittswahrscheinlichkeit nicht berechenbar ist, unterschieden. Nur in Fällen berechenbarer Ein-trittswahrscheinlichkeiten ist letztlich eine Risikoabsicherung mög-lich. In den übrigen Fällen ist eine Absicherung undenkbar und auf diese kann dann wahrscheinlich auch der Begriff des Glücksspiels angewendet werden. Grundaufgabe des Finanzmarktes ist es, die-se verschiedenen Eintrittswahrscheinlichkeiten und Risiken zu be-messen, zu streuen und abzusichern. Auf diese Weise können die Finanzmarktteilnehmer abwägen, ob sie mit dem erzielten Gewinn Risiken entsprechend abdecken und langfristig Erträge erwirtschaf-ten können.

1. Mehr Transparenz am österreichischen Kapitalmarkt

Grundvoraussetzung zur Einschätzung von Eintrittswahrscheinlichkeiten und Risiken ist dabei nun nicht nur das Bestehen klarer Regeln, sondern vor allen Dingen auch eine ausreichende Transparenz. Denn nur wenn man über einen potenziellen Geschäftspartner genauestens informiert ist, lässt sich das eingegangene Risiko – wie etwa die Zahlungsfähigkeit – auch wirklichkeitsnah einschätzen. So steht es jedem Finanzmarktteilnehmer frei, sich auf den Märkten jene Geschäftspartner und jene Produkte auszuwählen, die seinen Vorstellungen, Anforderungen und Risikoneigungen am Besten entsprechen. Voraussetzung dafür ist aber einerseits, dass der Markt effizient funktioniert, und andererseits, dass ausreichende Transparenz besteht und der Marktteilnehmer alle Informationen erhält, um eine rationale und fundierte Entscheidung treffen zu können.

Die Finanzmarktteilnehmer müssen darüber hinaus auch gewiss sein können, dass sie sich innerhalb eines Rahmens klarer Regeln bewegen, deren Einhaltung einer gewissenhaften Kontrolle unterliegen. Hier nimmt die Finanzmarktaufsicht eine zentrale Funktion ein. In dieser Hinsicht gab es nun in Österreich in den letzten Jahren sicherlich einiges an Aufholbedarf. Die notwendigen Neuerungen wurden jedoch bereits mit der Aufsichtsreform 2007 durchgeführt und so konnte seitdem erhebliche Verbesserung erzielt werden. Einige wichtige Maßnahmen sind allerdings leider noch ausständig. An dieser Stelle sei deshalb auch angemerkt, dass Österreich nicht nur von der internationalen Finanzmarktkrise, sondern auch von einer ganz eigenen, „hausgemachten“ Finanzkrise betroffen ist. So muss sich der Finanzmarkt auf den Bilanzausweis verlassen können und ist es unbedingte Voraussetzung, dass Risiken auch wirklich in die Bilanz aufgenommen werden und aufscheinen. Hier gibt es in Österreich einiges an Handlungsbedarf. Verbunden damit ist auch die mangelnde Umsetzung des Art 24 EU-Transparenzrichtlinie, die die Einrichtung einer Behörde für das Enforcement der Rechnungslegung in jedem EU-Mitgliedstaat vorsieht, durch die Republik Österreich. Wir haben hier als einziger EU-Mitgliedstaat noch keine Enforcement-Stelle für Konzernabschlüsse benannt. Adressaten wären hier österreichische Unternehmen, die Finanzberichte gemäß §§ 82 und 87 BörseG veröffentlichen, also Aktien- und Anleiheemittenten am geregelten Markt der Wiener Börse und Unternehmen mit Auslandsnotierung. Die FMA wäre hier nach heutigem Erfahrungsstand zur Durchführung am besten geeignet, denn die klare Mehrheit der EU-Mitgliedstaaten hat die-

se Enforcement-Stelle bei der Allfinanzmarktaufsicht bzw der Wertpapieraufsicht angesiedelt (Deutschland, Frankreich etc). Mit dieser Vervollständigung ihrer Kompetenzen könnte die FMA Hinweisen auf Bilanzierungsfehler und verdächtigen Transaktionen börsennotierter Unternehmen adäquat nachgehen.

Positiv möchte ich bei der Frage nach der Transparenz des inländischen Kapitalmarktes jedoch den österreichischen Kapitalmarktprospekt hervorheben. Hier hat Österreich nicht nur die Vorgaben der EU-Prospekt-Richtlinie sehr zufriedenstellend umgesetzt, sondern verfügt auch gemeinschaftsweit über einen sehr hohen Prüfstandard. Dies zeigt sich unter anderem daran, dass manche Emittenten die aufsichtsrechtliche Arbitrage nützen und zur Prospektbilligung auf Länder ausweichen, in denen geringere Anforderungen als in Österreich herrschen. Der österreichische Kapitalmarktprospekt stellt auch eine hervorragende Informationsquelle dar. Als Beispiel sei nur auf den Prospekt einer seit kurzem in Konkurs befindlichen Fluglinie verwiesen – hier war bereits dem Prospekt zu entnehmen, dass die Fluglinie im Falle einer nicht erfolgreich platzierten Kapitalerhöhung Zahlungsunfähigkeit anmelden müsse. Zu bedauern ist nun, dass keine Übersetzung dieser Informationen in den Markt stattfindet. Dies führt zu einer erheblichen Informationsverkürzung und zu einem Erschwernis in der Unterscheidung zwischen wesentlicher und unwesentlicher Information bei den Marktteilnehmern. Dabei stehen natürlich auch massive Haftungsfragen im Raum. Hier sind die Vermittler in die Pflicht zu nehmen. Ein Kundenberater, der ein Finanzprodukt vermittelt, muss dieses Produkt genau kennen und verstehen. Ansonsten sollte er von der Beratung ausgeschlossen werden. National gibt es einiges an Verbesserungsbedarf, was die Qualität der Beratung und Vermittlung betrifft. Die derzeit diskutierten Gesetzesvorschläge zur Regelung der Finanzdienstleistungsassistenten scheinen mir nicht weitgehend genug zu sein, gehen jedoch in der Erhöhung der Qualität der Finanzberatung in Österreich einen wichtigen Schritt in die richtige Richtung. Gewiss ist das Feld der provisionsgetriebenen Beratung nur schwer zu handhaben und die Widerspruchsfelder des WAG 2007 in der Praxis schwierig zu lösen. Generell wäre es sinnvoll, auch Neuanpassungen in den gewerberechtlichen Regelungen in Bezug auf Vermittlung und Beratung zu treffen. Ein gangbarer Weg wäre auch die Schaffung eines gänzlich provisionsfreien Beratungszweiges, verbunden mit dem klaren Ausweis, dass sich der betreffende Berater zu einer provisionsfreien Beratung verpflichtet und auch einer entsprechenden Kontrolle unterliegt. Hier hat allerdings

bereits der Ökonom *Robert Shiller* in seinen Studien über die Demokratisierung der Finanzmärkte feststellen müssen, dass ein nicht provisionsgetriebenes Beratungssystem nur schwer umzusetzen sein wird. Die FMA begrüßt hierzu dennoch jegliche Diskussion und Anregung.

2. Reform der europäischen Finanzmarktaufsicht

Wie dargestellt, muss in Europa leider immer wieder die Tendenz von Finanzinstituten festgestellt werden, ihren Sitz in EU-Mitgliedstaaten mit weniger strengen Regeln in der Beaufsichtigung und Regulierung zu verlagern. Diese Konstellation war ebenfalls ausschlaggebend für den Verlauf der Finanzkrise und ist auch der Grund, weshalb derzeit auf europäischer Ebene intensive Diskussionen zu einer Stärkung der europäischen Finanzmarktaufsicht laufen. Die Europäische Kommission beabsichtigt, regulatorische Lücken zu schließen und die einzelnen Regelwerke der EU-Mitgliedstaaten zu vereinheitlichen. Auf diese Weise soll künftig vermieden werden, dass Finanzinstitute ihren Sitz nach den für sie günstigsten Zulassungsbedingungen wählen. Konsens dieser Reform der europäischen Aufsichtsarchitektur ist jedoch, dass diese keine Änderung der EG-Gründungsverträge impliziert, was natürlich mit einer nur eingeschränkten Kompetenzübertragungsmöglichkeit einhergeht. Ich darf im Folgenden die laufenden Initiativen der EU kurz vorstellen:

Insbesondere ist geplant, für die Banken-, Versicherungen- und Wertpapieraufsicht sogenannte „Europäische Finanzaufsichtsbehörden“ einzurichten. Diese werden die Aufgabe haben, die Harmonisierung des Rechtsbestandes zu begleiten und deren Umsetzung zu überwachen. Zudem werden sie befugt sein, verbindliche technische Standards zu erlassen, welche die gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben im Finanzaufsichtsbereich näher determinieren. Diese verbindlichen technischen Standards werden unmittelbare Rechtsgültigkeit gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden besitzen. Darüber hinaus werden die neuen Behörden aber auch die Berechtigung besitzen, in bestimmten Situationen wie Krisenfällen oder Meinungsverschiedenheiten zwischen Aufsehern verschiedener Länder einzelne Finanzinstitute direkt zu adressieren. Der Vorschlag der Europäischen Kommission ist in dieser Hinsicht also ein sehr weitgehender. Die neue Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) wird zudem direkte Aufsichtsbefugnis über Ratingagenturen erhalten. Des Weiteren wird bei der EZB ein sogenannter Rat für System-

risiken eingerichtet werden, bestehend aus den Gouverneuren der Notenbanken in Europa sowie Vertretern der einzelnen nationalen Aufsichten. Dieser Rat soll systemische Risiken identifizieren und präventive Maßnahmen empfehlen. Es ist jedoch nicht nur notwendig, systemische Risiken zu identifizieren, sondern es müssen auch Handlungsanleitungen für den Fall des Ausbruchs einer Systemkrise oder des Ausfalls eines systemrelevanten Institutes bestehen. Ausgehend von den G20 gibt es hier bereits eine Reihe von Überlegungen, wie systemrelevanten Instituten der Weg in die Abwicklung abseits des „too-big-to-fail“ ermöglicht werden kann. Die USA überlegen hier bereits die Schaffung eines eigenen Fonds, gespeist aus Beiträgen systemrelevanter Finanzinstitute, um ein adäquates „burden-sharing“ zu garantieren und nicht die Abwicklungskosten rein vom Staate allein zu tragen sind. Auch die Europäische Union hat unlängst ihre Vorschläge zur Schaffung gemeinschaftsweiter Regelungen für grenzüberschreitende Konkursfälle präsentiert, die unter anderem vorsehen, dass die Abwicklung einer grenzüberschreitenden Kredit- oder Versicherungsgruppe bei einem Abwickler konzentriert wird.

Die Europäische Union plant nicht nur eine Reform der Finanzmarktaufsicht auf europäischer Ebene, sondern auch in der Regulierung soll es zu einer Reihe von weiteren Neuerungen kommen. So etwa eine stärkere Regulierung der OTC-Märkte. Denn am außerbörslichen Handel wurde der größte Anteil der in der Finanzkrise sich als „toxic assets“ erwiesen habenden Volumina umgesetzt. Gerade diese OTC-Märkte sind aber äußerst intransparent, was dazu führt, dass sich das Risiko eines counterparts nur schwer einschätzen lässt. So war auch beim Kreditrisikoversicherer *AIG* nicht bekannt, welche Volumina überhaupt versichert wurden. Die Gefahr des Ausfalls eines counterparts am CDS-Markt ist auch am Beispiel *Lehman* deutlich geworden. Daher hatte man sich bei der Behandlung des ähnlich gelagerten Falles *AIG* für eine andere Vorgehensweise entschieden – *AIG* war über seinen Bankenarm ein systemrelevanter Teilnehmer am Markt für Kreditderivate, dessen Ausfall dramatische Ansteckungseffekte bei anderen großen Kreditinstituten zur Folge gehabt hätte. So will die Europäische Kommission durch die Offenlegung von Handelspreisen und -volumina nicht nur für mehr Transparenz der Märkte sorgen, sondern generell den Aufsichtsbehörden einen vollständigen Überblick über die am OTC-Markt stattfindenden Transaktionen sowie die Positionen der Marktteilnehmer ermöglichen. Das Gegenparteiausfallsrisiko soll

durch die Förderung zentraler Strukturen minimiert werden. Dabei sollen verstärkt standardisierte Kontrakte verwendet werden, welche das operationelle Risiko für die Abwicklung senken und Grundvoraussetzung für die Einrichtung zentraler Gegenparteien sind. Die Schaffung eines öffentlichen Handelsplatzes für Derivate erhöht nochmals die Transparenz und wäre Grundlage für liquidere Sekundärmärkte. Aus Sicht der FMA sind diese Vorschläge zu begrüßen, gleichwohl besteht in einigen Punkten noch Klärungsbedarf. So ist beispielsweise anzuzweifeln, dass wirklich alle Kontrakte standardisiert werden können und ob dies tatsächlich wünschenswert wäre – nicht alle Risikoprofile lassen sich effektiv mit Standardprodukten hedgen. Der außerbörsliche Handel mit nicht standardisierbaren Derivaten könnte jedoch über Veränderungen der Eigenmittelvorschriften gegenüber dem Handel auf geregelten Brösen verteuert werden. Eine erhöhte Transparenz auf den OTC-Märkten würde jedenfalls zu weit früher getroffenen und höheren Sicherstellungen und damit zu einer Reduktion von unerwünschten Risikokonzentrationen führen.

Der Betrugsfall *Madoff* löste große Diskussionen über eine stärkere Regulierung von Hedgefonds aus. Hier wird es in Europa im Bereich der „Alternativen Investments“ durch die geplante Richtlinie zu „Alternative Investment Fund Managers“ (AIFM) zu teils gravierenden Änderungen kommen. Jeder Manager eines Nicht-UCITS¹⁷-Fonds wird unter bestimmten Eingangsvoraussetzungen (Sitz in EU-Mitgliedstaat sowie verwaltetes Fondsvolumen von über 100 Mio €) einer Konzessionierung und Regulierung unterliegen. Neue Vorschriften hinsichtlich Eigenmittel, Risiko- und Liquidationsmanagement sind einzuhalten und von der Aufsicht auch zu überprüfen. Diese Initiativen sollen die Transparenz von Fonds forcieren und so zu einer gesteigerten Offenlegung führen. Die endgültige Fassung der AIFM-Richtlinie soll im Juni 2010 verabschiedet werden. Diese Richtlinie ist derzeit auf europäischer Ebene sehr umstritten und wird von den Interessensvertretungen der alternativen Investments vehement bekämpft. Argumentiert wird dabei immer wieder mit einer drohenden Abwanderung der Investmentfonds aus Europa in die USA. Jedoch auch dort droht die Lobby gegenüber Vorschlägen zu stärkerer Fondsregulierung mit Abwanderung. Hier dürfen wir uns nicht von der

¹⁷ Gemäß der RL 85/611/EG – „Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities“ oder zu deutsch „OGAW – Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren“.

Industrie gegeneinander ausspielen lassen – ich setze dabei auch auf die G20, dass entgegen dem massiven Lobbyismus wirkungsvolle Regelungen durchgesetzt werden. Die schwedische EU-Präsidentschaft hat jedenfalls wichtige Passagen bereits deutlich entschärft. Aus regulatorischer Sicht ist insbesondere bedauernd, dass Themen wie die Beschränkung des Leverage, Transparenz- und Offenlegungsbestimmungen an die Behörden (insbesondere im Bereich der Delegationen (siehe *Madoff*) aber auch die Investoren und die Ausnahme von der Finanzkrise mitbestimmenden Finanzinstrumente (zB sog Securitization Vehicles) eliminiert bzw stark reduziert wurden.

Dr. Hannes Jarolim

Danke Herr Vorstandsdirektor Mag. *Ettl* für diesen informativen Vortrag. Wir haben vor dem Niedergang von *Lehman* eine sehr konstruktive und anregende Diskussion darüber geführt, wie es möglich und sinnvoll sein könnte, Wien zu einem alternativen Kapitalmarktstandort für Hedge-Fonds auszubauen. Einer der zentralen Diskussionspunkte war jener über die Transparenz bzw Transparenzfähigkeit von Hedge Fonds-Produkten. Und wenn wir jetzt gehört haben, dass es darum geht, „Systemrisiko“ erkennbar zu machen und aufzuzeigen, so ist dies die gleiche Diskussion, nämlich jene nach der Verständlichkeit von Produkten und die Rechtsfolgen davon, wenn etwas undurchschaubar und aus wirtschaftlicher Sicht auch nicht begründbar ist.

Und wie die Bankenseite zu diesen Themen steht, darf ich jetzt Herrn Vorstandsdirektor Mag. Dr. *Gerhard Rehor* fragen.

Dr. Gerhard Rehor

I. Die zukünftige Rolle der Banken im internationalen Kapitalmarkt

1. Standortbestimmung

Um nach zwei Jahren Finanzmarktkrise über die Rolle der Banken im internationalen Kapitalmarkt zu sprechen, bedarf es eines klaren eigenen Standpunktes.

Was meine Person und unser Bankinstitut betrifft, ist dieser zweifellos vom Wesen als genossenschaftliche Bankenorganisation geprägt. Auch wenn heute die Raiffeisen-Spitzeninstitute auf Landes-

und Bundesebene überwiegend als Aktiengesellschaft organisiert sind, verleugnet doch niemand das genossenschaftliche Gedanken- gut als Wurzel einer mittlerweile 120-Jahre alten Bankengruppe.

Entscheidend ist die gemeinsame Rolle von Kunde und Eigentümer, welche durch die Mitglieder einer Genossenschaft wahrgenom- men wird. Dadurch entsteht eine Kultur des „Konsumentenschutzes“, der sich ja letztendlich im Genossenschaftszweck, nämlich der wirt- schaftlichen Förderung der Mitglieder, niederschlägt. Wohlgermerkt, schließt dies ein Gewinnstreben der Genossenschaftsbank nicht aus – nur eine wirtschaftlich gesunde Bank kann auch ihre Mitglieder fördern – es geht aber um ein Wertgebäude, welches durch Nach- haltigkeit, Subsidiarität, Regionalität und Solidarität bestimmt ist. Neben der Orientierung an der Mitgliederförderung und damit dem Konsumentenschutz, gibt es weitere freiwillige Selbstbeschränkung im Sektor der Raiffeisenbankengruppe, die über die Vorschriften der Bankenaufsicht hinausgehen.

Zu erwähnen sind etwa die Solidaritätseinrichtungen (welche im Falle einer Schieflage einer Genossenschaftsbank für den Weiterbe- stand haften).

Diese Institutionen beschränken und überprüfen die Geschäfts- gebarung der Mitgliederbanken, um nicht eines Tages zu Solidari- tätsleistung gezwungen zu werden. Die Kontrolle „von Nachbar zu Nachbar“ verläuft unglaublich praxisorientiert und in tiefer Kenntnis des gemeinsamen Geschäftsmodells.

Vom Standpunkt eines Genossenschaftsbankers also möchte ich mich dem gestellten Thema widmen.

2. Ausgewählte Funktionen der Banken am Kapitalmarkt

Unter den zahlreichen Funktionen, welche Banken am nationalen und internationalen Kapitalmarkt erfüllen, sollen in der Folge drei her- ausgegriffen werden, die für das heutige Thema besondere Relevanz haben und in denen Lernerfahrungen aus der Finanzmarktkrise um- zusetzen sind.

2.1. Die Rolle der Banken in der Kundenberatung

Auch wenn das Sparbuch nach wie vor die liebste Veranlagungs- form der Österreicher ist, hat doch in den letzten 15 Jahren die Anzahl

an „höherwertigen Veranlagungsprodukten“ und deren Komplexität massiv zugenommen. Es ist nur zu begrüßen, dass durch den Gesetzgeber Regelungen geschaffen wurden, die die Transparenz und Verständlichkeit von Finanzprodukten, insbesondere in der Geldveranlagung, sicherstellen sollen.

Der gute Berater muss sowohl ein Bild über die Finanzlage seines Kunden als auch detaillierte Kenntnis über sein Produkt vereinen.

Tatsächlich ist die Dokumentation eines derartigen Beratungsvorganges und der erfolgten Risikohinweise bereits in einem Umfang angewachsen, der der Transparenz und leichten Verständlichkeit nicht unbedingt dienlich ist.

Nehmen Sie als Beispiel die Vereinbarung mit einem Kreditnehmer, durch die seine Zinsen, die variabel am 3 Monats-Euribor bemessen werden, mit einer Obergrenze, einem Cap, begrenzt werden. Also beispielsweise, wie wir es vom Bausparen kennen, ein Maximum von 6 % fixiert wird.

Eine derartige Vereinbarung löst in der Bankberatung circa 5 mm Papier zur Dokumentation und zur Unterschrift aus, begonnen mit dem Rahmenvertrag über Derivatgeschäfte, den diversen Risikoaufklärungen von Zinsderivaten, Sicherheiten hinterlegung, Zeichnungsberechtigungen und ausführliche Hinweise für den Online-Zugriff auf die Informationen über dieses Geschäft.

Sofern der Kunde darauf verzichtet, alle Papiere, die er unterschreibt, im Einzelnen durchzulesen, begibt er sich in eine sehr ungünstige Position. Die Nachvollziehung aller Eventualitäten in der Dokumentation hingegen bedeutet eine derartige Vielzahl von Informationen, dass Transparenz und Verständlichkeit nur mühsam aufrechterhalten werden können.

Ein anderes heißes Thema im Zusammenhang mit Bankberatung ist der Umgang mit spekulativen Geschäften. Schlagwörter wie „keine Spekulation mit öffentlichen Geldern“, oder der Wunsch eines Kunden, ohne Spekulation zu veranlagen, bedürfen der Klärung der Frage, was unter Spekulation zu verstehen ist.

Wieder ein Beispiel zur Veranschaulichung: Eine Gemeinde nimmt eine Finanzierung über 10 Mio € auf. Ist es nun Spekulation mit öffentlichem Geld, wenn die Verzinsung variabel gestaltet wird oder wenn diese auf die gesamte Laufzeit fix vereinbart wird? Vergewärtigen wir uns: der 3 Monats-Euribor, welcher zur Zeit bei 0,72 %

liegt, würde als Zinssatz angewendet einen Zinsaufwand in Höhe von 72.000 € auslösen. Vor etwa 14 Monaten lag der 3-Monats-Euribor bei 5,38 %. Gemessen an diesem Wert wär der Zinsaufwand der Gemeinde 537.000 € gewesen. Für einen üblichen Gemeindehaushalt ist der Unterschied gewaltig. Also: Spekulation? Umgekehrt ist ein langfristig fix vereinbarter Zinssatz, der vielleicht auf einem hohen Niveau eingegangen wurde, Ergebnis einer Momentaufnahme. Je nach Glück oder Unglück des Zeitpunktes konnte in den vergangenen Jahren ein 10-jähriger Kredit um 3,5 % oder um 6 % aufgenommen werden. Dazu kommt, dass in 8 von 10 Jahren der langfristig gebundene Kredit teurer kommt, als jener, der sich am Geldmarkt orientiert.

Also: wieder die Frage, ob das Glück des Einstiegszeitpunktes ein spekulatives Element ist? Noch komplizierter wird die Angelegenheit, wenn man weiß, dass ein gut abgestimmtes Paar aus Kredit- und Zinsderivat aus einem ursprünglich variabel verzinsten Kredit einen fix verzinsten Kredit machen kann oder umgekehrt. Das Zinsderivat für sich alleine betrachtet ist zweifellos spekulativ, gemeinsam mit dem Kredit, nicht?

Ähnliches könnte man zur Frage ausführen, ob eine breit gestreute private Veranlagung unter Einbeziehung eines kleinen Aktienanteiles nun dem Anspruch „nicht spekulativ zu veranlagen“ entspricht oder nicht. Nach herrschender Kapitalmarkttheorie reduziert über einen längeren Betrachtungszeitraum die Beimischung von Aktien in einem Anleihenportfolio das Gesamtrisiko sogar. Ist nun eine Portfoliobetrachtung unter Berücksichtigung Risiko ausgleichender Elemente zulässig oder ist allein auf den „spekulativen Charakter“ von Aktien(-fonds) abzustellen?

Zudem ist Risiko nichts Stabiles. Die Finanzmarktkrise ist ja auch eine Krise der Risikosysteme. Die verbreitete Risikomaßzahl „Value at risk“ orientiert sich an den Ausschlägen der Vergangenheit und ermittelt Wahrscheinlichkeiten. Systembrüche, und -krisen können damit nicht antizipiert werden.

So erklärt sich, warum ein SFR-Kredit heute riskanter ist, als vor 10 Jahren. Wenn die Schwankung (VaR) zwischen EUR/SFR vor Jahren „1“ war, so maß man am 27.10.2008 den Wert „10“ und heute etwa „4,5“. Auch an den Aktienmärkten war diese sogenannte „Volatilität“ vor 12 Monaten dreimal so hoch wie heute und zehnmal so hoch, wie in ruhigen Zeiten.

Meine Ausführungen zeigen, dass ein konstruktiver Zugang zur Risikobeurteilung bei Finanzgeschäften immer den Gesamtzusammenhang berücksichtigen muss. Nur deshalb, weil in Einzelfällen ein derartiger Zugang strittig ist, darf die Bankberatung nicht den Fokus auf die Problemlösung des Kunden verlieren. Bei aller Berücksichtigung von Eventualitäten, muss man doch auf die überwiegende Mehrzahl von Fällen schauen, bei denen die geratene Problemlösung auch die gewünschte Wirkung zeigt.

Abschließend zum Thema Beratung soll nicht vergessen werden auf die Vielfalt von Beratungsquellen hinzuweisen, die leider nicht alle der gleichen gesetzlichen Regelung unterliegen. Banken, Versicherungen, Makler oder sogenannte unabhängige Finanzberater sollten hinsichtlich der Aufsicht und ihres organisatorischen Aufwandes gleichgestellt werden.

2.2. Die Funktion der Banken als Produzenten von Finanzprodukten

Vom Bereich Assetmanagement (Fondsvolumen in Österreich: 136 Mrd €) begonnen über die klassische Anleihenemissionen und Zertifikate, fondsgebundene Lebensversicherungen und Sparangebote: Die Schaffung von Produkten für das eigene Kundengeschäft aber auch für den Drittmarkt ist eine wesentliche Funktion der Banken.

An dieser Funktion, namentlich der Verbriefung verschiedenster Kreditrisiken, ist Kritik nach dem Ausbruch der Finanzmarktkrise angebracht. Tatsächlich war mangelnde Transparenz und Verständlichkeit Ursache vieler Fehlentscheidungen. Was das Privatkundengeschäft betrifft, hat es Auswüchse auch in Österreich gegeben.

Nur von der Gier der Banker zu sprechen, würde jedoch zu kurz greifen: In Zeiten niedriger Zinsen war die Nachfrage nach hoch verzinsten Produkten mit den verschiedensten Risiken enorm. Der fundamentale Zusammenhang zwischen höheren Zinsen und höherem Risiko ist dabei oftmals ignoriert worden.

Auch in der Produktpolitik und -gestaltung ist daher eine differenzierte Betrachtung notwendig, um den Bedürfnissen der Praxis gerecht zu werden. Das vorhin erwähnte Beispiel vom Zinscap bei Krediten oder beispielsweise eine Anleihe mit Zinsfloor (etwa ein Produkt, das vorsieht: Verzinsung ist 12 Monats-Euribor, mindestens

aber 3 % p.a.) gehören sicher zu den einfach verständlichen Produktvarianten, die in bestimmten Marktsituationen sehr vorteilhaft für den Kunden sein können, ohne große Risiken zu eröffnen. Beide Produkte gehören aber zur Familie der sogenannten „strukturierten Produkte“, die auch alle unverständlichen Strukturen umfasst haben. Wie immer im Leben kommt es darauf an, was man daraus macht. „Die Dosis macht das Gift!“

Von Seiten der österreichischen Banken ist mit den klassischen toxischen Wertpapieren oder Derivaten im Kundengeschäft relativ wenig Schaden angerichtet worden. ABS-Strukturen-, CDO's, Credit linked Notes oder CDS spielten meines Wissens im Kundengeschäft eine verschwindende Rolle. Die in Österreich relevanten Probleme entstanden vielmehr aus hausgemachten Modellen, die auch ohne Finanzmarktkrise früher oder später ihre Grenzen erreicht hätten. Am bedeutendsten war hierbei das Platzen der Immobilienaktien-Blase.

Aus der Sicht der Produktgestaltung ist ein über eine börsennotierte Aktiengesellschaft verbrieftes Immobilienvermögen mit breiter Diversifikation und einem liquiden Handel kein unvernünftiges Angebot. Ich persönlich halte die Gestaltung auch für deutlich attraktiver, als die gesetzlich geregelten Immobilien Investmentfonds, die in Österreich bereits ein Volumen von 1,8 Mio € erreicht haben. Diese weisen den „Strickfehler“ auf, relativ langfristige Veranlagungen in Immobilien durch praktisch täglich fällige Zertifikate zu refinanzieren. Dies hat bereits vor vier Jahren bei der Deutschen Sparkassengruppe zu erheblichen Problemen geführt und war auch die Bedrohung im Hintergrund bei österreichischen Immobilieninvestmentfonds, deren Schließung notwendig wurde bzw knapp bevor stand.

Grundsätzlich ist ja die Schließung von Investmentfonds eine Maßnahme zum Schutze der Anleger. Dabei soll verhindert werden, dass die „schnellen Flüchtler“ zum Schaden der im Fonds verbleibenden Anleger aussteigen und dadurch das Fondsvermögen auf einen relativ illiquiden Bodensatz von Wertpapieren oder eben Immobilien reduziert wird. Natürlich ist aber diese Notfallmaßnahme ein Schaden für den Kunden, der sich aus Märkten zurückziehen möchte und nicht kann bzw auch für das Image der Fondsindustrie, die in ihrer Werbung auf dieses Restrisiko zu wenig Rücksicht genommen hat.

Über die „Austriaca“ der Finanzskandale findet *Andreas Hampl* im jüngsten TREND klare Worte, denen wenig hinzuzufügen ist. Derzeit

sind die Gerichte in Österreich am Klären, welche Exzesse auf der Spesenseite, der möglichen Marktmanipulation und möglicherweise falsche Bilanzen die Anleger in die Irre geführt haben. Der Schaden ist jedenfalls beachtlich. Insgesamt verloren die Anleger in den Immobilienaktien, welche im Prime Market an der Wiener Börse notierten, zwischen dem 10.4.2007 und dem Tiefststand, dem 9.3.2009, rd 9/10 ihres Kapitals.

Die inzwischen eingesetzte Erholung hat den Schaden auf rd 75 % reduziert, wobei Erholung bei diesen Zahlen eben sehr relativ ist.

Wie kam es überhaupt dazu, dass die Anlegergelder zwischen 2002 und 2007 in neue Risikomärkte wanderten und so erst die Hausse bei Zertifikaten, Kreditderivaten etc ermöglichten. Ursache war der grobe Rückschlag im Gefolge des September 2001 an den Aktienmärkten. Die Indizes verloren gut 40–50 % ihres Wertes und damit die Kunden bis zur Hälfte ihres Vermögens. Dieser substantielle Wertverzehr war zuviel und die Kunden verlangten nach neuen Strategien. Garantieprodukte, Absolut-Return-Strategien etc kamen auf den Markt. Gemäß der klassischen Kapitalmarkttheorie, für die *Sharpe*, *Markowitz* und *Miller* den Wirtschaftsnobelpreis erhalten haben, ist eine breite Diversifikation des Risikos gleichbedeutend mit einer Senkung des Risikos. Daher trachteten viele Produkte diese über breite Risikostreuung darzustellen. Gesucht waren Risiken, die voneinander unabhängig sind.

Diese Strategie funktionierte im Jahr 2008 nicht, da alle Assetklassen gleichzeitig und letztendlich mit der gleichen Ursache eines „Systemrisikos“ getroffen wurden. Auch hier gilt es mit Blick in die Zukunft das Kind nicht mit dem Bad auszuschütten. Die auf Wahrscheinlichkeiten aufbauende Portfoliotheorie gibt keine Antwort auf die fundamentalen Systemrisiken eines Finanzsystems. Abgesehen vom Zusammenbruch aller Strukturen funktioniert jedoch der Gedanke der Risikostreuung und wird es auch weiter tun. Sowohl Kapitalgeber als auch Kapitalnehmer wären schlecht beraten, diesen Grundgedanken völlig zu verwerfen.

2.3. Die Funktion der Banken als Kapitalvermittler (Finanzintermediär)

Die Aufgabe der Banken weltweit ist einerseits Geld von Anlegern entgegenzunehmen und andererseits damit Finanzierungen zu ver-

geben. In diesen beiden Teilmärkten hat das Kernproblem der Finanzmarktkrise stattgefunden und ist sicherlich noch nicht gelöst.

Die Vertrauenskrise unter den Banken hat dazu geführt, dass die Mittelaufnahme durch die Kreditinstitute wesentlich verteuert wurde, zeitweise völlig zum Erliegen gekommen ist. Erst durch das staatliche Eingreifen mit Garantien und die Bereitstellung ausreichender Zentralbankmittel konnte die Refinanzierung von Banken sichergestellt werden.

Heute geht es nicht um die Feststellung von Schuldigen, aber klar ist, dass von den Risiken österreichischer Banken keine Finanzmarktkrise ausgegangen wäre und die hierorts aufgetretenen Probleme letztendlich durch den Dominoeffekt und die internationale Verflechtung der Finanzwelt entstanden sind.

Nichtsdestoweniger ist indirekt auch jede österreichische Bank durch staatliche Garantien für die „Weltsystembanken“ vor dem Untergang bewahrt worden. Damit aber der Blutkreislauf der Wirtschaft.

Bislang haben in Österreich die staatlichen Garantien nur dort etwas gekostet, wo Probleme auch ohne die Finanzmarktkrise aufgetreten wären, durch diese aber zweifellos beschleunigt wurden.

Eine unrühmliche Rolle am Interbankmarkt spielten die drei großen Ratingagenturen *Moody's*, *Fitch* und *S&P*. Alleine *Moody's* ratet weltweit 39.000 Emittenten von Wertpapieren. Eine Neuordnung dieses Oligopols des externen Ratings tut gleichermaßen Not wie die autonome Risikoanalyse für Banken in den Banken zu verstärken ist.

Die auf europäischer Ebene laufenden Bemühungen, eine kontinentaleuropäische Ratingagentur zu schaffen, sind sehr zu begrüßen, noch mehr jedoch bedürfen die vorhandenen Systeme engerer Regulierungen durch die Gesetzgeber. Es ist geradezu bezeichnend, dass ausgerechnet Island und die isländischen Banken im Frühjahr 2007 von *Moody's* mit dem AAA Rating versehen wurden, was letztendlich von den Märkten nicht akzeptiert wurde und zu einer Rückstufung geführt hat. Island stand vor 12 Monaten bekanntlich samt seinen Banken vor dem Staatsbankrott.

Die Mittelaufnahme der Banken an den Kapitalmärkten wird in Zukunft wesentlich davon geprägt sein, wie weit eine stabile Primärmittelaufbringung auch aus dem Kundengeschäft vorhanden ist. Insofern erklärt sich auch der Wettbewerb um den Sparbuchspärer,

in dem Zinsen gezahlt werden, die deutlich über einer risikolosen fristengleichen Weiterveranlagung liegen.

Ein weiteres Phänomen aus der Finanzmarktkrise bedarf der dringenden Lösung. Durch staatliches Eingreifen bei einzelnen Marktteilnehmern kam es zu Teilverstaatlichungen oder überhaupt Verstaatlichungen bisheriger Kommerzbanken.

Vor dem Hintergrund der staatlichen Bonität ist diesen Unternehmen die relativ günstige Wiederbeschaffung von Mitteln möglich, was zu sehr konkurrenzfähigen Angeboten für Finanzierungen führen kann. Gegenüber Banken im Privatbesitz, die in der Finanzmarktkrise keine staatliche Hilfe benötigen haben, stellt dies doch einen Konkurrenzvorteil dar. Die Bereinigung dieser Marktverzerrung ist sowohl aus Überlegungen der Gerechtigkeit als auch im Interesse der Konsumenten und der Steuerzahler notwendig.

Notgedrungen waren ja in der Finanzmarktkrise die Grundsätze der Europäischen Wettbewerbsaufsicht in den letzten Monaten toleranter als davor.

Die Risikoaufschläge für Bankenrefinanzierung werden über den Itrax-Europe Index gemessen, der von seinem Höchststand am 9.3.2009 bei 208 Indexpunkten nunmehr mit 90 Indexpunkten wieder in Richtung Normalisierung tendiert. Zweifellos werden aber Niveaus wie 2006 (Indexstand 20) nie wieder erreicht werden.

Dies gilt naturgemäß auch für die 2. Seite der Finanzintermediation, die Kreditvergabe. Die vielzitierte Kreditklemme, dort wo sie überhaupt stattfindet, hat 2 Wurzeln. Zum einen die deutlich verteuerte Refinanzierung der Banken, was sich auf den Preis von Krediten auswirken muss und zweitens die erwartete und auch bereits eingetretene Bonitätsverschlechterung vieler Kreditwerber.

Um einen Zweitrundeneffekt auf der Kreditseite zu vermeiden und auch den verstärkten Auflagen der Bankenaufsicht zu genügen, sind die Risikosteuerungssysteme der Banken sensibel geworden. Wir beobachten eine deutliche Trennung in Hausbankenkunden und „Rosinen-Picker“. Der Hausbankenstatus ist durch eine vertrauensvolle Informationspolitik, ein umfassendes Beratungsangebot und gegenseitiges langjähriges Vertrauen gekennzeichnet. Unternehmen in diesem Verhältnis zur Bank werden eher durchgetragen, auch wenn die wirtschaftlichen Umstände schwieriger geworden sind.

Es ist sehr zu begrüßen, wenn die geplanten strengeren Eigenkapitalvorschriften für Banken erst mit ausreichenden Übergangsfristen sowohl vom Markt als auch von der Aufsicht eingefordert werden. Andernfalls ist der Engpass Eigenkapital geradezu Ursache für eine Verstärkung der Kreditklemme.

So ist aktuell auch bezeichnend, dass gerade große Kapitalerhöhungen von Banken, wie sie national aber auch international laufend angekündigt werden, den Optimismus der Aktienmärkte rasch eingebremst haben.

3. Das Umfeld der Banken auf den Kapitalmärkten

Abschließend verdient das Umfeld, in dem sich die Banken bewegen, die Aufmerksamkeit, da ein Bankensystem massiv von den gesetzlichen Rahmenbedingungen beeinflusst wird.

Möglicherweise war es ein Fehler, die angelsächsische Bilanzphilosophie über IFRS und US-Gap einzuführen. Man kann über die Politik der stillen Reserven betriebswirtschaftlich unterschiedliche Meinungen vertreten, doch solange die Märkte kontinuierliche Ergebnisse von Banken erwarten, ist die Philosophie des kontinentaleuropäischen Handelsrechtes wohl besser geeignet diese Erwartungen zu erfüllen. Dazu kommt, dass Bankvorstände heute nach zwei verschiedenen Systemen zu steuern haben. Während die Dividendenfähigkeit, Steuern und aufsichtsrechtliche Vorgaben, wie Solvabilität etc nach den Grundsätzen UGB zu steuern sind, weisen die veröffentlichten Bilanzen nach IFRS andere Gesichtspunkte auf. Es ist evident, dass die Steuerung nach zwei unterschiedlichen Zielsystemen zu Interessenskonflikten führen muss. Die prozyklischen Eigenschaften der IFRS Bilanzierung wurde ja in den letzten Monaten eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Vor diesem Hintergrund sind auch die guten Ergebnisse amerikanischer Großbanken im heurigen Jahr mit Vorsicht zu genießen.

Der Ruf nach einer verstärkten Bankenaufsicht als Lehre aus 2008 wird wohl kaum auf Widerspruch stoßen. Es kommt aber darauf an, in Qualität statt in Quantität zu investieren. Um einen Vergleich mit der Polizei anzustellen: Nicht Parksünder sonder Einbrecher sollen im Fokus stehen.

Seit ich vor 25 Jahren als Assistent in einer Wirtschaftsprüfungskanzlei begonnen habe, hat sich die Prüftechnik generell massiv

gewandelt. Nicht „Bottom up“ sondern „Top down“ muss das Denken der Prüfer prägen. Das heißt, ein Mitvollziehen der unternehmerischen Handlungsweise von Bankvorständen. Die Plausibilität des Geschäftsmodells mit dem Hausverstand nachzuvollziehen, verrät vermutlich am meisten über jene Punkte, in denen die Detailprüfung einsetzen muss. Vom Gesetzgeber ist also eine Verschärfung der Bankenaufsicht zu erwarten. Sie sollte jedoch die „unternehmerische Freiheit der Prüfungsorgane“- eine Formulierung die in diesem Zusammenhang vermutlich verwundern mag – ermöglichen und diese mit vernünftigen Ermessensspielräumen ausstatten.

Ich komme zum Schluss.

In der Geschichte schlägt das Pendel je nach Anlass einmal stärker links, einmal stärker rechts aus um eine Mitte, in der wahrscheinlich die Wahrheit liegt. Während Deregulierung in den 90-Jahren und bis 2008 das Credo der Finanzmarktverantwortlichen gewesen ist, ist der Ruf nach starker Regulierung nach den Erfahrungen 2008 nur zu verständlich. Meine Hoffnung ist, dass „das Kind nicht mit dem Bade ausgeschüttet“ wird. Funktionierende Kapitalmärkte, in denen Angebot und Nachfrage bei fairen Rahmenbedingungen (!) stattfinden, haben nichts mit Glückspiel zu tun. Gerade aber die Globalisierung hat es notwendig gemacht, sowohl an den Gütermärkten als auch an den Finanzmärkten durch die Gesetzgebungen gleiche und faire Rahmenbedingungen zu schaffen. Es ist zu hoffen, dass die Gelegenheit genutzt wird und mehr als populistische Schlagwörter zur Umsetzung kommen.

Dr. Hannes Jarolim

Danke, Herr Dr. *Rehor*, wobei ich bei dieser Gelegenheit zum Thema „Rechtsdurchsetzung“ noch darauf hinweisen darf, dass wir derzeit bei den Verfolgungsbehörden bzw Gerichten ein eklatantes Personalproblem haben, und Verfahren nicht in absehbarer Zeit durchgeführt bzw abgeschlossen werden können. Darüber hinaus scheint auch ein intensiverer Gedanken- und Informationsaustausch zwischen der Justiz und jenen Behörden unverzichtbar, welche erhebliches Know-How über wirtschaftsrechtliche Vorgänge und Problemstellungen haben. Ich denke hier etwa an die Finanzmarktaufsicht, die Österreichische Nationalbank, die Bundeswettbewerbsbehörde, die Übernahmekommission und viele mehr. Es ist nicht effizient und auch nicht zumutbar, dass ein Staatsanwalt kurz nach seinem Amt-

antritt alleine bzw ohne Unterstützung in einer Unzahl hochkomplexer Verfahren einer Reihe von Anwälten gegenüber sitzt, welche nicht nur fachlich mit allen Wassern gewaschen und routiniert sind, sondern vielfach auch größere Zeitspielräume zur Verfahrensvorbereitung haben. Eine rasche und gut funktionierende Justiz ist unverzichtbar für jeden entwickelten Wirtschaftsstandort.

Wir kommen nun in die zweite Runde der Stellungnahmen und ich darf Herrn Prof. *Zib*, der sich zu Wort gemeldet hat, um seine ergänzenden Ausführungen ersuchen.

Dr. Christian Zib

Während das Aufsichtsrecht präventiv wirken kann, kann das Zivilrecht hauptsächlich ex post wirken und den Anlegern zurückgeben, was ihnen zusteht oder vorenthalten wurde. Eine gewisse Präventivwirkung besteht natürlich insoweit, als die Rechtsprechung zur AGB-Kontrolle auch in die AGB-Gestaltung einfließt. Aber von der Zielsetzung meines Themas her bewegen sich die möglichen Beiträge des Zivilrechts zum Kapitalmarktrecht naturgemäß eher im ex post-Bereich.

Was das Kuratorenrecht angeht, habe ich meine Meinung schon gesagt. Die Rolle des Kuratorenrechts ist derzeit eher eine prozessvertretende oder im Insolvenzverfahren vertretende Funktion des Kurators. Man könnte das ausbauen zu Gläubigerversammlungen, die organisiert ablaufen und dort auch Inhalte der Anleihebedingungen ändern können.

Mehrfach angesprochen wurde das Verhältnis zwischen Wette und „gutem“ Finanzprodukt. Natürlich wird bei einer Wette auf ein ungewisses, meist künftiges Ereignis gesetzt. Und natürlich kann man jedes ungewisse Ereignis in seiner Wahrscheinlichkeit einschätzen. Man kann das Risiko berechnen und abschätzen, man kann es wahrscheinlich auch versichern. Das ändert aber nichts daran, dass es um ein ungewisses Ereignis geht und damit eine Wette im Sinne des ABGB vorliegt. Man kann daher nicht sagen, dass nur die nicht kalkulierbaren Risiken überhaupt Wetten im zivilrechtlichen Sinn wären. Der Bereich der unklagbaren Wette ist ein viel weiterer.

Und wenn vorhin CDOs angesprochen wurden, dann ist gerade das ein Bereich, wo manchmal offenbar schon Mischungen vorgenommen werden, die man nicht so vornehmen würde, wenn man

sich einfach nur gegen Kreditrisiken absichern möchte, sondern wo offenbar eine starke Spekulation mit dem Risiko im Vordergrund steht – und zwar von beiden Seiten. Eine Vertragspartei – nämlich der Anleger – spekuliert häufig, das macht ein Geschäft noch nicht zur Wette. Wenn aber auch der Emittent des Produkts keinen „gesunden wirtschaftlichen Zweck“ mehr verfolgt, dann wird das Geschäft zu einem reinen Spekulationsgeschäft. Und entsprechende Produktgestaltungen können darauf schließen lassen, dass ein beiderseitiger Spekulationscharakter und damit eine Wette vorliegt.

Dr. Hannes Jarolim

Danke Herr Prof. *Zib*, auch Herr Dr. *Rehor* hat sich noch einmal zu Wort gemeldet.

Dr. Gerhard Rehor

Ich möchte klarstellen, dass wir mit gewissen Verboten überhaupt kein Problem hätten. Ganz im Gegenteil würden wir das fallweise begrüßen. Als Beispiel fällt mir dazu ein der genannte Fremdwährungsverbraucherkredit. Seit Jahren sagen wir, dass dieses Produkt für viele Konsumenten ein falscher und zu riskanter Weg ist. Wenn Sie allerdings Marktteilnehmer sind und einen Marktanteil von 20–25 % halten, dann tun sie sich schwer, dieses Produkt überhaupt nicht anzubieten, weil die Kunden sonst bei der Konkurrenz abschließen.

Es würde für Klarheit sorgen, wenn für Konsumenten diese Fremdwährungskredite noch dazu als endfällige Tilgungsträgermodelle nicht erlaubt wären.

Heute ist sehr oft das Wort „Wette“ gefallen. Der in der Wolle gefärbte Zivilrechtler versteht darunter wahrscheinlich etwas anderes als der Kapitalmarkt – rein semantisch. Ich meine, dass „Wette“, um Angebot und Nachfrage auf den Kapitalmärkten zu beschreiben, wahrscheinlich der ungeeignete Begriff ist. Letztendlich kommt es auf den Zusammenhang an, weshalb jemand bestimmte Kapitalmarktprodukte macht. Dieser Zusammenhang wird beim Exporteur, der sich seine Fremdwährungsforderungen absichert oder bei einem Kreditnehmer, der sich eben seine Zinsstruktur herrichten will, anders sein. Auch die Bank wettet nicht, sondern hat sich ihrerseits die Ris-

ken wieder rückversichert oder kann in der Zinsstruktur ihrer Bilanz ein bestimmtes Produkt gerade brauchen. Aus diesen Zusammenhängen heraus ist also der Begriff Wette bei den üblichen Kapitalmarktgeschäften wahrscheinlich nicht angebracht. Es geht vielmehr um das Thema Angebot und Nachfrage. Angebot und Nachfrage brauchen allerdings faire und transparente Regeln, für die wir jederzeit dankbar sind.

Dr. Hannes Jarolim

Meine Damen und Herren, wir kommen nun zum Ende. Ich möchte mich herzlich bei den Vortragenden für ihre Beiträge bedanken und bei Ihnen, die sie zu dieser Veranstaltung gekommen sind, für Ihr Interesse. Ich denke, es war eine interessante Diskussion und es ist vor allem auch ein hoch brisantes Thema, das einer politischen Behandlung bedarf und zu dem derzeit in unterschiedlichen Bereichen Diskussionen geführt werden.

Die Wortmeldungen haben verschiedene Möglichkeiten aufgezeigt, wie man vorgehen kann: Die Frage, wie mit „toxischen“ Wertpapieren umgegangen werden sollte, weiters die Frage, welche Selbstregulierung man am Kapitalmarkt erwarten kann und was man schlicht und einfach verbieten sollte; wo sind die Grenzen, die nicht überschritten werden dürfen, weil etwa niemand mehr weiß, was die einzelnen Produkte eigentlich zum Inhalt haben. Dann nicht zuletzt die Frage der prozessualen Möglichkeiten und letztlich auch der Ausblick, was europaweit zu erwarten ist und das Aufzeigen, dass hier großer Handlungsbedarf besteht.

Ich denke, wenn ich das aus meiner Erfahrung als Nationalratsabgeordneter sagen darf, dass sich im Rahmen der internationalen Diskussion unter Einbeziehung der EU-Kommission, des Europäischen Parlaments und anderer relevanter Stellen, welche sich mit diesen Fragen befassen, durchaus gute Chancen ergeben können, den österreichischen Standpunkt in die internationale Diskussion einzubringen. Dazu sollte diese Veranstaltung beitragen. Es kann wahrscheinlich keinen einheitlichen Standpunkt geben, was genau am Kapitalmarkt gemacht werden muss, weil die verschiedenen Weltanschauungen zu doch differenzierten Antworten führen. Aber bei all den unterschiedlichen Aspekten gibt es doch die große gemeinsame Linie über jedenfalls notwendige Maßnahmen, was gemein-

same Sichtweise, was akzeptabel und was nicht mehr akzeptabel sein kann und soll.

Ich darf nochmals herzlich für Ihr Kommen danken.

