

**Dienende Funktion der Kapitalmärkte
erhalten und ausbauen –
programmatische Anregungen
für die künftige Bundesregierung**

Einleitung

Deutschland braucht funktionierende Kapitalmärkte. Sie stellen die notwendigen Finanzierungsmittel bereit, damit Unternehmen in Wachstum und Beschäftigung investieren können. Kapitalmärkte bieten zudem verschiedene Instrumente zur Absicherung von Risiken, z.B. aus Wechselkurschwankungen, die für unsere exportorientierte Wirtschaft von entscheidender Bedeutung sind.

Nicht nur aus Perspektive der Unternehmen, sondern auch aus Anlegersicht sind funktionierende Kapitalmärkte wichtig. Bei langfristig nachlassender Leistungsfähigkeit des gesetzlichen Rentensystems ist es notwendig, frühzeitig privat für das Alter vorzusorgen. Zur Schließung der wachsenden Rentenlücke, d.h. der Differenz zwischen gesetzlicher Rente und individuellem Finanzbedarf im Ruhestand, bietet der Kapitalmarkt unterschiedliche Lösungsmöglichkeiten.

Vor diesem Hintergrund muss die Politik den Regulierungsrahmen der Kapitalmärkte angemessen gestalten. Es ist Aufgabe der künftigen Bundesregierung, in den Koalitionsverhandlungen die richtigen Weichen zu stellen. Nur so kann der Kapitalmarkt in der kommenden Legislaturperiode und danach seine Funktion, Unternehmen und Privatanlegern gleichermaßen zu dienen, erfüllen. Hierfür setzen wir uns ein.

Unsere Anregungen für die künftige Bundesregierung umfassen unterschiedliche kapitalmarktrelevante Themen, die von den Parteien in ihren Wahlprogrammen adressiert wurden:

1 Den privaten Vermögensaufbau gewährleisten

- 1.1 Steuerliche Diskriminierung durch die Abgeltungsteuer vermeiden
- 1.2 Finanztransaktionssteuer: Keine Experimente!
- 1.3 Nachhaltige Förderung der Mitarbeiterkapitalbeteiligung
- 1.4 Ökonomische Bildung statt Paternalismus in der Anlageberatung

2 Kapitalmärkte stärken deutsche Unternehmen

- 2.1 Neuer Schwung für Börsengang und Kapitalmarktfinanzierung
- 2.2 Für eine verhältnismäßige Nachhaltigkeitsberichterstattung
- 2.3 Keine Schwächung des Aufsichtsrats in Vergütungsfragen
- 2.4 Derivate sind kein Teufelszeug!
- 2.5 Regeln für Banken und „Schattenbanken“: Auswirkungsstudie nötig



1 Den privaten Vermögensaufbau gewährleisten

Kapitalmarktprodukte wie Aktien, Anleihen und Investmentfonds sind wesentliche Bestandteile des privaten Vermögensaufbaus. Die steuerlichen Rahmenbedingungen müssen dazu beitragen, dass der Privatanleger die Chancen des Kapitalmarkts noch stärker nutzen kann. Dabei ist die Produktpalette auf den Kapitalmärkten vielfältig. Der Privatanleger hat die Qual der Wahl. Daher müssen geeignete Bildungsangebote den Anleger in die Lage versetzen, eigenverantwortlich Anlageentscheidungen zu treffen. Ökonomische Bildung ist der beste Anlegerschutz. Leider wird der Anleger derzeit vielfach durch einen gesetzlichen Paternalismus bevormundet, der die Banken zunehmend aus der Anlageberatung drängt. Damit geht eine wichtige Informationsquelle verloren, die den Anleger auf die Chancen der Wertpapieranlage hinweist und über den Umgang mit den Risiken aufklärt.

1.1 Steuerliche Diskriminierung durch die Abgeltungsteuer vermeiden

Wenn steuerliche Diskriminierungen Anlage- und Finanzierungsentscheidungen verzerren, werden Finanzierungsmittel ohne sachlichen Grund nicht mehr dort eingesetzt, wo sie am nötigsten gebraucht und am besten verwendet werden können.

Von einem verzerrungsfreien, fairen System der Kapitalertragsteuern sind wir in Deutschland weit entfernt. Seit langem wird die Aktie gegenüber anderen Formen der Geldanlage diskriminiert. Mit der Einführung der Abgeltungsteuer von 25 Prozent auf Dividenden, Zinsen und andere private Kapitalerträge im Jahr 2009 wurde die Diskriminierung weiter verschärft. Dies stellt auch der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zum wiederholten Mal fest. Während Besitzer von festverzinslichen Anlagen durch die Abgeltungsteuer zum Teil entlastet werden, ist die Steuerlast für Aktionäre deutlich gestiegen. Da bereits die Unternehmen auf ihre Gewinne Steuern zahlen (Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer) und beim Anleger auf den gleichen, bereits versteuerten Ertrag noch einmal Steuern anfallen (Abgeltungsteuer, Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer), werden Erträge aus Aktienanlagen faktisch mit 49 Prozent besteuert. Im Vergleich dazu beträgt die Besteuerung von festverzinslichen Anlagen 28 Prozent, da hier Unternehmensteuern nicht relevant sind.

Als Resultat dieser steuerlichen Diskriminierung sinkt die Attraktivität der Altersvorsorge und des Vermögensaufbaus mit Aktien, was anderen, immer wieder öffentlichkeitswirksam vertretenen Zielen der Politik widerspricht. Dazu gehören z.B. die Forderung nach mehr privater Altersvorsorge oder das Bestreben, die Beteiligung von Arbeitnehmern am Produktivkapital zu fördern. Die Diskriminierung von Aktien erschwert zudem die Eigenkapitalfinanzierung der Unternehmen und verzerrt ihre Finanzierungsentscheidung – hin zu höheren Verschuldungsquoten.

Ein steuerpolitisches Signal „Pro Aktie“ ist das Gebot der Stunde. Wir begrüßen die Erklärung von CDU und CSU, steuerliche Anreize für eine bessere Ausstattung mit Eigenkapital aus- und Nachteile gegenüber der Fremdfinanzierung abzubauen. Bereits im Dezember 2010 haben wir einen Weg aufgezeigt, wie die steuerliche Diskriminierung der Aktie durch eine – zumindest teilweise – Steuerbefreiung der Anleger verringert werden kann. Nun ist es an der Politik, die entsprechenden Maßnahmen umzusetzen. Eine Erhöhung des Abgeltungssteuersatz oder eine Abschaffung des Konzepts der Abgeltungsteuer, wie von der SPD gefordert, lehnen wir hingegen kategorisch ab.

1.2 Finanztransaktionssteuer: Keine Experimente!

Die EU-weite Einführung einer Finanztransaktionssteuer ist im Jahr 2012 u.a. am Widerstand Großbritanniens und Schwedens gescheitert. Dennoch – und trotz schlechter historischer Erfahrungen z.B. in Schweden – haben sich Anfang 2013 elf Mitgliedstaaten dazu entschlossen, Finanztransaktionen zu besteuern. Hierzu hat die Europäische Kommission im Februar 2013 einen Entwurf vorgelegt. Kern dieses Vorschlags ist die Besteuerung einer Vielzahl von Kapitalmarktprodukten unabhängig davon, ob diese über organisierte Märkte wie Börsen oder außerbörslich gehandelt werden.

Inzwischen mehren sich die kritischen Stimmen an dem Konzept der Finanztransaktionssteuer:

- Hochrangige Repräsentanten der Zentralbanken problematisieren die Besteuerung von Repogeschäften, die dazu führen könnte, dass sich Banken gegenseitig keine Liquidität mehr bereitstellen. Diesen Liquiditätsengpass müssten die Zentralbanken überbrücken, was aus Sicht primärer geldpolitischer Ziele – insbesondere stabiler Preise – sehr kritisch ist.
- Verschiedene Staaten befürchten gravierende Nachteile bei der Finanzierung ihrer Haushaltsdefizite, wenn der Handel mit Staatsanleihen besteuert wird.

- Nicht zuletzt hat der Juristische Dienst des Europäischen Rats auf tiefgreifende europarechtliche Defizite des Konzepts der Europäischen Kommission hingewiesen.

Das Deutsche Aktieninstitut hat die Debatte eng begleitet und wiederholt vor den negativen Folgen der Finanztransaktionssteuer gewarnt. Wir haben deutlich gemacht, dass keines der von der Politik angestrebten Ziele tatsächlich erreicht werden kann. Negativ betroffen ist nicht nur der Vermögensaufbau der Privatanleger, sondern auch die Finanzierung und das Risikomanagement der Unternehmen (siehe hierzu auch Kapitel 2 dieses Papiers):

- Der explizite Anspruch des Gesetzgebers, Privatanleger und Unternehmen der Realwirtschaft nicht zu belasten, kann nicht eingelöst werden. Gemäß einer Studie, die wir gemeinsam mit Oliver Wyman im Sommer 2013 erarbeitet haben, beträgt die Steuerlast für Privatanleger und Realwirtschaft in Deutschland zwischen 5 bis 7,3 Mrd. Euro jährlich. Dies sind mehr als 60 Prozent der von der Europäischen Kommission für Deutschland prognostizierten Einnahmen. Die exemplarische Berechnung der Belastung eines typischen Riesterfondssparplans ergibt eine drastische Verringerung des Rentenanspruchs um rund 10 Prozent. Damit wird die staatliche Riesterförderung von der Finanztransaktionssteuer komplett aufgebraucht.
- Die Besteuerung von Finanztransaktionen kann die Börsen nicht stabilisieren und Kursschwankungen verringern. Falsch ist daher die Annahme, die Steuer würde die Kapitalmärkte „beruhigen“. Ganz im Gegenteil weisen zahlreiche empirische Studien nach, dass die Finanztransaktionssteuer Kursschwankungen verstärkt, da die Handelsfähigkeit der Wertpapiere und damit die Marktliquidität sinkt.
- Die Finanztransaktionssteuer wird bestimmte Marktsegmente, die für die Finanzierung der Realwirtschaft unerlässlich sind, komplett austrocknen. Davon betroffen sind insbesondere die weniger liquiden Märkte für Unternehmensanleihen und für mittelständische Aktien. Beides konterkariert das Ziel der Europäischen Kommission, den Kapitalmarkt verstärkt für den Mittelstand zu öffnen.
- Die mit der Einführung der Finanztransaktionssteuer verbundenen Einnahmeerwartungen sind völlig überzogen. Immer deutlicher wird, dass das Konzept keinesfalls so wasserdicht ist, wie von der Europäischen Kommission gebetsmühlenartig behauptet. Umfassende Ausweichbewegungen der Marktteilnehmer können nicht verhindert werden. Insbesondere der Hochfrequenzhandel und große Teile des Derivatehandels werden künftig nicht mehr in den besteuerten Mitgliedstaaten stattfinden. Damit werden deutlich weniger Transaktionen besteuert. Resultat sind geringere Einnahmen.

Die Steuerlast tragen hingegen Privatanleger und mittelständische Unternehmen, die nicht oder nur schwer der Steuer ausweichen können.

Die mit der Einführung der Finanztransaktionssteuer verbundenen Ziele können nicht erreicht werden. Sie ist eine erhebliche Belastung für Privatanleger und Realwirtschaft, kann die Märkte nicht stabilisieren und nicht die gewünschten Einnahmen erzielen. Von der Finanztransaktionssteuer muss daher abgesehen werden.

1.3 Nachhaltige Förderung der Mitarbeiterkapitalbeteiligung

Die Mitarbeiterkapitalbeteiligung ist ein vermögenspolitisch sinnvolles Instrument zur Förderung der Teilhabe breiter Bevölkerungsschichten am Produktivkapital. Sie stellt für den Arbeitnehmer einen Anreiz dar, sich mit der Kapitalanlage und den ökonomischen Zusammenhängen der Finanzmärkte intensiv auseinanderzusetzen. Eine umfassende Beteiligung der Mitarbeiter am Aktienkapital kann die Motivation der Mitarbeiter heben und erheblich dazu beitragen, die Qualität der Arbeit zu verbessern und die Bindung an das Unternehmen zu stärken. Mit der Mitarbeiterkapitalbeteiligung ist regelmäßig ein positiver Beitrag auf das Unternehmensergebnis und damit auch auf die Sicherheit der Arbeitsplätze verbunden.

Das mit der Mitarbeiterkapitalbeteiligung verbundene Potenzial ist in Deutschland derzeit bei Weitem noch nicht ausgeschöpft. Dies gilt insbesondere für die Belegschaftsaktie als das bislang meistgenutzte Instrument der Mitarbeiterkapitalbeteiligung. Die Zahl der Belegschaftsaktionäre beträgt in Deutschland im Jahr 2012 etwa weniger als 1,3 Mio.; um die Jahrtausendwende konnten noch mehr als 1,6 Mio. Mitarbeiteraktionäre gezählt werden.

Eine Ursache dieser Entwicklung sind gesetzliche Rahmenbedingungen, die in der Vergangenheit wesentlich dazu beigetragen haben, die Attraktivität von Belegschaftsaktien bei den Mitarbeitern zu verringern. Zwar ist der steuer- und abgabenfreie Betrag für den Erwerb von Belegschaftsaktien im Jahr 2009 auf 360 Euro angehoben worden. Diese Erhöhung war lange überfällig, fiel aber viel zu gering aus und hatte deshalb laut Angabe vieler börsennotierter Unternehmen keinen Einfluss auf die Einführung von Belegschaftsaktien. Auch der Blick in das europäische Ausland zeigt, dass dieser Betrag im internationalen Vergleich äußerst gering ist.

Die Förderung von Belegschaftsaktien in Deutschland muss an international übliche Fördersätze angepasst werden. Wir begrüßen daher die Erklärung von CDU und CSU, die für Mitarbeiterkapitalbeteiligungen geltenden steuer-

lichen und sozialversicherungspflichtigen Rahmenbedingungen zu prüfen und schrittweise attraktiver auszugestalten. Hierbei sollte sich die Politik an vergleichbaren Freibeträgen in unseren Nachbarländern orientieren: In Österreich sind es 1.460 Euro p.a., in den Niederlanden 1.226 Euro p.a. Das Deutsche Aktieninstitut hält es für zwingend notwendig, den steuer- und sozialabgabenfreien Betrag für die Belegschaftsaktie auf mindestens 1.000 Euro p.a. anzuheben.

1.4 Ökonomische Bildung statt Paternalismus in der Anlageberatung

Nach der Finanzmarktkrise steht die Wertpapierberatung in den Banken und Sparkassen im Fokus des Gesetzgebers. Wir halten es für richtig, dem Anleger die Kosten der verschiedenen Finanzinstrumente offenzulegen und Interessenkonflikte in der Anlageberatung zu vermeiden. Eine ausgewogene Regulierung der Wertpapierberatung darf aber den Anleger nicht entmündigen. Gleichzeitig sind unerwünschte Nebeneffekte zu vermeiden.

Ein Beispiel für einen überzogenen Anlegerschutz ist die Pflicht der Banken, dem Privatanleger bei einer Kaufempfehlung für jede Einzelaktie ein Produktinformationsblatt aushändigen zu müssen. Ein solches Produktinformationsblatt für Einzelaktien ist überflüssig. Bereits jetzt stellt jedes börsennotierte Unternehmen eine Fülle anlegerrelevanter Informationen bereit, die permanent aktualisiert und kostenlos im Internet zur Verfügung gestellt werden. Diese Informationen helfen dem Privatanleger bei der Entscheidung, ob er in die Aktie des jeweiligen Unternehmens investiert.

Als unerwünschte Nebenwirkung hat das Produktinformationsblatt dazu geführt, dass jede zweite Bank die Aktienberatung eingeschränkt hat. Fast 15 Prozent haben diese sogar vollständig eingestellt. Der Grund dafür ist einleuchtend: Insbesondere für kleinere Banken mit einem überschaubaren Kundenstamm ist der Aufwand, Produktinformationsblätter für Einzelaktien bereitzustellen, unverhältnismäßig hoch. Die – vom Gesetzgeber sicher nicht beabsichtigte – Konsequenz ist, dass sie Aktien gar nicht mehr aktiv empfehlen dürfen. Das „Anlageuniversum“ der Kunden kleinerer Kreditinstitute und damit ihre Möglichkeiten zur Risikostreuung werden eingeschränkt, statt ihre Informationsgrundlage zu verbessern.

Neben dem Produktinformationsblatt gibt es eine Reihe weiterer Anforderungen an die Anlageberatung und den Bankberater. Diese führen in ihrer Gesamtheit dazu, dass die Kreditinstitute zunehmend aus der Wertpapier- bzw. Aktienberatung verdrängt werden.

Mit der Anlageberatung geht dem Anleger eine wichtige Informationsquelle verloren, die auf die Vorteile von Aktien als Teil des Vermögensaufbaus aufmerksam macht und über den richtigen Umgang mit dieser Anlageform informiert. Letztendlich werden in der Fläche weniger Aktien verkauft. Dies widerspricht der vermögenspolitischen Zielsetzung, vermehrt privat – auch mit Aktien – für das Alter vorzusorgen.



Ein Produktinformationsblatt für jede Einzelaktie ist nicht zielführend und verdrängt zahlreiche Banken aus der Aktienberatung. Wir plädieren für mehr Eigenverantwortung der Bankkunden: Sie sollen frei entscheiden dürfen, ob im Beratungsgespräch ein Produktinformationsblatt gewünscht wird oder nicht. Bislang wird ihnen diese Option vom Gesetzgeber verwehrt. Zumindest sollte auf ein Produktinformationsblatt für jede Einzelaktie verzichtet werden. Ein Produktinformationsblatt, das in allgemeiner Form über Risiken und Chancen der Gattung Aktie aufklärt, ist völlig ausreichend.

Die immer engmaschigere Regulierung der Anlageberatung verdrängt die Banken aus der Wertpapier- bzw. Aktienberatung. Die kritischen Regularien sollten daher identifiziert und auf den Prüfstand gestellt werden. Wir unterstützen den Vorschlag aus Teilen der Kreditwirtschaft, einen Runden Tisch aller Beteiligten zu gründen: Der Gesetzgeber, die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Anleger-, Banken- und Emittentenvertreter sind hier gefragt. Ziel dieses Runden Tisches ist die Diskussion über einen Regulierungsrahmen, der die Interessen aller Beteiligten angemessen austariert. Aus dieser Diskussion sollten konkrete regulatorische Schritte folgen. Gerne werden wir uns hieran beteiligen.

Die künftige Bundesregierung sollte sich stärker als bisher am Leitbild des mündigen Anlegers orientieren. Nur ein kompetenter Anleger ist in der Lage, Anlageempfehlungen kritisch zu hinterfragen, Grundregeln der Geldanlage zu beachten und eigenverantwortlich Anlageentscheidungen zu treffen. Umso wichtiger ist eine fundierte finanzielle Allgemeinbildung in breiten Schichten der Bevölkerung, die insbesondere durch ein Schulfach Ökonomie vermittelt werden kann. Hierfür treten wir ein.

2 Kapitalmärkte stärken deutsche Unternehmen

Die Finanzierung deutscher Unternehmen erfolgt bislang noch weitgehend über den Bankkredit. Strengere regulatorische Anforderungen werden künftig das Potenzial der Banken beeinflussen, Kredite bereitzustellen. Die Nutzung von Börse und Kapitalmarkt als Ergänzung zum Bankkredit wird damit wichtiger denn je. Entsprechende Rahmenbedingungen müssen den Wandel der Finanzierungsstruktur im Unternehmenssektor begleiten. Hindernisse auf dem Weg zur Börse und zum Kapitalmarkt müssen identifiziert und abgebaut werden. Dazu gehören u.a. Trends bei den Berichtspflichten zur Nachhaltigkeit, die angemessen sein müssen, damit der Kapitalmarkt nicht an Attraktivität verliert. Ferner ist das Vertrauen der Investoren in die Corporate Governance Voraussetzung dafür, einem Unternehmen Geld für Investitionen in Wachstum und Beschäftigung zur Verfügung zu stellen. Bewährte Mechanismen der Corporate Governance dürfen nicht in Frage gestellt werden.

Neben der Finanzierung nutzen die Unternehmen den Kapitalmarkt, um Risiken aus Wechselkurs-, Rohstoffpreis- oder Zinsschwankungen in den Griff zu bekommen. Der Derivateeinsatz ist für viele Unternehmen strategische Notwendigkeit. Der Regulierungsrahmen der Derivatemärkte muss diesem Umstand Rechnung tragen.

Die unterschiedlichen Regulierungsvorhaben können den Finanzsektor stabilisieren. Sie können aber auch das Potenzial der Kapitalmärkte einschränken, Finanzierungs- und Risikomanagementdienstleistungen für die Unternehmen bereitzustellen. Umso wichtiger ist es, vor der Einführung neuer Finanzmarktregulierungen den damit verbundenen Nutzen und die erwarteten Kosten kritisch gegenüberzustellen.

2.1 Neuer Schwung für Börsengang und Kapitalmarktfinanzierung

Der Börsengang ist ein wichtiges Instrument der kapitalmarktorientierten Unternehmensfinanzierung. Er dient der Wachstumsfinanzierung und der Stärkung der Eigenkapitalbasis. Für größere Mittelständler bietet ein „Going Public“ die Möglichkeit, die Unternehmensfinanzierung auf eine breitere Basis zu stellen. Damit reduziert sich die Abhängigkeit von einigen wenigen Kapitalquellen. Die Börse stellt zudem Risikokapital für junge, innovative Unternehmen bereit. Damit können unternehmerische Ideen in die Produktreife überführt werden. Insgesamt stärkt die Börsenfinanzierung den Wirtschafts- und Innovationsstandort Deutschland.

Trotz dieser offensichtlichen Vorteile spielt die Börse als Teil der Unternehmensfinanzierung in Deutschland bislang eine untergeordnete Rolle. 2012 wurden hierzu-lande 25 Börsengänge mit einem Emissionsvolumen von 2,1 Mrd. Euro gezählt. Dem stehen rund 1.250 grundsätzlich börsenreife Mittelständler gegenüber, wie wir in einer Studie aus dem Jahr 2011 ermittelt haben.

Die Gründe für den wenig entwickelten Markt für Börsengänge in Deutschland sind vielschichtig. Zu nennen ist u.a. eine gewisse Zurückhaltung institutioneller Investoren, Aktien aus einem Börsengang zu zeichnen. Hierbei werden ihnen regulatorische Steine in den Weg gelegt, was u.a. die niedrigen Aktienquoten deutscher Versicherer zu einem großen Teil erklärt. Ausschlaggebend für das geringe Engagement der deutschen Privatanleger bei Neuemissionen ist der traditionell sicherheitsorientierte Anlagestil, steuerliche Hindernisse resultierend aus den Konstruktionsfehlern der Abgeltungsteuer sowie ein Defizit an finanzieller Bildung, das die fundierte Bewertung der Chancen und Risiken von Neuemissionen erschwert. Ferner besteht in weiten Teilen des Mittelstands eine gewisse Skepsis gegenüber dem Börsengang. Hartnäckig hält sich das Missverständnis, mit dem Börsengang wichtige strategische Entscheidungen nicht mehr selbst treffen zu können, sondern permanent vor den Investoren rechtfertigen zu müssen. Zudem schreckt die Regulierungsdichte an den Kapitalmärkten viele Unternehmen ab.

Der Börsengang ist von wesentlicher gesamtwirtschaftlicher Bedeutung. Die Stärkung von Börse und Kapitalmarkt ist daher aktive Standort- und Innovationspolitik. Was die Nutzung der Börse als Instrument der Unternehmensfinanzierung angeht, besteht in Deutschland noch erhebliches Potenzial. Dies gilt für die Aktien- und Anleihefinanzierung gleichermaßen. Die künftige Bundesregierung sollte daher Hindernisse für den Börsengang und die Kapitalmarktfinanzierung identifizieren und durch entsprechende Maßnahmen adressieren. Dieses Vorhaben unterstützen wir mit allen Kräften.

2.2 Für eine verhältnismäßige Nachhaltigkeitsberichterstattung

Die nichtfinanzielle Berichterstattung über die gesellschaftliche Verantwortung der Unternehmen (Corporate Social Responsibility – CSR) hat in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. Zu dem Kern von CSR gehören Aktivitäten bspw. in den Bereichen Umwelt, Soziales, Arbeitsbedingungen oder Antikorruption. Viele Unternehmen des DAX und MDAX, aber auch zunehmend börsennotierte Mittelstandsunternehmen erstellen bereits CSR-Berichte und informieren darüber umfangreich auf ihren Webpräsenzen. Die Unternehmen wissen, dass die Akzeptanz von Marktwirtschaft und Unternehmertum in der Gesellschaft auch davon abhängt, wie

transparent sie über ihre Geschäfte berichten. Eine freiwillige Berichterstattung über CSR halten wir daher für sehr wichtig.

In Deutschland gibt es bereits eine Fülle gesetzlicher Regelungen, die das Thema CSR direkt aufgreifen. Beispiele sind Regelungen des Arbeit(nehmer)- und Umweltschutzes sowie strafrechtliche Vorschriften zur Unterbindung von Korruption. Damit müssen deutsche Unternehmen selbstverständlich gesetzliche CSR-Standards einhalten – so selbstverständlich, dass sie über die Erfüllung ihrer gesetzlichen Verpflichtung gar nicht zusätzlich berichten.

Ausufernde Berichtspflichten über CSR-Aktivitäten, die einen deutlichen Mehraufwand für die Unternehmen ohne einen erkennbaren Mehrwert für die Berichtsadressaten bedeuten, müssen hingegen vermieden werden. Die CSR-Berichterstattung sollte sich auf Themen beschränken, die für die Unternehmensstrategie wesentlich sind und keinem einheitlichen „Schema F“ folgen. Gleichzeitig muss eine Offenlegung sensibler Informationen, die für das Unternehmen mit Wettbewerbsnachteilen verbunden wäre, tabu sein.



Die Berichtspflichten zur CSR der Unternehmen sollten verhältnismäßig sein und sich am Nutzen der Berichtsadressaten orientieren. Ansonsten befürchten wir Zusatzkosten, die keinen Mehrwert stiften und Wettbewerbsnachteile auf dem Weltmarkt bedeuten. So sind die gesetzlichen Vorgaben zur CSR-Berichterstattung für die Konkurrenten beispielsweise aus den USA oder den asiatischen Staaten deutlich geringer.

2.3 Keine Schwächung des Aufsichtsrats in Vergütungsfragen

Gesetzliche Vorschriften zur Regulierung der Vorstandsgehälter werden derzeit kontrovers diskutiert. Dazu gehört u.a. ein verbindliches Votum der Aktionäre zu Vorstandsvergütungssystemen in der Hauptversammlung („Say on Pay“). Ein entsprechender Gesetzesentwurf der Bundesregierung ist kurz vor der Neuwahl des Deutschen Bundestages im Bundesrat gescheitert.

Die Politik hat das Thema Vorstandsvergütung wegen der anstehenden Bundestagswahl sehr kurzfristig eingebracht. Zeit für eine grundlegende Debatte blieb nicht. So wurde nicht ausreichend gewürdigt, dass bereits seit einigen Jahren unverbindliche Voten der Hauptversammlung durchgeführt werden, die fast einhellig das bestehende Vergütungssystem begrüßen. Ein verbindliches Votum der Hauptversammlung würde zudem einen Systembruch in der Kompetenzverteilung der drei Organe der Aktiengesellschaft - Aufsichtsrat, Vorstand und Hauptversammlung - bedeuten. Bislang ist der von den Aktionären gewählte und i.d.R. auch mit Beleg-

schaftsvertretern besetzte Aufsichtsrat für Fragen der Vorstandsvergütung zuständig. Diese Kompetenzzuordnung hat sich bewährt.

Ferner hat die Wirtschaft bereits selbst reagiert und im Rahmen des Deutschen Corporate Governance Kodex neue Bestimmungen vorgesehen. Diese neuen Empfehlungen sollten ausreichend Zeit erhalten, sich zu bewähren. Einen vorschnellen Eingriff in das Kompetenzgefüge des deutschen Systems der Corporate Governance mit seiner erprobten „Gewaltenteilung“ lehnen wir ab.

Vorstandsgehälter sollten nicht durch Gesetz begrenzt werden. Eine solche wie auch immer geartete Regelung würde die Position des Aufsichtsrats schwächen, der die Vergütungsmodalitäten mit dem Vorstand vereinbart.

Den neuen Empfehlungen des Kodex zu Vergütungssystemen sollte die notwendige Zeit gegeben werden, Wirkung zu entfalten.

2.4 Derivate sind kein Teufelszeug!

Seit dem Ausbruch der Finanzkrise gelten Derivate in weiten Teilen der Politik und Öffentlichkeit ausschließlich als Instrumente von Finanzspekulant. Damit wird die Gefahr der Destabilisierung von Märkten, ja ganzer Volkswirtschaften assoziiert. Diese Debatte übersieht jedoch, dass Derivate im Risikomanagement zahlreicher Unternehmen der Realwirtschaft bis in den Mittelstand eingesetzt werden. In einer Umfrage haben wir 2012 ermittelt, dass fast jedes größere Unternehmen und fast jedes zweite Unternehmen aus dem gehobenen Mittelstand Derivate zur Absicherung von Wechselkursschwankungen, Zinsrisiken oder Rohstoffpreisänderungen nutzt. Derivative Instrumente sind eine strategische Notwendigkeit, um das Risiko aus dem operativen Geschäft der Realwirtschaft zu reduzieren. Der Kapitalmarkt muss daher in der Lage sein, diese Instrumente zu angemessenen Preisen zur Verfügung zu stellen.

Nach dem Jahr 2008 wurden zahlreiche Regulierungsvorhaben abgeschlossen bzw. eingeleitet, um die Krisensicherheit der Derivatemärkte zu erhöhen. Dazu gehört insbesondere die europäische Derivateverordnung (European Market Infrastructure Regulation – EMIR). Zentrales Element dieser Regulierung ist die Pflicht, hierfür geeignete Derivate über zentrale Gegenparteien abzuwickeln. Andere Derivate müssen bilateral besichert werden.

In der Derivateverordnung hat der Europäische Gesetzgeber zu Recht die Besonderheiten des Derivateeinsatzes der Realwirtschaft durch entsprechende Ausnahmebestimmungen anerkannt. Dies verhindert, dass die Unternehmen der Realwirt-

schaft wertvolle Liquidität als Sicherheiten für Derivate verwenden müssen, die im Risikomanagement eingesetzt werden.

Wir begrüßen, dass die Ausnahmeregelung der EMIR auch in anderen Regulierungen aufgenommen wurde, bspw. in der europäischen Umsetzung der Bankenregulierung Basel III. Eine dementsprechende konsistente Anwendung ist wichtig, damit die Realwirtschaft auch weiterhin Derivate im Risikomanagement effizient verwenden kann. Die Konsistenz zur EMIR muss auch in anderen europäischen und nationalen Regulierungen hergestellt werden, die noch nicht abgeschlossen sind. Dazu gehört u.a. die Reform der europäischen Finanzmarktrichtlinie MiFID, die sich derzeit auf der Schlussgeraden befindet.


2.5 Regeln für Banken und „Schattenbanken“: Auswirkungsstudie nötig

Generell gilt: Nach der Finanzkrise hat der Gesetzgeber den Finanzsektor mit umfassenden Regulierungen deutlich krisenfester gemacht. Die regulatorische Begrenzung von Risiken ist aber nur eine Seite der Medaille: Risiken sind bei jeder wirtschaftlichen Betätigung – auch in der Realwirtschaft – unvermeidlich. Banken und Kapitalmärkte haben die Funktion, diese unvermeidbaren Risiken durch Einsatz geeigneter Strategien und Instrumente gesamtwirtschaftlich tragbar zu machen. Das muss auch der Gesetzgeber im Blick behalten und die richtige Balance finden.

Die langfristigen Wirkungen der jüngsten Regulierungsinitiativen auf die Funktions- und Leistungsfähigkeit von Banken und Kapitalmärkten sind noch nicht abzusehen. Umso wichtiger ist, dass bei jedem neuen Regulierungsschritt sorgsam geprüft wird, welcher Zusatznutzen zu erwarten ist und mit welchen volkswirtschaftlichen Kosten er verbunden ist. Gerade die Analyse der Wirkungen auf Unternehmen der Realwirtschaft verdient Zeit und Sorgfalt, denn der Teufel steckt häufig sprichwörtlich im Detail einzelner Formulierungen. Ebenfalls muss das Zusammenspiel mit dem bereits bestehenden Regulierungsrahmen sorgfältig evaluiert werden, um Inkonsistenzen zu vermeiden.

Kritisch sehen wir die Diskussion um ein Trennbankensystem. Der Zusatznutzen der Abspaltung von Geschäftsaktivitäten von Banken ist vor dem Hintergrund der vielfältigen Neuregelungen und nach den Erfahrungen der Finanzkrise mehr als fraglich. Ebenfalls muss eine übermäßige Regulierung von „Schattenbanken“ vermieden werden, damit die Realwirtschaft weder direkt noch indirekt negativ betroffen ist. Schließlich sollte gründlich abgewogen werden, ob die Einführung einer Leverage

Ratio notwendig ist. Per definitionem begrenzt sie das Geschäftsvolumina der Banken und kann damit die Kreditpolitik zum Nachteil der Realwirtschaft beschneiden.

 Vor jedem neuen Regulierungsschritt für Banken und Kapitalmärkte muss eine Auswirkungsanalyse stehen, um Negativfolgen für Unternehmen der Realwirtschaft zu vermeiden. Klar ist schon jetzt: Über das deutsche Trennbankengesetz sollte auf keinen Fall hinausgegangen werden, um die Vorteile des Universalbankensystems nicht zu gefährden.

Kontakt

Dr. Norbert Kuhn
Leiter Unternehmensfinanzierung
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niedenu 13-19
60325 Frankfurt am Main
Telefon +49 69 92915-20
Telefax +49 69 92915-12
E-Mail kuhn@dai.de

