

Stellungnahme



Stellungnahme des Deutschen Gewerkschaftsbundes

Konsultation der EU-Kommission zur
Halbzeitbewertung der Kapitalmarktunion

Hintergrund der Konsultation

13.03.2017

Im Zusammenhang mit der Investitionsinitiative hat die EU-Kommission ein Konsultationsverfahren zur Halbzeitbewertung der Kapitalmarktunion eingeleitet. Ziel der Konsultation ist es, Rückmeldungen darüber zu erhalten, wie das laufende Programm aktualisiert und ergänzt werden kann, damit es einen starken politischen Rahmen für die Entwicklung der Kapitalmärkte darstellt, der auf den von der Kommission bisher vorgelegten Initiativen aufbaut. Der zur bewertende Aktionsplan umfasst insgesamt 33 Aktionen und Einzelmaßnahmen in sechs unterschiedlichen Handlungsfeldern. Die Kommission erachtet die Kapitalmarktunion als wesentlichen Schritt, um die dritte Säule des Investitionsplans für Europa zu stärken. Bis zum Jahr 2019, so das Ziel der EU-Kommission, soll eine funktionsfähige Kapitalmarktunion aufgebaut sein.

Deutscher Gewerkschaftsbund
Bundesvorstand
Abteilung Wirtschafts-, Finanz- und
Steuerpolitik

Dr. Robby Riedel
Referatsleiter Marktregulierung und
Verteilungspolitik

roby.riedel@dgb.de

Telefon: +49 (0) 30 240 60-302
Telefax: +49 (0) 30 240 60-218

Henriette-Herz-Platz 2
D - 10178 Berlin

www.dgb.de

Die Europäische Kommission vertritt die Auffassung, dass ein Binnenmarkt für Kapitalmärkte geschaffen werden muss, um Investitionen langfristig zu steigern. Mit der Kapitalmarktunion will die EU-Kommission nun das Angebot an Unternehmensfinanzierungen erweitern, Kapitalmarktfinanzierung insbesondere zugunsten von kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs) fördern und die Abhängigkeit von Bankenfinanzierung verringern.

Die externe Unternehmensfinanzierung erfolgt in Europa vor allem durch Bankkredite. Die EU-Kommission betrachtet die europäische kapitalmarktbasierende Finanzierung im Vergleich zum US-amerikanischen Markt als unterentwickelt, stärker fragmentiert und vorwiegend national ausgerichtet. Mit der Kapitalmarktunion soll nun die traditionelle Unternehmensfinanzierung durch Bankkredite mit kapitalmarktbasierenden Unternehmensfinanzierungsquellen ergänzt werden. Zudem sollen dadurch mehr Investitionen von außerhalb in die EU gelenkt und das Finanzsystem insgesamt stabilisiert werden.

Die Emission von Kapitalmarktprodukten ist in der Regel mit höheren Publizitätsanforderungen, hohe Kosten für Beratung und Raterstellung verbunden. Unter aktuellen Bedingungen steht sie laut Kommission aufgrund dieser Anforderungen und damit verbundenen Kosten de facto lediglich Großunternehmen und größeren Mittelständlern offen. Im Zuge der Kapitalmarktunion soll dies nun vereinfacht werden, um somit den KMUs die Möglich-



keit der Kapitalmarktfinanzierung zu eröffnen. Hindernisse, die den Kapitalfluss zwischen Investoren und Investitionsmöglichkeiten behindern, sollen möglichst beseitigt werden.

Vorweggestellte Anmerkungen zur Kapitalmarktunion

Auch wenn das Konsultationsverfahren speziell auf die Bewertung des Aktionsplanes ausgerichtet ist, möchten der Deutsche Gewerkschaftsbund (DGB) und die Mitgliedsgewerkschaften an dieser Stelle zunächst die Möglichkeit nutzen, um auch grundsätzliche Anmerkungen und Bedenken hinsichtlich der Kapitalmarktunion zu äußern, die in Teilen bereits bei der Konsultation zum Grünbuch im Jahr 2015 formuliert wurden.

Kapitalmarkt als Ergänzung, nicht Ersatz der Unternehmensfinanzierung

Eine kapitalmarktbasierende Unternehmensfinanzierung kann unter bestimmten Voraussetzungen (z. B. bei Kapitalknappheit) eine durchaus sinnvolle, ergänzende Alternative zur traditionellen bankenkreditbasierten Unternehmensfinanzierung sein und durchaus volkswirtschaftlichen Nutzen stiften. Eine Forcierung des kapitalmarktbasierenden Finanzsystems, wie unter der Kapitalmarktunion vorgesehen und die damit einhergehende weitere Liberalisierung der Finanzmärkte, ist weder notwendig noch wünschenswert. Die Möglichkeiten der kapitalmarktgestützten Unternehmensfinanzierung sind unter aktuellen Bedingungen hinreichend gegeben. Kurzum: Die Risiken einer Kapitalmarktunion würden nach Ansicht des DGB und den Mitgliedsgewerkschaften mögliche Vorteile übersteigen.

Unterschiedliche Finanzierungsformen und Bedeutung der KMUs für die europäische Wirtschaft

Grundsätzlich können Unternehmen ihren Fremdkapitalbedarf über Bankkredite oder über am Kapitalmarkt durchgeführte Emissionen von Schuldpapieren, wie z. B. Anleihen, decken. Als Vorbild führt die EU-Kommission die entwickelten Kapitalmärkte in den angelsächsischen Ländern an. Es ist richtig, dass die kapitalmarktbasierende Unternehmensfinanzierung in verschiedenen Jurisdiktionen recht unterschiedlich ausgeprägt ist. Allerdings lässt sich zum einen nicht feststellen, dass in angelsächsischen Ländern die Unternehmensfinanzierung erfolgreicher ist, zum zweiten sind die verschiedenen Systeme zum Teil historisch gewachsen und können nicht einfach von einem Land auf das andere übertragen werden, und zum dritten sind die Unternehmensstrukturen von Land zu Land auch unterschiedlich, was mit unterschiedlichen Finanzierungserfordernissen einher geht. Dies sollte bei der Umsetzung der Kapitalmarktunion bedacht werden.

Falsche Analyse – KMU haben ein Nachfrageproblem, weniger ein Finanzierungsproblem

Es kann davon ausgegangen werden, dass keine flächendeckende Kreditklemme in Europa existiert und auch nachhaltige und aussichtsreiche Investitionen von Mittelständlern eine Kreditfinanzierung bekommen. Das Hauptproblem, mit dem sich KMUs konfrontiert sehen,



ist in erster Linie die fehlende Nachfrage nach ihren Produkten und Dienstleistungen. Dies wird auch in einer aktuellen Studie der EU-Kommission anhand einer Umfrage unter KMUs bestätigt.¹ Zwischen den Jahren 2013 und 2015 ist der Anteil der Unternehmen, die die fehlende Nachfrage als ihr dringendstes Geschäftsproblem ansehen von 22 Prozent auf 25 Prozent gestiegen. Hingegen hat das Problem des Kapitalzugangs im selben Zeitraum an Bedeutung verloren. Bei kleinen und mittelgroßen KMUs ist die Divergenz zwischen der Nachfragesituation einerseits und den Finanzierungsmöglichkeiten andererseits noch stärker ausgeprägt. In den Krisenstaaten der EU ist dieses Problem besonders stark ausgeprägt.

— Diese Befunde werden ebenso von der Europäischen Zentralbank (EZB) bestätigt.² In ihrem jährlich erscheinenden Bericht zur Finanzierungssituation von Unternehmen zeigt sich, dass das dringlichste Problem der Geschäftstätigkeit die fehlende Nachfrage nach ihren Produkten und Dienstleistungen war. Die Finanzierungsmöglichkeiten spielten hingegen bei möglichen Geschäftshemmnissen eine geringere Rolle.

— Auch für Deutschland zeigt sich, dass sich der Zugang zu Kapital seit dem Jahr 2013 verbessert hat. Die Befragung zur Kreditfinanzierung für deutsche Firmen zeigt, dass die Kredithürde für die gewerbliche Wirtschaft im Zeitverlauf gefallen ist.³ Das ist der Anteil jener Firmen, die von einer restriktiven Kreditvergabe der Banken berichten.

70 % der KMUs agieren ausschließlich national, wohingegen 20 % auch innerhalb der EU und lediglich 10 % auch außerhalb der EU tätig sind. Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass etwaige konjunkturelle Erholungsphasen und damit einhergehende Nachfrageschübe in anderen Teilen Europas für einen Großteil der national ausgerichteten KMUs keine Relevanz hat. Das dringlichste Problem von Unternehmen ist die schwindende Nachfrage in weiten Teilen Europas, nicht der fehlende Zugang zu Finanzierungsquellen. Wer düstere Geschäftsaussichten hat, wird nicht investieren wollen und somit auch keine Finanzierungsmöglichkeiten nachfragen.

Das ist ein akutes Problem, was grundsätzlich durch eine adäquate Anti-Krisen-Politik bekämpft werden muss. Dies muss durch eine Beendigung der verfehlten Austeritätspolitik und ein Ende der Politik einer internen Abwertung mittels Absenkung des Preis-, bzw. des Lohnniveaus sowie durch ein Investitionsprogramm geschehen.

Die Idee, neue Finanzprodukte, bzw. neue Finanzmärkte für KMU zu schaffen, erscheint keine adäquate Lösung zu sein. Dasselbe gilt für neue Formen der Verbriefung. Damit werden grundlegende Probleme nicht gelöst, möglicherweise aber neue Instabilitäten geschaf-

¹ Europäische Kommission, 2016, Annual Report on European SMEs 2015/2016 – SME recovery continues.

² Europäische Zentralbank, 2016, Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area.

³ ifo, 2016, Die Kredithürde – Ergebnisse des ifo Konjunkturtests im Dezember 2016.



fen. Auch hinsichtlich alternativer Finanzierungsformen, wie Private-Equity, stellt sich aus Sicht des DGB grundsätzlich die Frage, ob sie für KMU geeignet sind, bzw. ob tatsächlich Interesse an solchen Instrumenten besteht. Die Wiederherstellung eines funktionierenden Bankensystems, sowie eine Rückkehr zum traditionellen Bankgeschäft um KMU mit Krediten zu versorgen, wäre die geeignetere Form, solche Unternehmen zu finanzieren. Wenn Finanzierungslücken entstehen, sollte verstärkt auf Förderbanken und Bürgschaftsbanken zurückgegriffen werden können. Hier könnte das deutsche Modell als Vorbild fungieren, indem Förderbanken, die mit langfristigen Refinanzierungslinien und Zinserleichterungen gezielt Banken dazu anregen, auch langfristig Kredite zu vergeben und somit Investitionen zu finanzieren.

Systemische Risiken würden zunehmen – Risiken ins Schattenbankensystem wandern

Die Kapitalmarktunion soll eine enge Vernetzung mit den globalen Kapitalmärkten fördern. Finanzinstitute werden zukünftig sowohl als Gläubiger als auch Intermediäre auf den Kapitalmärkten auftreten. Vor allem Großbanken würden verstärkt in einer Kapitalmarktunion partizipieren. Es ist zu befürchten, dass diese im Zuge dessen ihre Vormachtstellung weiter ausbauen und ihre Bedeutung im System zunimmt. Dies würde mit einem unerwünschten Konzentrationsprozess im Banken- und Finanzsystem einhergehen. Zudem ist zu erwarten, dass Risiken vermehrt in das Schattenbankensystem wandern. Dieser Bereich des Finanzmarktes unterliegt jedoch geringeren Aufsichtsmöglichkeiten und weniger Regulierungsvorschriften. Doch gerade Akteure des Schattenbankensystems, insbesondere Hedgefonds und Private Equity, zeichnen sich oftmals dadurch aus, dass sie sehr kurzfristig und hoch spekulativ agieren. Die Politik sollte dafür Sorge tragen, dass Missstände, die im Schattenbankensystem entstehen können, wirksam regulatorisch und aufsichtsrechtlich begegnet werden. Jegliche Regulierung des Bankensektors würde ad absurdum geführt, wenn es Banken weiterhin möglich wäre, risikoreichere Geschäfte in das Schattenbankensystem zu transferieren. Zudem müsste sichergestellt werden, dass Schattenbanken keine systemischen Risiken aufbauen können, die im Ernstfall das ganze Finanzsystem kollabieren lassen. Um einer möglichen Risikomigration und Regulierungsflucht vorzubeugen, bedarf es daher, parallel zu einer wirksamen Bankenregulierung, umfangreicher regulatorischer Maßnahmen im Schattenbankensystem.

Es ist nicht auszuschließen, dass die Kapitalmarktunion dazu genutzt würde, bestehende Regulierung im Bankensektor zu umgehen. Banken würden mit einer Forcierung der Kapitalmärkte, auch aufgrund Shareholder-Value-Zwängen, noch stärker angehalten werden, lukrativere, gewinnbringende Kapitalmarktgeschäfte zu tätigen. Die aktuellen regulatorischen Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen privilegieren Handelsgeschäfte gegenüber Kreditgeschäften. Dies führt zu Verzerrung zugunsten kapitalmarktbasierter Produkte. Banken haben somit verstärkt einen Anreiz, kapitalmarktbasierende Forderungen im Portefeuille aufzubauen, statt ihre Aktiva über Kreditforderungen zu gestalten. Dies ist aber aus Finanzmarktstabilitätsaspekten abzulehnen. Die Banken müssen ihren Versorgungsauftrag



für die Realwirtschaft wieder nachkommen und das Gemeinwohl im Auge behalten, statt mit kapitalmarktbasierem Banking neue Risiken aufzubauen.

Zentrales politisches Anliegen und gesellschaftlicher Konsens nach der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise war es, systemische Risiken im Finanzsystem dauerhaft abzubauen zu wollen. Der DGB und die Mitgliedsgewerkschaften sehen allerdings in einer Forcierung der Kapitalmärkte eine Kehrtwende von diesem Ziel. Es sollte politisch darauf hingewirkt werden, systemische Risiken durch regulatorische Maßnahmen zu reduzieren, statt sie, wie durch die Kapitalmarktunion, weiter zu befördern. Im Sinne der Finanzmarktstabilität bedarf es keines stark vernetzten Finanzgeflechts zwischen Finanzintermediären, sondern eine breit angelegte, gut diversifizierte, regional geprägte Bankenlandschaft mit gut kapitalisierten Banken.

Hohe Verluste auf Anlegerseite durch Kapitalmarktprodukte

Auch auf Anlegerseite, sowohl bei institutionellen als auch bei privaten Investoren, können hohe Verlustrisiken bei Verkauf der Kapitalmarktprodukte vor Endfälligkeit erwachsen. So entstanden Verluste für Banken in der Finanzkrise hauptsächlich aus Kreditersatzgeschäften und Positionen im Handelsbuch, jedoch weniger aus dem klassischen Kreditgeschäft. Die unterschiedliche Verlusthöhe ist auch dem Umstand geschuldet, dass Banken unterschiedliche regulatorische Pflichten erfüllen müssen und somit geneigter sind, vermehrt Risiken im Handelsbuch einzugehen. So werden Engagements im Handelsbuch mit geringen regulatorischen Eigenmittelunterlegungspflichten als Engagements des Kreditbuches versehen und somit regulatorisch privilegiert. Doch Tatsache ist, dass Marktpreisrisiken des Handelsgeschäfts deutlich unterzeichnet sind und deshalb Eigenkapitalanforderungen regulatorisch erhöht werden müssten.

Mit der Kapitalmarktunion soll privates Kapital mobilisiert und gezielt in die Kapitalmärkte transferiert werden - über Versicherungsunternehmen oder Pensionsfonds, die als Käufer der Kapitalmarktprodukte auftreten. Für diese finanziellen Unternehmen soll die Kapitalmarktunion, insbesondere vor dem Hintergrund einer Niedrigzinsphase, eine Alternative bieten, um höhere und auch vertraglich garantierte Renditen mit ihren Anlageprodukten erwirtschaften zu können. Dieser Umstand sollte die EU-Kommission aber nicht dazu veranlassen, etwaige Risiken von kapitalmarktbasierenden Produkten außer Acht zu lassen, insbesondere nicht vor dem Hintergrund, dass private Anleger und auch Versicherungskunden in der Regel ein hohes Sicherheitsbedürfnis ihrer Anlagen haben.

Nachfolgend wird konkret auf die unterschiedlichen Handlungsfelder der EU-Kommission zur Umsetzung und Beschleunigung der Kapitalmarktunion eingegangen.



1. Handlungsfeld: Financing for Innovations, Start-ups and Non-Listed Companies

Hintergrund

Ein Hindernis der allgemeinen schwachen Investitionstätigkeit in Europa sieht die EU-Kommission in der Finanzierungssituation von Start-ups und nicht-börsennotierten Unternehmen. Hierzu schlägt die Kommission vor, u. a. Venture Capital (Wagniskapital)-Fonds aufzulegen⁴, mit deren Hilfe die Anschubfinanzierung sichergestellt werden kann. Darüber hinaus sollen steuerliche Anreize für Wagniskapitalinvestitionen und Business Angels⁵ gesetzt und regulatorische Vereinfachungen umgesetzt werden. Um die Banken zukünftig stärker an der Finanzierung solcher Unternehmen zu beteiligen, wird darüber nachgedacht, den KMU-Skalierungsfaktor, der eine geringere Kapitalausstattung bei solchen Investitionen vorsieht, zu verringern. Zudem soll die Rolle des `crowdfunding` bei der Wagniskapitalfinanzierung eruiert werden. Um den Zugang zur Börse für junge Unternehmen zu vereinfachen, sollen regulatorische Markteintrittsbarrieren abgebaut werden.

Question1: *Are there additional actions that can contribute to fostering the financing for innovation, start-ups and non-listed companies? Please propose complementary policy measures, explain their advantages, and illustrate any foreseeable challenges to their implementation.*

Antwort:

Wirtschaft braucht junge Unternehmen

Die Finanzierungsbedingungen für junge Unternehmen sind in der Tat oftmals erschwert und sicherlich europaweit auch unterschiedlich. Eine Förderung ausgewählter junger Unternehmen ist durchaus im gesellschaftlichen Interesse, um Innovationen, neue Produkte und Geschäftsmodelle voranzutreiben. Keineswegs darf jedes neugegründete Unternehmen gefördert werden, weil dies Fehlanreize zu unerwünschter Auslagerung in Scheinselbstständigkeit setzen würde. Insbesondere Deutschland benötigt aber wirklich innovative Unternehmen, die ihre Geschäftsideen umsetzen können und damit einen Beitrag zu mehr Beschäftigung und Wachstum leisten. Allerdings sehen der DGB und die

⁴ Wagniskapital, Beteiligungskapital, Risikokapital oder auch Venture Capital werden als Synonyme verwendet. Hierbei finanzieren die Kapitalgeber junge Firmen in ihrer Frühphase durch den Kauf von Unternehmensanteilen (Eigenkapital). Hintergrund ist, dass die Geschäftsmodelle und die Erfolgsaussichten der jungen Firmen, die überwiegend in der IT- und Hochtechnologiebranche angesiedelt sind, als allgemein riskant angesehen werden und aufgrund dessen i. d. R. schwierigeren Zugang zu Bankkrediten haben. Etwas weiter gefasst ist der Begriff „Private Equity“. Hierbei engagieren sich Investoren in bereits etablierte Unternehmen (Spätphase) vornehmlich in traditionellen Branchen zum Zweck der Expansion oder Überbrückung bis zum Verkauf.

⁵ Business Angels sind private Investoren, die in der 1. oder sehr frühen Phase eines jungen Unternehmens die Finanzierung sicherstellen.



Mitgliedsgewerkschaften in der Forcierung kapitalmarktbasierter Finanzierung Gefahren sowohl auf Investorensseite als auch auf Unternehmensseite. Vielmehr sollten staatliche Förderprogramme zur Unterstützung ausgewählter junger Unternehmen ausgebaut werden.

Nutzen und Risiken von Wagniskapital

Ein Vorteil von Beteiligungskapital könnte grundsätzlich sein, dass dadurch die Eigenkapitalbasis des Unternehmens gestärkt wird. Eine höhere Eigenkapitalquote erleichtert wiederum die Kreditaufnahme bei anderen Finanzintermediären oder am Kapitalmarkt. Mehr Eigenkapital erhöht darüber hinaus die Verlustabsorptions- und Widerstandsfähigkeit der Unternehmen gegenüber ökonomischen und konjunkturellen Verwerfungen.

Die Vielzahl der Kapitalengagements zeigt, dass Finanzinvestoren durchaus konstruktiv und verantwortungsvoll mit den Betrieben zusammenarbeiten und diese Kooperationen Vorteile für beide Seiten mit sich bringen können. Dennoch sollte man sich immer vor Augen führen, dass mit solchen Engagements sehr hohe Risiken für beide Parteien verbunden sein können. Zum einen existiert ein sehr hohes Ausfallrisiko (durchschnittlich 30% der eingesetzten Mittel). Zum anderen sind Eingriffe der Kapitalgeber in das operative Geschäft der Unternehmen sowie Abbau von Beschäftigung und Beschneidungen von Mitbestimmungsrechten in der Vergangenheit zu beobachten gewesen.

Auch zeigte sich in der Vergangenheit, dass einige Betriebe ihre finanzielle Grundlage verlieren, da Gewinne weder thesauriert wurden, noch in Forschung und Entwicklung investiert worden sind, sondern dafür verwendet wurden, die Renditeerwartungen der Finanzinvestoren zu erfüllen. Es gab in der Vergangenheit auch Fälle, bei denen die Betriebe genötigt waren, weitere Schulden aufzunehmen. Solche Entwicklungen, wenngleich es nicht die Regel ist, reduzieren zwangsläufig die Innovationskraft der Unternehmen und erhöhen auf der anderen Seite die Insolvenzgefahr. Zukünftige Fördermaßnahmen sollten deshalb stärker darauf ausgelegt werden, die betrieblichen Belange der Unternehmen stärker zu berücksichtigen und der öffentlichen Hand die Möglichkeit bei etwaiger Missachtung einzuräumen, die Förderwürdigkeit von Beteiligungskapitalgesellschaften entziehen zu können.

Vorschläge zur Förderung von Wagniskapital

Aktuelle und geplante Fördermaßnahmen zielen in erster Linie auf Steuervergünstigungen für die Anshubfinanzierer sowie die Risikoübernahme von Wagniskapitalbeteiligungen durch die öffentliche Hand ab. Diese angebotsseitigen Fördermaßnahmen sollen Beteiligungskapitalgesellschaften dazu bewegen, Mittel in junge Unternehmen zu investieren. Unter bestimmten Umständen können die steuerlichen Vergünstigungen die Investitionstätigkeit der Beteiligungsgesellschaften anregen und somit ein belebendes Element für den Wagniskapitalmarkt darstellen. Allerdings investieren Wagniskapital-Gesellschaften zu-



meist lediglich dann, wenn ein gutes konjunkturelles Umfeld und Geschäftsklima gegeben ist, also prozyklisch. Die wenigsten Beteiligungsgesellschaften investieren in Unternehmen, wenn sich die Volkswirtschaft in einer Rezession befinden sollte und keine entsprechende Nachfrage nach den Produkten der Unternehmen existiert. Ob durch die steuerlichen Fördermaßnahmen tatsächlich eine supplementäre Wirkung auf die Wagniskapitalinvestitionstätigkeit einsetzt oder, ob es sich dabei vielmehr um Mitnahmeeffekte seitens der Beteiligungskapitalgesellschaften handelt, könnte zumindest kritisch hinterfragt werden.

Angesichts dessen sollte über eine stärkere Rolle der öffentlichen Hand (Förderbanken, in Deutschland die KfW, High-Tech-Gründerfonds) bei der Wagniskapitalfinanzierung nachgedacht werden, auch deshalb, weil ein Großteil der Risiken bereits in öffentlicher Hand liegen (Steuermindereinnahmen durch Abschreibung und steuerliche Verlustvorträge, Risikoübernahme). Die Förderprogramme der öffentlichen Hand, die direkt in junge Unternehmen investieren, sollten daher ausgebaut werden, um nicht nur die Risiken, sondern auch an den Erfolgsaussichten dieser Wagniskapitalinvestitionen zu partizipieren.

Ein weiterer Vorteil dieser direkten Fördermaßnahmen durch die öffentliche Hand besteht darin, dass Unternehmen weitestgehend in Eigenregie wirtschaften und ihr ökonomisches Entfaltungspotential voll ausschöpfen können. Betriebliche Mitbestimmung und Beschäftigung in diesen Unternehmen könnten somit auf Dauer gestärkt werden.

So beteiligt sich in Deutschland die KfW über den ERP-Startfonds und dem WIN-Programm als Co-Investor an innovativen Technologieunternehmen. Eine weitere Möglichkeit stellt das Crowdfunding dar. Hierbei werden viele kleinere Einzelbeträge eingesammelt und den Unternehmen gebündelt als Wagniskapital zur Verfügung gestellt. In Deutschland haben einige Bundesländer Beteiligungsgesellschaften implementiert, die Kapital für junge Unternehmen bereitstellen. Öffentlich geförderte High-Tech-Gründerfonds spezialisieren sich zumeist auf die Frühphasenfinanzierung von innovativen Start-Ups.

Der DGB und die Mitgliedsgewerkschaften sehen in der Stärkung der öffentlichen Hand bei der Finanzierung junger Unternehmen den geeigneteren Weg als durch eine kapitalmarkt-basierte Finanzierung. Hierzu sollten die nationalen als auch paneuropäischen Förderprogramme ausgebaut werden, die als Fördervoraussetzungen auch die Erfüllung ausgewählter Kriterien „Guter Arbeit“ haben.

2. Handlungsfeld: Making it easier for companies to enter and raise capital on public markets

Hintergrund:

Mit dem Aktionsplan will die EU-Kommission die Attraktivität für kapitalmarktgestützte Finanzierungsquellen und den Zugang zu den Kapitalmärkten insbesondere für KMUs erleichtern. Hierfür sind auch Änderungen bei der Prospektrichtlinie vorgesehen. Damit soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Prospekterstellung mit Erstellungs- und



Aufwandskosten sowie hohen Informationspflichten verbunden sind. Diese Kosten könnten sich insbesondere für KMUs als finanziell belastbar erweisen.

Zudem, so konstatiert die Kommission, sei die Anzahl der Börsengänge von Unternehmen in der jüngeren Vergangenheit rückläufig. Deshalb müsse der Zugang zu den Aktienmärkten, insbesondere für KMUs, grundsätzlich vereinfacht werden.

Die Kommission ist auch der Ansicht, dass die Aktienemissionstätigkeit unterentwickelt sei, da Eigenkapital gegenüber Fremdkapital steuerlich benachteiligt werde und somit eine Präferenz zu den Anleihemärkten bei den entsprechenden Unternehmen vorliegt. Dies führt ceteris paribus zu einem Leveraging, welches auch grundsätzlich die Anfälligkeit der Unternehmen gegenüber systemischen Verwerfungen negativ beeinflusst.

Mit der Gemeinsamen Konsolidierten Körperschafts-Bemessungsgrundlage (CCCTB) soll die Besteuerung der Gewinne von grenzüberschreitend tätigen Unternehmen in der EU einheitlich geregelt werden.

Question2: *Are there additional actions that can contribute to making it easier for companies to enter and raise capital on public markets? Please propose complementary policy measures, explain their advantages, and illustrate any foreseeable challenges to their implementation?*

Antwort:

Vereinfachung der Prospektrichtlinie darf nicht zulasten des Anleger- und Verbraucherschutzes erfolgen

Prospekte bieten wichtige Hinweise auf die Geschäftsentwicklung sowie weitere Informationen für Geschäftstätigkeit der emittierenden Unternehmen. Anhand von Prospekten können potentielle Investoren entscheiden, ob sie sich in dem Unternehmen finanziell engagieren. Zudem können sie als mögliche Grundlagen für rechtliche Auseinandersetzungen dienen. Prospekte bilden daher ein wichtiges Element für den Anleger- und Verbraucherschutz. Es ist daher dringend davon abzuraten, Vereinfachung der Prospektrichtlinie vorzunehmen, die diesen Schutz unterminieren können. Wohin dies, gepaart mit einem provisionsgetriebenen Verkauf von Finanzprodukten, führen kann, zeigte sich leidvoll in der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise.

Keine Kostenvorteile bei Kapitalmarktprodukten gegenüber Bankkrediten

Auch ist die Finanzierung über den Kapitalmarkt für Unternehmen nicht kostengünstiger als über den traditionellen bankenkreditbasierten Finanzierungsweg, wie oftmals behauptet. Befürworter einer kapitalmarktgestützten Finanzierung verweisen hierbei gerne auf die niedrigeren Kapitalmarkttrenditen und die höheren Kreditzinsen. Dieser Vergleich berück-



sichtigt allerdings nicht, dass bei einer Kapitalmarktfinanzierung etwaige Emissionskosten sowie weitere mit der Emission entstehende Kosten, wie Publikations- und Ratingkosten, für die Unternehmen anfallen. Diese emissionsbedingten Kosten sollen zwar im Zuge der Kapitalmarktunion gesenkt werden, jedoch ist zu bezweifeln, ob sich kapitalmarktbasierende Finanzierungsformen in Zukunft unter dem Strich als kostengünstiger erweisen. Die emissionsbedingten Kosten dürfen allerdings nicht beliebig gesenkt werden. Im Gegenteil: Viele der entsprechenden Auflagen sind gerade zur Förderung von Finanzstabilität und Verbraucherschutz unabdingbar. So müsste nach wie vor gewährleistet werden, dass die Investoren ausreichend Informationen über das Investitionsvorhaben erhalten.

Neuemissionen geprägt von Unsicherheiten

Die Zahl der Erstplatzierungen ist rückläufig. Das gesamte Neuemissionsvolumen ist im Jahr 2016 weltweit um etwa ein Drittel gesunken. Neben den USA sind insbesondere in Europa stärkere Rückgänge zu verzeichnen, wo das Volumen der Börsengänge nur rund die Hälfte des Vorjahres erreichten.

Dies hängt nach Ansicht des DGB und der Mitgliedsgewerkschaften aber weniger mit den bürokratischen, administrativen Aufwand eines Börsenganges zusammen, sondern vielmehr mit den allgemeinen und speziellen weltwirtschaftlichen, geopolitischen Rahmenbedingungen. Weltwirtschaftliche Verwerfungen sowie geopolitischen Spannungen riefen Unsicherheiten über zukünftige Entwicklungen hervor und prägten somit das volatile Marktumfeld. Potentielle Erstplatzierer als auch mögliche Investoren nahmen im vergangenen Jahr eine Vorsichtshaltung ein und verschoben Engagements auf die Zukunft. Darüber hinaus wurden auch alternative Finanzierungswege eingeschlagen. Einige der nichtstattgefundenen Börsengänge wurden durch alternative Transaktionsformen substituiert. Davon abgesehen beläuft sich der Umfang der Erstplatzierungen, trotz der aktuellen Entwicklungen, immer noch im langfristigen Durchschnitt. Daher sehen der DGB und die Mitgliedsgewerkschaften keine Notwendigkeit, bestehende, richtige und wichtige Auflagen und Pflichten der Unternehmen abzuschwächen und damit den Anleger- und Verbraucherschutz aufzuweichen.

Der Börsenmarkt ist ein sehr prozyklischer Markt. Niemand platziert sein Unternehmen in einem angespannten, unsicheren Umfeld mit niedrigen Einstiegspreisen. Wenn die entsprechenden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wieder geben sind, werden Unternehmen auch zunehmend geneigter sein, den Weg an diese Börse zu wagen.

Unterschiedliche steuerliche Behandlung von Eigen- und Fremdkapital

In Deutschland stellt sich die Situation so dar, dass die nichtfinanziellen Unternehmen vielerorts eine solide bis gute Eigenkapitalausstattung aufweisen. Die in den vergangenen Jahren gestiegenen gesamtwirtschaftlichen Unternehmensgewinne nutzen die Betriebe, um ihre Eigenkapitalausstattung zu verbessern. Dies hängt in erster Linie mit fehlenden Investi-



tionsmöglichkeiten und Alternativverwendungen erzielter Gewinne zusammen. Unternehmen favorisieren trotz einer steuerlichen Ungleichbehandlung Eigenkapitalinstrumente. Die Frage der unterschiedlichen Behandlung von Fremd- und Eigenkapital ist mehr eine steuerrechtliche Frage, als weniger eine der tatsächlichen praktischen Relevanz, zumindest in Deutschland. Unabhängig dieser Frage handelt es sich de facto weniger um eine steuerliche Diskriminierung von Eigenkapital, sondern vielmehr um eine Privilegierung der Fremdkapitalfinanzierung.

Negative Effekte auf die Corporate Governance durch Kapitalmarktfinanzierung

— Darüber hinaus müssten für die Kapitalmarktprodukte jederzeit ausreichend Abnehmer gefunden werden, um einen stets liquiden Markt sicherstellen zu können. Dieses Platzierungsrisiko könnte im Rahmen einer Kapitalmarktunion zukünftig ein ernsthaftes Problem für die Unternehmen darstellen. Ferner unterliegen emittierende Unternehmen einem Marktrisiko, da die geforderten Renditen am Markt je nach konjunktureller Lage aber auch betrieblicher Entwicklung des Unternehmens größeren Schwankungen unterliegen können. Jedoch ist die langfristige Planung über die Finanzierungskosten insbesondere für KMUs elementar und beeinflusst zukünftige Investitionsentscheidungen maßgeblich. Im Zuge einer zunehmenden Shareholder-Value-Orientierung müssten die Unternehmen mit größeren Zwängen der Kapitalmarktteilnehmer rechnen und mit möglichen Eingriffen in die Unternehmensführung bis hin zum Verlust der Kontrolle über die Unternehmensentwicklung rechnen.

— Mit privatem Beteiligungskapital (Private Equity) haben Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer in Deutschland häufig negative Erfahrungen gemacht. Insbesondere im Zusammenhang mit „leveraged Buyouts“ kam es immer wieder zu einer Machtverschiebung zwischen Anteilseignern und den übrigen Stakeholdern im Unternehmen, die das Ziel einer nachhaltigen Entwicklung des Unternehmens erschwert hat. Solche Geschäftsmodelle von Private Equity Fonds sind ohnehin eher kurzfristig an einem Wiederverkauf von erworbenen Unternehmensanteilen orientiert und wirken prozyklisch.

Hausbankenprinzip hat sich bewährt

Wegen der Instabilität und zum Teil Dysfunktionalität des Bankensektors in einigen EU-Ländern müssen zwar kurz- und mittelfristig auch alternative Wege organisiert werden, um liquide Mittel in notwendige Investitionen zu kanalisieren. Langfristig sollten Banken aber, aus Sicht des DGB und den Mitgliedsgewerkschaften, die wesentliche externe Quelle für langfristige Investitionsfinanzierung sein. Zwar spielt die Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung über den Kapitalmarkt eine wichtige Rolle. Es wäre aber eine falsche Schlussfolgerung aus der Krise, wenn nun eine weitere Abkehr vom bankbasierten System der Unternehmensfinanzierung hin zu einem verstärkt kapitalmarktbasierendem System in Europa gefördert würde. Das klassische „relationship-banking“ hat gegenüber einer Finanzierung über den Kapitalmarkt den grundsätzlichen Vorteil einer 1:1-Beziehung zwischen Kunde und Bank.



Demgegenüber zeichnen sich kapitalmarktorientierte Finanzierungsformen, wie z. B. im Wege der Emission von Anleihen und Aktien, häufig durch eine größere Anonymität und damit auch durch die Auflösung klarer Verantwortlichkeiten aus.

Die Vorteile einer Unternehmensfinanzierung über Banken liegen auf der Hand. Die Hausbankenbeziehung zwischen Unternehmen und den Banken erlaubt ein besseres ‚monitoring‘ auch aufgrund langjähriger bestehender Geschäftsbeziehungen. Die flächendeckende Präsenz von Kreditinstituten und die damit einhergehenden Vor-Ort-Kenntnisse über die strukturellen Bedingungen und der konjunkturelle Lage ermöglichen es den Banken, Chancen und Risiken eines Geschäftseingagements besser abzuwägen. Sollten temporäre Schwierigkeiten bei einem Unternehmen auftreten, so lassen sich Bewältigungsstrategien durch direkte Kommunikationswege und Ansprechpartner zielgenauer adressieren. Zudem kann man davon ausgehen, dass die Gläubigerbank grundsätzlich ein genuines Interesse daran hat, etwaige Probleme des Schuldners im Einvernehmen lösen zu wollen. Auch gibt es die Möglichkeit der Nachverhandlung über die Kreditkonditionen.

Diese, gerade für KMU, relevanten Vorteile und Möglichkeiten sind in der Regel bei einer kapitalmarktbasierter Finanzierung nicht vorhanden. Aufgrund eines Mangels an Informationen über die Unternehmen, wenngleich emittierende Unternehmen eine Pflicht zur Informationsweitergabe haben, und der daraus bedingten asymmetrischen Informationsverteilung würden temporäre Schwierigkeiten des Unternehmens dazu führen, dass die Kapitalmärkte unverzüglich auf die Entwicklungen reagieren, mit dem Ergebnis, dass die geforderten Renditeaufschläge die Finanzierungsbedingungen der betroffenen Unternehmen zusätzlich erschweren.

Richtige Ausgestaltung der CCCTB notwendig

Der DGB und die Mitgliedsgewerkschaften begrüßen die Initiative der Europäischen Kommission zur Wiederbelebung des Vorschlags der Gemeinsamen Konsolidierten Körperschaftssteuer-Bemessungsgrundlage (CCCTB). Allerdings ist eine stärkere Konvergenz der Steuerbemessungsgrundsätze innerhalb der EU, eine rasche Umsetzung sowie Transparenz und Veröffentlichungspflichten erforderlich, um eine koordinierte Wirtschaftspolitik aufzubauen und die Steuerumgehung flächendeckend zu bekämpfen. Angesichts der Tatsache, dass Steuervermeidung sowohl unterschiedliche Steuerbemessungsgrundsätze als auch Steuersätze ausnutzt, bekräftigen der DGB und die Mitgliedsgewerkschaften erneut die Forderung, in Europa einen einheitlichen Mindeststeuersatz von 25% festzulegen. Der DGB und die Mitgliedsgewerkschaften sind der Auffassung, dass der vorgeschlagene Schwellenwert von 750 Millionen Euro, um in den Anwendungsbereich des CCCTB-System zu gelangen, zu hoch ist und gemäß den Rechnungslegungsrichtlinien festgelegt werden sollte. Wir erachten einen Schwellenwert von maximal 40 Millionen Euro als angemessen. Darüber hinaus führt der zweistufige Ansatz zwangsläufig zu neuen Schlupflöchern. Zudem müssen alle und nicht nur die in der EU ansässigen Körperschaften des Unternehmens in die gemeinsame Steuerbasis einbezogen werden.



3. Handlungsfeld: Investing for Long Term, Infrastructure and Sustainable Investment

Hintergrund:

Europa benötigt erhebliche langfristige und nachhaltige Investitionen, um die Wirtschaft auf zukünftige Herausforderungen vorzubereiten. Insbesondere bedarf es einem Ausbau kohlenstoffarmer und ressourceneffizienter Technologien. Nach Ansicht der EU-Kommission können institutionelle und private Investoren eine wichtige Quelle für die Finanzierung von Infrastrukturinvestitionen sein. Reformen für eine nachhaltige Finanzierung sind notwendig, um Investitionen in saubere Technologien und deren Einsatz zu unterstützen. Effiziente Kapitalmärkte spielen eine Schlüsselrolle bei der Finanzierung nachhaltiger Anlagen im In- und Ausland, so die EU-Kommission, da sie Investoren dabei helfen können, fundierte Entscheidungen zu treffen und relevante Risiken zu überwachen und zu analysieren.

***Question3:** Are there additional actions that can contribute to fostering long-term, infrastructure and sustainable investment? Please propose complementary policy measures, explain their advantages, and illustrate any foreseeable challenges to their implementation.*

Antwort:

Investitionen erhöhen durch öffentliche Ausgaben

Der DGB und die Mitgliedsgewerkschaften teilen die Ansicht der Kommission, dass eine große aktuelle Herausforderung darin besteht, vorhandenes, liquides und Anlage suchendes Kapital in dringend notwendige reale Investitionen zu lenken. In Europa sind massive Investitionen in Erneuerung und Ausbau der Infrastruktur, in einen zukunftsfähigen ökologischen Umbau der Energieversorgung, in Energieeffizienz, in einen flächendeckenden Ausbau der Breitbandnetze, in Bildung und Ausbildung, aber auch in andere Bereiche – beispielsweise eine altersgerechte Modernisierung von Wohnhäusern und Verkehrsinfrastruktur– notwendig. Darüber hinaus bedarf es Investitionen in den Aufbau und Erhalt industrieller Strukturen sowie deren ökologische Modernisierung und es braucht in vielerlei Hinsicht einen Ausbau hochqualitativer öffentlicher und privater Dienstleistungen. Dies erfordert in erster Linie eine Ausweitung entsprechender öffentlicher Ausgaben und ihre Finanzierung durch eine höhere Besteuerung großer Vermögen, finanzstarker Unternehmen und hoher Einkommen, sowie durch die Nutzung der gegenwärtigen Niedrigzinsphase für langfristige öffentliche Kreditaufnahme. Wachsende private Investitionen erfordern vor allem eine Stärkung der Nachfrage in den Ländern der Europäischen Union durch ein Ende der Austeritätspolitik und wieder höhere reale Lohnzuwächse. Dass die EU-Kommission die Absicht hat, die Beschäftigung in Europa zu befördern und wirtschaftliche Prosperität in allen Mitgliedsstaaten voranzutreiben, ist grundsätzlich zu begrüßen. Es muss genuines Anliegen der politischen Entscheidungsträger sein, die Lebenssituation und -umstände aller europäischen Bürger entscheidend verbessern zu wollen. Auch unterstützen der DGB und



die Mitgliedsgewerkschaften Initiativen, die den europäischen Integrationsprozess befördern können.

Der DGB und seine Mitgliedsgewerkschaften teilen allerdings nicht die Meinung der Kommission, dass eine Stärkung der Kapitalmarktfinanzierung zur Lösung der vorhandenen Investitionsschwäche beitragen kann. Die Ursache für einerseits niedrige Investitionen bei andererseits hohem Kapitalangebot liegt an grundsätzlichen ökonomischen Fehlentwicklungen der letzten Dekaden. Während insbesondere in Deutschland die Lohnentwicklung massiv hinter der wirtschaftlichen Entwicklung zurückgeblieben ist, sind die Gewinn- und Vermögenseinkommen geradezu explodiert. Da die Arbeitseinkommen aber maßgeblich für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sind, waren die Absatzmöglichkeiten für binnenmarktorientierte Unternehmen, zu denen bekanntlich ganz wesentlich die KMUs gehören, schlecht. Da Investitionen wiederum primär vom gegenwärtigen und erwarteten Absatz abhängen, führen auch noch so gute Finanzierungsmöglichkeiten nicht zu einem Anstieg fremdfinanzierter Investitionen. Die Tatsache, dass gegenwärtig die Finanzierungsbedingungen für Investitionen kaum besser sein könnten, sich dennoch kein durchgreifender Anstieg der Investitionen abzeichnet, unterstreicht diese Einschätzung. Insofern sind die realwirtschaftlichen Ursachen der Investitionsschwäche – die erfolgte Umverteilung von den Massen- zu den Gewinn- und Vermögenseinkommen – zu beseitigen. Die Einkommens- und Steuerpolitik ist hier in erster Linie gefordert. Eine Stärkung der kapitalmarkt-basierten Unternehmensfinanzierung würde nicht an den Ursachen ansetzen, sondern an den Symptomen einer falschen wirtschaftlichen Entwicklung kurieren.

Wie ein zukunftsfähiges, nachhaltiges, ökologisches Modernisierungs- und Investitionsprogramm für Europa mit einer entsprechenden Gegenfinanzierung aussehen kann, hat der DGB in dem „Marshallplan für Europa“ dezidiert dargelegt. (<http://www.dgb.de/-/5Vx>)

4. Handlungsfeld: Fostering Retail Investment and Innovation

Hintergrund

Nach Ansicht der EU-Kommission erschwert die Unterentwicklung der Kapitalmärkte, lohnende Investitionsmöglichkeiten für Sparer und zur Altersvorsorge zu schaffen. Ein Teil der Lösung sieht die Kommission deshalb in einem effektiven Zugang zu den Kapitalmärkten für Kleinanleger. Hierbei spielen auch private Rentenprodukte eine zentrale Rolle. Sie unterstützen, so die Kommission, die Haushalte, für den Ruhestand vorzusorgen, indem langfristige Sparer mit langfristigen Investitionsmöglichkeiten zusammengebracht werden. Sie helfen somit, die demografischen Herausforderungen einer alternden Bevölkerung zu bewerkstelligen und stellen eine Ergänzung zu der staatlichen und betrieblichen Altersvorsorge dar.

Eine stärkere Rolle bei der Finanzintermediation im Rahmen der Kapitalmarktunion soll zukünftig den FinTech-Unternehmen zuteilwerden.



Question4: *Are there additional actions that can contribute to fostering retail investment? Please propose complementary policy measures, explain their advantages, and illustrate any foreseeable challenges to their implementation.*

Antwort:

Kurswechsel bei der Rente

Zu den großen Zukunftssorgen der Beschäftigten gehört die berechtigte Angst vor sozialem Abstieg und Armut im Alter. Der Wiedereinstieg in den ersten Arbeitsmarkt im Falle eines Arbeitsplatzverlustes ist besonders für ältere Arbeitssuchende sehr schwer. Auch ist eine Vielzahl von Tätigkeiten den älteren Menschen unserer Gesellschaft körperlich nicht zumutbar.

Die solidarische, generationen- und geschlechtergerechte gesetzliche Rentenversicherung muss deshalb dauerhaft gestärkt werden, um die drohende flächendeckende Altersarmut zu bekämpfen. Die einseitige Belastung der Beschäftigten ist für die große Mehrheit der Versicherten nicht zu stemmen. Sie sehen sich von immer größer werdenden Sicherungslücken bei der gesetzlichen Rente bedroht, die durch zusätzliche Altersvorsorge nicht ausreichend kompensiert werden kann. Vor allem kann sich eine große Zahl im Niedriglohnsektor und mit unterbrochenen Erwerbsbiografien keine zusätzliche Altersvorsorge leisten. Viele Beschäftigte können privat nicht vorsorgen, da ihnen schlichtweg die finanziellen Ressourcen fehlen. Davon abgesehen ist die betriebliche Altersvorsorge der privaten Vorsorge als Ergänzung zu einer starken gesetzlichen Rentenversicherung überlegen.

Um die Beitragssätze niedrig zu halten, hatte der Gesetzgeber in Deutschland Anfang des Jahrtausends entschieden, das Niveau der gesetzlichen Rente abzusenken und stattdessen private Vorsorge zu fördern. Doch das Ergebnis stimmt nicht: Die Hoffnung, die Lücken bei der gesetzlichen Rente über den Kapitalmarkt schließen zu können, hat sich nicht erfüllt. Die Prognosen für die Zukunft sind düster. Der DGB und seine Mitgliedsgewerkschaften fordern einen Kurswechsel und setzen sich dafür ein, dass die gesetzliche Rente auch in Zukunft für ein Leben in Würde im Alter reicht. Denn auch die heute Jüngeren sollen auf eine gute Rente vertrauen können. Als Erstes muss das gesetzliche Rentenniveau stabilisiert werden. Langfristig muss das Rentenniveau wieder steigen.

Das gemeinsame Ziel der DGB-Gewerkschaften ist es, die Rente solidarisch weiterzuentwickeln und die betriebliche Altersvorsorge zu stärken. Hierzu wurden unsererseits konkrete Vorschläge formuliert. (<http://rente-muss-reichen.de/>)



Ohne Regulierung und bei Missachtung des Verbraucherschutzes sind FinTechs derzeit keine Alternative

FinTech sind junge Unternehmen, die mithilfe technologiebasierter Systeme spezialisierte bankenähnliche Finanzdienstleistungen anbieten, wie z.B. Onlinekredite. Die meisten FinTechs unterliegen lediglich dem Regelungsbereich der jeweiligen Gewerbeordnung, nur die wenigsten fallen in Deutschland unter die Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin). Die Abgrenzung, ob ein FinTech-Unternehmen in den Geltungsbereich nationaler Aufsichtsbehörden fällt oder nicht, ist in der Praxis oftmals schwierig. Insgesamt wird dem FinTech-Markt enormes Wachstumspotential attestiert. Nach Ansicht der Befürworter treiben diese Unternehmen den digitalen Fortschritt im Finanzmarkt voran, indem sie kundenorientierte, schnelle und komfortable Lösungen für die Verbraucher bereithalten. Doch die Nachteile überwiegen derzeit die möglichen Vorteile und Innovationskraft der Unternehmen.

Mittels Algorithmen und unter Bezugnahme sensibler Kundendaten - die dazu benötigten Daten werden bspw. von Facebook, Ebay und sozialen Netzwerken herangezogen- wird die Bonität geprüft. Auch werden die generierten Kundendaten oftmals an Dritte weiterverkauft. Ein angemessener Verbraucherschutz ist hierbei zweifelsohne nicht gegeben. Doch auch wenn die Bonität des Kunden normalerweise keinen Kreditgewährung nach sich ziehen dürfte, erhalten FinTech-Kunden oftmals das gewünschte Darlehen. Hohe Zinsen oder Gebühren machen die Geschäfte für Verbraucher dann allerdings oftmals sehr kostspielig. Dem Geschäftsmodell liegen somit hohe Risiken für Verbraucher und Unternehmen gleichermaßen zugrunde.

Solange die Zuständigkeiten bei der Regulierung und Aufsicht uneinheitlich und nicht geklärt sind und solange die Geschäftspraktiken und die oftmals zu konstatierenden Missachtung des Verbraucherschutzes nicht beendet wird, sollte aus Sicht des DGB und den Mitgliedsgewerkschaften keine Forcierung dieses Marktsegmentes durch die EU-Kommission im Rahmen der Kapitalmarktunion erfolgen.

Liberalisierung im Dienstleistungssektor nicht auf dem Rücken der Beschäftigten

Grundsätzlich ist von einer weiteren Liberalisierung des Finanzmarktes aus Arbeitnehmerperspektive abzusehen. Denn die Kommission verkennt dabei die negativen Effekte, die mit einer weiteren Liberalisierung im Dienstleistungs- und Handwerksbereich einhergehen würden. Vielmehr zeigt die Entwicklung der vergangenen Jahre, dass der Wettbewerbsdruck und die Schaffung unfairer Wettbewerbsbedingungen einseitig auf dem Rücken der Beschäftigten ausgetragen wird. Es gibt eine hohe Flexibilisierung der Arbeit mit wechselnden Arbeitszeiten, Abrufarbeit und flexibler Teilzeitarbeit. Folge davon sind Arbeitsverdichtung und Leistungsdruck mit dem Effekt von verstärkter Arbeits- und Gesundheitsbelastung der Betroffenen. Unfairer Wettbewerb hat zu Lohn- und Sozialdumping, Betrug und



Schwarzarbeit geführt. Das alles führt auch zu Verschlechterungen bei der Qualität der Dienstleistungen selbst.

Der DGB und die Mitgliedsgewerkschaften kritisieren den grundsätzlichen Ansatz der Kommission, den Binnenmarkt weiter zu vertiefen, ohne die soziale Dimension des Binnenmarktes nachhaltig zu stärken. Die soziale Gestaltung des Binnenmarktes darf nicht als Hindernis gesehen werden, sondern als Fundament für den fairen Markt. Eine nachhaltige und soziale Binnenmarktstrategie muss bei der Schaffung von Regeln für fairen Wettbewerb vor allem auch die Interessen der Beschäftigten, Verbraucherinnen und Verbraucher und der Umwelt im Blick haben. Das würde auch die Akzeptanz der Europäischen Union in der Bevölkerung wieder stärken.

5. Handlungsfeld: Strengthening Banking Capacity to Support the Wider Economy

Hintergrund

Die EU-Kommission hält fest, dass Banken als Kreditgeber und Vermittler an den Kapitalmärkten eine wichtige Rolle für die europäische Wirtschaft und auch innerhalb der Kapitalmarktunion einnehmen. Insbesondere KMU stützen sich auf den Bankensektor, der bis zu 75% ihrer externen Finanzierung ausmacht. Für kleinere Unternehmen sind starke lokale Netzwerke wichtig, um das Wachstum zu unterstützen, so die Kommission. Hierbei wird die Bedeutung von Kreditgenossenschaften bei der Finanzierung hervorgehoben.

Eine Möglichkeit die Kreditvergabe über Banken zu steigern, sieht die Kommission in Verbriefungen. Verbriefungen könne die Verfügbarkeit von Bankkrediten erhöhen, die Finanzierungskosten senken, zu einer breit diversifizierten Finanzierungsbasis beitragen und als wichtiges Instrument für den Risikotransfer dienen. Ebenso seien die Anleihemärkte ein wichtiger Kanal für längerfristige Finanzierungen.

***Question5:** Are there additional actions that can contribute to strengthening banking capacity to support the wider economy? Please propose complementary policy measures, explain their advantages, and illustrate any foreseeable challenges to their implementation.*

Antwort:

Banken müssen sich ihrer Funktion wieder bewusst werden

Die Finanzkrise hat die Ineffizienz der freien Finanzmärkte, deren Volatilität und deren Begünstigung von prozyklischem Herdenverhalten gezeigt. Auch die „Bankenkrise“ ist nicht auf Fehlentwicklungen im klassischen Kreditgeschäft bzw. der Unternehmensfinanzierung zurückzuführen. Vielmehr sind die Probleme bei den Banken gerade dadurch entstanden, dass sie sich von diesem traditionellen Geschäftsmodell verabschiedet haben und zunehmend selbst zu Akteuren auf den Finanzmärkten wurden, ihr Investment-Banking



ausgeweitet und verstärkt Eigenhandel betrieben haben. Von anderen „Finanzintermediären“ unterscheiden sich die Banken durch ihre einzigartige Möglichkeit, sich über die Beleihung von markt- und nichtmarktfähigen Sicherheiten direkt bei der Zentralbank zu refinanzieren und so als Bindeglied zwischen Zentralbank und der Realwirtschaft zu agieren. Das überträgt ihnen eine besondere Funktion und eine besondere Verantwortung bei der Finanzierung von Investitionen.

Um langfristig ein nachhaltiges System der Unternehmens- und Investitionsfinanzierung zu schaffen, kommt es folglich darauf an, die Bedeutung der Finanzmärkte wieder auf ein angemessenes Maß zu reduzieren und parallel die Banken zu stabilisieren und auf ihre Kernfunktion zurückzuführen. Dazu zählt auch, dass die Corporate Governance in Banken verbessert werden muss und insbesondere der Arbeitnehmerseite im Aufsichtsrat der Institute der Rücken gestärkt werden muss, überzogene Renditeziele einzudämmen. Eine stärkere Rolle von öffentlich-rechtlichen und genossenschaftlichen Banken, wie den deutschen Sparkassen und Volks- und Raiffeisenbanken wäre vor diesem Hintergrund wünschenswert. So hat sich das deutsche Drei-Säulen-Modell als verhältnismäßig robust in der Finanzkrise erwiesen. Insbesondere Sparkassen und Genossenschaftsbanken trugen maßgeblich dazu bei, dass hierzulande in den Krisenjahren keine flächendeckende Kreditklemme einsetzte.

In der Summe weiteten sie gar die Kreditvergabe an Unternehmen aus und nahmen somit eine stabilisierende Funktion ein. Dies ist auch dem Umstand geschuldet, dass Sparkassen und Genossenschaftsbanken in der Regel keine Handelsgeschäfte tätigen und daher keine oder kaum Verluste im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise verkraften mussten, was es ihnen erlaubte, ihrem genuinen Geschäftsfeld, der Kreditvergabe und das Einlagengeschäft, nahezu problemlos nachzugehen.

Historisch betrachtet, hatte bisher keine Finanzkrise ihren Ursprung in der Kreditvergabe an Unternehmen, sondern immer in Preisübertreibungen an den Kapitalmärkten. Wie sich ebenso in der Krise offenbarte, erwiesen sich stärker bankkreditgestützte Finanzsysteme als resistenter gegenüber ökonomischen Verwerfungen. So fielen die Wachstumseinbrüche in den Krisenjahren 2008/09 in den eher kapitalmarktbasierenden Ökonomien stärker aus als in eher bankenbasierten Volkswirtschaften. Zudem zeigen Untersuchungen, dass das langfristige Wachstum nicht von dem Umstand abhängt, ob eine Volkswirtschaft eher kapitalmarkt- oder bankenbasiert ist.⁶ Die Sichtweise der EU-Kommission, dass ein kapitalmarkt-basiertes Finanzsystem zu mehr Wachstum führt, hält somit nicht stand.

Ein gut aufgestellter Finanzmarkt mit gut kapitalisierten Banken ist elementar für den realwirtschaftlichen Sektor jeder Ökonomie. Hierzu muss u. a. die makroprudenzielle Regulierung des Finanzsystems zeitnah umgesetzt und auch weiterentwickelt werden. Vorschläge hierzu haben der DGB und die Mitgliedsgewerkschaften bereits unterbreitet.

⁶ Vgl. Levine, 2002: Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? NBER Working Paper Series, Nr. 9138 sowie Allard und Blavy, 2011: Market Phoenixes and Banking Ducks – Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems? IWF Working Paper, 11/213.



(<http://www.dgb.de/-/hCM>). Deregulierungsbestreben, die sich in Teilen Europas breit machen, konterkarieren das Ziel einer umfassenden, adäquaten Finanzmarktarchitektur und somit eines robusten, gesunden Wirtschaftsraumes.

Dabei sollte stets bedacht werden: Regulierungsmaßnahmen stärken die Widerstandsfähigkeit und Verlustabsorption der Banken und können im Sinne eines stabilen Finanzmarktes nur begrüßenswert sein. Bedenken um die Wettbewerbsfähigkeit der entsprechenden Banken sind unbegründet. Solvabilität und Sicherheit sind für Kapitalgeber, Sparer und Geschäftspartner gleichermaßen ein starkes vertrauensbildendes Marktsignal, insbesondere in wirtschaftlich angespannten Zeiten. Dieser Umstand sorgt dafür, dass die höheren regulatorischen Anforderungen keine Wettbewerbsnachteile, sondern vielmehr Wettbewerbsvorteile für den europäischen Finanzmarkt mit sich bringen.

Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes birgt neue Risiken

Die ausufernde Anwendung des Instruments der Verbriefung hat zur Entstehung der Krise maßgeblich beigetragen. Verbriefungen ermöglichen es, Investitionsrisiken weiterzuverkaufen, sie undurchschaubar zu machen und zu verschleiern. Bei der Verbriefung von Krediten hat der letztendliche Gläubiger, der die Forderungen hält, oft überhaupt keine Kenntnisse über die konkrete Beschaffenheit der ursprünglichen Investitionen des Kreditnehmers mehr. Das Instrument der Verbriefung – und insbesondere entsprechende Derivate, strukturierte Kreditprodukte etc. – stellt damit das Gegenteil von „Relationship Banking“ dar, bei dem der Kreditgeber Sinnhaftigkeit und Risiko der von ihm finanzierten Investition genau prüfen und einschätzen kann. Ein deregulierter Markt für Verbriefungen kann – wie in der Subprime-Krise gesehen – einen Herdentrieb auslösen, der dazu führt, dass in der Hochphase die Preise für solche Papiere enorm steigen und eine Finanzblase verursachen und dass bei Marktturbulenzen ein Platzen der Blase zu Liquiditätsentzug für ganze Volkswirtschaften führt. Mit Verbriefungen sind viele unkalkulierbare Risiken verbunden.

Mit der Kapitalmarktunion soll nun ein Markt für qualitativ hochwertige Verbriefungen (STS-Verbriefungen, simple, transparent, standardised securitisation) geschaffen werden. In der jüngeren Vergangenheit hat sich allerdings gezeigt, dass Banken oftmals geneigt sind, Kredite nicht bester Qualität zu verbrieften, um diese dann an den Markt und die damit verbundenen Risiken weiterzugeben. Auch die sich später als toxisch herausgestellten Asset-Backed-Securities (ABS) wurden im Vorfeld der Finanz- und Wirtschaftskrise auch mithilfe von Ratingagenturen als hochwertig eingestuft. Vor diesem Hintergrund muss die implizite Annahme der Kommission hinterfragt werden, dass Banken die Geschäftspraktiken der Vergangenheit nicht wiederholen und stattdessen hochwertige Verbriefungen ausgeben werden. Aus bankenbetriebswirtschaftlichen Kalkül ist diese Vorgehensweise nicht rational. Banken behalten „gute“ Risiken lieber in den eigenen Büchern, statt sie weiterzugeben. Solide Banken sollten grundsätzlich in der Lage sein, ihre Kreditvergabe gänzlich über die eigenen Bilanzen laufen lassen zu können, statt eine Refinanzierung über Verbriefungen an den Kapitalmärkten in Betracht zu ziehen.



Eine Haftungspflicht des Verkäufers der Verbriefungen besteht zudem kaum. So brauchen die Verkäufer nur 5 Prozent der Verbriefungen in den eignen Büchern halten. Um einen möglichen Missbrauch vorzubeugen, müsste dieser Eigenbehalt des Verkäufers mindestens 20% betragen. Mehrfachverbriefungen sollten am Markt überhaupt nicht mehr gehandelt werden dürfen. Sie dienen keinem realwirtschaftlichen Zweck und gehören deshalb verboten. Statt Verbriefungen politisch zu fördern, bedarf es einer öffentlichen Aufsicht und Kontrolle, die über die Zulassung von Kreditverbriefungen und anderen Finanzprodukten entscheidet. Nur so kann erreicht werden, dass keine hochriskanten und spekulativen Finanzprodukte produziert werden, die zu einer wesentlichen Ausdehnung und Verschärfung wirtschaftlicher und finanzieller Krisen und zur Vernichtung von darin angelegten Vermögen führen können, die dann möglicherweise auch wieder staatliche Rettungsmaßnahmen auf Kosten der Gesamtbevölkerung provozieren.

6. Handlungsfeld: Facilitating Cross-Border Investment

Hintergrund:

Die EU-Kommission sieht trotz Fortschritte in den letzten Jahrzehnten zur Entwicklung eines Binnenmarktes für Kapital immer noch erhebliche Hindernisse, die den grenzüberschreitenden Investitionen entgegenstehen. Diese Hindernisse haben ihren Ursprung im nationalen Steuer, Insolvenz- und Wertpapierrecht sowie Marktinfrastruktur. So könne, so die EU-Kommission bspw. die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Pensionskassen und Versicherungsgesellschaften aber auch unterschiedliche Kosten institutionelle Anleger davon abhalten, grenzüberschreitende Geschäfte zu tätigen.

Eine wirksamere Aufsicht ist von wesentlicher Bedeutung, um geordnete Märkte und den Anlegerschutz zu gewährleisten und die Integration der Kapitalmärkte zu fördern, indem sichergestellt wird, dass das einheitliche Regelwerk konsequent in der gesamten EU angewendet wird. Finanzmarktstabilitätsrisiken, die sich aus den stärker integrierten Kapitalmärkten ergeben können, müssen überwacht und gemildert werden.

***Question6:** Are there additional actions that can contribute to facilitating cross-border investment? Please propose complementary policy measures, explain their advantages, and illustrate any foreseeable challenges to their implementation.*

Antwort:

Grenzüberschreitender Kapitalverkehr aufgrund der Krise rückläufig

In der Tat fand in den letzten Jahren eine (Re-)Nationalisierung im Kapitalverkehr statt. Dies liegt daran, dass Risiken, Investments und Geschäftspartner im Inland in der Regel aufgrund des besseren Informationsaustausches, der geographischen Nähe oder der transparenteren Veröffentlichungspflichten von Investoren besser eingeschätzt werden können als die von ausländischen Engagements. Ebenso bewirkte die Krise im Euroraum, dass



Unsicherheiten über Risiken und Chancen ausländischer Investments existierten und Investoren eine Vorsichtshaltung einnahmen und sich aufgrund von Informationsvorteilen stärker in heimischen Märkte engagierten. Ob sich die grenzüberschreitende Geschäftstätigkeit durch den Abbau von administrativen Investitionshemmnissen beleben lässt, bleibt fraglich. Vielmehr spielen bei den Anlageentscheidungen potentieller Investoren die konjunkturellen, gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen der entsprechenden Märkte eine gewichtige Rolle.

Unabhängig von dieser Frage ist die unterschiedliche steuerliche und aufsichtsrechtliche Behandlung innerhalb der EU anzugehen. Im Sinne eines gemeinsamen europäischen Binnenmarktes bedarf es einheitlichen, harmonisierten Standards in der Steuergesetzgebung, als auch grundsätzlich bei aufsichtsrechtlichen, regulatorischen Belangen. Allerdings muss zwingend darauf geachtet werden, dass kein Steuer- und Regulierungswettlauf nach unten stattfindet. Dies schließt ebenso die Regulierung und Aufsicht von Finanzintermediären, auch des Schattenbankensektors, ein.