

EU-Kommission beziffert die jährliche Investitionslücke in Europa auf 230 bis 370 Milliarden Euro. Diese Lücke ließe sich

schafts- und Finanzminister Bruno Le Maire für Fortschritte in der Kapitalmarktunion ausgesprochen. Im April for-

basis, insbesondere in der Unternehmensbesteuerung, zu schaffen“, fügt er hinzu. Kapitalmarkt- und Bankenunion ergänzt

Steinbrucks noch einige Zeit benötigen. Sie sei aber keine Voraussetzung für die Kapitalmarktunion.

KfW	US500769JD71	Dollar	2000	1,750	09/29	99,9	-/-	1
African Dev. Bank	X52053355959	HKDollar	300	1,790	09/20	100,0	-/-	1000

1) Bewertung der Bonität durch die Agenturen Moody's (links) und Standard & Poor's (rechts).

Quelle: Bloomberg

## STANDPUNKT

# Vermögensaufbau wird teurer

Von Henning Bergmann

Zu den wenigen Themen, bei denen sich Politiker (fast) aller Couleur einig sind, gehört die Notwendigkeit privater Altersvorsorge. Schließlich sieht sich die gesetzliche Rentenversicherung angesichts des demographischen Wandels erheblichen Herausforderungen ausgesetzt. Ausgerechnet diese Tatsache scheint das Bundesfinanzministerium (BMF) vorübergehend aus dem Auge verloren zu haben. Sein Gesetzesentwurf „zur weiteren steuerlichen Förderung der Elektromobilität und zur Änderung weiterer steuerlicher Vorschriften“ enthält Pläne, die den privaten Vermögensaufbau verteuern und gleichzeitig die Schwierigkeiten in Schieflage geratener Unternehmen verschärfen.

Geht es nach dem Ministerium, dann wirken Kapitalanlagen, die nicht zurückgezahlt werden, künftig nicht mehr steuermindernd. Die Folge wäre eine Asymmetrie: Gewinne unterliegen weiterhin voll der Steuer, Verluste durch Wertverfall hingegen blieben unberücksichtigt. Für den Wirtschaftsstandort Deutschland wäre das besorgniserregend. Wir würden an gleich zwei Stellen falsche Anreize setzen: bei der Absicherung von Depots und beim Umgang mit Wertpapieren von angeschlagenen Unternehmen.

Aber der Reihe nach: Grundsätzlich werden bei der Kapitalanlage – wie bei allen Unternehmungen – Gewinne und Verluste verrechnet. Versteuert wird der unter dem Strich verbleibende Gewinn. Investoren streuen ihr Risiko und sichern ihre Depots gegen Kursverluste ab. Insgesamt wirft die langfristige Kapitalanlage auf diese Weise Erträge ab. Verluste sind dabei nicht ganz vermeidbar, kann doch niemand die Zukunft korrekt prognostizieren. Wird ein Portfolio aber sorgfältig gemanagt, steigt der Wert über die Jahre.

Der deutsche Kapitalmarkt ist hoch organisiert und reguliert. Er bietet eine breite Palette von Finanzinstrumenten – von Aktien und Anleihen bis hin zu Derivaten und strukturierten Wertpapieren. Diese Auswahl ist ein hohes Gut. Sie ermöglicht es auch Privatanlegern, Vermögen aufzubauen und über den Kapitalmarkt in die Realwirtschaft zu investieren. Derzeit halten in

Deutschland rund zehn Millionen Menschen Aktien. Und schätzungsweise 750 000 Anleger nutzen Absicherungsinstrumente wie Optionsscheine und vergleichbare Instrumente für ihr Portfoliomangement.

Die Logik der vollständigen Aufrechnung von Gewinnen und Verlusten gilt seit der Einführung der Abgeltungssteuer. Gerät ein Unternehmen in Schieflage, sodass dessen Wertpapiere ausfallen, kann der Investor diesen Verlust bislang mit den Gewinnen anderer Anlagen verrechnen. Und wenn er sich zum Beispiel mit einem Optionsschein gegen den Kursverlust einer Aktie oder Anleihe absichert und dessen Wert am Ende der Laufzeit verfällt, weil der Schutz nicht benötigt wurde, dann kann er dies bei der Steuer anrechnen. Diese Logik hat der Bundesfinanzhof mit seinen Urteilen mehrfach bekräftigt.

Die BMF-Pläne, den Verfall nicht mehr steuerlich zu berücksichtigen, setzen ein beunruhigendes Signal. Was würde passieren? Wenn ein Unternehmen in Schieflage gerät, müssten Anleger dessen Aktien und Anleihen fortan möglichst rasch verkaufen – selbst wenn sie dem Unternehmen eigentlich die Treue halten möchten, weil sie langfristig an eine Sanierung glauben. Doch solange sie mit einem Kursverlust davongekommen, können sie diesen steuerlich geltend machen. Wenn hingegen die Insolvenz keine Rückzahlung zulässt und der Verfall eintritt, soll der Verlust bei der Steuer künftig unberücksichtigt bleiben.

Je mehr Anleger verkaufen, desto stärker fallen die Kurse und desto schwerer wird es für ein Unternehmen, sich aus eigener Kraft zu sanieren. Dieses Phänomen kennen wir spätestens seit der Staatsschuldenkrise. Damals war zu beobachten, wie stark Wertpapierverkäufe die Refinanzierungskosten der öffentlichen Hand in die Höhe schrauben und die Kehrtwende so erheblich erschweren. Dieses Prinzip gilt auch bei Firmen.

Gleichzeitig müssten Privatanleger die Kosten für die Absicherung ihrer Depots künftig zusätzlich zur Abgeltungssteuer tragen. Ein Optionsschein räumt dem Inhaber das Recht ein, einen bestimmten Basiswert wie eine Aktie oder Anleihe zu

einem vorher festgelegten Preis zu kaufen oder zu verkaufen. Wenn dieses Recht nicht ausgeübt wird und der Kurs des Basiswertes am Ende der Laufzeit unterhalb (beziehungsweise oberhalb) des im Schein festgelegten Preises steht, wird dieser wertlos – ähnlich einer nicht in Anspruch genommenen Versicherung.

Inmitten der Niedrigzinsphase sind diese Produkte besonders wertvoll. Investoren können angesichts von Negativrenditen nicht wie gewohnt auf besonders sichere Anlagen wie deutsche Staatsanleihen setzen. Sie müssen in etwas risikoreichere Anlagen ausweichen und ihre Portfolios dementsprechend absichern. Doch anstatt sie dabei zu unterstützen, will das BMF sie jetzt zusätzlich belasten.

Das Ministerium selbst begründet die Pläne mit der Notwendigkeit, „Marktentwicklungen Einhalt zu gebieten, über immer neue Finanzinnovationen steuerfreie Wertzuwächse zu generieren und auf diesem Weg die Besteuerung laufender Kapitaleinkünfte zu umgehen“. Nur ist unklar, wie dies durch die Benachteiligung von Anlageformen wie Aktien, Anleihen und Absicherungsinstrumenten erreicht werden soll. Die geplante Gesetzesänderung hätte demnach allenfalls geringe fiskalische Vorteile – bei erheblichen Nachteilen für Anleger und Unternehmen.

Nun wird es spannend: Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz hat eine Klage angekündigt, sollte das BMF die Pläne umsetzen. Auch wir halten die Ideen mit Blick auf den Gleichheitsgrundsatz verfassungsrechtlich für bedenklich.

Sie stehen zudem weder in Einklang mit dem Bestreben, durch Investitionen das Wirtschaftswachstum zu fördern, noch mit den Bemühungen, Privatanleger an den Kapitalmarkt zu führen. In Deutschland ist Letzteres eine besondere Herausforderung, weil es uns bislang nicht gelingt, die Wertpapierkultur zu stärken. Wenn wir jetzt noch die zehn Millionen Bürger belasten, die am Kapitalmarkt aktiv sind, gehen wir sogar noch einen Schritt zurück. Und das ist wirklich keine gute Idee.

Henning Bergmann ist Geschäftsführer Vorstand des Deutschen Derivate Verbands

# „Hercules“ soll faule Kredite garantieren

Griechenlands neue Regierung will die Lasten der Banken verringern

tp. ROM, 25. September. Mit dem ganz und gar unbescheidenen Titel „Hercules“ hat der neue griechische Vizeminister für Finanzen, George Zavvos, sein Programm versehen, mit dem der riesige Berg notleidender Kredite in den Bilanzen der griechischen Banken um fast die Hälfte verringert werden soll. Bei einem Gesamtvolumen der Ausleihungen von 160 Milliarden Euro hatten diese Ende Juni noch immer faule Kredite von 78 Milliarden Euro auf den Bilanzen. Diese sind zwar kein Problem für die Stabilität des Bankensystems, denn Griechenlands Banken wurden in einer Rettungsaktion so weit rekapitalisiert, dass die Kreditrisiken abgedeckt und vergleichsweise gesunde Eigenkapitalquoten ausgewiesen werden können. Doch solange die Banken am Abbau der faulen Kredite arbeiten, sind sie vor allem mit sich selbst beschäftigt und vergeben kaum neue Darlehen.

Vizeminister Zavvos hat nun angekündigt, ein staatliches Garantieprogramm aufzulegen, das faule Kredite im Volumen von 30 Milliarden Euro endgültig abschaffen soll. Es orientiert sich an einer Kreditsicherung des italienischen Staates für faule Bankkredite, die unter dem Kürzel „Gacs“ bekannt wurde. In Italien wurden damit notleidende Kredite mit mittlerer Bonität vom Staat gegen Gebühr garantiert. Dagegen sollen in Griechenland nur Forderungen mit vergleichsweise guter Bonität garantiert werden. Zavvos vergleicht die Anordnung der notleidenden Kredite nach ihrer Bonität mit einem sechsstöckigen Haus. Nur die beiden oberen sollen durch das Programm garantiert werden. In Italien waren es dagegen die mittleren Risiken, sozusagen der dritte und vierte Stock. Das Ziel ist das Gleiche: Die Staatsgarantie macht die Bankbilanzen solider, und Eigenkapital wird frei, so dass das Volumen der Kredite steigen kann.

Das Volumen der Staatsgarantien soll in Griechenland insgesamt etwa 9 Milliarden Euro betragen. Die Banken müssten dafür rund 200 Millionen Euro bezahlen, sagte Zavvos dieser Zeitung. Weder die Staatsschulden noch die mit den Gläubigern Griechenlands vereinbarten Haushaltssziele würden davon belastet, sagt er. Für das Garantieprogramm gibt es im Vergleich zu Italien einen zusätzlichen Schwierigkeitsgrad. Der griechische Staat besitzt selbst noch keine ausreichende Bonität an den Finanzmärkten („Investment Grade“). Für Zavvos ist das aber nur eine technische Frage.

Die griechische Regierung rechnet damit, dass das Programm in Brüssel ziemlich schnell genehmigt wird. Denn das Vorbild, Italiens Garantieprogramm, war von der Europäischen Kommission als nicht wettbewerbsverzerrend abgesegnet worden. Bis Oktober verspricht Zavvos, in einem Sammelgesetz für Banken und Finanzmarkt den gesetzlichen Rahmen zu schaffen. Die Absicherung soll auf jeden Fall noch 2019 abgeschlossen werden.

Der 68 Jahre alte ehemalige Europaabgeordnete Zavvos, vormals auch EU-Botschafter und Professor, sieht in der Befreiung der Banken von der Last der notleidenden Kredite eine wichtige Voraussetzung dafür, dass die griechische Wirtschaft wieder in Gang kommt. Noch bevor er überhaupt ein eigenes Büro erhalten habe, sei er am Tag seiner Vereidigung mit Telefonaten zum Bankenproblem befasst gewesen, berichtet er.

Ein entscheidender Abbau des Volumens an faulen Bankkrediten käme zur richtigen Zeit für den von der neuen Regierung erhofften Aufschwung. Die Stimmsindikatoren in der Wirtschaft sind so gut wie seit Jahren nicht mehr. Daher käme eine Ausweitung des Kreditvolumens genau zum richtigen Zeitpunkt. Griechenlands neuer Ministerpräsident Kyriakos Mitsotakis will, dass sein Land in den kommenden Jahren real um mindestens 3 Prozent wächst, um einen Teil des in der Krise verlorenen Volkseinkom-

mens wieder aufzuholen. Falls es gelingt, diesen Aufschwung zu erreichen, gäbe es zugleich auch die Hoffnung, dass einige der bisher notleidenden Kredite wieder an Wert gewinnen und in ordentliche Darlehen überführt werden können.

Die abgesicherten notleidenden Kredite sollen in den Bankbilanzen bleiben, aber mit einer günstigeren Bewertung. Damit soll es den Banken erleichtert werden, die übrigen notleidenden Kredite zu verbrieften oder zu verkaufen. Schon vor dem neuen Programm des Vizeministers und vor den Wahlen war Bewegung in die griechische Bankenlandschaft gekommen, die hauptsächlich noch aus vier Banken besteht – der Piraeus Bank, der National Bank of Greece, der Eurobank und der Alpha Bank. Die Eurobank, die mehrheitlich einem kanadischen Investor gehört, ist mit einem griechischen Immobilienunternehmen verschmolzen worden. Damit erhielt sie indirekt eine Aufstockung des Eigenkapitals und konnte schneller den Bestand an notleidenden Krediten abbauen. Damit sahen sich dann andere Institute wie die Piraeus Bank ebenfalls zu einer Beschleunigung ihrer Verkaufsprogramme für notleidende Kredite angestoppt. Zusammen mit der Staatsgarantie will Ministerpräsident Mitsotakis ein ehrgeiziges Ziel erreichen: Bis 2021 soll das Volumen der faulen Kredite auf einen einstelligen Milliardenbetrag sinken.



Zahlreiche faule Kredite lähmen die griechischen Banken.

Foto Reuters