

Staatsanleihekäufen

Börsen-Zeitung, 7.7.2015
Reuters Frankfurt – Die Europäische Zentralbank (EZB) schaltet bei ihrem Mammut-Programm zum Ankauf von Staatsanleihen der Euro-Länder einen kleinen Gang zurück. Seit dem Beginn der Käufe am 9. März wurden öffentliche Schuldtitel für insgesamt 204,7 Mrd. Euro gekauft, wie die EZB mitteilte. Die Währungshüter nahmen in der Woche bis zum 3. Juli für etwa 10,8 Mrd. Euro zusätzliche Papiere in ihre Bücher. In der Vorwoche waren es noch 11,7 Mrd. Euro gewesen.

Die EZB will bis September 2016 Wertpapiere im Volumen von 1,14 Bill. Euro erwerben. Im Schnitt sollen pro Monat Titel im Volumen von etwa 60 Mrd. Euro gekauft werden. Neben Staatsbonds zählen dazu auch Pfandbriefe („Covered Bonds“) und Hypothekendarlehen („ABS“). EZB-Chef Mario Draghi wollte die Käufe vor der Haupturlaubszeit beschleunigen – im Juli und August sollen entsprechend weniger Titel gekauft werden. Griechische Staatsanleihen sind aktuell nicht Teil des Programms, da sie die Kriterien nicht erfüllen.

Vormonatwert aber kräftig nach oben revidiert – Sentix-Barometer von Hellas-Krise unbeeindruckt

Die deutsche Industrie hat im Mai zwar weniger Aufträge eingesammelt als im Monat zuvor, doch wurden die stark ausgefallenen April-Daten nochmals deutlich nach oben revidiert.

Börsen-Zeitung, 7.7.2015
ba Frankfurt – Nach zwei Anstiegen in Folge hat die deutsche Industrie im Mai weniger Aufträge generiert als im April. Saison- und preisbereinigt gingen die Orderzahlen um 0,2% im Vergleich zum Vormonat zurück, wie das Statistische Bundesamt mitteilte. Ökonomen hatten allerdings ein Minus von 0,4% erwartet. Zudem wurden die April-Daten um 0,9 Punkte auf +2,2% heraufrevidiert, wie Volkswirte in ihren Analysen betonten. Belastet hat das für einen Mai stark unterdurchschnittliche Volumen an Großaufträgen. Im aussagekräftigeren Zweimonatsvergleich lagen die Auftragsgänge April/Mai um 2,5% über dem durchschnittlichen Niveau des ersten Quartals. „Die Industriekonjunktur in Deutschland nimmt etwas Fahrt

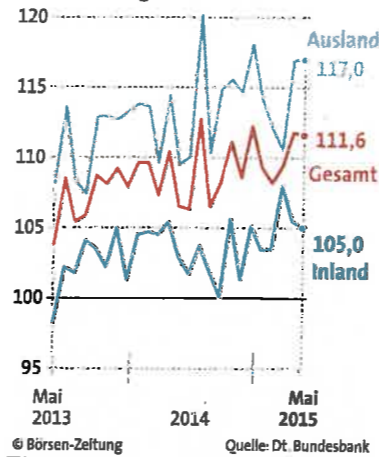
auf“, resümierte denn auch das Bundeswirtschaftsministerium.

Auch die Ökonomen werten die Daten als Beleg, dass die Industrie wieder einen Gang zulegt. „Damit haben sich die Perspektiven für die Industrieproduktion in den kommenden Monaten deutlich verbessert“, sagt etwa Ralph Solveen von der Commerzbank. Ausgehend von den Umsätzen der Industrie, die nach Angaben der Bundesbank im Mai um 0,6% zugelegt haben, erwartet er für die heute anstehenden Daten zur Industrieproduktion ein Plus von 0,5%. „Die Zahlen zur Entwicklung der Auftragsgänge können in der Summe als solide bezeichnet werden“, sagt Mario Gruppe von der Nord/LB. Insofern bleibe es bei dem konjunkturellen Erholungsprozess der letzten Monate.

Stefan Kipar von der BayernLB verweist auf die tiefe Verunsicherung um Griechenland, die die Bestellungen, insbesondere von Investitionsgütern, bremsen könnte. Im Mai stiegen die Ordereingänge aus dem Ausland vor allem wegen der Bestelltä-

Auftragseingang der Industrie in Deutschland

saisonbereinigt, 2010=100



tigkeit aus den Nicht-Euro-Ländern, während aus dem Inland erneut weniger Aufträge zu verzeichnen waren. Andreas Rees von der Unicredit betonte, dass der Rückgang weder

von einer Verschlechterung der Fundamentaldaten noch von den Ereignissen in Griechenland beeinflusst war.

Ebenfalls unbeeinflusst von der Griechenland-Krise zeigt sich das Sentix-Konjunkturbarometer für Euro-Länder. Anleger schätzen die Konjunktur des Euroraums stärker als im Juni ein und verhalten sich sogar so, als befände sich der Währungsraum in einem Boom, ergab die Umfrage unter rund 1000 Anlegern vom 2. bis 4. Juli. Getrieben von der Lagebeurteilung, die nun auf dem höchsten Stand seit Juli 2011 notiert, ist der Gesamtindex im Juli um 1,4 auf 18,5 Punkte gestiegen. Die Abwärtsbewegung bei den Sechsmonats-Erwartungen sei offensichtlich nicht im Wege“, urteilt Sentix-Analyst Sebastian Wanke. Der Gesamtindex für Deutschland stagnierte nach zwei Rückgängen in Folge, der US-Indikator erholte sich weiter.

US-Dienstleister enttäuschen

Börsen-Zeitung, 7.7.2015
Die Stimmung im Dienstleistungssektor der USA hat sich im Juni weniger aufgehellt als erwartet. Der ISM-Einkaufsmanagerindex sei um 0,3 Punkte auf 56,0 Punkte gestiegen, teilte das Institut mit. Volkswirte hatten mit mehr gerechnet. Im Vormonat hatte der Wert bei 55,7 Punkten den niedrigsten Stand seit April 2014 erreicht. dpa-afx

Peking sieht Wirtschaft auf gutem Weg

Börsen-Zeitung, 7.7.2015
Chinas Konjunktur läuft nach Einschätzung der Behörden rund. Die Wirtschaft bewege sich in einer „vernünftigen Spanne“, und das Wachstum sei weitgehend stabil, erklärte das nationale Statistikkamt. Die Maßnahmen der Politik zeigten erste Wirkung. Peking trimmt die Wirtschaft derzeit auf Nachhaltigkeit und nimmt weniger Wachstum in Kauf. Reuters

GASTBEITRAG

Erbschaftsteuer – Nebelkerzen allerorten

Börsen-Zeitung, 7.7.2015
Das Urteil des Bundesverfassungsgerichts hat die Politik mit der Verpflichtung zur Reform der Erbschaftsteuer unter Druck gesetzt. Begleitet werden die Aktivitäten durch ein intensives, von Nebelkerzen durchsetztes Trommelfeuer der Lobbyisten. Auch wenn sich die Koalition jetzt auf einen Reformkompromiss geeinigt hat, wird die Diskussion an anderer Stelle weitergehen. Sie ist für Außenstehende zudem kaum mehr nachvollziehbar: Welche Grenzen – und wann – sollen für die Verschonung von Erben von der Erbschaftsteuer gelten? Was genau ist ein Kleinunternehmen? Wie ist die „Bedürftigkeit“ der Erben zu betrachten? Alles Themen, die zum einen viel Willkür demonstrieren und zum anderen wohl auch schwer in die Praxis umzusetzen sein werden, ganz abgesehen von der Beurteilung des Ergebnisses durch das Bundesverfassungsgericht. Garniert werden die Argumente gerne mit Freiheits- und Freie-Marktwirtschafts-Folklore: Das Rückgrat der Deutschen Wirtschaft, der Mittelstand, ist in Gefahr – und damit im Grunde das deutsche Wirtschaftsmodell insgesamt.

Das Ziel im Blick behalten

Nachfolgend soll ausgeklammert werden, ob Erbschaftsteuer überhaupt gerecht oder sinnvoll ist, und auch die im Augenblick wieder heiß debattierte Frage der Gleichbehand-

lung verschiedener Vermögensmassen oder die zulässige Schwelle für eine Verschonung. All dies steht, in den Grenzen, die das Bundesverfassungsgericht aufgezeigt hat, im Ermessen des Gesetzgebers. Worüber wir uns Gedanken machen, ist, wie man eine Erbschaftsteuer so ausgestaltet, dass sie dem angestrebten



Michael Grote
Vizepräsident für akademische Angelegenheiten und Professor für Corporate Finance an der Frankfurt School

Ziel – Erhaltung von Arbeitsplätzen und mittelständischen Unternehmen – dient. Welche Alternativen zur Begleichung einer Steuerschuld anlässlich der Erbschaft eines Unternehmens gibt es überhaupt?

Zunächst einmal ist es denkbar, dass das Privatvermögen der Erben für die Begleichung der Erbschaftsteuerschuld ausreicht. Denkbar ist weiter – falls das Unternehmen entsprechende Bargeld- oder andere stille Reserven hat – eine Sonderauschüttung, die dann von den Erben für die Begleichung der Erbschaftsteuerschuld eingesetzt werden

kann. In diesem Fall sinkt der „Risiko-puffer“ der Unternehmen, und die Investitionsfähigkeit könnte eingeschränkt werden. An dieser Stelle böten sich weitergehende Stundungsmöglichkeiten an; die Erbschaftsteuer könnte über mehrere Jahre abgestottet werden, ohne dass die Existenz und Weiterentwicklung der Un-



Christoph Schalast
Professor für Mergers & Acquisitions, Wirtschaftsrecht und Europarecht an der Frankfurt School

ternehmen über Gebühr gefährdet würden.

Bloß keinen Verkauf riskieren

Schließlich besteht die Möglichkeit des Verkaufs von Unternehmensanteilen an Dritte mit dem Ziel der Begleichung der Steuerschuld. Diese Alternative wird in der öffentlichen, von Interessengruppen geprägten Diskussion als größtes Übel angesehen. Anders als bei landwirtschaftlichen Höfen, bei denen eine Verkleinerung der bewirtschafteten Flächen bei Erbteilung die Produktion

unwirtschaftlicher werden lässt, ist eine Aufteilung der Eigentumsrechte an Unternehmen nicht von vornherein problematisch. Eine der zentralen Annahmen in der Diskussion scheint zu sein, dass die Erbengemeinschaft in der Lage ist, ererbte Unternehmen wesentlich besser fortzuführen, als das mit anderen Teileigentümern zusammen der Fall wäre.

Beteiligung statt Bargeld

Wir schlagen daher vor, einen Teilverkauf von Unternehmensanteilen zum Zwecke der Begleichung der Erbschaftsteuer innovativ und möglichst schonend für die Erbengemeinschaft auszugestalten. Die zugrunde liegende Idee ist aus der Erbschaft von Kunstsammlungen oder dem Nachlass von berühmten Künstlern bekannt: Die Erben übertragen einen Teil der Sammlung an den Staat zur Begleichung der Erbschaftsteuer. Allerdings erwirbt der Staat Kunstsammlungen im öffentlichen Interesse und um sie der Öffentlichkeit dauerhaft zugänglich zu machen, während er kein öffentliches Interesse aneteiligungen an mittelständischen Unternehmen hat.

Insofern schlagen wir eine Begleichung der Erbschaftsteuer durch eine vorübergehende Beteiligung an den vererbten Unternehmen als eine innovative Lösung vor. Basis einer solchen Lösung ist ein Fonds („Inherit Trust“). Darunter verstehen wir einen beispielsweise durch die KfW ge-

fürten Fonds zur temporären Übernahme von Anteilen an mittelständischen Familienunternehmen. Der Fonds erwirbt die Anteile von den Erben, welche damit ihre Steuerschuld begleichen können. Die Bewertung der Anteile erfolgt zum Zeitpunkt des Anfalls der Erbschaftsteuer und nach den gleichen Prinzipien. Die Anteile des Fonds werden ähnlich wie Vorzugsaktien ausgestaltet – der Fonds kann für die gehaltenen Anteile kein Stimmrecht ausüben. Somit ist sichergestellt, dass die Unternehmenssteuerung vollständig bei den Erben verbleibt. Zudem werden Dividenden immer auch an den Fonds ausgeschüttet, um eine schleichende Auszehrung des Unternehmens zu verhindern. Diese Dividenden dienen der Risikokompensation für die unternehmerische Beteiligung.

Rückkauf oder Versteigerung

Den Erben wird für eine bestimmte Zeit – beispielsweise fünf oder zehn Jahre – ein Rückkaufsrecht eingeräumt, zu dem jeweiligen Marktwert der Anteile. Die Bewertung beim Rückkauf sollte nach den gleichen Maßstäben wie bei der Ermittlung der Erbschaftsteuer erfolgen. Somit partizipiert der Fonds an Wertsteigerungen, leidet aber auch an möglichen Wertverlusten. Falls ein solcher Rückkauf in der festgelegten Zeitspanne nicht erfolgt, werden die Anteile im Rahmen einer öffentlichen Auktion verkauft (an der die Er-

ben ebenfalls teilnehmen können). Als externe Investoren kommen Finanzinvestoren, welche mittlerweile oft Minderheitsbeteiligungen eingehen, Family Offices oder auch anderen Unternehmen in Betracht.

Der Fonds selbst könnte in seiner Struktur dem High-Tech Gründerfonds folgen. Er muss nicht auf Gewinnmaximierung ausgerichtet sein. Er profitiert von den Wertsteigerungen seiner Investitionen, diese dürften etwa mit der wirtschaftlichen Entwicklung Deutschlands einhergehen. Der Fonds kann mit staatlichem Geld gegründet werden, es dürfte jedoch auch nicht schwerfallen, dafür private Investoren zu gewinnen.

Insgesamt ist der große Vorteil dieser Lösung die Liquiditätsschonung im Unternehmen und bei den Erben. So werden dem Unternehmen keine Mittel, etwa zur Expansion, entzogen, und der neue Minderheitsgesellschafter ist „ein stiller Gesellschafter ohne Stimmrecht“. Vorteil für die Gesellschaft und den Staat wäre, dass der Fonds mit dem Kaufpreis für die nötige zusätzliche Liquidität bei den Erben sorgt, um die Erbschaftsteuer sofort zu überweisen. Die Familie würde weiterhin allein die Unternehmenspolitik bestimmen. Eine solche Lösung wäre eine interessante Option für Erben, würde die mit der Erbschaftsteuer verfolgten Ziele nicht gefährden und funktioniert unabhängig davon, auf welche Schwellenwerte sich die Parteien in den nächsten Monaten einigen.