BDI Fokus Finanzmarkt

April 2015

BDI
Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.

Kapitalmarktunion nimmt Konturen an

Die Europäische Kommission hat Mitte Februar ein Grünbuch zur Harmonisierung und Vereinfachung der Kapitalmarktregeln veröffentlicht. Ziel ist, die Integration der europäischen Finanzmärkte weiter vorantreiben und grenzüberschreitende Investitionen in Europa attraktiver zu machen.

>> Seite 2

Investitionsfinanzierung

Grünes Licht für Juncker-Plan

Bevor das Investitionsprogramm im September an den Start gehen kann, muss noch das EU-Parlament zustimmen.

>> Seite 3

Eigenkapitalunterlegung

Risikogewichte für Mittelstandskredite verschärft

Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht diskutiert eine Überarbeitung der Eigenkapitalunterlegung für Unternehmenskredite.

>> Seite 4

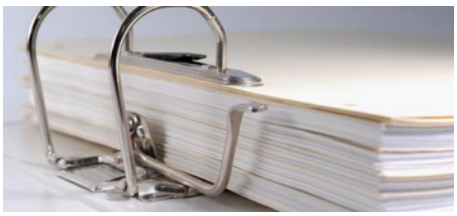
ABS

High-Quality-Verbriefung auf gutem Weg

Die europäische Politik bemüht sich um eine differenzierte regulatorische Behandlung von Verbriefungen.

>> Seite 5

Ratingagenturen

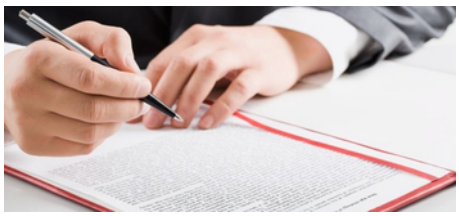


Überzogene Regulierung beschädigt Ratingqualität

ESMA plant eine weitere Verschärfung der Ratingmarktregeln, obwohl letzte Änderungen erst vor Kurzem in Kraft getreten sind.

>> Seite 8

MiFID II



Technische Standards nicht praxisgerecht

Das ESMA-Konsultationspapier zu den technischen Standards zu MIFID II wirft noch zahlreiche Fragen auf.

>> Seite 9

Weitere Themen

Gastbeitrag DAI
>> Seite 6

Geldmarktfonds
>> Seite 7

Bankenstrukturreform
>> Seite 8

Prospektrichtlinie
>> Seite 10

Aktuelles Thema

Kapitalmarktunion: Chancen für mehr Investitionen in Europa

Die Kapitalmarktunion nimmt Konturen an. Die Europäische Kommission hat Mitte Februar ein Strategiepapier zur Harmonisierung und Vereinfachung der Kapitalmarktregeln veröffentlicht. Ziel ist, die Integration der europäischen Finanzmärkte weiter vorantreiben und grenzüberschreitende Investitionen in Europa attraktiver zu machen.

Eine effektive Kapitalmarktunion wäre ein wichtiger Schritt zur Komplettierung des Binnenmarktes. Denn die Unternehmen brauchen zukünftig in stärkerem Maße Zugang zu einem integrierten Kapitalmarkt, um ihre Finanzquellen auf ein breites Fundament zu stellen. Der Bankensektor wird nur dann pan-europäische Finanzprodukte anbieten, wenn ausreichende Skaleneffekte erzielbar sind, die über eine Kapitalmarktunion angestoßen werden.

Offenkundige Inkonsistenzen zwischen diversen Regulierungsvorhaben, falsche Steuerungsanreize, Mehrfachbelastungen des Bankensektors und eine zunehmende Risikoverschiebung auf die kreditnehmenden Unternehmen stellen jedoch hohe Hürden für eine funktionierende Kapitalmarktunion dar. Dies gilt insbesondere auch für die geplante Bankenstrukturreform, die Regulierung der Derivatemärkte und des Schattenbankenwesens sowie die Besteuerung von Finanztransaktionen. Der Fokus von Überwachung und Regulierung sollte auf den nicht beaufsichtigten Finanzunternehmen und Aktivitäten liegen, die eine wirkliche systemische Bedrohung für die Finanzstabilität darstellen. Bessere Regulierung ist zentral für eine effektive Kapitalmarktunion.

Um den Markt für Verbriefungen wiederzubeleben, dessen Volumen in Europa im Zuge der Finanzkrise deutlich geschrumpft ist, strebt die Kommission einheitliche Qualitätsstandards sowie eine konsistente aufsichtsrechtliche Behandlung an. Dies ist sehr zu begrüßen. Gut geregelte Verbriefungsmärkte können wichtige Impulse für die Finanzierung von Investitionen mittelständischer und großer Unternehmen schaffen. Sie eröffnen auch neue Wege in der Infrastrukturfinanzierung.

Potenzial sieht die Kommission bei Privatplatzierungen. Um diese Finanzierungsform in ganz Europa attraktiver zu machen, bedarf es weniger einheitlicher regulatorischer Vorgaben als von der Industrie selbst festgelegte Standards über Marktpraktiken und Dokumentationspflichten.

Die Kommission schlägt die Entwicklung von vereinfachten Rechnungslegungsstandards für mittelständische Unternehmen vor, die den Bedürfnissen dieser Unternehmensgruppe angepasst sind. Dies ist grundsätzlich zu begrüßen.

Um Mittelständlern den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern, will die Kommission prüfen, wann ein Börsenprospekt überhaupt notwendig ist, ob alle Prospekte genehmigt werden müssen und wie die in den Prospekten enthaltenen Informationen vereinfacht werden können. Mit der Konsultation zur Identifizierung möglicher bürokratischer und administrativer Lasten für Unternehmen, die die Inhalte der Richtlinie anwenden, ist die Kommission auf dem richtigen Weg.

Die europäische Kommission strebt einheitliche Qualitätsstandards und eine konsistente aufsichtsrechtliche Behandlung an, um den Markt für Verbriefungen wiederzubeleben.

Die Kommission schlägt vor, die finanziellen Rahmenbedingungen für Infrastrukturfinanzierungen zu verbessern. Neben EFSI (siehe auch Seite 3) setzt die Kommission hohe Erwartungen in die sogenannten Europäischen langfristigen Investmentfonds (ELTIF). Diese Instrumente werden jedoch nur dann private Investitionen im gewünschten Ausmaß generieren, wenn das Investitionsumfeld insgesamt stimmig ist.

Die Kommission weist der Beteiligungsfinanzierung im Kontext der Kapitalmarktunion zu Recht hohe Bedeutung zu. Europa braucht mehr Risiko- und Beteiligungskapital, um die Herausforderungen der digitalen Wirtschaft zu meistern. Für Unternehmensneugründungen ist Wagniskapital nicht selten der zentrale Engpassfaktor. Innovative Unternehmen brauchen einen verlässlichen Rahmen, der das steuerliche und regulatorische Umfeld in konsistenter Weise reformiert, um Beteiligungsfinanzierungen attraktiver zu machen.

Auf längere Sicht plant die Europäische Kommission eine stärkere Vereinheitlichung des Gesellschafts-, Insolvenz- und Steuerrechts.

Die Kapitalmarktunion muss mit Augenmaß und ohne Illusionen erfolgen. Finanzierungsformen des Kapitalmarktes dürften für die breite Masse der mittelständischen Unternehmen auch künftig keine echte Alternative sein. Der Mittelstand braucht weiterhin den verlässlichen Zugang zu Bankkrediten. Eine Benachteiligung der traditionellen Hausbankfinanzierung durch eine regulatorische Privilegierung kapitalmarktorientierter Finanzierungsformen würde den Erfolg der Kommissionsinitiative in Frage stellen. Vielmehr sollten bank- und kapitalmarktbasierte Finanzierungsmodelle auf intelligente Weise verzahnt werden. So kann die geplante Kapitalmarktunion einen positiven Beitrag zu mehr Investitionen, Wachstum und Beschäftigung in Europa leisten.

>> Weitere Informationen

Weg frei für Junckers Investitionsplan

Die EU-Staaten haben grünes Licht für den milliardenschweren Investitionsplan von EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker gegeben. Herzstück des Investitionspakets ist der Europäische Fonds für strategische Investitionen (EFSI), über den in den kommenden drei Jahren öffentliche und private Investitionen von mindestens 315 Milliarden Euro mobilisiert werden sollen.

EFSI unterstützt die Finanzierung von Investitionen in Schlüsselbereichen wie Infrastruktur, Bildung, Forschung und Innovationen sowie im Mittelstand. Kerngedanke ist, aufbauend auf einer öffentlichen Basisfinanzierung, Anreize für private Investitionen in ausreichend rentable Projekte zu schaffen, die ohne die Risikoteilung nicht vorgenommen würden. Flankierend dazu sollen sektorspezifische sowie Investitionshindernisse beseitigt werden. All dies zielt darauf ab, die seit Ausbruch der Finanzkrise andauernde ausgeprägte Investitionsschwäche in Europa zu überwinden und insbesondere die Herausforderungen der digitalen Wirtschaft zu meistern.

Die Fondsmittel sollen im Umfang von 240 Milliarden Euro für strategische Investitionen und 75 Milliarden Euro für mittelständische Unternehmen eingesetzt werden. Der Instrumentenkasten des EFSI ist breit und flexibel angelegt, um maßgeschneiderte Finanzierungslösungen für unterschiedlichste Projektkonstellationen zu gewährleisten.

EFSI unterstützt zum einen strategische Infrastrukturmaßnahmen als Einzelprojekte sowie von privaten und/oder nationalen Förderbanken eingerichtete Fondsstrukturen wie den Europäischen Fonds für langfristige Investitionen (ELTIF). Dabei wird es keine regionalen oder Branchenschwerpunkte geben. Zum anderen finanziert EFSI mittelständische Unternehmen, d.h. KMU mit maximal 250 Beschäftigten sowie Mid-Caps mit 250 bis höchstens 3.000 Beschäftigten. Konkret übernimmt EFSI die Kreditabsicherung bei neuen EIB-Aktivitäten. Die Mittel des Fonds werden z. B. eingesetzt, um den Engpass an Risikokapital für die Innovationsfinanzierung zu beseitigen. Ein weiteres Einsatzfeld des Fonds könnte die Bereitstellung von Garantien zur Verbriefung von Mittelstandskrediten sein.

Deutschland wird sich nicht selbst am Fonds beteiligen, wohl aber die KfW im Volumen von acht Milliarden Euro über Kofinanzierungen. Die KfW unterstützt insbesondere bilaterale Maßnahmen wie Globaldarlehen an europäische Förderbanken mit Schwerpunkt der KMU-Finanzierung, die Intensivierung von Verbriefungsaktivitäten, die Bereitstellung von Venture Capital, Projektfinanzierungen sowie Eigenkapitalfinanzierungen im Rahmen von sogenannten Investitionsplattformen wie z. B. dem Fonds Marguerite. Über diese Gemeinschaftsinitiative der führenden europäischen öffentlichen Finanzierungsinstitutionen (KfW und ihre europäischen Partnerorganisationen, EIB) sowie weiteren Finanzinvestoren werden Eigenkapitalangebote für Infrastrukturprojekte in den Bereichen transeuropäische Netze, Klimawandel und Energiesicherheit bereitgestellt.

Das Investitionspaket soll die seit Ausbruch der Finanzkrise andauernde ausgeprägte Investitionsschwäche in Europa überwinden.

Geht Junckers Investitionsplan auf?

Nach Schätzungen der Europäischen Kommission könnte durch den Investitionsplan das reale Bruttoinlandsprodukt in der EU in den nächsten drei Jahren um 330 bis 410 Milliarden Euro steigen. Es könnten 1 Million bis 1,3 Millionen neue Arbeitsplätze entstehen. Ob die Rechnung aufgeht, bleibt abzuwarten. Dies hängt insbesondere davon ab, inwieweit der Plan private Investitionen im gewünschten Ausmaß mobilisieren kann.

Die weiteren Beratungen des Vorhabens im Europäischen Parlament und im Rat sollten sich daher an folgenden Leitlinien orientieren:

- Die Investitionsschwäche in Europa ist nicht allein auf Mangel an Kapital zurückzuführen. Wichtiger noch sind vorhersehbare regulatorische Rahmenbedingungen sowie der Abbau von Investitionshemmnissen. Um die gewünschten Impulswirkungen zu unterstützen, müssen finanzielle Anreize für Zukunftsinvestitionen und Strukturreformen Hand in Hand gehen.
- Die Investitionsoffensive verfolgt primär eine Langfristperspektive. Die kurzfristigen ökonomischen Wirkungen des Investitionspakets dürften wohl eher gering sein. Öffentlich-private Partnerschaften (ÖPP) werden hierzulande durch zahlreiche haushaltsrechtliche und verwaltungspraktische Hürden blockiert. Diese müssen abgebaut werden.
- Das Programm wird seine erwünschten Impulswirkungen nur entfalten können, wenn es zusätzliche Investitionen anstößt. Dies ist die eigentliche Intention der Initiative. Zentral für den Erfolg der Initiative ist die Projektauswahl. Eine bloße »Umetikettierung« bereits bestehender Finanzierungsangebote, die auch ohne die Programmelemente des ESFI möglich worden wären, führt nicht weiter.
- Es ist geplant, die Basisfinanzierung von EFSI kurzfristig auch über die Umwidmung von Finanzmitteln aus den Programmen »Connecting Europe Facility« und »Horizon 2020«

sicherzustellen. Hierbei ist darauf zu achten, dass diese Programme, die zur Förderung von Verkehrsinfrastruktur, Forschung und Innovation einen hohen Stellenwert haben, nicht in ihrer Substanz beschnitten werden.

- Es wäre wünschenswert, wenn der neue Plan die Schwächen der bisherigen EU-Investitionsförderung vermeidet. Die Struktur- und Regionalfondsmittel sind häufig ohne nachhaltige Anstoßwirkungen verpufft. Aufgrund unterschiedlicher Hürden haben Investoren die Mittel, gerade in besonders bedürftigen Ländern, nicht im geplanten und gewünschten Maße abgerufen. Zudem scheitern Finanzierungen von kleineren Unternehmen und Mittelständlern oft an aufwändigen Antragsverfahren. Die Entscheidungs- und Umsetzungsstruktur des Fonds muss deshalb so unbürokratisch wie möglich ausgestaltet werden.

>> Weitere Informationen

Risikogewichte für Mittelstandskredite nicht verschärfen

Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht hat ein Konsultationspapier zur Überarbeitung der Eigenkapitalunterlegung für Unternehmenskredite vorgelegt. Künftig sollen zur Berechnung der Risikogewichte im Standardansatz nicht mehr externe Ratings des kreditnehmenden Unternehmens zugrunde gelegt werden. Stattdessen sollen die Risikogewichte für Unternehmen von Umsatz und Verschuldungsgrad (bzw. Eigenkapitalquote) bestimmt werden. Dies hat weitreichende Folgen insbesondere für mittelständische Unternehmen.

Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht hatte am 22. Dezember 2014 ein Konsultationspapier zur Überarbeitung der Eigenkapitalregeln im Kreditrisikostandardansatz vorgelegt. Dieser Ansatz sieht bislang vor, dass Banken bei der Bestimmung der Risikogewichte Bonitätsbeurteilungen externer Ratingagenturen zugrunde legen. Forderungen an Nichtbanken sind abhängig vom Rating des Unternehmens. Liegt ein solches nicht vor, gilt ein Risikogewicht von 100 Prozent.

Die vom Baseler Ausschuss angeregte Überarbeitung des Ansatzes stellt einen Paradigmenwechsel dar. Die veränderte Systematik der Risikogewichtung könnte der Einstieg in einen neuen Baseler Standard »Basel IV« werden mit weitreichenden Folgen für die Unternehmensfinanzierung. Die in dem Konsultationspapier angelegte Erhöhung der Risikogewichte führt zu einer Verschärfung der bisherigen Eigenkapitalanforderungen für Banken. Die neuen Regeln sind nicht nur für Institute relevant, die den Kreditkostenstandardansatz nutzen. Sie strahlen auch auf Banken aus, die interne Modelle nutzen. Dies hat erhebliche Auswirkungen auf die Unternehmens-, insbesondere Mittelstandsfinanzierung.

Dies sind die wichtigsten Änderungen:

- Künftig sollen zur Berechnung der Risikogewichte im Standardansatz nicht mehr externe Ratings des kreditnehmenden Unternehmens zugrunde gelegt werden. Stattdessen sollen die Risikogewichte für Unternehmen von Umsatz und Verschuldungsgrad (bzw. Eigenkapitalquote) bestimmt werden.
- Die sogenannte »Retail-Regelung«, von der momentan auch Mittelständler aus der Industrie profitieren, soll nach dem Willen des Baseler Ausschusses auf den Prüfstand. Als Folge würden mittlere Unternehmen künftig aus der Retail-Definition herausfallen und dem generellen Corporate-Segment zugeordnet.
- Die Risikogewichte für Kreditforderungen im Corporate-Segment werden im Durchschnitt deutlich ansteigen. Dies gilt insbesondere für Unternehmen bis 1 Milliarde Euro Umsatz und einer Eigenkapitalquote kleiner als 20 Prozent.
- Am größten werden die Auswirkungen auf die Eigenkapitalanforderungen für mittlere Unternehmen sein, die bislang dem Retail-Portfolio zugeordnet werden können, und deren Eigenkapitalquote kleiner als 20 Prozent ist.
- Als Folge zunehmender Eigenkapitalanforderungen für Unternehmenskredite könnten die Finanzierungskosten für Unternehmen, insbesondere im Mittelstand, regulierungsbedingt merklich steigen.

Die vom Baseler Ausschuss angeregte Überarbeitung des Ansatzes hat erhebliche Auswirkungen auf die Unternehmens-, insbesondere Mittelstandsfinanzierung.

Die Empfehlungen des Baseler Ausschusses haben großes Gewicht für die Regulierungsagenda in der EU. Der BDI hat sich deshalb mit einer eigenen Stellungnahme in die Konsultation eingeklinkt.

Unsere wichtigsten Forderungen:

- Unternehmen bis zu einem Umsatz von 50 Millionen Euro sollten weiterhin der Forderungsklasse »Retail« zugeordnet werden können.
- Die Risikogewichte im Unternehmenssegment sind deutlich zu hoch. Bei der Festlegung der Gewichte für mittelständische Unternehmen sollten Diversifikationseffekte stärker berücksichtigt werden.
- Eine zu konservative Kalibrierung der Risikogewichte ist mit Blick auf die Kreditversorgung der Wirtschaft und hier insbesondere mittelständischer Unternehmen zu vermeiden, da

gerade kleinere Mittelständler vielfach von Kreditinstituten finanziert werden, die den Standardrisikoansatz anwenden.
- Die Bestimmung der Risikogewichte wirft zahlreiche praktische Fragen auf. Daher sollten die pauschalen Risikogewichte im Kreditrisikostandardansatz beibehalten werden, sofern die Bestimmung der Gewichte anhand Umsatz und Verschuldungsquote nicht oder nur mit unverhältnismäßigem Aufwand möglich ist.
- Die quantitativen Analysen zur Festlegung der Risikogewichte sollten offengelegt werden, um die Angemessenheit der Kalibrierung besser beurteilen zu können.

>> Weitere Informationen

High-Quality-Verbriefung auf gutem Weg

Die Europäische Bankenaufsichtsbehörde EBA hatte am 14. Oktober 2014 ein Konsultationspapier zu einfachen, standardisierten und transparenten Verbriefungen veröffentlicht. Das Papier enthält Vorschläge für Kriterien, die zur Anerkennung als hochwertige Verbriefungen herangezogen werden sollen. Ziel der EBA ist es, über die Identifikation geeigneter Kriterien differenziertere Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungsprodukte zu entwickeln.

Der BDI und das Deutsche Aktieninstitut (DAI) haben in einer gemeinsamen Stellungnahme die Initiative der EBA grundsätzlich begrüßt. Sie haben in der Vergangenheit wiederholt gefordert, die hohen regulatorischen Hürden, die der Entwicklung eines effizienten europäischen Verbriefungsmarktes entgegenstehen, abzusenken. Das EBA-Konsultationspapier wird diesem Anspruch nicht gerecht. BDI und DAI haben dazu mehrere Ergänzungen angeregt:

- Die restriktiven Qualitätsanforderungen an die verbrieften Forderungen sollten modifiziert werden, um zu verhindern, dass wirtschaftlich gesunde mittelständische Unternehmen von der High-Quality-Verbriefung ausgeschlossen werden.
- Neben sogenannten True Sale-Transaktionen, auf die sich der bisherige Kriterienkatalog zur Qualifizierung bezieht, sollten auch die hierzulande weit verbreiteten synthetischen Verbriefungen mit in den Regulierungsstandard einbezogen werden.
- Auch verbriefte Handels- und Leasingforderungen über Asset Backed Commercial Papers (ABCP), die in der Realwirtschaft als Finanzierungsoption immer mehr an Bedeutung gewinnen, sollten regulatorisch als Verbriefung mit hohem Qualitätsstandard anerkannt werden.

Zeitgleich mit der Veröffentlichung ihres Grünbuchs zur Kapitalmarktunion hat die Europäische Kommission ein Konsultationspapier zur Schaffung eines Marktes für hochwertige Verbriefungen vorgelegt.

Zeitgleich mit der Veröffentlichung ihres Grünbuchs zur Kapitalmarktunion hat die Europäische Kommission ein Konsultationspapier zur Schaffung eines Marktes für hochwertige Verbriefungen vorgelegt. Während das Grünbuch nur allgemeine Bemerkungen zum Thema Verbriefungen macht, zielt das Konsultationspapier auf eine detaillierte Definition von einfachen, transparenten und standardisierten Verbriefungen und ihre Abgrenzung von sonstigen Verbriefungen ab. Die Konsultationsfrist endet am 13. Mai 2015. Der BDI wird gesondert zu diesem Konsultationspapier Stellung nehmen.

>> Weitere Informationen

Nebenwirkungen der Regulierung auf die Realwirtschaft unbedingt vermeiden

Die Regulierungswelle, die nach der Finanzkrise über den Kapitalmarkt hereingebrochen ist, ebbt nicht ab. Während die Europäische Aufsichtsbehörde ESMA noch die Details zur Finanzmarktrichtlinie MiFID II/MiFIR ausarbeitet, werden bereits einige eigentlich abgeschlossenen Vorhaben, wie die Derivateverordnung EMIR oder die Eigenkapitalregulierung Basel III, erneut evaluiert und tendenziell nachgeschärft.

Unbestritten war die Überarbeitung der Rahmenbedingungen nach der Finanzkrise ein wichtiger Schritt, um verlorengegangenes Vertrauen in die Kapitalmärkte wiederherzustellen. Das darf allerdings nicht dazu führen, dass die Politik den Kapitalmarkt als Motor für Wohlstand und Beschäftigung in Europa abwürgt. Wenn es für die Realwirtschaft mit immer mehr Bürokratie und höheren Kosten verbunden ist, Arbeitsplätze und Wachstum schaffende Investitionen zu finanzieren oder Risiken aus dem operativen Geschäft abzusichern, muss die Politik innehalten und die Regeln neu überdenken.

Ein positives Signal in diese Richtung ist die Anerkennung der dienenden Funktion des Kapitalmarkts seitens der Europäischen Kommission, die im Rahmen ihres Vorhabens »Kapitalmarktunion« den Zugang der Unternehmen zu Kapital verbessern und stärken will. Dieses Ziel entspricht einer wesentlichen Forderung des Arbeitskreises Corporate Finance/Treasury.

Seit seiner Gründung vor vier Jahren hat sich der Arbeitskreis unter der Federführung des Deutschen Aktieninstituts in Kooperation mit dem Bundesverband der Deutschen Industrie und dem Verband Deutscher Treasurer als eine gewichtige Stimme der Realwirtschaft in Fragen der Kapitalmarktregulierung etabliert. Die Teilnehmer nutzen ihn intensiv, um sich mit anderen Unternehmen über die Auswirkungen neuer gesetzlicher Regelungen und Herausforderungen bei deren Umsetzung auszutauschen.

Das zentrale Anliegen des Arbeitskreises ist es, Politik und Aufsichtsbehörden zu verdeutlichen, dass Derivate strategisch notwendige Instrumente des Risikomanagements großer Teile der Realwirtschaft sind. Die politischen Aktivitäten des Arbeitskreises gleichen oftmals einer Sisyphusarbeit. Bereits gewährte und bewährte regulatorische Ausnahmen für den Einsatz von Derivaten in der Realwirtschaft berücksichtigen der Gesetzgeber und die nachgeordneten Regulierungsbehörden oft nicht ausreichend in neuen Regulierungsprojekten oder stellen sie sogar wieder ganz in Frage.

Ein gutes Beispiel hierfür ist die erweiterte Eigenkapitalunterlegung von Kreditänderungsrisiken aus Derivaten mit einer Gegenpartei unter Basel III (»credit valuation risk« – CVA-Risiko), die erst 2013 in Kraft getreten ist. Erfolgreich hatte sich der Arbeitskreis für die Ausnahme stark gemacht, dass Banken für CVA-Risiken aus Derivaten mit Unternehmen der Realwirtschaft, die nicht gemäß der EMIR clearingverpflichtet sind, kein zusätzliches Eigenkapital unterlegen müssen. So konnten negative Auswirkungen auf Preise von Absicherungsderivaten vermieden, die Verfügbarkeit solcher Derivate gesichert und die Konsistenz mit der EMIR gewahrt werden.

Christine Bortenlänger

In einem vor kurzem veröffentlichten Evaluationsbericht zum CVA-Risiko hat sich der europäische Bankenaufseher EBA dann für eine Streichung der Ausnahme stark gemacht und angekündigt, übermäßige CVA-Risiken im Rahmen der laufenden Aufsicht verstärkt zu adressieren. Hier ist also – erneut – Überzeugungsarbeit notwendig, um die geschilderten negativen Auswirkungen zu vermeiden.

Gleiches gilt für die nun überarbeitete Finanzmarktrichtlinie MiFID II/MiFIR. Die Details zu diesen Regeln, die ab 2017 anzuwenden sind, werden derzeit von der europäischen Wertpapieraufsicht ESMA und der Europäischen Kommission erarbeitet. So soll nach dem Willen des Gesetzgebers insbesondere der Anwendungsbereich der MiFID II erweitert werden. Demnach dürfen alle Unternehmen Warenderivate, Emissionszertifikate und deren Derivate künftig nur noch bis zu einem bestimmten Gesamtvolumen einsetzen. Bei Überschreiten dieser Schwellenwerte müssen die betroffenen Unternehmen eine Lizenz als Wertpapierfirma beantragen. Die Folgen einer solchen Lizenzierung wären erheblich: Unter der Derivateverordnung EMIR unterlägen die Unternehmen als finanzielle Gegenpartei dann einer uneingeschränkten Clearingpflicht und müssten wie Banken die Baseler Eigenkapitalanforderungen einhalten.

Zudem will die ESMA die Schwellenwerte sehr niedrig ansetzen. Insbesondere Unternehmen aus der Energiewirtschaft werden diese Schwellen leicht reißen. Es besteht die Gefahr, dass sich diese Marktteilnehmer aus den betroffenen Märkten komplett zurückziehen, weil sie die Kosten für eine MiFID-Lizenz nicht schultern möchten. Der Rückzug wichtiger Marktteilnehmer würde die Liquidität in den entsprechenden Instrumenten deutlich verschlechtern und damit die Preise steigen lassen bzw. die Verfügbarkeit verringern – zu Lasten der gesamten

Realwirtschaft. Um diese nicht beabsichtigte Nebenwirkung zu vermeiden, müssen die Schwellenwerte angehoben werden.

Die Baseler Eigenkapitalunterlegungsvorschriften und MiFID sind zwei prominente Beispiele für Regularien mit negativen Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Sie sind aber nur ein kleiner Ausschnitt des Themenspektrums, mit dem sich der Arbeitskreis Corporate Finance/Treasury befasst. Dauerbrenner ist die Derivateverordnung EMIR, die in diesem Jahr evaluiert werden soll. Aber auch Themen wie die Regulierung von Geldmarktfonds, der Bankenstruktur (Stichwort: Trennbanken), von Indizes oder des Verbriefungsmarkts sowie – natürlich – die Finanztransaktionssteuer, die ebenfalls die Realwirtschaft in erheblicher Weise negativ treffen würde, stehen auf der Agenda des Arbeitskreises. Auch in Zukunft wird sich der Arbeitskreis Corporate Finance/Treasury in die relevanten kapitalmarktpolitischen Debatten einbringen und dafür sorgen, dass die Stimme der Realwirtschaft gehört wird.

>> Weitere Informationen

Von Dr. Christine Bortenlänger, Geschäftsführender Vorstand, Deutsches Aktieninstitut, Frankfurt

Entspannungssignale bei Geldmarktfonds

Die aktuelle Diskussion um die Regulierung von Geldmarktfonds gibt leichten Anlass zur Hoffnung. Am 26. Februar 2015 hat der Wirtschafts- und Währungsausschusses des Europäischen Parlaments (ECON) seine Position dazu abgestimmt. Dabei wurde zentralen BDI-Positionen entsprochen.

Zum Hintergrund: der Kommissionvorschlag von September 2013 zielt darauf ab, die Stabilität von Geldmarktfonds zu erhöhen. Laut Kommission sind Geldmarktfonds auch wegen ihrer Verflechtungen zum Bankensektor systemrelevant, sie werden dem Schattenbankensektor zugeordnet. Geldmarktfonds erfüllen gleichwohl wichtige volkswirtschaftliche Funktionen. Sie haben auch als Finanzierungsquelle und im Liquiditätsmanagement in der Industrie einen hohen Stellenwert.

Der BDI hat gegenüber einer überzogenen Regulierung von Geldmarktfonds von Beginn an kritische Position eingenommen. Aus Industriesicht sind vor allem folgende Punkte von Bedeutung:

- Ein geplantes Ratingverbot dürfte die Auswahl von Geldmarktfonds erheblich erschweren und vermutlich viele Unternehmen von einem Investment in Geldmarkfonds gänzlich abhalten. Ein solches »Ratingverbot« würde eine effiziente Kapitalallokation behindern. Unternehmen müssen sich über die Bonität ihrer Anlageinstrumente ein Bild verschaffen können. Auf das Ratingverbot sollte daher verzichtet werden.
- Ein geplanter dreiprozentiger Kapitalpuffer für Geldmarktfonds mit festem Anteilswert (Constant Net Asset Value Fonds, CNAV Fonds, Art. 30) würde die betroffenen Fonds unwirtschaftlich machen. Damit würde eine der wichtigsten faktischen Alternativen für die Anlage liquider Mittel realwirtschaftlicher Unternehmen Schaden nehmen. Diese bevorzugen in der Regel Geldmarktfonds mit festem Anteilswert. Eine stärkere Konzentration der Kassenhaltung bei Banken mit entsprechend höheren Konzentrations- und Gegenparteirisiken wäre die Folge. Auf den Kapitalpuffer sollte daher verzichtet werden.
- Geplante Auflagen für die Investmentpolitik (insbesondere mit Blick auf verbriefte Instrumente wie ABCP) lassen Geldmarktfonds als Investorengruppe für die betroffenen Papiere ausfallen. Mindestens die Anlagebestimmungen in Bezug auf ABCP sollten daher überarbeitet werden.

Der BDI hat sich wiederholt gemeinsam mit dem Deutschen Aktieninstitut sowie über BusinessEurope für praxisgerechte Regelungen eingesetzt, die die Interessenlage der Industrie ausreichend berücksichtigen. Der aktuelle Diskussionsstand über den Verordnungsentwurf der Kommission lässt hoffen, dass die Funktionalität der Geldmarktfonds insgesamt gewährleistet bleibt.

Nach der Einigung im ECON steht bis Ende April das Votum des EP-Plenums an. Ob vom Rat noch Gegenwind kommt, ist schwer zu sagen. Dieser tagt im Juni, hier ist bislang keine Einigung in Sicht.

>> Weitere Informationen

Überzogene Regulierung beschädigt Ratingqualität

Die Ratingagenturen sind mit der großen Finanzkrise massiv in die Kritik geraten. Mehrfach wurden seitdem die Regeln für Ratingagenturen in der EU verschärft, um die Ratingqualität zu verbessern, Interessenkonflikte zu beseitigen und den Wettbewerb im Ratingmarkt zu stärken. Die europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA plant nunmehr eine weitere Überarbeitung der Ratingregeln. Dies hätte negative Auswirkungen auf Fähigkeit der Industrie, sich an den Kapitalmärkten zu finanzieren.

Die von ESMA in ihrem »Call for Evidence« vom 3. Februar 2015 aufgeworfenen Fragen sind nicht neu. Sie waren zum Teil bereits Gegenstand der Ratingverordnung CRA III, so etwa die verpflichtende Rotation, Wettbewerb im Ratingmarkt und alternative Geschäftsmodelle. Nicht nachvollziehbar ist, dass neue verschärfende Ratingregeln ins Auge gefasst werden, obwohl die vollen Auswirkungen der bisherigen Regulierungen noch nicht valide abschätzbar sind. Die Häufigkeit, mit der die Ratingregeln geändert werden, schafft gleichermaßen Unsicherheit für Ratingagenturen und Emittenten.

Um Interessenskonflikte zu verhindern, plant ESMA die Ausdehnung der »Zwangsrotation«, die bisher nur für Wiederverbriefungen gilt, auch auf Unternehmensanleihen und andere Assetklassen. Zudem wird erwogen, das Emittenten-Bezahlmodell durch das Investoren-Bezahlmodell zu ersetzen.

Mehr Wettbewerb im Ratingmarkt ist eine alte Forderung der Industrie. Allerdings wünschen die Emittenten effektive Wahlfreiheit. Die Pläne, mehr Wettbewerb über Zwangsrotation, die Privilegierung kleinerer Agenturen oder alternative Geschäftsmodelle zu erreichen, sind ein riskantes regulatorisches Experiment. Tatsächliche oder vermeintliche Interessenkonflikte lassen sich so nicht beseitigen.

Die geplanten Verschärfungen könnten den Ratingalltag der Unternehmen in unerwünschter Weise verändern.

Die geplanten Verschärfungen könnten den Ratingalltag der Unternehmen in unerwünschter Weise verändern. Konkret könnten sich die Qualität des Ratings verschlechtern und die Ratingkosten der Emittenten erhöhen. Fraglich ist, ob die geplanten Maßnahmen einen fühlbaren Nutzen stiften. Die bereits existierenden aufsichtsrechtlichen Instrumente reichen aus, um vorhandene Unzulänglichkeiten im Ratingmarkt zu adressieren.

In einer gemeinsamen Stellungnahme fordern der BDI, das Deutsche Aktieninstitut und der Verband deutscher Treasurer die Europäische Kommission und ESMA auf, sich auf die Anwendung des vorhandenen regulatorischen Rahmens zu fokussieren und von weiteren Maßnahmen abzusehen, die den Zugang der Emittenten zum Kapitalmarkt erschweren könnten.

>> Weitere Informationen

Bankenstrukturreform: Trennbankenregeln weiter umstritten

Die Verhandlungen der nationalen Regierungen über die geplanten Trennbankenregeln verlaufen weiterhin kontrovers. Die lettische Ratspräsidentschaft hat ein Konzept für den Separierungsprozess vorgelegt, das sich von den bisherigen Ansätzen methodisch unterscheidet. Es bleibt das Risiko, dass industrierelevante Finanzierungen und Risikoabsicherungen nur noch erschwert möglich sind.

Der BDI hat wiederholt angemerkt, dass die Vorschläge zur Bankenstruktur auf einem theoretisch wie empirisch wenig überzeugenden Fundament stehen. Zentral aus Industriesicht sind die Auswirkungen, die eine Bank auf die Absicherungsgeschäfte von Unternehmen der Realwirtschaft haben würde. Diese Folgen ergeben sich aus Art. 11 und 12 des Kommissionsvorschlags. Danach darf die sogenannte »Kernbank« lediglich solche Derivate mit Endkunden abschließen (Art. 12) oder

selbst nutzen (Art. 11), die clearingfähig sind. Industrieunternehmen nutzen dagegen in erheblichem Umfang Derivate, für die ein zentrales Clearing nicht möglich ist. Nur so können sie Währungs-, Zins- und Rohstoffpreisrisiken aus ihrem operativen Geschäft optimal absichern.

Der EU-Vorschlag wird das Risikomanagement von Unternehmen der Realwirtschaft deutlich erschweren und ihnen Absicherungsmöglichkeiten nehmen. Außerdem werden politische Grundsatzentscheidungen u.a. aus der EU-Derivateverordnung EMIR konterkariert, die den besonderen Charakter von Hedginggeschäften der Realwirtschaft explizit anerkennen.

Der Berichtsentwurf des ECON vom 19. Januar 2015 greift diese Bedenken nur halbherzig auf. So wird zwar für die Kernbank selbst anerkannt, dass sie für ihre eigene Risikosicherung auch auf nicht clearingfähige Derivate zurückgreifen können muss. Diese Änderung wird aber nicht analog für Kundengeschäfte mit der Realwirtschaft nachvollzogen. Damit bleibt es bei der Inkonsistenz zur EMIR, zudem entsteht eine neue Inkonsistenz zwischen Art. 11 und 12. Diese Inkonsistenzen sollten beseitigt werden.

Dagegen ist der Diskussionstand des Vorhabens im Rat praxisgerechter. Ein aktueller Kompromissvorschlag der lettischen Ratspräsidentschaft vom 31. März 2015 sieht vor, das Handelsrisiko der Banken stärker zu berücksichtigen, wenn über eine Abtrennung entschieden wird. Banken sollen nach der systemischen Relevanz ihrer Handelsgeschäfte in eine von drei Kategorien eingestuft werden. Diese Einstufung soll darüber entscheiden, wie streng die regulatorischen Maßnahmen sind. Für diese gelten dann, entsprechend dem jeweiligen Risikoprofil, bestimmte Vorgaben, inwieweit zusätzliches Kapital oder die Abtrennung dieser Geschäfte angeordnet werden kann.

Positiv ist, dass der Rat offenbar geneigt ist, vom geplanten Verbot des Eigenhandels abzurücken. Stattdessen setzt der Rat auf eine Verpflichtung zur (lediglich rechtlichen) Abtrennung des Eigenhandels, der zudem eng definiert ist. Die Aufsichtsbehörden sollen außerdem lediglich das Recht, nicht die Pflicht, haben, die Abtrennung weiterer als riskant eingestufter Handelsgeschäfte anzuordnen. Ob ECON dieser Linie folgen wird, muss sich zeigen.

Wie es scheint, ist die richtige Balance zwischen strukturellen Reformen und dem bewährten Universalbankensystem noch nicht gefunden. Aus gegebenem Anlass haben daher der BDI, der Deutsche Industrie- und Handelskammertag und der Bundesverband deutscher Banken auf einer gemeinsamen Veranstaltung in Brüssel am 28. Januar 2015 das Gespräch mit EU-Parlamentariern und Vertretern der EU-Kommission gesucht.

>> Weitere Informationen

MiFID II: Technische Standards nicht praxisgerecht

Anlässlich der ESMA-Konsultation zu den technischen Standards zu MIFID II hat das Deutsche Aktieninstitut am 2. März 2015 eine Stellungnahme veröffentlicht, die der BDI vollumfänglich mitträgt. Zentral aus Industriesicht ist, dass die technischen Standards nicht die Möglichkeiten zur Finanzierung und Risikoabsicherung der Unternehmen beeinträchtigen.

Dies ist auch eine wesentliche Voraussetzung für ein Funktionieren der von der Europäischen Kommission geplanten Kapitalmarktunion. In dieser Hinsicht kann der aktuelle Stand der Diskussion noch nicht zufriedenstellen:

- Nebentätigkeitsausnahme: Die Schwellenwerte zur Inanspruchnahme der Nebentätigkeitsausnahme sind eindeutig zu niedrig veranschlagt. Wichtige Marktteilnehmer könnten sich zurückziehen mit entsprechenden Auswirkungen auf die Liquidität der Märkte und Preise für die betreffenden Instrumente. ESMA sollte die Schwellenwerte deutlich anheben.
- Emissionszertifikate: Unternehmen müssen aufgrund regulatorischer Vorgaben Emissionszertifikate halten. Sie sollten daher, analog zur Risikoabsicherung eingesetzte Derivate, als privilegierte Transaktionen bei der Berechnung der Schwellenwerte anerkannt werden.
- Positionslimits für Warenderivate: Zwar sind Absicherungsderivate nicht-finanzieller Unternehmen von Positionslimits für Warenderivate ausgenommen. Allerdings ist das Antragsverfahren für diese Ausnahme nicht praxisgerecht. Das Verfahren sollte verschlankt werden.
- Positionsreporting: Der Aufwand der Unternehmen beim Positionsreporting für Warenderivate, Emissionszertifikate und darauf lautende Derivate sollte so gering wie möglich sein. Dabei sollte möglichst auf vorhandene Daten zurückgegriffen werden, etwa aus den EMIR-Transaktionsregistern oder zen-

Der BDI hat mit weiteren Wirtschaftsverbänden in einem gemeinsamen Schreiben an die Europäische Kommission auf die gravierenden Auswirkungen nicht praxisgerechter Regelungen hingewiesen.

tralen Stellen wie der deutschen Emissionshandelsstelle.

- Transparenzanforderungen: Von nicht-finanziellen Unternehmen zur Risikoabsicherung genutzte Derivate sind in der Regel keine gehandelten, standardisierten Instrumente, Sekundärmärkte existieren hier nicht. Solche Derivate sollten daher von den Transparenzanforderungen ausgenommen werden. Zumindest sollten für große und illiquide Transaktionen die Fristen für die verzögerte Nachhandelstransparenz ausreichend verlängert werden.
- Definition von Warenderivaten: Normalen bilateralen Warenliefergeschäften auf Termin, z. B. Stromlieferverträge zwischen Versorgern und Unternehmen der Realwirtschaft, fehlen wesentliche Eigenschaften von Derivaten und sollten regulatorisch auch nicht als solche betrachtet werden. Die Definition sollte dies angemessen berücksichtigen.

Angesichts des unbefriedigenden Diskussionsstands planen der BDI und weitere zahlreiche deutsche und europäische Wirtschaftsverbände gegenüber der Europäische Kommission, ESMA etc. zu intervenieren und auf die gravierenden Auswirkungen nicht praxisgerechter Regelungen für die europäische Wirtschaft hinzuweisen.

>> Weitere Informationen

EU-Prospektrichtlinie: Publizitätsanforderungen verschlanken

Als Baustein der geplanten Kapitalmarktunion erwägt die Europäische Kommission eine Überarbeitung der EU-Prospektrichtlinie. Die Kapitalmarktunion soll Hemmnisse beseitigen, die grenzüberschreitenden Investitionen in der EU und dem Zugang von Unternehmen zu Finanzmitteln im Wege stehen (siehe auch »Aktuelles Thema« in der vorliegenden Ausgabe des Newsletters). Ziel der bis zum 13. Mai 2015 laufenden Konsultation zur Prospektrichtlinie ist es, Beiträge zu möglichen Problemen, ihrer Durchführung in den Mitgliedstaaten und Möglichkeiten der Vereinfachung der Prospektrichtlinie und der auf ihr basierenden Durchführungsvorschriften einzuholen.

Die Konsultation umfasst einen weiten Themenbereich, u. a. die Kriterien für die Prospektpflicht, die entsprechenden Ausnahmetatbestände, das angemessene Niveau an Investorenschutz sowie Möglichkeiten, um unnötigen Verwaltungsaufwand zu reduzieren. Um Mittelständlern den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern, will die Kommission prüfen, wann ein Börsenprospekt überhaupt notwendig ist, ob alle Prospekte genehmigt werden müssen und wie die in den Prospekten enthaltenen Informationen vereinfacht werden können.

Verlässliche Informationen über Wertpapiere dienen den Anlegern, sie können dazu beitragen, das Vertrauen in die Wertpapiermärkte zu erhöhen. Allerdings ist es für Anleger oft schwierig, bei den sehr umfangreichen Informationen noch den Überblick zu behalten. Gleichzeitig führen die Regelungen des Wertpapierrechts oft zu überzogenen Belastungen für Emittenten.

Der BDI unterstützt die Konsultation als Beitrag zur Verringerung bürokratischer und administrativer Lasten für Unternehmen, die die Inhalte der Richtlinie anwenden. Die Konsultation wird Aufschluss darüber geben, ob bürokratische Lasten aus

Der BDI unterstützt die Konsultation als Beitrag zur Verringerung bürokratischer und administrativer Lasten für Unternehmen, die die Inhalte der Richtlinie anwenden.

der Richtlinie selbst erwachsen oder ob sie auf eine uneinheitliche Umsetzung und Anwendung in den Mitgliedstaaten zurückzuführen ist. Werden Interpretationsspielräume in den einzelnen Mitgliedstaaten unterschiedlich genutzt, sind damit, etwa bei öffentlichen Angeboten im Prospektrecht, erhebliche Anwendungsprobleme verbunden. Probleme inkonsistenter Anwendung von EU-Recht sind auch die unterschiedlichen zusätzlichen Voraussetzungen, die die Aufsichtsbehörden an die Notifizierung von Prospekten beim EU-Passporting stellen. Gerade beim EU-Passporting sollte es nur vergleichbare Anforderungen geben.

>> Weitere Informationen

EZB startet erweitertes Anleihekaufprogramm

Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen in Deutschland sind weiterhin komfortabel. Der Trend zu Langfristfinanzierungen und größeren Kreditvolumina setzt sich fort. Allerdings bleibt die Kreditnachfrage der Unternehmen schwach. Dagegen hat sich die Kreditentwicklung im Euroraum in letzter Zeit etwas verbessert. Offenbar zeigt die ultra-leichte Geldpolitik erste Wirkung.

Erfreulich ist, dass sich die Entspannung an den Kreditmärkten hierzulande fortgesetzt hat. Alle einschlägigen Stimmungsindikatoren bestätigen eine reibungslose Unternehmensfinanzierung: Gerade einmal 13,9 Prozent der vom Ifo-Institut befragten Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes beurteilten im März das Kreditverhalten der Banken als restriktiv. Die Quote stieg zwar marginal: Der Anteil der Firmen, die von Problemen bei der Kreditvergabe berichten, stieg bei den kleinen und mittleren Unternehmen etwas an, während er für die Großunternehmen zurückgegangen ist. Die »Kredithürde« liegt jedoch weiter auf historisch sehr niedrigem Niveau. Dieses günstige Bild wird auch von den aktuellsten Daten des »Bank Lending Survey« der Europäischen Zentralbank bestätigt. Die Werte zeigen eine weitere Lockerung der Kreditrichtlinien an. Die Banken liefern sich einen harten Konditionenwettbewerb, die Zinsen für deutsche Unternehmenskredite verharren auf niedrigem Niveau.

Obwohl die Rahmenbedingungen für die Kreditvergabe so gut sind wie selten zuvor, lässt die Kredittätigkeit in Deutschland weiter zu wünschen übrig. Nach Angaben der KfW lag das geschätzte Kreditneugeschäft im Schlussquartal des abgelaufenen Jahres um 2,2 Prozent über dem Vorjahresniveau (siehe Grafik). Die Förderbank erwartet für das erste Quartal nur noch ein leichtes Wachstum von 0,5 Prozent. Die Kreditexpansion dürfte wohl vorerst gedämpft bleiben. Viele Unternehmen verfügen über genügend Liquidität, um das insgesamt noch schwache Unternehmenswachstum auch ohne Fremdmittel zu finanzieren. Zudem scheint sich die Abhängigkeit von den Banken verringert zu haben. Andere Finanzierungsmöglichkeiten wie Leasing, Factoring, Unternehmensanleihen und Beteiligungskapital stehen hoch im Kurs.

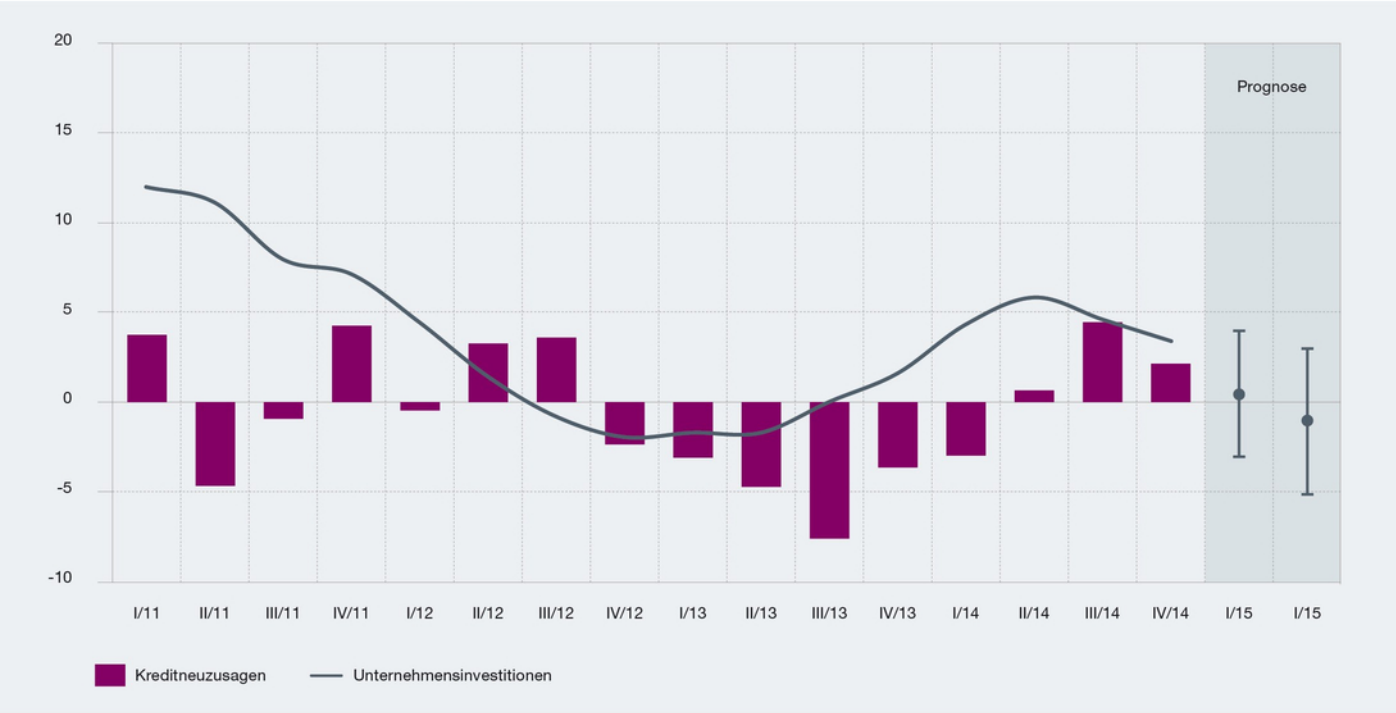
Ob das jetzt angelaufene erweiterte Anleihekaufprogramm der EZB diesbezüglich nachhaltige Impulse für die weitere Kredittätigkeit in Deutschland und im Euroraum zu setzen vermag, bleibt abzuwarten. Die EZB wird mindestens bis September 2016 Anleihen des privaten und staatlichen Sektors im Volumen von monatlich 60 Milliarden Euro erwerben. Die Anleihekäufe sollen dazu dienen, die Inflation und die Inflationserwartungen wieder bei knapp unter 2 Prozent zu verankern. Die bisherigen Auswirkungen von QE überraschen nicht. Die Zinsen für Staatsanleihen und auch für Unternehmensanleihen haben nach dem Start des Ankaufprogramms zum Teil deutlich nachgegeben, der Euro ist auf dem Weg zur Dollarparität. Schon seit mehreren Monaten expandiert die Geldmenge M3 wieder merklich stärker, dies vor allem als Folge der sich stabilisierenden Kredittätigkeit im Euroraum. Die Schrumpfungsraten bei den Krediten haben sich binnen Jahresfrist merklich verringert.

Obwohl die Rahmenbedingungen für die Kreditvergabe so gut sind wie selten zuvor, lässt die Kredittätigkeit in Deutschland weiter zu wünschen übrig.

Anleihekäufe der EZB sind jedoch keine Allzweckwaffe. Sie lösen nicht die Probleme, die sich aus dem anhaltenden Abbau des Schuldenüberhangs im privaten und insbesondere im öffentlichen Sektor ergeben. Geldpolitische Lockerung und unterstützende Strukturreformen müssen Hand in Hand gehen.

>> Weitere Informationen

KfW-Kreditmarktausblick
April 2015



Veränderung zum Vorjahr in Prozent, gleitende 2-Quartalsmittel
Quelle: KfW-Bankengruppe

BDI

Bildnachweise: Fotolia/diefotomacher (1,2), Fotolia/Andrey Kuzmin (1,3), Fotolia/Philippe Minisini (1,4), Fotolia/JRPhotography (1,5), Fotolia/demarco (1,8), Fotolia/pressmaster (1,9), adpic (10)

Redaktion: Dr. Reinhard Kudiß, Sonja Wanjek
Die Verantwortung für die Inhalte der Fremdbeiträge tragen die jeweiligen Autoren.

Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Industrie e. V.
Breite Straße 29; 10178 Berlin

BDI
Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.