

# Wirtschaft unterstützt neues Übernahmegesetz

Aktionärsvertreter reklamieren Rechte

**Börsen-Zeitung, 10.5.2006**  
**wf Berlin** – Die deutsche Wirtschaft unterstützt den Entwurf der Bundesregierung zur Umsetzung der EU-Übernahmerrichtlinie in deutsches Recht. Für Aktionärsvertreter wie die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) zeichnet der Entwurf jedoch ein „janusköpfiges Bild“.

In einer gemeinsamen schriftlichen Stellungnahme für die öffentliche Anhörung des Gesetzentwurfs am heutigen Mittwoch im Bundestag befürworten die Verbände der Industrie, der Arbeitgeber und der Versicherungswirtschaft sowie der Deutsche Industrie- und Handelskammertag den Entwurf insgesamt. Die Wirtschaft unterstütze ausdrücklich die Absicht der Regierung, an Abwehrmaßnahmen gegen Übernahmen vorerst festzuhalten.

Solange in der EU keine einheitlichen Bestimmungen gälten, welche Mittel der Vorstand zur Verteidigung gegen eine unerwünschte Übernahme ergreifen darf, sei diese Regelung sinnvoll, schreiben die Verbände. Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) erlaubt es dem Vorstand derzeit, dann ohne Votum des Aufsichtsrats Abwehrmaßnahmen zu ergreifen, wenn die Aktionäre ihn dazu ermächtigt haben. Solche Vorratsbeschlüsse darf die Hauptversammlung für höchstens 18 Monate fassen.

## „Aktionärsrechte wahren“

Neu geschaffen wird nach dem Gesetzentwurf zur Novelle des Übernahmegesetzes die Möglichkeit für die Aktionäre, freiwillig auf Abwehrmaßnahmen zu verzichten. Zugleich soll eine so genannte Reziprozitätsregel eingeführt werden. Danach gilt der Verzicht nur dann, wenn das Bie-

terunternehmen nicht selbst durch Abwehrmaßnahmen geschützt ist.

Die DSW hält den Entwurf für weitgehend gelungen, lehnt aber die Pläne ab, beim Ausschluss von Minderheitsaktionären (Squeeze-out) auf einen Hauptversammlungsbeschluss zu verzichten. Damit würden die Aktionäre der Zielgesellschaft ungerechtfertigt ihre Informationsrechte verlieren. Der Entwurf sieht die Ausschlussmöglichkeit analog zum Aktienrecht dann vor, wenn der Bieter 95% der Anteile erworben hat. Die Allianz AG setzt sich in ihrer Stellungnahme für eine Schwelle von nur 90% ein.

## Mehr Bürokratie für Banken

Der Zentrale Kreditausschuss (ZKA) begrüßt, dass die Richtlinie „eins zu eins“ umgesetzt wird, beklagt aber zugleich die Einführung neuer Ermittlungsbefugnisse für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Mit dieser zusätzlichen Ermächtigung für die BaFin ist die Regierung nach eigenen Bekunden gezielt über die Richtlinie hinausgegangen. Die Aufsicht soll leichter den Nachweis führen können, dass mehrere Aktionäre zum Kontrollwerb zusammengefasst haben. Der Nachweis dieses so genannten „acting in concert“ war der BaFin im Fall der Deutschen Börse nicht gelungen.

Die Kreditinstitute befürchten jedoch enorme zusätzliche Belastungen aus der Neuregelung, da die BaFin nach den neuen Bestimmungen auch Sachverhalte nachfragen kann, die ein halbes Jahr und länger zurückliegen. Die Recherche nach diesen bereits abgelegten Daten sei mit großem Aufwand verbunden, argumentiert der ZKA. Vom Nutzen dieser Ermittlungsbefugnisse ist die Branche nicht überzeugt.

## KURZ GEMELDET

### Union einig über Kombilöhne

**Börsen-Zeitung, 10.5.2006**  
 CDU und CSU haben sich auf ein gemeinsames Kombilohn-Modell verständigt. Dies sagten die Generalsekretäre der beiden Parteien, Ronald Pofalla und Markus Söder. So sollen Langzeitarbeitslose über 50 Jahre bis zu einem Bruttolohn von 1600 Euro einen staatlichen Zuschuss von 40%, also maximal 640 Euro, erhalten. Unter 25-Jährige ohne Ausbildung würden einen Zuschuss von maximal 520 Euro erhalten. Jobverweigerern droht demnach die Kürzung sämtlicher Leistungen. Die Kosten von bis zu 1,25 Mrd. Euro sollen aus nicht verwendeten Hartz-IV-Mitteln finanziert werden.  
 Dow Jones

### Indonesien senkt Leitzins

**Börsen-Zeitung, 10.5.2006**  
 Die indonesische Notenbank hat wie erwartet den Leitzins um 25 Basispunkte auf 12,50% gesenkt. Der Schritt markiert das Ende eines Zinserhöhungszyklus, der in der zweiten Jahreshälfte 2005 begonnen hatte. An den Finanzmärkten wird nun für wahrscheinlich gehalten, dass die Zentralbank angesichts der rückläufigen Inflation den Leitzins jeden Monat bis zum Jahresende um jeweils 25 Punkte verringert.  
 Dow Jones

### Bankgeheimnis nicht in Schweizer Verfassung

**Börsen-Zeitung, 10.5.2006**  
 Das Bankgeheimnis soll nun doch nicht ausdrücklich in der Schweizer Verfassung verankert werden. Das Parlament begründete dies mit den geänderten Beziehungen der Schweiz zur EU und erteilte damit einem Vorstoß der Schweizerischen Volkspartei (SVP) und vier Kantonen eine Absage. Der Nationalrat, die erste Parlamentskammer, hatte sich zunächst dafür ausgesprochen, die Frist zur Ausarbeitung einer Vorlage dann aber verstreichen lassen. In Verträgen mit der EU werde das Bankgeheimnis ebenfalls geschützt, hieß es nun.  
 AP

### EU will Debatte über Verfassung neu beleben

**Börsen-Zeitung, 10.5.2006**  
 Österreichs Bundeskanzler Wolfgang Schüssel will die Debatte über die EU-Verfassung wieder stärker in den Vordergrund rücken. Dabei gehe es nicht um die Ratifizierung, sondern um Inhalte, sagte der amtierende EU-Ratspräsident am Europa-Tag in Brüssel. Die Verfassung liegt seit dem Nein der Franzosen und Niederländer im vergangenen Jahr auf Eis. Der EU-Gipfel im Juni soll eine Bestandsaufnahme vornehmen, wie es weitergehen soll. Die Kommission will dazu heute ein Strategiepapier vorlegen, um mit sichtbaren Projekten, darunter in der Zuwanderungspolitik und im Binnenmarkt, neues Vertrauen bei den Bürgern zu gewinnen.  
 cr

### Chinas Wirtschaft wächst weiter vehement

**Börsen-Zeitung, 10.5.2006**  
 Das chinesische Wirtschaftswachstum wird sich nach Einschätzung eines staatlichen Wirtschaftsforschungsinstituts im zweiten Quartal 2006 auf 9,8% etwas abschwächen. Im dritten Quartal werde es aber voraussichtlich bereits wieder bei 10,0% auf Jahressicht liegen, heißt es in einem Bericht des State Information Center. Im ersten Quartal 2006 war das Bruttoinlandsprodukt binnen Jahresfrist um 10,2% gestiegen.  
 Dow Jones

### Destatis-Umfragedaten zum Arbeitsmarkt frei

**Börsen-Zeitung, 10.5.2006**  
 Das Statistische Bundesamt stellt Forschern die anonymisierten Daten aus seiner großen Telefonumfrage zum Arbeitsmarkt zur Verfügung. „Die Daten aus dieser Erhebung stehen ab sofort für Auswertungen durch die Wissenschaft bereit“, teilte Destatis mit. Von April 2003 bis September 2004 befragte das Bundesamt nach einem Konzept der Internationalen Arbeitsorganisation ILO rund 46000 Menschen zwischen 15 und 74 Jahren zu ihrem Erwerbsstatus, zur Beschäftigungssituation, zum Einkommen, zur Arbeitssuche und zur Sozialstruktur.  
 Reuters

## Die Zukunft des Monetarismus (Teil 9 und Schluss)

# Langfristig bestimmt Geld die Inflation

Monatliches Wachstum der Geldmenge enthält dagegen kaum Informationen zur künftigen Teuerung

Von Stefan Gerlach\*)

**Börsen-Zeitung, 10.5.2006**  
 Nach sieben Jahren ist die geldpolitische Strategie der EZB nach wie vor umstritten. Die sogenannte Zwei-Säulen-Strategie, die eine wirtschaftliche und eine monetäre Analyse für die Inflationsvorhersage kombiniert, wird vor allem deshalb kritisiert, weil sie mit der monetären Säule dem Geldmengenwachstum hohe Bedeutung zumisst. Es gibt aber zwei Erklärungen, weshalb das Geldmengenwachstum für die Inflationsentwicklung wichtig ist.

## Asset-Preis-Blasen

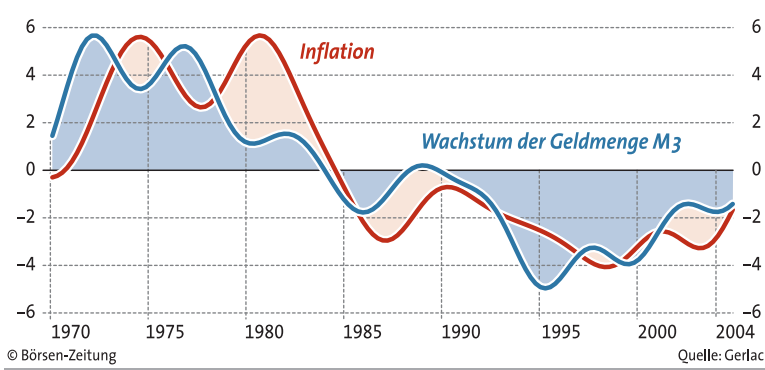
Die erste Erklärung ist relativ jungen Ursprungs. Sie besagt, dass übermäßiges Geldmengen- und Kreditwachstum Anzeichen dafür sein

## Zukunft des Monetarismus

können, dass sich eine Preisblase an den Finanzmärkten entwickelt. Das Platzen einer solchen Preisblase kann das Finanzsystem strapazieren, das Wirtschaftswachstum schwächen und die Inflation auf ein zu niedriges Niveau sinken lassen. Um Ungleichgewichte an den Finanzmärkten zu verhindern, sehen deshalb zum Beispiel Bill White und Claudio Borio von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) die Beobachtung des Geldmengen- und Kreditwachstums als zentral an (siehe BIZ-Arbeitspapier 147 unter [www.bis.org](http://www.bis.org)). Während die Erfahrungen Japans und anderer Länder nur allzu deutlich belegen, welche enorme Kosten kollabierende Finanzmarktblasen verursachen, bleibt die Frage, ab welcher Rate das Geldmengenwachstum als Warnsignal gesehen werden muss, weiterhin offen. Zentralbanken wissen nicht genau, in welchem Ausmaß und wie schnell sich „übermäßiges“ Geldmengenwachstum auf die Inflation auswirkt. Vermutlich führt nur ein sehr hohes Geldmengen- und Kreditwachstum über eine Finanzmarktblase zu einem Kollaps der künftigen Inflation, und wahrscheinlich ist dieser Effekt deutlich langsamer als der ein- bis zweijährige Horizont, über den Zentralbanken die Inflation zu stabilisieren versuchen.

## Inflation und langfristiges Wachstum der Geldmenge

Quartalswerte, Abweichung vom Mittelwert in Prozent



© Börsen-Zeitung

Quelle: Gerlach



Stefan Gerlach

–seit 2005 Sekretariatsleiter des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem (CGFS), Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)  
 –von 2001 bis 2004 Leiter der Volkswirtschaftsabteilung der Hong Kong Monetary Authority  
 –seit 1997 Extra-Ordinarius an der Universität Basel  
 –von 1992 bis 2001 Ökonom in der Forschungsabteilung der BIZ  
 –von 1992 bis 1993 Associated Professor an der Brandeis University, USA  
 –von 1983 bis 1992 Forschung und Lehre in Harvard sowie an der Brown und Brandeis University, USA  
 –Promotion 1983 in Genf  
 –1977 bis 1983 Studium in Göteborg und Lund und am IUHEI in Genf  
 –geboren 1957 in Göteborg

Die zweite und traditionelle Erklärung ist, dass übermäßiges Geldmengenwachstum die Inflation anheizt. Die EZB betont, dass kurzfristige Geldmengenbewegungen eher unbedeutend für die Inflation sind, dass aber langfristige und anhaltende Fluktuationen eine wichtige Rolle spielen (siehe EZB-Monatsbericht Juni 2003). Kurzfristig wird die Inflation vor allem von der Konjunktur und Preisschocks verursacht, zum Beispiel für Öl und Importe. Geht man davon aus, dass die Inflation – wie ein Fernsehbild, das sich aus blauem, rotem und grünem Licht unterschiedlicher Frequenzen zusammensetzt – von Faktoren bestimmt wird, die unterschiedlich rasch wirken, und versucht man nun, wie üblich, die Inflation einfach mit dem Geldmengenwachstum zu erklären, findet man normalerweise einen sehr geringen Einfluss der Geldes. Katrin Assenmacher von der Schweizerischen Nationalbank und ich zei-

gen in einer statistischen Untersuchung, dass, wenn man die unterschiedlichen Wirkungsgeschwindigkeiten von Geldmengenwachstum und Konjunktur beachtet, ein einprozentiger Anstieg des M3-Wachstums über einen Zeitraum von mehr als vier Jahren zu einem ebenso großen Anstieg der Inflation führt (siehe BIZ-Arbeitspapier 195). Für kurzfristige Inflationsentwicklungen spielt das Geldmengenwachstum hingegen keine Rolle.

## Inflationstrend

Im Frequenzband, das Inflationsbewegungen über eine Spanne von ein bis vier Jahren entspricht, ist die Konjunktur der wichtigste Bestimmungsfaktor, während sie für längere Zeiträume keine Rolle spielt. Für Inflationschwankungen, die sich über weniger als ein Jahr erstrecken, sind in erster Linie Importpreisschocks verantwortlich. Wiederum spielen diese Schocks aber keine Rolle für die längerfristige Inflationsentwicklung. Grob gesagt bestimmt das Geldmengenwachstum also den Inflationstrend, während Konjunktur und Preisschocks Abweichungen von diesem Trend erklären.

Um die Bedeutung des Geldmengenwachstums für die Inflation zu verdeutlichen, zeigt die Grafik die langfristigen Bewegungen der beiden Zeitreihen, jeweils relativ zu ihrem Durchschnitt. Das Geldmengenwachstum verändert sich typischerweise vor der Inflation, was auf einen kausalen Zusammenhang hindeutet, und diese Beziehung scheint konstant über die Zeit. Unsere statistische Untersuchung bestätigt diese Eindrücke. Interessant ist auch, dass wir in Daten für die Schweiz und andere Länder ein ähnliches Muster finden. Der Zusammenhang scheint also breite Gültigkeit zu haben.

Was bedeuten unsere Ergebnisse nun für die Rolle des Geldes in der Geldpolitik? Drei Schlussfolgerungen sind angebracht.

## Seltener kommentieren

Erstens sollten Zentralbanken sich nicht auf monatliche Geldwachstumsraten konzentrieren, da diese hochvolatil sind und wenig Information über die künftige Inflation enthalten. Stattdessen sollten sie das längerfristige (oder, technisch ausgedrückt, niederfrequente) Geldmengenwachstum in den Vordergrund stellen, da dieses anscheinend besser Auskunft über den Inflationsdruck gibt. Dieser Fokus würde die geldpolitische Analyse für die Öffentlichkeit und die Finanzmärkte klarer machen. Es ist nämlich genau der Umstand, dass monatliche Geldwachstumsraten so volatil sind, der zu der – unserer Ansicht nach ungerechtfertigten – Kritik geführt hat, dass das Geldmengenwachstum keine Bedeutung habe für die Inflation und deshalb in der Geldpolitik vernachlässigt werden könne.

Zweitens sollten Zentralbanken das Geldmengenwachstum nicht monatlich kommentieren, da sich das bedeutsamere Trendwachstum der

Geldmenge nur langsam verändert. Die Aufmerksamkeit, die der monetären Analyse geschenkt wird, wäre vermutlich größer und ihre Glaubwürdigkeit höher, wenn sie nur alle drei bis sechs Monate veröffentlicht würde.

Drittens ist die monetäre Analyse nicht dafür geeignet, kurzfristige Inflationsentwicklungen zu erklären, da die Inflation über kürzere Zeiträume von Preisschocks und der Konjunkturlage abhängt, die in der wirtschaftlichen Analyse kommentiert werden.

Unsere Untersuchung ist rein statistischer Natur und zeigt, dass das Geldmengenwachstum eine wichtige Rolle für die Inflation im Euro-Raum spielt und deshalb gleichberechtigt neben den anderen Variablen bei der Analyse der Inflation berücksichtigt werden sollte. Ob es

Die bisherigen Serienbeiträge finden Sie unter <http://www.bzwp.de> (passwortgeschützter Zugang für Abonnenten)

sinnvoll ist, die monetäre und wirtschaftliche Analyse in zwei Säulen zu trennen, hängt dagegen von anderen Überlegungen ab, wie den organisatorischen Gegebenheiten innerhalb der EZB und ihrer Kommunikationsstrategie gegenüber der Öffentlichkeit.

\*) Der Autor vertritt seine persönliche Sicht, die nicht zwingend mit der der BIZ übereinstimmen muss.

## Serie

### Die Zukunft des Monetarismus

- Teil 1:** Axel Weber: Die monetäre Analyse – eine wertvolle Perspektive Mittwoch, 12. April 2006
- Teil 2:** David Laidler: Geldmengensteuerung weiter betreiben Donnerstag, 13. April 2006
- Teil 3:** Thorsten Polleit: Friedmans Monetarismus: lebendig wie eh und je Mittwoch, 19. April 2006
- Teil 4:** Volker Wieland: Die Notenbanker und das liebe Geld Freitag, 21. April 2006
- Teil 5:** Lorenzo Bini Smaghi: Die Rolle des Geldes auf kurze bis mittlere Sicht Mittwoch, 26. April 2006
- Teil 6:** Wolfgang Gebauer: Geldverfassung reformieren und Schuldenfalle überwinden Sonnabend, 29. April 2006
- Teil 7:** Thomas Mayer: Die Geldpolitik vor einem Paradigmenwechsel? Donnerstag, 4. Mai 2006
- Teil 8:** Marvin Goodfriend: Für eine zentrale Rolle der Geldsteuerung in der Geldpolitik Freitag, 5. Mai 2006
- Teil 9:** Stefan Gerlach: Langfristig bestimmt Geld die Inflation

Börsen-Zeitung

# Grüne fordern Abgeltungssteuer

Zinsen mit 30 Prozent und Dividenden auf zwei Stufen mit 15 Prozent belasten

**Börsen-Zeitung, 10.5.2006**  
**wf Berlin** – Für eine Abgeltungssteuer auf Kapitalerträge setzen sich Bündnis 90/Die Grünen ein. Die Halbierung des Sparerfreibetrags ohne gleichzeitige Neuordnung der Kapitalertragsbesteuerung lehnten die Grünen ab, sagte die finanzpolitische Sprecherin der Fraktion, Christine Scheel, vor Journalisten in Berlin.

Zinsen sollen Scheel zufolge mit einer Abgeltungssteuer von 30% belastet werden. Dividenden und Veräußerungsgewinne wollen die Grünen gleichermaßen besteuern – im Privat- und im Unternehmensbereich mit jeweils 15%. Damit bleibe die Art der Finanzierung künftig steuerneutral, sagte Scheel. Die Eigenkapitalfinanzierung würde nicht mehr diskriminiert.

Diese Überlegungen sind Teil eines Gesamtkonzeptes der Grünen

zur Reform der Unternehmensbesteuerung. Leitgedanke soll sein, Investitionen und Arbeitsplätze in Deutschland zu fördern und Anreize dafür zu setzen, Gewinne hierzulande zu versteuern. Die Unternehmenssteuersätze sollen auf ein international attraktives Niveau von 30% fallen. Dabei soll die Gewerbesteuer zu einer kommunalen Wirtschaftssteuer weiterentwickelt werden.

## Unternehmen nicht entlasten

Auf jeden Fall müsse Aufkommensneutralität gewährleistet sein, unterstrich Scheel. Die Erhöhung der Mehrwertsteuer und der Versicherungssteuer sei der Bevölkerung nicht zu vermitteln, wenn gleichzeitig die Belastung für Unternehmen sinke. Deshalb müsse die Bemessungsgrundlage verbreitert werden. So sollten beispielsweise Fremdkapitalzinsen bei der Besteuerung mit in

die Bemessungsgrundlage einbezogen werden, um die Verlagerung von Gewinnen ins Ausland zu verhindern. Zur Entlastung von Personengesellschaften wollen die Grünen die Möglichkeit zur Bildung einer steuerfreien Rücklage pro Beschäftigten schaffen, die bei Entlassungen gewinnwirksam aufgelöst werden müsse. Dieses Instrument soll auf Unternehmen mit bis zu 25 Mitarbeitern beschränkt werden. Für jeden Mitarbeiter solle eine Rücklage von 10000 Euro, insgesamt 250000 Euro, gebildet werden dürfen.

Die Halbierung des Sparerfreibetrags auf 750 Euro pro Jahr zum 1.1.2007 wertete Scheel als kontraproduktiv für die Altersvorsorge. Damit würden beim aktuellen Zinsniveau bereits Erträge aus Vermögen von mehr als 30000 Euro belastet. Die Bundesregierung hofft auf der Maßnahme auf zusätzliche Einnahmen von insgesamt 750 Mill. Euro.

# US-Lagerbestände steigen schwächer

Börsen-Zeitung, 10.5.2006

Dow Jones Washington – Die Lagerbestände im US-Großhandel sind im März schwächer gestiegen als erwartet. Wie das US-Handelsministerium mitteilte, erhöhten sie sich im Vergleich zum Vormonat um 0,2% auf saisonbereinigt 366,72 Mrd. Dollar. Volkswirte hatten im Konsens eine Zunahme um 0,5% erwartet. Wie das Ministerium weiter mitteilte, wurde für Februar ein Anstieg von revidiert 0,9% nach vorläufig plus 0,8% registriert. Der Umsatz im Großhandel der USA stieg den weiteren Angaben zufolge im März um 0,7% auf saisonbereinigt 315,0 Mrd. Dollar. Die Entwicklung des Vormonats wurde auf plus 0,3% (vorläufig: unverändert) revidiert. Das Verhältnis von Lagerbeständen zu Umsätzen lag bei 1,16 nach 1,17 im Vormonat. Auf Jahressicht wurde im März bei den Umsätzen ein Plus von 9,9% und bei den Lagerbeständen ein Zuwachs von 6,3% gemeldet.