

Gehrmann, Dieter

**Article — Digitized Version**

## Stand der Kapitalmarktliberalisierung in der EWG

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Gehrmann, Dieter (1972) : Stand der Kapitalmarktliberalisierung in der EWG, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 52, Iss. 5, pp. 263-266

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/134400>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Stand der Kapitalmarktliberalisierung in der EWG

Dieter Gehrman, Hamburg

Die Realisierung der Wirtschafts- und Währungsunion in der Europäischen Gemeinschaft wurde im Mai 1971 durch die bisher schwerste Krise des Bretton-Woods-Systems unterbrochen. Erst die Neufestsetzung der Währungsparitäten in Washington stellte in der EWG wieder eine gemeinsame währungspolitische Basis her, so daß mit der Entschließung des Rates vom 7. März 1972 ein neuer Startschuß für die geplante Union gegeben werden konnte. Für den Kapitalverkehr innerhalb der EWG bedeutet das, Liberalisierungsmaßnahmen einzuleiten, damit am Ende des Integrationsprozesses tatsächlich ein einheitlicher und funktionsfähiger EWG-Kapitalmarkt existiert.

## **Steigender Kapitalbedarf**

Die Notwendigkeit eines liberalisierten Kapitalverkehrs leitet sich aber nicht nur aus der Zielsetzung der Wirtschafts- und Währungsunion ab, sondern auch aus dem ständig steigenden Bedarf der Wirtschaft an langfristigem Kapital. Dieser Bedarf kann nicht immer in ausreichendem Maße von den zu engen nationalen Kapitalmärkten der EWG-Staaten gedeckt werden<sup>1)</sup>, so daß es zu Gleichgewichts- und Funktionsstörungen der Märkte kommen muß.

Um diese Mängel zu beseitigen, läßt sich ohne große Schwierigkeiten ein ganzer Katalog von einzelstaatlichen Maßnahmen anführen. Dabei ist aber zu berücksichtigen, daß der absoluten Kapazität des Marktes durch die Größe der jeweiligen Volkswirtschaft und das Tempo ihres Wachstumsprozesses Grenzen gesetzt werden. Eine Möglichkeit, diese Grenzen hinauszuschieben, ist die

<sup>1)</sup> Ein Beweis hierfür ist die Entstehung des Euro-Kapitalmarktes als Reaktion auf die Hemmnisse im internationalen Kapitalverkehr.

Liberalisierung im Kapitalverkehr und die sich daraus ergebende Integration der Märkte, die es der EWG dann ermöglicht, die Vorteile eines großen und einheitlichen Kapitalmarktes zu verwirklichen. Zwischen den Zielen – erhöhte Effizienz der nationalen Kapitalmärkte und Aufbau eines gemeinsamen Kapitalmarktes – besteht kein Widerspruch. Die zur Realisierung dieser Ziele notwendigen Maßnahmen sind vielmehr weitgehend gleich und ergänzen sich zudem noch.<sup>2)</sup>

## **Vorteile eines EWG-Kapitalmarktes**

Die Vorteile eines EWG-Kapitalmarktes liegen primär in seiner Bedeutung für die Marktteilnehmer.

Für die privaten Haushalte könnte sich eine teilweise Änderung der Spargewohnheiten ergeben, wenn erstens durch einen einheitlichen Markt die Marktverhältnisse stabilisiert werden und zweitens durch die freie Wahl des Anlageortes die Palette der Anlageformen erhöht wird. Zur Zeit sind die Spargewohnheiten in fast allen EWG-Staaten durch eine Vorliebe für liquide Anlagen gekennzeichnet. Allgemein wird das Kontensparen bei Sparkassen, Banken oder bestimmten spezialisierten Kreditinstituten der Anlage in Wertpapieren oder dem Vertragssparen vorgezo-

<sup>2)</sup> Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaft: Notwendigkeit und Einzelheiten einer Aktion auf dem Gebiet des Kapitalmarktes (Memorandum der Kommission an den Rat) KOM (69) 200, Brüssel, 5. März 1969, S. 2.

*Dieter Gehrman, 28, Dipl.-Volkswirt, ist Referent in der Abteilung „internationale Währungspolitik“ des HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg.*

gen. Die Zurückhaltung gegenüber langfristigen Anlagen beruht nicht nur auf der mangelnden Kenntnis der Probleme, Techniken und Möglichkeiten der Kapitalanlage, die durch eine verbesserte Informations- und Aufklärungspolitik beseitigt werden könnte, sondern überwiegend auf der Unsicherheit, die mit dieser Form der Geldanlage verbunden ist.

Für die Unternehmen als Nachfrager am Kapitalmarkt werden sich durch den freien Zugang zu den Märkten der anderen Mitgliedstaaten neben dem vermehrten Angebot an langfristigem Kapital auch die Finanzierungskosten angleichen. Dadurch werden die Wettbewerbsverzerrungen beseitigt, die sich aus den unterschiedlichen Finanzierungskosten ergeben. Ein liberalisierter Kapitalmarkt könnte aber nicht nur eine Angleichung, sondern auch eine Verringerung der Finanzierungskosten bedeuten, wenn sich durch den Abbau der Hemmnisse im Kapitalverkehr der Wettbewerb zwischen den Banken und Finanzinstituten erhöht. Eine Verringerung der Finanzierungskosten würde sich wiederum positiv auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Unternehmen auswirken.

Die Banken und Finanzinstitute werden sich ihrerseits nicht nur einem erhöhten – vom Standpunkt der Effizienz der Märkte erwünschten – Wettbewerb gegenübersehen. Durch die Liberalisierung im Kapitalverkehr werden sie auch eine bessere Möglichkeit der Kooperation und Konzentration über die Grenzen hinweg haben.

Durch die Kapitalmarktliberalisierung lassen sich demnach neben der Erweiterung der Kapazität u. a. eine größere Stabilität, geringere Finanzierungskosten und ein erhöhter Wettbewerb realisieren – alles Faktoren, die für die Effizienz eines Marktes von entscheidender Bedeutung sind.

### Keine Fortschritte

Trotz dieser offensichtlichen Vorteile ist der Stand der Liberalisierung im Kapitalverkehr bei weitem nicht befriedigend. Ausgehend von Art. 67<sup>3)</sup> des EWG-Vertrages wurden am 11. 5. 1960 und am 18. 12. 1962 zwei Kapitalmarkttrichtlinien erlassen. Hieraus ergeben sich für die Mitgliedstaaten folgende Verpflichtungen:

Eine *unbeschränkte* Liberalisierung besteht bei Direktinvestitionen, beim Verkehr mit börsennotierten Wertpapieren, beim Immobilienerwerb, beim Kapitalverkehr mit persönlichem Charakter sowie bei kurz- und mittelfristigen Krediten im

<sup>3)</sup> Art. 67 sieht vor, daß die Mitgliedstaaten untereinander während der Übergangszeit schrittweise alle Beschränkungen des Kapitalverkehrs und alle Diskriminierungen aufgrund der Staatsangehörigkeit oder des Wohnorts der Parteien oder des Anlageortes beseitigen.

Zusammenhang mit Handelsgeschäften oder Dienstleistungen, an denen ein Gebietsansässiger beteiligt ist.

Eine *bedingte* Liberalisierung besteht bei der Auflegung von Wertpapieren und bei der Aufnahme und Gewährung von mittel- und langfristigen Krediten für Finanzierungszwecke.

*Keine* Liberalisierung besteht bei kurzfristigen Kapitalbewegungen für Finanzierungszwecke und bei der Errichtung und Unterhaltung von Bankkonten im Ausland.

Obwohl diese beiden Richtlinien ohne Zweifel schon eine Liberalisierung des Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedstaaten beinhalten, betreffen sie doch nur die devisenrechtliche Seite. Entscheidende Störungen für den Kapitalverkehr in der Gemeinschaft gehen aber von den unterschiedlichen institutionellen und administrativen Regelungen in den einzelnen EWG-Staaten aus. Deshalb hat die EG-Kommission 1964 dem Rat eine dritte Richtlinie zum Kapitalverkehr vorgelegt, die 1967 abgeändert, aber bis heute noch nicht vom Rat verabschiedet wurde.<sup>4)</sup> Damit sind seit 1962 (zweite Richtlinie) innerhalb der Gemeinschaft keinerlei Fortschritte mehr bei der Beseitigung der Hindernisse für den freien Kapitalverkehr erzielt worden.

### Integrationshemmnisse

Bei den noch bestehenden Hemmnissen handelt es sich im wesentlichen um <sup>5)</sup>

die verschiedenen Steuersysteme, die zu Doppelbesteuerungen führen, Kapitalerträge unterschiedlich behandeln und Kapitalanlagen in anderen Mitgliedstaaten benachteiligen.

das Wechselkursrisiko, das durch die Schwankungen der Kurse um die amtliche Parität und durch die Möglichkeit der Paritätsänderung entsteht.

die unterschiedlichen devisenrechtlichen Regelungen. Denn außer in Belgien/Luxemburg und der BRD, die den Devisen- und Kapitalverkehr praktisch voll liberalisiert haben, bestehen in den anderen Mitgliedstaaten teilweise noch sehr starke Beschränkungen. Wie groß die Gefahr der Wiedereinführung einer Devisenzwangswirtschaft noch ist, hat die jüngste Währungskrise deutlich gezeigt.

<sup>4)</sup> Die dritte Kapitalmarkttrichtlinie sah die Aufhebung einiger diskriminierender Rechts- und Verwaltungsvorschriften vor sowie die Zulassung begrenzter Transaktionen in den Ländern, die noch devisenrechtliche Beschränkungen beibehalten haben.

<sup>5)</sup> Vgl. hierzu Hans Dichtigans: Bericht im Namen des Wirtschaftsausschusses über die Errichtung eines europäischen Kapitalmarkts, in: Europäisches Parlament, Sitzungsdokumente, 1969 bis 1970, Dok. 108, 26. September 1969, S. 13 ff.; EWG-Kommission: Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts, Bericht einer von der EWG-Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe, Brüssel, Nov. 1966, S. 283 ff. (im folgenden zitiert als *Segré-Studie*).

die Interventionen des Staates, die in allen Mitgliedstaaten vorgenommen werden und die jeweils von unterschiedlicher Zielsetzung und Intensität sind. Sie bestimmen entscheidend das Angebot und die Nachfrage am Kapitalmarkt.

die unterschiedlichen nationalen Regelungen für das Kreditwesen, die, je nach Land, währungs-, sozial- oder allgemeinpolitisch (z. B. Verhinderung einer zu großen Machtkonzentration der Banken) motiviert sind.

die beschränkte Niederlassungsfreiheit der Finanzinstitute, die sich aus den unterschiedlichen Rechts- und Verwaltungsvorschriften für die Beaufsichtigung und Regelung der geschäftspolitischen Betätigung ergibt.

### **Kaum stichhaltige Gründe**

Die Gründe für die Aufrechterhaltung der Integrationshemmnisse sind vielfältig. Im Vordergrund steht aber die Befürchtung, daß eine generelle, tatsächliche Mobilität des Kapitals zu Bewegungen führen könnte, die die Verwirklichung der nationalen wirtschafts-, währungs- und haushaltspolitischen Ziele gefährden könnte. Weiter wollen die Staaten die Verteilung der vorhandenen Mittel auf die verschiedenen Kapitalnachfrager nicht den Marktkräften überlassen, um mögliche Fehlleitungen zu vermeiden und die erforderlichen Mittel für die Verwirklichung bestimmter regionaler oder sektoraler Ziele zur Verfügung zu haben. Außerdem wird befürchtet, daß ein Land bei freiem Kapitalverkehr versuchen könnte, seine Staatsausgaben durch Rückgriff auf die Ersparnisbildung eines anderen Landes zu finanzieren oder eine hohe kurzfristige Verschuldung auf diese Weise zu konsolidieren.

Diese Gründe mögen ihre Berechtigung gehabt haben. Heute sind sie allerdings nicht mehr sehr stichhaltig. Die Autonomie der Wirtschafts- und Währungspolitik ist durch die Internationalisierung der Geld- und Kapitalmärkte schon stark eingeschränkt worden. Damit sind diese Politiken häufig handlungsunfähig bzw. ihre Maßnahmen werden paralytisch. Ein Beweis hierfür sind die Währungskrisen der letzten Jahre und die ständig steigende Bedeutung des Euro-Kapitalmarktes. Er spielt eine immer zentralere Rolle bei der Verteilung des Kapitalaufkommens der EWG-Staaten, wobei diese Verteilung fast gänzlich der Kontrolle der Staaten entzogen ist. Dies wäre bei einem freien Kapitalverkehr innerhalb der EWG nicht der Fall. Denn Kapitalmarktliberalisierung heißt nicht, daß der Staat keine Interventionsmöglichkeiten mehr hat bzw. haben soll, sondern vielmehr Angleichung oder Harmonisierung dieser Interventionen.

Aus diesen Überlegungen folgt auch, daß die beiden anderen genannten Gründe ohne große Bedeutung sind. Einigen sich die EWG-Staaten auf einen gemeinsamen Emissionszeitplan, dann haben sie nach wie vor einen entscheidenden Einfluß auf die Verteilung der Kapitalmarktmittel. Zudem sind auch in einem integrierten Kapitalmarkt Abweichungen vom Grundsatz der Freizügigkeit im Interesse der Regionalpolitik möglich. Wahrscheinlich sind sie sogar notwendig, damit den kapitalärmeren Ländern keine Mittel entzogen werden, die sie für die Finanzierung ihrer Investitionen benötigen. Denkbar wäre auch, daß im Rahmen einer gemeinsamen Regionalpolitik der EWG-Staaten spezielle Maßnahmen ergriffen werden, um den kapitalärmeren Ländern Kapital aus den anderen Mitgliedstaaten zufließen zu lassen.

### **Abbau der Hemmnisse**

Ökonomische Gründe können also kaum angeführt werden, um den Abbau von Hemmnissen im Kapitalverkehr zu verhindern. Der eigentliche Grund scheint vielmehr im allgemeinpolitischen Bereich zu liegen. Kein Land ist trotz aller Willensbekundungen bereit, einen Teil seiner Souveränität aufzugeben und auf ein Gemeinschaftsorgan zu übertragen. Ohne diesen Verzicht ist aber letztlich ein gemeinsamer Kapitalmarkt nicht denkbar.

Stellt man den mangelnden politischen Willen der Staaten in Rechnung, dann scheint der einzig sinnvolle und realistische Ausweg aus dem Dilemma zu sein (ohne den Integrationsgedanken aufzugeben), zuerst einmal die technischen Hemmnisse des Kapitalverkehrs abzubauen, ohne gleichzeitige Koordinierung und Harmonisierung der Politiken. Damit schafft man die Voraussetzungen, daß ein gewisser Integrationsgrad durch den Marktmechanismus erreicht wird. Schon diese funktionelle Integration bedeutet eine Effizienzsteigerung der Kapitalmärkte. Sie könnte dann als „Schrittmacher“ für die notwendige institutionelle Integration dienen.

Beginnt man mit der Liberalisierung<sup>4)</sup> des Kapitalverkehrs als notwendiger, aber nicht hinreichender Bedingung für den Aufbau eines gemeinsamen Kapitalmarktes, dann sollte man zunächst in allen Mitgliedstaaten einen gleichen Stand der devisenrechtlichen Liberalisierungsverpflichtungen schaffen. Damit ebnet man auch den Weg für die Verabschiedung der dritten Kapitalmarkttrichtlinie. Denn nicht zuletzt der unterschiedliche Liberalisierungsstand in der Gemeinschaft war ein Grund für das Scheitern der dritten Richtlinie.

4) Unter Liberalisierung wird hier der Abbau der technischen Hemmnisse verstanden, die die Kapitalbewegungen beeinflussen können. Also nicht nur die Möglichkeit, daß der Faktor Kapital die Grenzen frei überschreiten kann.

Das Wechselkursrisiko kann zwar nur dann völlig beseitigt werden, wenn keine Bandbreiten mehr vorhanden sind und die Mitgliedstaaten ihre Währungsparitäten untereinander nicht mehr ändern (Quasi-Währungsunion). Solange aber weder die „Quasi“- noch die „echte“ Währungsunion (einheitliche EWG-Währung) realisiert ist, muß das Wechselkursrisiko mit Hilfe von Währungsklauseln so gering wie möglich gehalten werden. Daher scheint es im Interesse der Stabilität des Kapitalmarktes sinnvoll, den Gläubiger von dem Anlage- risiko aufgrund von Wechselkursänderungen zu befreien. Nur dann wird er seine Bedenken gegenüber längerfristigen Kapitalanlagen in ausländischen Wertpapieren überwinden können.

Damit die Finanzinstitute ihre dominierende Rolle als Kapitalsammel- und -verteilungsstelle auch auf einem EWG-Kapitalmarkt beibehalten können, muß die freie Niederlassung in allen Mitgliedstaaten gewährleistet sein. Außerdem müssen für vergleichbare Institute die Rechts- und Verwaltungsvorschriften für die Geschäftstätigkeit angeglichen werden, so daß sich hieraus keine Wettbewerbsverzerrungen ergeben.<sup>7)</sup>

#### Angleichung der Besteuerung

Bei der Beseitigung der steuerlichen Hemmnisse sollte darauf geachtet werden, daß die Wirkungen der Besteuerung grundsätzlich neutral sind. Dazu müssen die Steuersysteme so weit angeglichen werden, daß sie weder die Wahl des Anlageortes noch die Wahl des Anlegers zwischen einer Direktanlage oder der Inanspruchnahme eines Finanzinstituts beeinflussen. Zudem sollte das Steuersystem in allen Mitgliedstaaten so ausgestaltet sein, daß es gleiche Anreize für gleiche Anlage- und Finanzierungsarten bietet. Das schließt nicht aus, daß — je nach Zielsetzung — unterschiedliche Anlageformen auch unterschiedlich gefördert werden.

Um dem Ziel der Steuerneutralität innerhalb der Gemeinschaft näher zu kommen, sollte die Doppelbesteuerung sowohl im Bereich der Erträge von Kapitalanlagen als auch im Bereich der Kapitalverkehrsteuer beseitigt werden. Das geeignete Mittel hierzu scheint ein multilaterales Doppelbesteuerungsabkommen zu sein. Denn mit bilateralen Abkommen dürfte kaum eine einheitliche und befriedigende Lösung auf Gemeinschaftsebene erreicht werden. Ebenso muß verhindert werden, daß die Kapitaleinkünfte von Gebietsfremden von Land zu Land unterschiedlich behandelt werden. Dazu muß innerhalb der EWG zumindest ein einheitlicher Satz der Quellensteuer vorherrschen.

<sup>7)</sup> Z. B. Harmonisierung der Bestimmungen über die Zinssätze sowohl im Aktiv- als auch im Passivgeschäft, Harmonisierung der Anlagevorschriften usw.

#### Verhältnis zu Drittstaaten

Alle bisher aufgezeigten Lösungsansätze<sup>8)</sup> zum Abbau der technischen Integrationshemmnisse beinhalten erhebliche Schwierigkeiten und sind kurzfristig sicherlich nicht zu realisieren. Um diesen Prozeß zu beschleunigen, wird teilweise die Meinung vertreten, man solle die Liberalisierung nur für die EWG-Staaten gelten lassen. Den Kapitalverkehr mit Drittstaaten sollte man davon ausnehmen und unter Umständen für ihn sogar neue Diskriminierungen einführen, um den EWG-Kapitalmarkt zu schützen.

Politisch könnte dieses Vorgehen zwar realistischer sein, denn einige Mitgliedstaaten werden Liberalisierungsmaßnahmen eher zustimmen, wenn sie nur für einen kleinen, begrenzten Kreis von Staaten gelten. Ökonomisch scheint es dagegen aber weniger sinnvoll zu sein. Denn erstens hat sich gezeigt, daß die Aufrechterhaltung von Diskriminierungen im Kapitalverkehr ständig neue Eingriffe und Kontrollen erfordert, und zweitens würden die Drittstaaten ihrerseits Beschränkungen einführen. Abgesehen von den möglichen negativen Auswirkungen für den Welthandel würde dadurch den EWG-Staaten die Möglichkeit genommen, sich Kapital bei Drittstaaten zu besorgen, wenn der eigene Markt nicht mehr in der Lage ist, die Nachfrage zu decken. Ein liberalisierter EWG-Kapitalmarkt bedeutet ja nicht unbedingt, daß der Kapitalnachfrage innerhalb der Gemeinschaft ständig ein entsprechend großes Kapitalangebot gegenübersteht.

Das wichtigste Argument gegen eine Diskriminierung des Kapitalverkehrs mit Drittstaaten und für eine Parallelität der Liberalisierungsmaßnahmen scheint aber die Gefahr zu sein, daß durch den Aufbau von Hemmnissen eine Trennung in Inlands- und Auslandsmarkt für dieselbe Währung entstehen kann.<sup>9)</sup> Bildet sich im Rahmen des Integrationsprozesses faktisch eine EWG-Währung heraus, so besteht die Möglichkeit, daß sich durch die Aufrechterhaltung von Hemmnissen im Kapitalverkehr mit Drittstaaten ein internationaler Kapitalmarkt für diese Währung entwickelt. Analog dem jetzigen internationalen Emissionsmarkt wäre dieser Markt wiederum der Kontrolle der EWG-Staaten entzogen. Wenn er dann bessere Konditionen als der EWG-Markt bietet, so entzieht er ihm Kapital. Läßt man jedoch Emissionen von Drittstaaten auf dem EWG-Kapitalmarkt zu, dann müßten sich diese an den Marktgegebenheiten orientieren und könnten im Emissionszeitplan berücksichtigt werden, so daß eine Kontrolle der Kapitalbewegungen gegeben ist.

<sup>8)</sup> Vgl. hierzu insbesondere Segré-Studie, a. a. O., S. 283 ff.

<sup>9)</sup> Beispiele hierfür sind die amerikanische Zinsausgleichsteuer und die deutsche Kuponsteuer, auch wenn mit beiden Maßnahmen andere Ziele verfolgt worden sind.