

Breitenfellner, Andreas; Schuberth, Helene

**Research Report**

## Potential und Risiken der Kapitalmarktunion für die Wirtschaft Europas und Österreichs

FIW Policy Brief, No. 35

**Provided in Cooperation with:**

FIW - Research Centre International Economics, Vienna

*Suggested Citation:* Breitenfellner, Andreas; Schuberth, Helene (2017) : Potential und Risiken der Kapitalmarktunion für die Wirtschaft Europas und Österreichs, FIW Policy Brief, No. 35, FIW - Research Centre International Economics, Vienna

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/185689>

**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.*

## Policy Brief Nr. 35, Juli 2017

# Potential und Risiken der Kapitalmarktunion für die Wirtschaft Europas und Österreichs

**Andreas Breitenfellner und Helene Schuberth**

Oesterreichische Nationalbank

Abteilung für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen im Ausland

Die für 2019 geplante europäische Kapitalmarktunion zielt auf eine vertiefte Integration der Kapitalmärkte der EU-Mitgliedsländer ab. Sie knüpft sowohl am Binnenmarkt als auch an der im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise geschaffene Bankenunion an. Als Argumente für die Kapitalmarktunion werden die Fragmentierung der nationalen Kapitalmärkte, die starke Bankenabhängigkeit der europäischen Wirtschaften sowie die krisenbedingte Investitionslücke ins Spiel gebracht. Demnach soll die Kapitalmarktunion für erleichterten Finanzierungszugang v.a. für kleinere und mittlere Betriebe (KMUs) und für eine grenzüberschreitende Teilung von Risiken sorgen; letztlich bedeute dies mehr Wachstum und Finanzmarktstabilität. Die vielfältigen angepeilten Maßnahmen reichen von Prospektrichtlinien, über die Schaffung eines Marktes für Wertpapierverbriefung bis etwa zur Erleichterung von Crowd Funding. Kritiker zweifeln an den positiven Effekten der Kapitalmarktunion: Statt für Stabilität zu sorgen verschärfe sie jene Risiken, die bereits in der Finanzkrise schlagend wurden und ignoriere die Notwendigkeit vermehrter Finanzmarktregulierung, etwa im Schattenbanksektor. In Österreich ist trotz Bankenlastigkeit und krisenbedingt schwacher Kreditentwicklung relativ wenig Bedarf nach zusätzlichen Finanzierungsangeboten zu orten. Dennoch verbessert die Kapitalmarktunion vermutlich den Zugang zu Eigenkapital, insbesondere für Gründungs- und Innovationsfinanzierung. Sowohl in Österreich als auch in Europa bleibt jedoch die zentrale Funktion der Banken im Finanzierungsprozess erhalten; nicht zuletzt auch wegen der schrittweise geplanten Umsetzung der Kapitalmarktunion. Die Kapitalmarktunion ist auch nicht als Ersatz sondern als Ergänzung einer zukünftigen Fiskalunion zu betrachten. Wir verweisen diesbezüglich auf die besondere Rolle eines sicheren Staatsfinanzierungssektors für integrierte und stabile Finanzmärkte in Europa. Brexit bietet sowohl Gefahren als auch Chancen für den europäischen Kapitalmarkt und rückt gleichzeitig das Ziel einer einheitlichen europäischen Kapitalmarktaufsicht in das Blickfeld.

## 1. Anlauf zu einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt?

Die EU-Kommission legte Ende September 2015 einen **Aktionsplan** zur schrittweisen Schaffung einer Kapitalmarktunion bis 2019 vor (Europäische Kommission, 2015). Diese Initiative, bestehend aus einer Vielzahl von Einzelmaßnahmen, nämlich konkreten Gesetzgebungsvorschlägen und Konsultationen in Richtung Harmonisierung der Regulierung und gemeinsamer Standards, zielt auf eine **Vertiefung und Integration der Kapitalmärkte** der 28 EU-Mitgliedstaaten ab. Aus dem Plural in der englischen Bezeichnung des Vorhabens

„Capital Markets Union“ geht hervor, dass (noch) keine vollständige Vereinheitlichung hin zu einem einzigen europäischen Kapitalmarkt angestrebt wird, sondern die Differenzierung in unterschiedliche Segmente (Aktien, Anleihen etc.) bestehen bleibt. Ebenso werden diese einzelnen Kapitalmarktsegmente trotz Finanzmarktglobalisierung und Binnenmarkt noch lange stark national determiniert bleiben.

Die Wurzeln der Kapitalmarktunion gehen bereits auf den **Binnenmarkt** als Fundament der Europäischen Union zurück. Bereits seit 1973 wird am Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen gearbeitet, dessen Grundsätze auf einfache Zulassung („Europäischer Pass“), gegenseitige Anerkennung, Harmonisierung und Zusam-

menarbeit (nationaler Aufsichtsbehörden) beruhen. Die 1987 in Kraft getretene Einheitliche Europäische Akte etablierte die vier **Grundfreiheiten**, nämlich den freien Verkehr von Waren, Personen, Dienstleistungen und eben Kapital. Gleichzeitig legten die Staats- und Regierungschefs der EU die Vollendung des europäischen Binnenmarktes für Ende 1992 fest. Mit der unmittelbar wirksamen **Öffnung der Kapitalmärkte** zwischen EU-Staaten gehörten Beschränkungen im Zahlungsverkehr, Mengenbegrenzungen bei Währungsgeschäften und Devisenkontrollen der Vergangenheit an. Der Binnenmarkt gewährt den europäischen BürgerInnen und Unternehmen freien Zugang zu Finanzdienstleistungen in allen Mitgliedstaaten. Die **Risiken** einer vollständigen **Kapitalmarktliberalisierung** wurden erst wieder mit der Staatsschuldenfinanzierungskrise im Euroraum sichtbar. Um der krisenverstärkenden Kapitalflucht Einhalt zu gebieten, gewährte daher die EU Zypern (2013 bis 2015) und Griechenland (2015 bis heute) eine temporäre Wiedereinführung von Kapitalverkehrskontrollen. 1999 legte die EU-Kommission einen **Aktionsplan für Finanzdienstleistungen** vor, der einen einheitlichen Firmenkundenmarkt, offene Privatkundenmärkte, eine moderne Aufsicht und einen harmonisierten (Steuer-)Rechtsrahmen anvisierte. Im Zuge dessen wurde auch eine komplexe Struktur von Regulierungs- und Überwachungsausschüssen (Lamfalussy-Verfahren) für die Bereiche Banken, Wertpapiere und Versicherungen geschaffen (Pribil und Karas, 2004).

Die Kapitalmarktunion baut zudem auf zahlreiche aufsichtsrechtliche Änderungen für Kreditinstitute und Wertpapiere seit Ausbruch der **Finanz- und Wirtschaftskrise** auf. Daraus ging 2011 ein **Europäisches Finanzaufsichtssystem** mit drei Aufsichtsbehörden sowie einem Ausschuss für Systemrisiken hervor. Ein Jahr später wurden in der **Bankenunion** Aufsicht, Abwicklung und (erst ansatzweise) Einlagensicherung zumindest für alle Euroländer weitgehend vereinheitlicht. Als Reaktion auf die Finanzkrise erfolgten auch mehrere aufsichtsrechtliche **Verschärfungen** etwa für Derivatpapiere, Ratingagenturen, Wertpapiersammelbanken oder Märkte für Finanzinstrumente. Auch die gesetzlichen Regelungen für Versicherungen, Pensionskassen sowie für Anbieter diverser Finanzprodukte wurden mehrfach geändert und europaweit harmonisiert.

**Definitorisches: Der Kapitalmarkt (bzw. Wertpapiermarkt) dient der mittel- und langfristigen Kapitalaufnahme für Unternehmen, Haushalte und Staaten. Zusammen mit dem eher kurzfristig orientierten Geldmarkt und dem Kreditmarkt (Bankenwesen) bildet er den Finanzmarkt. Er setzt sich zusammen aus dem Anleihemarkt (zählt zu Fremdkapital) und dem Aktienmarkt (Eigenkapital). Sowohl der Handel mit fix verzinsten Anleihen (üblicherweise ab einer Laufzeit von einem Jahr) als auch Dividenden abwerfende Aktien (Beteiligungen) werden an Wertpapierbörsen organisiert, deren Rechtssicherheit durch staatliche Regulierung und Kapital-**

**marktaufsicht garantiert werden. Daneben gibt es auch noch den nicht-organisierten und somit nicht-regulierten Kapitalmarkt, dem langfristige Aktiv- und Passivgeschäfte von Kreditinstituten (Bankgeschäfte inkl. „Schattenbanken“) sowie Risikokapital, Gründungsfinanzierung wie Crowdfunding u. ä. zuzurechnen sind.**

## 2. Mehr Wachstum und Finanzmarktstabilität?

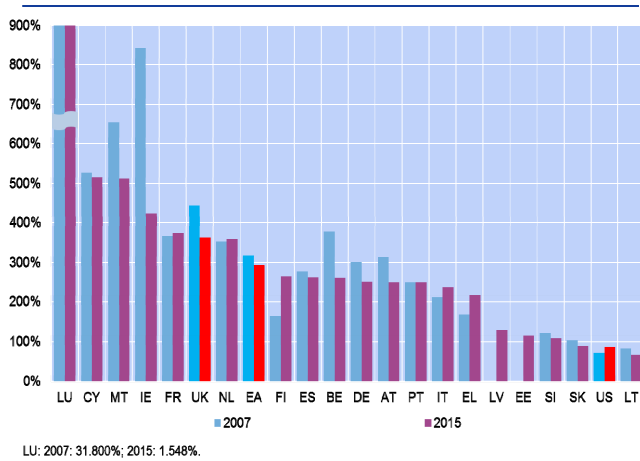
Im Folgenden werden die **Für und Wider** der Kapitalmarktunion auszugswise diskutiert. Abgesehen von ihrer Erwünschtheit (und entsprechenden Bedingungen) gilt es, ihre Realisierbarkeit (im angepeilten Zeithorizont) zu analysieren.

### 2.1 Begründung der Kapitalmarktunion

Zahlreiche Argumente werden als Motivation für die Schaffung der Kapitalmarktunion angeführt und meist mit dem Versprechen nach mehr wirtschaftlichem **Wachstum** und einem **stabileren Finanzsystem** verknüpft.

Ausgangslage ist die **geringe Tiefe** der zudem höchst unterschiedlich entwickelten europäischen Kapitalmärkte im Vergleich zu jenen der USA. Dem steht eine vergleichsweise hohe (wenn auch sinkende) Bankenabhängigkeit der europäischen Wirtschaften gegenüber (siehe Abbildung 1). Während in Europa nur gut ein Viertel der Fremdfinanzierung über Unternehmensanleihen erfolgt, sind es in den USA etwa 80%. Diesem Umstand wird eine höhere Verletzlichkeit gegenüber Finanzkrisen und entsprechend niedrigeres Wachstumspotential Europas beigemessen. Während ältere Analysen feststellen, dass bankbasierte und marktbasierende Finanzsysteme neutral in Hinblick auf Wachstum sind, verweisen neuere Studien darauf, dass mehr bankbasierte Finanzstrukturen mit einem **niedrigeren Wirtschaftswachstum** verbunden sind. Was die **Schockresistenz** betrifft, so zeigen die Studien, dass bankbasierte Finanzstrukturen die rezessiven Auswirkungen von Wohnungsmarktkrisen verstärken, was durch die Bedeutung der Hypothekarkredite in den Bankenbilanzen widerspiegelt wird. Daraus ließe sich allerdings nicht nur die Reduktion bankbasierter Finanzstrukturen sondern auch adäquate Bankenregulierung argumentieren. Auffallend ist, dass in Europa die **Bankensystem-Kapitalmarkt-Relation** in der Dekade vor der Finanzkrise dramatisch **gestiegen** ist, was vermutlich mit laxer Regulierung und Aufsicht zu tun hat (Langfield and Pagano, 2016; Courmède and Denk, 2015).

**Abbildung 1:** Größe des Bankensektors in Euroraum, UK und USA (Gesamtforderungen in % des BIP)



Quelle: EZB, Eurostat, FRED St. Louis.

Offensichtlich sind aktuelle Studien stark von der jüngsten Finanzkrise beeinflusst, die als Bankenkrise bzw. als Krise des Schattenbankensystems mit besonderer Rolle des Immobiliensektors interpretiert wird. Andererseits wären kapitalmarkt-dominierte Finanzsysteme von Schocks auf Vermögensmärkten vermutlich negativer als banken-dominierte Systeme betroffen. In diesem Sinn wird **Diversifizierung** oft als eine Art **Puffer** gegen Schocks aus unterschiedlichen Sektoren gesehen. Ähnlich formuliert EZB-Präsident Mario Draghi dieses Argument: "it is better to have a plurality of channels financing the real economy than to rely on just one"<sup>1</sup>.

Für den Euroraum im Besonderen bzw. jede **Währungsunion** stellt sich dieses Argument etwas modifiziert dar: Meist sind einzelne Regionen von Krisen unterschiedlich betroffen. Darauf kann eine einheitliche Geldpolitik nur auf nicht-optimale Weise reagieren; d.h. die Zentralbank orientiert sich notgedrungen am überregionalen Durchschnitt; was jedoch für einen Teil zu wenig ist, ist für den anderen zu viel. Um divergierende Entwicklungen der einzelnen Regionen zu verhindern, braucht es daher eine Form der **Risikostreuung**, bzw. eine Art Versicherung, die entweder marktwirtschaftlich oder staatlich bereitgestellt werden kann. Ersteres bedeutet, dass ausländische Investoren die Konsequenzen (also Verluste) etwaiger wirtschaftlicher Schocks mittragen; letzteres hat grenzüberschreitende Fiskaltransfers zur Folge, die eines Konsenses bedürfen. Nachdem nun das EU-Budget mit nicht einmal 1% des EU-BIPs nur einen Bruchteil üblicher nationaler Staatshaushalte ausmacht, und auch in absehbarer Zeit nicht substantiell erhöht werden wird, ist der Euroraum wesentlich stärker von der vermeintlich **ausgleichenden Funktion der Kapitalmärkte** abhängig als etwa der „Dollar-Raum“. Aber selbst in den USA (mit durchaus beachtenswerten Wohlstandsgefälle zwischen den einzelnen Bundesstaaten) ist der fiskalische Beitrag der inter-regionalen Risikostreuung (bzw. Kon-

sumglättung) trotz des bedeutsamen Bundesbudgets wesentlich geringer als jener der Kapitalmärkte. Erschwerend kommt für den Euroraum hinzu, dass hier die Risikoteilungsmechanismen gerade in **Abschwungsphasen** relativ **schwach** wirken (Alard et al., 2013). In diesem Sinn bezeichnet der sogenannte Fünf-Präsidentenbericht die Kapitalmarktunion, gemeinsam mit der Bankenunion, als Teil einer **Finanzunion**, die die „Integrität unserer Währung im gesamten Währungsgebiet gewährleistet und die Risikoteilung mit dem privaten Sektor erhöht“ (Juncker et al., 2015).

Darüber hinaus könne, so die Argumentation, eine Vertiefung der Kapitalmärkte die Durchführung der **Geldpolitik** erleichtern, in dem der **Übertragungsmechanismus** verstärkt über den Kapitalmarktkanal wirkt. Es ist empirische gut dokumentiert, dass Anleiherenditen und Aktienkurse schneller auf geldpolitische Entscheidungen reagieren als Kreditzinsen. Die schnellere Anpassung der Zinsen **beschleunigt die Wirkung** der Geldpolitik auf die Realwirtschaft. Daher würde ein verbesserter Zugang zu marktbasierter Finanzierung die Geschwindigkeit und Wirksamkeit der Geldpolitik auf die **Realwirtschaft** erhöhen (Constâncio, 2016).

Weitere Begründungen, die europäische Institutionen vorbringen, haben mit den **aktuellen Auswirkungen der Krise** zu tun. So etwa wird eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen der europäischen Unternehmen, insbesondere der KMUs, angestrebt, gerade weil diese unter den **strikeren Kreditvergabebedingungen** der ihrerseits stärker regulierten und oft noch sanierungsbedürftigen Banken leiden. Dieses Problem ist besonders groß in jenen Staaten, die von der Eurokrise besonders betroffen waren. Diese „**finanzielle Fragmentierung**“ des Euroraums drückte sich auch in den Risikozinsaufschlägen aus und erschwerte den Firmen, die unter dem Einbruch der lokalen Nachfrage litten, ihre Investitionen zu erhöhen und ihrer Exportkapazitäten aufzubauen. Ein leichter Zugang zu bankunabhängigen Finanzierungsmitteln würde die Liquidität- und Eigenkapitalausstattung von Start-ups und sonstigen Unternehmen verbessern.

Als weitere Folge der Krise sind die bis zu zweistelligen Quoten an **notleidenden Krediten** (im Vergleich zur Gesamtheit der Kredite), insbesondere in den Peripheriestaaten des Euroraums ein oft genanntes Argument für die Kapitalmarktunion. Durch Verkauf bzw. Verbriefung von Forderungen könnten sich Banken von den hohen Risiken notleidender Kredite befreien, frische liquide Mittel zuführen, ihr eigenes Rating verbessern und Refinanzierungskosten senken. Ein Senken der **Verbriefungskosten** wäre also in dieser Argumentation ein Beitrag zur Überwindung der Fragilität des Bankensektors.

Eine stärkere Integration der Finanz- und Kapitalmärkte wird ebenso als wichtiger Bestandteil des **Binnenmarkts** gesehen, zumal Finanzmittel eben leichter grenzüberschreitend zur Verfügung gestellt werden können. Durch integrierte Finanzmärkte können Unternehmen und Verbraucher selbst in Krisenzeiten auf ausländische Kapitalmärkte und Banken zurückgrei-

<sup>1</sup> Aussage vom November 2014, zitiert in Langfield and Pagano (2016).

fen. Aber auch lokal kann die Kapitalmarktunion die **Rechtssicherheit** verbessern und Doppelgleisigkeiten eliminieren, wodurch sich unnötige Verwaltungskosten vermeiden lassen.

Als weiteres Motiv nennt die Europäische Kommission die Schaffung **neuer Anlagemöglichkeiten für Sparer** insbesondere in Zeiten niedriger Zinsen. Gleichzeitig kommen die Ersparnisse der Wirtschaft direkter zugute. Der Abbau von Transaktionskosten und von Informationsdefiziten soll zudem den sogenannten „**Home-Bias**“ (Heimmarktneigung) von Investoren überwinden und so den Wohlstand alternder Gesellschaften sichern helfen.<sup>2</sup>

Nicht zuletzt soll die Kapitalmarktunion **EU-Investitionsvorhaben** in langfristige **Infrastrukturprojekte** v.a. zur Umsetzung der angestrebten Wende in eine kohlenstoffarme Wirtschaft bei gleichzeitigen Impulsen für Wachstum und Beschäftigung erleichtern. Die Europäische Kommission beziffert in der EU einen geschätzten Finanzierungsbedarf in die Infrastruktur von EUR 1,5 bis 2 Billionen, um die Ziele der Strategie Europa 2020 zu erreichen.

## 2.2 Kritik an der Kapitalmarktunion

Das Projekt der Kapitalmarktunion stößt nicht auf ungeteilte Zustimmung. Fast jedem der oben angeführten Pro-Argumente wird mit Skepsis begegnet: Geringen Effizienzgewinnen stünden erhöhte **Risiken** und negative Verteilungseffekte gegenüber.

Generelle Kritik wendet sich mit Verweis auf die Erfahrungen der Finanzkrise gegen jede Strategie, die **Finanzmarktabhängigkeit** der „Realwirtschaft“ zu erhöhen. Wird doch gerade die „Finanzialisierung“, also die seit den 1970er Jahren wachsende Rolle von finanziellen Motiven, Akteuren und Institutionen in der Gesamtwirtschaft als Krisenursache oder zumindest deren Hintergrund gesehen. „Mehr vom selben“ würde vor allem mehr Probleme bedeuten: Mehr **Konzentration** statt mehr Wettbewerb und mehr **Krisenfälligkeit** statt mehr Finanzstabilität.

Insbesondere die im Rahmen der Kapitalmarktunion geplante Wiederbelebung des ausgetrockneten **Verbriefungsmarkts** lässt befürchten, dass Intransparenz, erhöhte Risikofreudigkeit und unklare Verantwortlichkeit wieder vermehrt um sich greifen (Finance Watch, 2014). Konkreter ist regulatorische Arbitrage bzw. Kostenvermeidung ein häufiges Motiv für die Entwicklung von überdimensionierten Verbriefungsmärkten und somit auch zur **übermäßigen Kreditaufnahme** („Moral Hazard“). Darüber hinaus müssten verbrieft Kredit- und Marktrisiken durch meist außerbörslich gehandelten **Derivate** abgesichert werden, was die **Komplexität** und Schockverletzlichkeit weiter erhöht (iAGS, 2017).

<sup>2</sup> Portfolio-Diversifizierung wird auch als Teil der Lösung des bankenseitigen Home-Bias gegenüber Staatsanleihen betrachtet, der einen Teufelskreislauf von Banken- und Staatsschuldenkrise auslösen kann.

Auch die Behauptung, dass **Diversität** der Finanzquellen die systemische Stabilität erhöhen wird, muss erst einer Prüfung standhalten. Durch ökonomische Modellanalyse ließe sich auch das Gegenteil begründen, nämlich, dass stärker diversifizierte Vermögensportfolios die finanziellen Beziehungen über Interbankenmarkt vertiefen und **systemische Risiken** in Krisenzeiten über Dominoeffekte **verstärken** (Tasca und Battison, 2014). Bessere Streuung der Risiken in guten Zeiten generiert also möglicherweise mehr Risiken in schlechten Zeiten. So sinnvoll ein ausgewogener Finanzierungsmix aus individueller Unternehmenssicht ist, so sehr gilt es aus Systemperspektive Risiken nicht nur zu teilen sondern auch zu senken.

Eher fundamentale Kritik interpretiert die Kapitalmarktunion als Programm zur erneuten Deregulierung und Subvention der europäischen **Großbanken**, die die guten Risiken behalten und die schlechten verbriefen würden (Stockhammer und Reissl, 2016). **Mittelständische Betriebe** erhielten statt besserer Finanzierung eher steigende **Risiken**. Selbst in den USA finanzieren sich vor allem große Unternehmen am Kapitalmarkt während kleinere und mittlere Unternehmen (KMUs) sich dort ebenfalls der Banken bedienen. KMUs brauchen das langfristige Engagement von Hausbanken und nicht den Druck anonymer, kurzfristorientierter Investoren. Der erschwerte Zugang von KMUs zu Bankkrediten in Krisenstaaten könne nur durch eine Sanierung des Bankensektors, zum Beispiel über eine europäische Bad-Bank, gewährleistet werden. Andererseits behandelt die Kapitalmarktunion wichtige Themen nicht (ausreichend), wie etwa eine **Trennung** des oft spekulativen **Investmentbankings** vom traditionellen Einlagen- und **Kreditgeschäft**.

Mehr pragmatisch wird darauf hingewiesen, dass die meisten europäischen Staaten ihrer Pensionssysteme vorwiegend über **Umlageverfahren** steuern, somit also die Dringlichkeit von Kapitalmarktzugang von Pensionsfonds gering ist. Auch der **Fortschritt bei der Bankenregulierung** reduziert den Druck zur Kapitalmarktentwicklung, da Bankenunion, Basel III etc. die Krisenfälligkeit und Krisenkosten senkt. Außerdem wird argumentiert, die Kapitalmarktunion stelle **keine adäquate Lösung** für das Problem der **Investitionsschwäche** dar, da letztere durch geringe Binnennachfrage und hohe Unsicherheit verursacht sei. Im Gegenteil: steigende Sparneigung kann die Nachfrageschwäche sogar verschärfen.

Viele der vorgebrachten Argumente sind diskussionswürdig. Aber allzu pauschaler Kritik ist entgegenzuhalten, dass eine reine Interpretation der Kapitalmarktunion auf eine erneute „Entfesselung der Finanzmärkte“ zu kurz greift. Die Proponenten der Kapitalmarktunion sind sich über einige der **Risiken** durchaus im Klaren und haben manche Kritikpunkte antizipiert. Im Fünf-Präsidentenbericht heißt es etwa: „Da die stärkere Integration der Kapitalmärkte und die allmähliche Aufhebung der nationalen Grenzen jedoch auch zu neuen Risiken für die Finanzstabilität führen können, müssen die vorhandenen Instrumente zur umsichtigen Steuerung der systemischen Risiken der Finanzmarkt-

teilnehmer (**makroprudenzielles Instrumentarium**) **erweitert** und gestärkt werden; dies gilt auch für den Aufsichtsrahmen, der die Solidität aller Finanzakteure gewährleisten soll. Dies sollte letztlich zu einer **einheitlichen europäischen Kapitalmarktaufsicht** führen.“ (Juncker et al., 2015, Hervorhebung durch AutorInnen)

### 3. Konkrete Maßnahmen

Die ursprünglich **33 Maßnahmen** der von der Europäischen Kommission vorgeschlagenen Kapitalmarktunion umfassen Initiativen in den unterschiedlichsten Rechtsbereichen, darunter Finanzmarktaufsicht, Steuer- und Insolvenzrecht oder Rechnungslegung. Die Europäische Kommission gliedert die Maßnahmen in sechs Bereiche:

1. Finanzierung für **Innovation**, Start-ups & KMUs
2. Einfacherer **Börsenzugang** von Firmen
3. Investitionen in Infrastruktur und **Nachhaltigkeit**
4. Ausbau privater und institutioneller **Anlagen**
5. Mehr **Bankenfinanzierung** für die Realwirtschaft
6. Erleichterung **grenzüberschreitender** Investitionen

Im Folgenden kann nur demonstrativ auf bedeutsam erscheinende Projekte eingegangen werden.<sup>3</sup>

- Über ein Legislativpaket zu „einfachen, transparenten und standardisierten **Verbriefungen**“ wurde bereits in EU-Rat und Europaparlamentsausschüssen Einigung erzielt. Die Kommission plant nach Abschluss des Mitbestimmungsverfahrens die Eigenkapitalerfordernisse für Versicherer, die in Verbriefungen investieren, zu überarbeiten. Ziel sind u.a. **Qualitätskriterien**, die Nicht-Experten ermöglichen sollen, Verbriefungen zu klassifizieren.
- An der Umsetzung der Modernisierung von **Prospektvorschriften**, die die Fixkosten bei Anleiheemissionen senken sollen, wird nach erfolgter Einigung im Mitbestimmungsverfahren bereits gearbeitet.
- Einer Verordnung zu Europäischen **Risikokapitalfonds** und gemeinnützigen Unternehmen hat der EU-Rat bereits zugestimmt (noch nicht jedoch das Parlament). Zur Erleichterung des grenzüberschreitenden Vertriebs ist in diesem Vorschlag explizit das Verbot der Verrechnung von Gebühren durch Mitgliedstaaten enthalten.
- Die Kommission legte einen Richtlinienvorschlag zu Umstrukturierungen und **Insolvenzen** von Unternehmen vor. Hier geht es etwa um Restwertbestimmung und Barrieren für effiziente grenzüberschreitende Umstrukturierung. UnternehmerInnen sollen hierdurch eine zweite Chance erhalten; in

diesem Zusammenhang wird auch an einem Benchmarking zur Durchsetzung von Kreditforderungen aus Schuldnerperspektive gearbeitet.

- Die **Eigenmittelunterlegung** für Investitionen in die Infrastruktur soll gesenkt werden, ebenso wie die Eigenkapitalunterlegungsvorschriften für KMUs und Infrastrukturinvestitionen durch Banken.
- Im Rahmen einer konsolidierten Körperschaftsteuer-Bemessungsgrundlage ist geplant, unterschiedliche **steuerliche Behandlung von Fremd- und Eigenkapital** zu unterbinden<sup>4</sup>.
- Vorschläge für ein einfaches, effizientes und wettbewerbsfähiges EU-weites Produkt zur **privaten Altersvorsorge** sollen erarbeitet werden.
- Ein Aktionsplan zu Finanzdienstleistungen für **Privatkunden** wird präsentiert werden.
- Die Kommission erarbeitet eine umfassende europäische Strategie zu **nachhaltiger Finanzierung** im Sinne des Klimaabkommens von Paris („Green Finance“).
- Ein Konzept wird entwickelt, um ein Gleichgewicht zwischen **Finanztechnologiesektor** (FinTech, meist Start-up-Unternehmen, wie digitale Gelbörsen) und Aufsicht sowie Daten- und Verbraucherschutz zu gewährleisten.
- Erörtert werden Gesetzesänderungen, die die Entwicklung des Marktes für **Pfandbriefe** (gedeckte Schuldverschreibungen) unterstützen.
- Überprüft werden auch Barrieren in der **Nachhandelsphase**, die effizientes grenzüberschreitende Clearing und Abwicklung behindern.
- Der Abbau **nationaler Hindernisse** für den **Kapitalverkehr** soll mit Hilfe eines Expertenberichts vorangetrieben werden.
- Ebenso in Arbeit befinden sich ein Weißbuch zur Finanzierung und Führungsstruktur der Europäischen **Aufsichtsbehörden** sowie ein Gesetzesvorschlag für ein effizienteres **makroprudenzielles Rahmenwerk**.
- Ein weiteres Thema ist die Entwicklung eines europäischen **Marktes für Privatplatzierungen**, da diese immer außerhalb von öffentlich zugänglichen Börsen stattfinden.

### 4. Bedeutung für Österreich

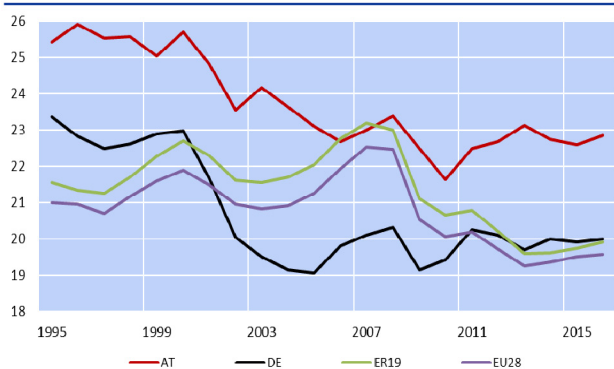
Die Beurteilung der Kapitalmarktunion aus österreichischer Perspektive setzt an der allgemeinen Diskussion der Vorteile und Risiken in Kapitel 2 an, geht aber darüber hinaus. Einerseits ist zu klären, ob es überhaupt ein Finanzierungsproblem in der österreichischen „Re-

<sup>3</sup> Eine Liste der geplanten und in Umsetzung befindlichen Maßnahmen befindet sich im Appendix dieses Artikels.

<sup>4</sup> Offen ist die Frage in welche Richtung diese Angleichung vorzustattengehen soll. Fragen der Steuerneutralität gegenüber anderen Faktoren wie Arbeit oder Umweltnutzung wäre in diesem Zusammenhang berücksichtigungswürdig.

alwirtschaft" gibt und wieweit für diese Probleme unterentwickelte oder nicht ausreichend integrierte Kapitalmärkte eine Ursache sind. Abbildung 2 macht deutlich, dass Österreich zwar **eine der höchsten Investitionsquoten Europas** aufweist, sich jedoch dem allgemein **sinkenden Trend** des Investitionsniveaus über die letzten Jahrzehnte nicht entziehen konnte. Über die **Krisenphase** hielt sich die Investitionsquote des Landes erstaunlich **stabil**. Lässt man die aus makroökonomischer Sicht als weniger produktiv geltenden (Haus)Bauinvestitionen unberücksichtigt, so erreichten die **Ausrüstungsinvestitionen** 2016 sogar ein **Höchstniveau**. Die Investitionsdynamik wird vor allem über gesamtwirtschaftliche **Nachfrage** und Wachstumsperspektiven bestimmt (Fenz und Schneider, 2017). In einer kleinen offenen Volkswirtschaft wie Österreich wird jedoch die effektive Gesamtnachfrage stark von den Entwicklungen in den ausländischen Exportmärkten geprägt. **Angebotsseitige** Faktoren des Potentialwachstums – wie die Finanzierungsbedingungen für Investitionen – spielen daher hierzulande eine vergleichsweise geringere Rolle.

**Abbildung 2:** Entwicklung der Investitionsquote in Österreich, Deutschland, Euroraum und EU (jährlich, in % des BIP)



Quelle: Eurostat.

Die Finanzierung österreichischer nichtfinanzieller Unternehmen erfolgt in erster Linie von innen (aus Gewinnen, Rückstellungen, stillen Reserven oder Abschreibungen). Seit der Krise ist der Anteil der **Innenfinanzierung** an der gesamten Mittelaufbringung sogar von rund 60% auf 80% gestiegen, wovon der überwiegende Teil für Investitionen (Bruttokapitalbildung) verwendet wird. In der Nachkrisenphase wurde der Unternehmenssektor sogar zum **Nettokreditgeber**. Das nominale Volumen der Kreditaufnahme ist in den letzten Jahren wieder leicht gestiegen, wobei kurzfristige Kreditfinanzierung an Bedeutung verloren hat. Eine wachsende Anzahl v.a. größerer Unternehmen gibt in Umfragen an, **keinen Bedarf** an Krediten zu haben. Gleichzeitig teilen die meisten v.a. kleineren Unternehmen die Einschätzung, dass **Banken** zwar bei der Kreditvergabe noch immer Zurückhaltung üben, aber ihre Kreditvergabebereitschaft wieder zunehmen. Insbesondere KMUs beklagen restriktive **Besicherungsanforderungen** und Kreditbedingungen. Wenn auch in den Jahren seit 2011 laut Umfragen ca. 30% bis 40% der Firmen **Kreditbeschränkungen** erfah-

ren haben, so ist jedoch seit 2015 eine **abnehmende Tendenz** von Kreditvergaberestriktionen erkennbar (Kwapil und Waschiczek, 2017).

Gemäß einer jährlichen Befragung europäischer Unternehmen strebt eine Mehrheit der österreichischen Firmen mehr Bankfinanzierung an, aber nur 6% weisen echte **Finanzierungsengpässe** auf (etwas mehr als im EU-Durchschnitt). Am meisten betroffen sind davon Industrie- und Infrastrukturbetriebe. Allerdings ist dem hinzuzufügen, dass die österreichischen Infrastrukturinvestitionen (im Gegensatz zu jenen im EU-Schnitt) während der gesamten Krisenperiode relativ stabil geblieben sind. Mit nur etwa 7% hat Österreich den niedrigsten Anteil an Firmen, die meinen, dass sie in den letzten drei Jahren zu wenig investiert haben. Zudem reflektiert die Tatsache, dass 16% der österreichischen Firmen **im Ausland investiert** haben, dass das Land reich an Kapital ist, und persistent Leistungsbilanzüberschüsse vorweist. Befragt nach **Investitionshindernissen** rangieren Facharbeitermangel, Regulierung von Arbeits- und Produktmärkten, sowie Unsicherheit über die Zukunft wesentlich prominenter als mangelnde Finanzierungsverfügbarkeit (Europäische Investitionsbank, 2017). Im Großen und Ganzen lässt sich also schwer behaupten, dass die Finanzierungsseite hierzulande ein bedeutsames Hindernis für Unternehmensinvestitionen darstellt.

Während die **Eigenkapitalquote** mit 45% **unter** jener des **Euroraums** liegt (51%), übersteigt der Anteil der Bankkredite an den Passiva mit 38% den Euroraum-Durchschnitt (32%). Der hohe **Fremdkapitalanteil** österreichischer Unternehmen erklärt sich nicht zuletzt auch dadurch, dass im **Insolvenzrecht** die **Gläubigerposition** vergleichsweise gut abgesichert ist. Auch die unterschiedliche **steuerliche Behandlung** von **Eigen- und Fremdkapital** spielt in Österreich eine gewisse Rolle, zumal Gewinne besteuert werden, Fremdkapitalzinsen jedoch teilweise abzugsfähig sind (Kwapil und Waschiczek, 2017).<sup>5</sup>

Differenzierter wird das Bild, wenn man die sogenannte **Unternehmensdemographie** betrachtet (Elsinger et al., 2016). Auch wenn der Anteil der KMUs an der Gesamtheit der Unternehmen Österreichs dem üblichen Ausmaß kleinerer EU-Länder entspricht, so sind sehr kleine Firmen (**Mikrounternehmen**) verhältnismäßig unterrepräsentiert. Zusammen mit den Tatsachen einer geringen **Neugründungsrate** (ca. 6 je 1.000 Unternehmen) und eines untergeordneten Anteils an **Private Equity** könnte dies ein Indiz für **Finanzierungsdefizite** sein. Andererseits deutet der relativ (für kleine Länder aber nicht ungewöhnlich) hohe Anteil von mehrheitlich im **Auslandsbesitz** stehenden Unternehmen auf einen reduzierten nationalen Finanzierungsbedarf. Zudem spielen eigentümer- und **familiengeführte** Unternehmen in Österreich eine große Rolle, deren Unternehmenskultur schwer mit den Transparenz- und Cor-

<sup>5</sup> Für Optionen zur Herstellung von Finanzierungsneutralität siehe etwa Gotthelmseder und Handler (2008).

porate-Governance-Erfordernissen moderner Kapitalmärkte in Einklang zu bringen ist.

Zweifellos gibt es bei Eigenkapitalfinanzierung im Bereich der **Innovationsinvestitionen** Verbesserungsbedarf. Zwar liegt Österreich bzgl. der gesamtwirtschaftlichen **Finanzierung von** Forschung und Entwicklung (F&E) im internationalen **Spitzenfeld**. Laut Global-schätzung von Statistik Austria lag 2016 die F&E-Quote bei ca. 3,1% des BIP und damit über dem EU-Ziel von 3%.<sup>6</sup> Die Bundesregierung steckt sich ein ambitionierteres Ziel von 3,76% des BIP, wovon mindestens zwei Drittel privat finanziert werden sollen. Trotz der jüngst beschlossenen Erhöhung der Forschungsprämie scheinen weitere Maßnahmen angebracht, um das Ziel zu erreichen. **Potenzial** zur Verbesserung gibt es auch bei der **Effizienz** der Forschungsausgaben (Rechnungshof, 2016; Schuch und Gampfer, 2017). Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang, dass die Nachfrage nach **Risikokapital** mit Indikatoren der Bildungs- und Innovationsintensität, wie eben auch der F&E-Ausgaben korreliert. Da junge österreichische Unternehmen mit hohem Innovationspotenzial aus Furcht vor fahrlässigem Verhalten (moral hazard) und adverser Selektion oft keinen Kredit von eher risikoscheuen Banken erhalten, würden diese von vereinfachten, harmonisierten und **transparenten Kapitalmarktregelungen** vermutlich profitieren (Elsinger et al., 2017).

Etwa ein Viertel der Vermögenden und rund 68% der Top-5% besitzen Unternehmensanteile, aber nur knapp 2% der unteren Bevölkerungshälfte.<sup>7</sup> Es besteht also noch Potenzial für eine verstärkte Rolle des **Haushaltssektors** bei der direkten **Unternehmensfinanzierung**, da die Bestände an Sparkonten und Immobilien der privaten Stiftungen vergleichsweise groß sind. Die Erschließung von 1% der Sicht- und Sparkonten des Haushaltssektors würde eine dreifache prozentuelle Steigerung von direkten Geschäftsbeteiligungen und Aktien bedeuten (Andreasch, Fessler und Schürz, 2015). Andererseits werden in Österreich private Pensionsmodelle angesichts eines gut ausgebauten Umlagepensionssystems ungeachtet der demographischen Herausforderung nur ein Nischendasein fristen.

Selbst wenn die Bedeutung der Kreditfinanzierung weiter abnehmen sollte, werden also **Banken** weiterhin eine **wesentliche** Funktion im gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsprozess behalten. KMUs werden sich auch in Zukunft vor allem fremd- und innenfinanzieren, um unabhängig zu bleiben sowie komplexen und volatilen Finanzierungserfordernissen auszuweichen.

<sup>6</sup> Runde 48% der Forschungsausgaben finanzieren österreichische Unternehmen, 16% ausländische Unternehmen und den wesentlichen Rest der öffentliche Sektor ([www.statistik.at](http://www.statistik.at))

<sup>7</sup> Vom Gesamtvermögen der Haushalte entfallen laut Keuschnigg und Kogler (2016) auf Spareinlagen und Bargeldbestände 71% des BIPs, auf Beteiligungen 47%, auf Finanzvermögen bei Versicherungen und Pensionskassen 37%, jedoch nur 13% auf Anleihen und 6% auf börsennotierte Aktien.

**Verbriefungen** stellen eine Möglichkeit dar, die Vorteile von Bankkredit und Kapitalmarktfinanzierung zu verbinden, spielen in Österreich aber bislang eine **untergeordnete** Rolle. Abhängig von der konkreten Ausgestaltung der **Tranchierung** erhöhen Verbriefungen die Bereitschaft und Kapazität der Banken zur Kreditvergabe, ohne die **Bankenabhängigkeit** der Unternehmensfinanzierung abzubauen. Umgekehrt werden dadurch die Banken von den Kapitalmärkten abhängiger. Zu bedenken gilt jedoch, dass Verbriefungen ein **Nachverhandeln** zwischen Kreditinstituten und Schuldern **erschweren**. Ein stärkeres Engagement von institutionellen Investoren würde zwar wachstums-trächtige, aber auch **riskantere Projekte** finanzieren helfen. Die deshalb schwankende Risikotoleranz der Investoren könnte – der Intention der Kapitalmarktunion zum Trotz – ein prozyklisches Finanzierungsangebot für den Unternehmenssektor verursachen.

Bei aller Anerkennungswürdigen Ambition verbirgt sich in den Zielsetzungen und Instrumenten der Kapitalmarktunion auch Widersprüchliches (siehe u.a. Elsinger et al., 2016):

- Zwar bedeuten standardisierte **Kreditnehmerinformationen** für KMUs einen leichteren Zugang zu Investoren, jedoch bedeuten höhere Kapitalmarktstandards mehr **Komplexität** und somit zusätzliche **Kostenbelastungen** für Unternehmen. Insbesondere für Unternehmen mit geringerem Finanzierungsbedarf bringen sie **keine Erleichterung** für die Mittelaufnahme auf dem Kapitalmarkt.
- Während größere KMU vom Zugang zu neuen Anleihenmärkten profitieren könnten, bleibt unklar, wie die **Liquidität** solcher Märkte garantiert werden würde und ob die intendierte Substitution von Einlagen durch Anleihen nicht zur **Verschärfung** der Bedingungen für die **kleinen KMUs** führen würde, die von Bankkrediten abhängig bleiben.
- Schließlich ist es schwierig zu beurteilen, wie sich andere von der Kapitalmarktunion geförderte Entwicklungen auf die Bankenbranche auswirken werden. Die zunehmende Rolle von Nichtbanken, Crowdfunding, Peer-to-Peer-Kreditvergabe und andere Finanzinnovationen könnte sich **nachteilig auf den Bankensektor** auswirken, dessen Rentabilität ohnehin unter Druck steht. Andererseits werden durch die Verschiebung von Finanzierungen zum Kapitalmarkt bei den **Banken Ressourcen** für zusätzliche Kredite an KMUs frei.
- **Für Aufsichtsbehörden** könnte es auch schwieriger werden, Finanzstabilitätsprobleme angesichts der steigenden Bedeutung unübersichtlicher kapitalmarktbasierter Transaktionen zu identifizieren und zu analysieren.
- Zu berücksichtigen ist auch die Diskrepanz zwischen den geringen **Volumina**, die Unternehmen meist brauchen, und den **Mindestgrößen**, die in einer Kapitalmarktunion für Kapitalmarktfinanzierungen erforderlich sind.



- Darüber hinaus sind v.a. Start-ups vom potentiellen Widerspruch zwischen Informationspflicht und Schutz **geistigen Eigentums** betroffen.
- Schließlich ist anzunehmen, dass **Sprachbarrieren** oder **politische Risiken** grenzüberschreitende Finanzierungen vermutlich noch lange einschränken werden.

Dennoch kann das Projekt Kapitalmarktunion dem Unternehmenssektor **komplementäre Finanzierungsquellen** erschließen. Theoretisch können dadurch Finanzierungsrisiken vermindert werden. Die breitere **Streuung** der Chancen und Risiken von Investitionsprojekten auf mehr risikofähige Anleger würde eine Intermediationsebene beseitigen ohne **per se stabilisierend** zu wirken. Für die **Risikoallokation** bedeutet stärkere Kapitalmarktorientierung u.a. eine Verlagerung der Finanzierungsströme zu **Privatpersonen**, was den Ruf nach **Finanzbildung** und **Konsumentenschutz** lauter werden lässt. Die geplante Entwicklung **europaweiter Informationssysteme** soll Informationsasymmetrien zwischen potenziellen Kapitalgebern und kapitalsuchenden Unternehmen abbauen, um Transaktionen erst zu ermöglichen, Finanzierungskosten zu senken, Risiken zu identifizieren und Fehlallokationen zu verringern.

## 5. Schlussgedanken

### 5.1 Gefahren und Chancen des Brexit

Die Kapitalmarktunion, vorbereitet vom britischen EU-Kommissar Hill, galt auch als ein Versuch, die **EU-Mitgliedschaft Großbritanniens** zu festigen, zumal die City of London als **eine der größten Finanzplätze** davon profitieren sollte. Durch den angekündigten Austritt Großbritanniens aus der EU wird der britische Kapitalmarkt trotz seiner zentralen Bedeutung von der EU abgekoppelt (Ständer, 2016). Der **Brexit** hat mehrere Auswirkungen auf das Projekt der Kapitalmarktunion:

- Einerseits sind die zukünftigen **Finanzbeziehungen** zwischen Großbritannien und der EU unklar. Der **Zugang** britischer Finanzunternehmen zum **Binnenmarkt** über Finanzpässe scheitert möglicherweise an der mangelnden Bereitschaft des Landes, die Verpflichtungen des Binnenmarktes zu erfüllen. Da der britische Kapitalmarkt eine Refinanzierungs- und Handelsplattform für andere europäische Finanzzentren darstellt, wären Standortverlagerungen mit erheblichen **Mehrkosten** in einigen **Marktsegmenten** verbunden.
- Andererseits verliert die Kapitalmarktunion mit dem Vereinigten Königreich einen wichtigen politischen **Fürsprecher und deren größten Profiteur**. Nun könnten manche Finanzstandorte in den anderen 27 EU-Mitgliedstaaten Vorteile davon haben, wenn in Großbritannien beheimatete Unternehmen ihre **Standorte** verlagern. Zudem werden

die EU-Länder versuchen, die verlorene Markttiefe wieder auszugleichen.

- Weiters bietet das Ausscheiden Großbritanniens die **Chance** auf eine umfassende **Institutionenreform**. Der Brexit stärkt a priori jene Kräfte, die die Aufsichtskompetenzen gerne von der nationalen auf die europäische Ebene übertragen sehen. Der nun notwendige Umzug der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) legt nahe, das System der Europäischen Aufsichtsbehörden anzupassen.<sup>8</sup>
- Auch wenn die Londoner **City** internationales **Finanzzentrum** bleibt, wird sie vermutlich einen Teil der etwa 800.000 Beschäftigten verlieren. Dennoch bleiben im hochspezialisierten Mikrokosmos London die Agglomerationsvorteile bestehen.
- Städte wie Frankfurt, Paris und Dublin könnten zwar vom **Bedeutungsverlust** des Finanzplatzes London profitieren; für **internationale Investoren** verlieren jedoch auch kontinentaleuropäische Kapitalmärkte ohne Vernetzung mit London an Attraktivität.
- Ob London weiterhin die Rolle des **Brückenkopfs** in die EU spielen wird, hängt auch davon ab, ob die Europäische Zentralbank darauf drängt, das **Euro-Clearing** aus London zu verlagern.
- Die ursprünglich geplante **Fusion** zwischen der **London Stock Exchange (LSE)** und der **Deutscher Börse** scheiterte an der mangelnden Bereitschaft die wettbewerbsrechtlich motivierte Auflage der EU-Kommission zu erfüllen und einzelne Geschäftsbereiche zu verkaufen.

Wenn Integration für alle eine Win-Win-Situation bedeutet, darf nicht verwundern, dass für Desintegration exakt das Gegenteil zutrifft und **alle** Seiten vom Brexit **verlieren** werden. Verantwortungsvoller Politik muss jedoch daran gelegen sein, den **Schaden** zu **minimieren**. Brexit birgt aber auch **Chancen**, wie etwa die Entwicklung liquider und **tiefer Kapitalmärkte** in den verbliebenen 27 Mitgliedsstaaten; aber auch die weitere Konzentration der **Regulierung** und Aufsicht auf europäischer Ebene, welche (wie etwa bei Marktinfrastrukturbetreibern) bisher am **Veto** Großbritanniens zu scheitern drohten. Solange wirtschaftlicher Nationalismus in einem regulatorischen Wettlauf nach unten endet, führt kein Weg an einer **Kompetenzausweitung** der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde oder der EZB vorbei (Veron, 2016).

### 5.2 Schnittstelle zur Fiskalunion

Die Kapitalmarktunion ist nicht nur Ersatz sondern auch **Ergänzung** der **Fiskalunion**. Zwar gewährleisteten geografisch diversifizierte Anlagen-Portfolios, dass Renditen weniger mit dem Inlandsprodukt korrelieren, was

<sup>8</sup> Auch Wien bietet sich als zukünftiger Standort an. Allerdings werden auch Frankfurt, Paris, Amsterdam, Luxemburg, Stockholm, Dublin, Warschau und Mailand genannt.

wiederum die Notwendigkeit der Risikoteilung durch öffentliche Mittel reduziert. Es zeigt sich aber, dass föderalistisch organisierte Länder, wie die USA, Kanada oder Deutschland mit starker **privatwirtschaftlicher** Risikoteilungsfunktion gegenüber regionsspezifischen Einkommensschocks gleichzeitig über wirksame Mechanismen zur **öffentlichen Risikoteilung** bzw. -reduktion (v.a. interregionale Fiskaltransfers) verfügen (Allard et al., 2013). Eine plausible Erklärung für die Komplementarität ist, dass ein Mindestmaß an fiskalische Integration auch die nötige Sicherheit für länderübergreifende Finanzinvestitionen bietet.

Der sogenannte **Fünf-Präsidenten-Bericht** skizziert eine Fiskalunion mit einer quasi-budgetären „makroökonomischen Stabilisierungsfunktion“ und einer **Euro-Raum-Schatzkammer**, die auch Euro-Anleihen mit gemeinsamer Haftung ausgeben könnte. Allerdings sind solche **Eurobonds** nur nach vollständiger fiskalischer Integration vorgesehen (Juncker et al., 2015). Mangels eines **gemeinschaftlichen „safe sovereign assets“** fungiert ein nationaler sicherer souveräner Vermögenswert – der deutsche Bund – als Referenzanlage des Finanzsystems, was aber mit den synchronen Zielen der freien Kapitalmobilität und der Aufrechterhaltung der wirtschaftlichen und finanziellen Stabilität in einer Währungsunion unvereinbar ist („safety trilemma“; Van Riet, 2017). Der Euro-Raum braucht daher einen gemeinsamen sicheren souveränen Vermögenswert, vergleichbar mit dem US-Treasury im „Dollar-Raum“. Mangels Konsens auf Eurobonds mit vollständiger Risikoteilung zwischen den Mitgliedsstaaten, werden im European Systemic Risk Board sogenannte **sovereign bond-backed securities** (SBBS) diskutiert, die in Anlehnung an einen Vorschlag von Brunnermeier et al. (2016) eine hochliquide europäische Anlageklasse mit geringem Risiko und ohne Schuldenvergemeinschaftung darstellen würden, die zudem den krisenverstärkenden **Staaten-Banken-Nexus** lindern könnten.

Eine weitere Schnittstelle zwischen Kapital- und Fiskalunion stellt die **Finanztransaktionssteuer** dar, deren geplante Einführung in mindestens elf Mitgliedsstaaten jedoch bereits öfters verschoben wurde. Angesichts der voranschreitenden Finanzmarktglobalisierung treten die Grenzen einer unilateral eingeführten Steuer auf Finanztransaktionen offensichtlich zutage. Hingegen lässt eine EU-weit koordinierte Einführung neben mehr Steuereinnahmen einen Beitrag zur Finanzmarktstabilität erwarten (Schratzstaller, 2017). Im Sinne der Kapitalmarktunion wäre durch steuerliche Gleichbehandlung auch ein wichtiges Integrationshindernis beseitigt.

### 5.3 Fazit

Das von der Europäischen Kommission gestartete Projekt einer Kapitalmarktunion soll eine stärkere **Integration** der europäischen Kapitalmärkte gewährleisten, die Abhängigkeit der Unternehmen von Banken verringern und mehr **diversifizierte Finanzierungsquellen**

für Investitionen bieten. Erklärte Ziele sind, in Europa **Kapital zu erschließen, das** allen **Unternehmen**, einschließlich KMU, sowie Infrastrukturvorhaben zufließen soll, sowie Sparern und Investoren neue Möglichkeiten zu eröffnen. Regulierung soll Anreize für **Risiko-Pooling** und Risikoteilung setzen und aufsichtsrechtlich solide **Risikomanagementstrukturen** sämtlicher Finanzinstitute sicherstellen. Auch die **Besteuerung** kann hier eine wichtige Rolle spielen, indem über Rechtsräume hinweg für eine **neutrale** Behandlung unterschiedlicher, aber vergleichbarer Aktivitäten und Investitionen gesorgt wird.

Der Aktionsplan für eine Kapitalmarktunion ist **kein abgeschlossenes System**, sondern umfasst unterschiedliche Aspekte um die Unternehmensfinanzierung zu erleichtern, z. B. eine Vereinfachung der Prospektspflichten; ein reanimierter EU-Markt für sichere, transparente und standardisierte Verbriefungen; harmonisierte **Rechnungslegungs-** und Abschlussprüfungsverfahren; Anpassungen bei Insolvenzrecht, Gesellschaftsrecht, Eigentumsrechten und grenzübergreifender **Rechtsdurchsetzbarkeit**.

Ob dieses Projekt seine Versprechen einhalten kann, ist kontrovers. Seitens der europäischen Sozialpartner werden „ernsthafte Bedenken im Hinblick auf die Relevanz und Wirksamkeit der Kapitalmarktunion für kleinere und mittlere Betriebe“ angemeldet (Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss, 2016). Die Bestrebungen, die Verbriefung wiederzubeleben, könnten nach Meinung einiger Kommentatoren die **Schattenbankaktivitäten** großer Banken fördern und damit die Finanzmarktstabilität sowie den Risikoabbau von Banken gefährden (Gabor und Ban, 2016).

Unabhängig von Finanzmarktstabilitätsüberlegungen sollte die Integration der **öffentlichen Kapitalmärkte** oberste Priorität bei der Förderung der finanziellen Integration genießen. **Staatsanleihen** bilden das **Rückgrat** moderner Kapitalmärkte, als Besicherung für geldpolitisch essentielle **Repo-Transaktionen**<sup>9</sup> sowie Kredite aller Art, als wichtiger und wachsender Bestandteil von Finanzmärkten und gleichzeitig deren Benchmark. Die Bereitstellung eines liquiden, integrierten **Staatsanleihemarktes** über synthetische, möglichst sichere Anlageprodukte (wie SBBS oder Euro-Anleihen) ist somit ein dringlicherer Auftrag an die Kapitalmarktunion als die Förderung privater Kapitalmärkte.

Abgesehen davon sollte der Fokus der Kapitalmarktunion auf der Beseitigung von Integrationshemmnissen durch nationale Insolvenz-, Steuer- und Wertpapiergesetzgebung liegen (Schäfer, 2016). Nicht zuletzt gilt es, das makroprudenzielle Instrumentarium zu erweitern, um dem zusätzlichen Risikopotential der Kapitalmarktunion für die Finanzmarktstabilität und dem Ziel einer **einheitlichen europaweiten Kapitalmarktauf-sicht** gerecht zu werden (Juncker et al. 2015).

<sup>9</sup> Repo-Transaktionen sind befristete liquiditätszuführende Geschäfte auf der Basis von Rückkaufvereinbarungen.

Ob aus **österreichischer Perspektive** eine Stärkung der **Risikokapitalfinanzierung** der Unternehmen einen Beitrag zur Stärkung der Wirtschaftsdynamik leisten kann, wird diskutiert. Als sicher gilt, dass trotz allgemein guter Finanzierungssituation österreichische Firmen über eine vergleichsweise **niedrige Eigenkapitalbasis** verfügen. Insbesondere junge Unternehmen mit hohem **Innovationspotenzial** benötigen einen erleichterten Zugang zu Eigenkapitalfinanzierungen, da sie oft keinen Kredit von eher risikoscheuen Banken erhalten. Diese Unternehmen könnten von vereinfachten, harmonisierten und **transparenten** Kapitalmarktregelungen profitieren. Auf **Verbesserungsbedarf** deutet etwa die hierzu-lande niedrige **Neugründungsrate** oder das geringe Aufkommen von (inländischen) Private-Equity-Finanzierungen. Für die österreichische Wirtschaftspolitik bietet die Kapitalmarktunion **Synergiepotentiale** mit aktuellen **Reformvorhaben**, wie den KMU-Börsen, der Start-up-Finanzierungsoffensive oder der Kapitalmarktinitiative des Wirtschaftsministeriums. Wesentlich ist aber, bei der Umsetzung des Projekts Kapitalmarktunion die leistungsstarken Aspekte kapitalmarktunabhängiger Strukturen, wie etwa das öffentliche Pensionsystem oder das flächendeckende Kreditfinanzierungsangebot für die mittelständische Wirtschaft nicht zu gefährden. Oberste Priorität sollte ohnehin das Projekt einer Integration öffentlicher Kapitalmärkte einnehmen.

## 6. Literaturverzeichnis

- Allard, C., P. Koeva Brooks, J.C. Bluedorn, F. Bornhorst, K. Christopherson, F. Ohnsorge und T. Poghosyan (2013), "Toward a Fiscal Union for the Euro Area", IMF Staff Discussion Note 13/09.
- Andreasch, M., P. Fessler und M. Schürz (2015), "Financing the Austrian Economy – A Bird's Eye View Based on Financial Accounts from 1995 to 2014 and a Look at the Road Ahead", Monetary Policy & the Economy Q4/15, OeNB, 55–73.
- Brunnermeier, M. K., S. Langfield, M. Pagano, and R. Reis, S. Van Nieuwerburgh und D. Vayanos (2016), "ESBies: Safety in the Tranches", ESRB Working paper 21 (September), European Systemic Risk Board, Frankfurt.
- Constâncio, V. (2016), "Capital Markets Union and the European monetary and financial framework", Keynote speech at Chatham House, London, 21 March; [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).
- Cournède, B. und O. Denk (2015), "Finance and Economic Growth in OECD and G20 Countries", OECD Economics Department Working Papers, 1223.
- Elsinger, H., R. Köck, M. Kropp und W. Waschiczek (2016), "Corporate Financing in Austria in the Run-Up to Capital Markets Union", Financial Stability Report 31, OeNB.
- Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss (2016), "Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses zu der Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss, den Ausschuss der Regionen – Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion", 514. Plenartagung, 17./18. Februar 2016 (2016/C 133/04), Brüssel.
- Finance Watch (2014), "A missed opportunity to revive "boring" finance? A position paper on the long term financing initiative, good securitisation and securities financing", Finance Watch, Dezember 2014, Brüssel ([www.finance-watch.org](http://www.finance-watch.org)).
- Europäische Investitionsbank (2017), "EIBIS 2016 EIB Group Survey on Investment and Investment Finance 2016, Country Overview: Austria", Luxemburg.
- Europäische Kommission (2015), "Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion", COM (2015)0468 final, vom 30. September.
- Fenz, G. und M. Schneider (2017), "Investment in Austria – Stylized Facts", EIB/OeNB-Workshop „Investment and Investment Finance – The Austrian case“, 2. März, Wien, Präsentationsfolien. [www.oenb.at](http://www.oenb.at).
- Gabor, D. und C. Ban (2016), "Banking on bonds: The new links between states and markets", Journal of Common Market Studies 54/3. pp. 617-635.
- Gotthelmseder, G. und H. Handler (2008), "Ziele und Optionen der Steuerreform: Reformoptionen für die Unternehmensbesteuerung", WIFO-Monographien, Dezember.
- iAGS (2017), "The independent Annual Growth Survey 2017: The Elusive Recovery", [www.iags-project.org](http://www.iags-project.org) 2017.
- Juncker, J.-C., D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi und M. Schulz. (2015), „Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden“. Europäische Kommission, Brüssel.
- Kwapil, C. und W. Waschiczek (2017), "The role of finance in corporate investment in Austria", EIB/OeNB-Workshop „Investment and Investment Finance – The Austrian case“, 2. März, Wien, Präsentationsfolien. [www.oenb.at](http://www.oenb.at).
- Keuschnigg, C. und M. Kogler (2016), „Finanzplatz Österreich - Eine Strategie für Wachstum und Stabilität“, Wirtschaftspolitisches Zentrum Wien und Universität St. Gallen, FGN-HSG, 20. Juli.
- Langfield, S. und M. Pagano M. (2016), "Financial structure and growth revisited", VoxEU, 1. Februar 2016 (<http://voxeu.org/print/60061>).
- Pribil, K. und R.S. Karas. (2004), „Der europäische Aktionsplan für Finanzdienstleistungen“, Raiffeisen Blatt 11/2004. [www.raiffeisenblatt.at/](http://www.raiffeisenblatt.at/).
- Rechnungshof (2016), „Forschungsfinanzierung in Österreich“, Bericht des Rechnungshofes, Bund 2016/8, Wien.
- Schäfer, D. (2016), „Regulierung der EU-Finanzmärkte“, Wirtschaftsdienst 2016/8: 563-570.
- Schatzenstaller, M. (2017), „Warum eine EU-weite Finanztransaktionssteuer überfällig ist“, Wien, ÖGfE Policy Brief, 02/2017.
- Schuch, K. und R. Gampfer (2017), "RIO Country Report 2016", Research and Innovation Observatory country reports series Austria; European Commission, Joint Research Center, Luxembourg.
- Ständer, P. (2016), „Nach dem Brexit – Was wird aus der Kapitalmarktunion?“, Jacques Delors Institut – Berlin.
- Stockhammer E. und S. Reissl, (2016), „Europäische Kapitalmarktunion – ein Schritt in die falsche Richtung“, Blogbeitrag in [blog.arbeit-wirtschaft.at](http://blog.arbeit-wirtschaft.at), 14. Jänner. <http://blog.arbeit-wirtschaft.at/kapitalmarktunion-falsche-richtung/>
- Tasca, P. und S. Battiston (2014), "Diversification and Financial Stability", LSE-SRC Discussion Paper 10.
- Van Riet, A. (2017), "Addressing the safety trilemma: a safe sovereign asset for the Eurozone", ESRB Working Paper 35.
- Veron, N. (2016) "Financial Union: the Policy Agenda", Zusammenfassung eines Beitrags zum EMU Forum 2016 – Completing Economic and Monetary Union (24-25 November), [www.oenb.at](http://www.oenb.at).

## 7. Appendix

### Maßnahmen im Rahmen des Aktionsplans zur Europäischen Kapitalmarktunion<sup>1</sup>

#### I. Finanzierung für Innovation, Start-ups & KMUs

- Risikokapital und Aktienfinanzierung unterstützen
  1. Paneuropäische Risikokapital-Dachfonds
  2. Rechtsnovellen zu Risikokapital und soziales Unternehmertum
  3. Steueranreize für Risikokapital und Business Angels
- Überwindung von Barrieren für KMU-Investitionen
  4. Strukturierte Begründung der Ablehnung von KMU-Krediten
  5. Landkarte mit nationalen Unterstützungs- bzw. Beratungskapazitäten
  6. Entwicklung europaweiter Informationssysteme
- Förderung innovativer Formen der Unternehmensfinanzierung
  7. Bericht zu Crowdfunding
  8. Koordinierter Ansatz zur Kreditschöpfung durch Fonds
  9. Förderung privater Platzierungen

#### II. Kapitalaufnahme von Firmen auf Börsen vereinfachen

- Zugangserleichterung auf Börsen
  10. Modernisierung der Prospektrichtlinie
  11. Prüfung von Regulierungshindernissen für KMUs auf Börsen.
  12. Prüfung des Marktes für Unternehmensanleihen
- Unterstützung von Aktienfinanzierung
  13. Prüfung steuerlicher Diskriminierung von Eigen- vs. Fremdkapital

#### III. Langfristige Investitionen in Infrastruktur und Nachhaltigkeit

- Unterstützung von Infrastrukturinvestitionen
  14. Anpassung Eigenkapitalregeln für Versicherer bzgl. Infrastruktur und Langfristprojekte
  15. Niedrigere Eigenkapitalerfordernisse für Infrastruktur-Exponierung von Banken
- Konsistentes Regelwerk für Finanzdienste
  16. Sondierung zur Gesamtwirkung der Finanzmarktreformen
- Unterstützung von Zukunftsinvestitionen
  17. Förderung nachhaltiger Finanzleistungen
- Mehr Chancen für institutionelle Investoren und Fondmanager
  18. Beurteilung der aufsichtsrechtlichen Behandlung von Private Equity und privat platzierter Schuldtitle
  19. Befragung zur Behinderung grenzüberschreitender Investitionsfonds

#### IV. Ausbau privater und institutioneller Anlagen

- Mehr Auswahl und Wettbewerb für Kleinanleger
  20. Grünbuch zu Privatkundenfinanzdienste und Versicherungen
- Hilfe für Privatinvestoren
  21. Prüfung Anlageprodukte für Kleinanleger
- Förderung von Pensionssparen
  22. Prüfung eines Rahmenwerks für private Altersvorsorge

#### V. Ausbau der Bankenfinanzierung für die Realwirtschaft

- Stärkung lokaler Finanznetzwerke
  23. Ausnahmen von Eigenkapitalerfordernissen für Genossenschaftsbanken
- Aufbau eines EU-Verbriefungsmarktes
  24. Vorschlag für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen und Revision der Kapitalkalibrierungen für Banken
- Finanzierung der Realwirtschaft
  25. Beratung zu Rahmenwerk für Pfandbriefe etc. für KMUs
  26. Prüfung nationalen Zwangsvollstreckungs- und Insolvenzrechts aus Schuldnerperspektive

#### VI. Erleichterung grenzüberschreitender Investitionen

- Abbau nationaler Hürden für grenzüberschreitende Investitionen
  27. Bericht zu nationalen Hindernissen des freien Kapitalverkehrs
- Verbesserung Infrastruktur für grenzüberschreitende Investitionen
  28. Maßnahmen zu Wertpapierbesitzregeln und Drittwirkung bei Anspruchsabtretung
  29. Abbau Hürden bei grenzüberschreitenden Clearing- und Abwicklungsvereinbarungen
- Konvergenz bei Insolvenzprozessen
  30. Richtlinie zu präventiven Rahmenvorschriften für Umstrukturierungen und zweite Chancen
- Abbau grenzüberschreitender Steuerschranken
  31. Verhaltensregeln für Kapitalertragssteuererleichterung an der Quelle
  32. Studie über Steuerschranken für Pensionsfonds und Lebensversicherer
- Konvergenz von Aufsicht und Aufbau von Kapitalmarktkapazität
  33. Strategie zur Aufsichtskonvergenz
  34. Weißbuch zu den Europäischen Aufsichtsbehörden
  35. Technische Unterstützung für Mitgliedstaaten
- Kapazitätsausbau für Finanzmarktstabilität
  36. Überprüfung des makroprudenziellen EU-Rahmenwerks

<sup>1</sup> Eigene Übersetzungen auf Basis des Überblicks über sämtliche Maßnahmen auf der Homepage der EU-Kommission unter: [http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/implementation-table\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/implementation-table_en.htm). Dort befinden sich auch Verweise auf den jeweils aktuellen Stand der Umsetzung und entsprechende Dokumente.

**AutorInnen:**

Mag. Andreas Breitenfellner  
Lead Economist  
Abteilung für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen im  
Ausland  
Oesterreichische Nationalbank  
Telefon: +43 1 40420 5242  
Email: andreas.breitenfellner@oenb.at

Dr. Helene Schuberth  
Abteilungsleiterin  
Abteilung für die Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen im  
Ausland  
Oesterreichische Nationalbank  
Telefon: +43 1 40420 5200  
Email: helene.schuberth@oenb.at

**Impressum:**

Die Policy Briefs erscheinen in unregelmäßigen Abständen zu aktuellen außenwirtschaftlichen Themen. Herausgeber ist das Kompetenzzentrum "Forschungsschwerpunkt Internationale Wirtschaft" (FIW). Das Kompetenzzentrum FIW ist ein Projekt von WIFO, wiiw und WSR im Auftrag des BMWFW. Die Kooperationsvereinbarungen des FIW mit der Wirtschaftsuniversität Wien, der Universität Wien, der Johannes Kepler Universität Linz und der Leopold-Franzens-Universität Innsbruck werden aus Hochschulraumstrukturmitteln gefördert. Das FIW bietet u.a. den Zugang zu internationalen Außenwirtschafts-Datenbanken, eine Forschungsplattform und Informationen zu außenwirtschaftsrelevanten Themen.

Für die Inhalte der Policy Briefs sind die jeweiligen AutorInnen verantwortlich. Die von den Autorinnen in diesem Policy Brief zum Ausdruck gebrachte Meinung gibt nicht notwendigerweise die Meinung der Oesterreichischen Nationalbank oder des Eurosystems wieder.

**Kontakt:**

FIW-Projektbüro  
c/o WIFO  
Arsenal, Objekt 20  
1030 Wien  
Telefon: +43 1 798 26 01 / 335  
Email: [fiw-pb@fiw.at](mailto:fiw-pb@fiw.at)  
Webseite: <http://www.fiw.at/>

