

Stellungnahme der Deutschen Bundesbank zum Grünbuch „Kapitalmarktunion“ der Europäischen Kommission

Hintergrund

Der freie Kapitalverkehr bildet eine wichtige Säule des Europäischen Binnenmarktes. In den vergangenen Jahrzehnten wurden mit Blick hierauf bereits mehrere Initiativen gestartet. So wurde 1988 der Abbau von Kapitalverkehrskontrollen initiiert¹; der Financial Services Action Plan (FSAP) wurde 1999 verabschiedet und in den Folgejahren implementiert.²

Trotz der erreichten Fortschritte erscheint die **Entwicklung und Integration der Europäischen Kapitalmärkte nach wie vor unvollständig**. Die Finanzkrise hat zu einer Fragmentierung der Finanzmärkte beigetragen. Externe Unternehmensfinanzierung und grenzüberschreitende Kapitalströme werden von Bankkrediten dominiert. Der Abbau des Schuldenüberhangs in einigen Mitgliedstaaten verläuft schleppend. Wichtige Politikbereiche, die Finanzierungsstrukturen beeinflussen, liegen nach wie vor im Ermessensspielraum nationaler Gesetzgeber und stellen eine Quelle der Marktfragmentierung in Europa dar.

Durch die **Bankenunion** wurden wichtige Lücken in der Beaufsichtigung von Banken geschlossen. Die frühzeitige Ermittlung von Risiken im Bankensektor sowie die Bewältigung eintretender Risiken sind die jeweiligen Kernziele des Single Supervisory Mechanism (SSM) und des Single Resolution Mechanism (SRM). Durch den Bail-In-Mechanismus soll private Risikohaftung die Regel werden und nicht länger eine Ausnahme bleiben. Die **Kapitalmarktunion** hat zum Ziel, die Bankenunion zu ergänzen und den einheitlichen Binnenmarkt für Kapital zu vertiefen. Das Projekt Kapitalmarktunion sollte daher **alle 28 Mitgliedstaaten einbinden** und sich nicht auf die Eurozone beschränken.

In der Finanzierungsstruktur europäischer Unternehmen sind **Bankkredite – und folglich Schuldenfinanzierung – nach wie vor die Hauptquelle externer Unternehmensfinanzierung**. In einigen EU-Mitgliedstaaten ist das Volumen der

¹ Richtlinie des Rates 88/361/EWG vom 24. Juni 1988.

² Die "Markets in Financial Instruments Directive" (MiFID) zielt auf die Entwicklung und Integration europäischer Eigen- und Fremdkapitalmärkte ab. Für einen Überblick über FSAP-Elemente, siehe CRA (2009): "Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan", *Report prepared for the European Commission*.

Aktienmarktkapitalisierung geringer als das Volumen von Bankkrediten an den privaten Sektor.³ Flow-of-funds Daten zeigen, dass europäische nichtfinanzielle Unternehmen erheblich mehr Bankkredite beziehen als Unternehmensanleihen emittieren. In den USA hingegen sind Anleihen für Firmen wichtiger als Bankkredite. Besser entwickelte und integrierte Kapitalmärkte hätten allerdings in Europa wertvolle Finanzierungsmöglichkeiten für die Realwirtschaft bieten können, als Banken in der Finanzkrise ihre Kreditvergabe reduzierten.⁴ Zudem neigen Banken in Krisenzeiten stärker als Kapitalmarktinvestoren dazu, Schulden zu prolongieren, Bilanzkorrekturen aufzuschieben und damit wachstumsfördernde Entschuldungsprozesse zu bremsen.⁵ Folglich ist nicht auszuschließen, dass die starke Konzentration auf Bankkredite der Unternehmensfinanzierung in Europa die negativen Effekte der globalen Finanzkrise von 2007-09 auf das Wirtschaftswachstum verstärkt hat.

Im Hinblick auf die Struktur der grenzüberschreitenden Kapitalströme nahm die Kapitalmarktintegration im Euroraum mit Beginn der späten 1990er Jahre rapide zu, entwickelte sich jedoch seit Ausbruch der Finanzkrise rückläufig. Die Integration der Kapitalmärkte wurde primär durch Schuldeninstrumente getrieben. Während der Finanzkrise zeigten die Bankkreditströme hingegen eine plötzliche Umkehr auf heimische Märkte, die möglicherweise zu einer Verschlimmerung der Wirtschaftskrise beitrug. Auch grenzüberschreitende Investitionen in Anleihemärkten innerhalb des Euroraums stiegen zunächst bis 2007/08 an und sanken im Nachgang der Finanzkrise wieder ab. Im Gegensatz dazu wuchsen grenzüberschreitende Eigenkapitalinvestitionen in Aktienmärkten innerhalb der Eurozone über die vergangenen 15 Jahre stetig und blieben selbst während der Finanzkrise stabil. Grenzüberschreitende Aktien- und Anleiheinvestitionen durch Investoren aus Nicht-Euro-Ländern sind dagegen vergleichsweise niedrig.⁶ Insgesamt liegt der „Home Bias“ in Aktien- und Anleiheinvestitionen im Euroraum substantiell unter dem OECD-Durchschnitt.⁷ Im Vergleich zu den gut integrierten öffentlichen Märkten für Aktien und Anleihen gibt es in der EU allerdings andere Kapitalmarktsegmente, wie den Markt für Venture Capital, die weiterhin stark fragmentiert sind und grenzüberschreitende Investitionen, wie Mergers und Acquisitions (M&A), werden durch institutionelle Barrieren gehemmt.⁸

³ Langfield, S., M. Pagano (2014): "Is Europe Overbanked?", *ESRB Report of the Advisory Scientific Committee*, No. 4.

⁴ Adrian, T., P. Colla, H. S. Shin (2012): "Which Financial Frictions? Parsing the Evidence From the Financial Crisis of 2007-9", *NBER Macro Annual Conference, 20-21 April 2012*. Becker, S., V. Ivashina (2014): "Cyclicality of Credit Supply", *Journal of Monetary Economics*, 62, pp. 76-93.

⁵ Gambacorta, L., Yang, J., Tsatsaronis, K. (2014): "Financial Structure and Growth", *BIS Quarterly Review March 2014*, pp. 21-35.

⁶ ECB (2015): „Financial Integration in Europe 2015“, April 2015.

⁷ De Santis, R. A., B. Gérard (2009): "International Portfolio Reallocation: Diversification Benefits and European Monetary Union", *European Economic Review*, 53 (8), pp. 1010-1027. So befindet sich beispielsweise in Deutschland fast 60% der Aktienmarktkapitalisierung in ausländischem Besitz. Bundesbank (2014): "Ownership Structure in the German Equity Market: General Trends and Changes in the Financial Crisis", *Bundesbank Monthly Report, September 2014*, pp. 19-32.

⁸ Hopt, K. (2014) "Takeover Defenses in Europe: A Comparative, Theoretical and Policy Analysis", *Columbia Journal of European Law*, 20 (2), pp. 249-282. Jones, A., J. Davies (2014): "Merger Control and the Public Interest: Balancing EU and Na-

Zudem scheinen in einigen Mitgliedstaaten Schuldenüberhänge zu bestehen, da sich nach wie vor **hohe Bestände ausgefallener Kredite in den Bankbilanzen** befinden. Dies bremst die effiziente Reallokation von Kapital in der Realwirtschaft, die eine Rückkehr zu Wirtschaftswachstum erleichtern würde.⁹ Hierin unterscheidet sich Europa von den USA, wo der Entschuldungsprozess nach der Finanzkrise erheblich schneller voranging.

Insgesamt zeigen diese Beobachtungen, dass für die Kapitalmarktunion das Potenzial besteht, europäische Kapitalmärkte weiter zu entwickeln und stärker zu integrieren. Insbesondere **ein höherer Eigenkapitalanteil an externer Finanzierung sowie an grenzüberschreitenden Kapitalströmen kann eine „Doppelte Dividende“ generieren**, da hierdurch das Europäische Finanzsystem widerstandsfähiger werden würde und mehr zum Wachstum beitrüge. Wachstum und Finanzstabilität können durch die folgenden Kanäle gestärkt werden:

Erstens fördert Eigenkapitalfinanzierung Innovationen und Investitionen.¹⁰ Die Nachfrage von Firmen nach externer Eigenkapitalfinanzierung steigt parallel zu ihrem Bedarf an Finanzierung für Investitionsmöglichkeiten, die sich aus Forschung und Entwicklung (F&E) ergeben.¹¹ Beispielsweise hat ein hohes Angebot an externer Eigenkapitalfinanzierung substantiell zum Anstieg der F&E-Aktivitäten in den USA in den 1990er Jahren beigetragen¹², und Private Equity hat ebenso F&E-Aktivitäten in Europa gefördert.¹³ In diesem Zusammenhang sollte bei dem Projekt Kapitalmarktunion ein besonderes Augenmerk auf den positiven Auswirkungen von Private Equity auf Innovationstätigkeiten junger Unternehmen¹⁴ sowie auf den positiven Spillover-Effekten von Venture Capital Investitionen in einzelne Firmen auf Innovationsaktivitäten anderer Firmen liegen.¹⁵

Zweitens stellen Eigenkapital (und andere Kapitalinstrumente mit zustandsabhängigen Zahlungsströmen) einen **Verlustpuffer für finanzielle und nichtfinanzielle Unternehmen** dar. Wenn Risiken eintreten und Firmen negative Schocks erfahren, passt sich der Wert des Eigenkapitals an und Dividendenausschüttungen können ausgesetzt werden. Eigenkapitalinvestoren

tional Law in the Protectionist Debate”, *King’s College London Dickson Poon School of Law Legal Studies Research Paper No. 2015-12*.

⁹ Liu, Y., C. B. Rosenberg (2013): “Dealing with Private Debt Distress in the Wake of the European Financial Crisis”, *IMF Working Paper No. 13/44*.

¹⁰ Kortum, S., J. Lerner (2000): “Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation”, *RAND Journal of Economics*, 31 (4), pp. 674-692.

¹¹ Aghion, P., A. Klemm, S. Bond, I. Marinescu (2004): “Technology and Financial Structure: Are Innovative Firms Different?”, *Journal of the European Economic Association*, 2 (2-3), pp. 277-288.

¹² Brown, J. R., S. M. Fazzari, B. C. Petersen (2009): “Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity, and the 1990s R&D Boom”, *Journal of Finance*, 64 (1), pp. 151-185.

¹³ Popov, A. A., P. Roosenboom (2009): “Does Private Equity Investment Spur Innovation? Evidence from Europe”, *ECB Working Paper No. 1063*.

¹⁴ Lerner, J., M. Sorensen, P. Strömberg (2011): “Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation”, *Journal of Finance*, 66 (2), pp. 445-477.

¹⁵ Watzinger, M., M. Schnitzer (2014): “Measuring Spillovers of Venture Capital”, *Beiträge zur Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik 2014*.

tragen dabei positive und negative Risiken unmittelbar. Höhere Eigenkapitalpuffer stellen sicher, dass Unternehmen größere Schocks erfahren können, ohne Investitionen zu verschieben oder den Geschäftsbetrieb einstellen zu müssen. Eigenkapital sorgt folglich für einen ex ante Absicherungsmechanismus. Im Gegensatz dazu sind Schuldkontrakte üblicherweise unabhängig von der Situation des Kreditnehmers. Wenn Risiken eintreten, ändert dies nicht den offenen Schuldbetrag. Die Forderungen von Kreditgebern sind vor Verlusten geschützt und es erfolgt keine Risikoteilung, es sei denn, der Schuldner geht in ein Insolvenzverfahren und Risikoteilung erfolgt durch Schuldenschnitte. Insolvenzverfahren sind jedoch häufig ineffektiv, verursachen Verzerrungen – z. B. den Aufschub von Investitionen – und können zur Liquidation von lebensfähigen Unternehmensteilen führen. Diese Faktoren sind besonders bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU) präsent¹⁶, sodass mehr Eigenkapitalfinanzierung bei diesen Firmen besonders wirkungsvoll wäre. Die optimale Kapitalstruktur eines Unternehmens hängt allerdings nur indirekt vom Grad der Kapitalmarktentwicklung und -integration ab, sodass sich die Kapitalstrukturen in Reaktion auf das Projekt Kapitalmarktunion höchstwahrscheinlich nur langsam verändern werden.

Drittens können höhere grenzüberschreitende Eigenkapitalinvestitionen zu besserer Risikoteilung zwischen Mitgliedstaaten beitragen, sofern Risiken breit gestreut werden und bei den Investoren liegen, die am besten in der Lage sind, die Risiken zu tragen. Wenn ein lokaler makroökonomischer Schock ein bestimmtes Land trifft, sorgen grenzüberschreitende Eigenkapitalinvestitionen für eine unmittelbare Risikoteilung unter internationalen Investoren und somit für eine Glättung des Einflusses lokaler Schocks auf Einkommen und Konsum. Grenzüberschreitende Schuldkontrakte erlauben keine gleichermaßen effektive Risikoteilung. Vor der Finanzkrise traten grenzüberschreitende Kapitalströme in Europa dennoch überwiegend in Form von Bankkrediten auf, und grenzüberschreitende Portfolioinvestitionen waren von Schuldinstrumenten dominiert. Eintretende Risiken wurden dementsprechend primär durch lokale Schuldner getragen. Eine bessere Risikoteilung durch grenzüberschreitende Eigenkapitalinvestitionen im privaten Sektor würde die Notwendigkeit weiterer fiskalischer Risikoteilungskanäle verringern, die jüngst häufig Bestandteil politischer Debatten sind. Potenzielle Vorteile aus besserer Risikoteilung durch grenzüberschreitende Eigenkapitalinvestitionen gehen zudem über die Eurozone hinaus. Auch Nicht-Euro-Mitgliedstaaten sind von unzureichender Risikoteilung betroffen. Zum Beispiel werden Wechselkursrisiken aus Fremdwährungskrediten gegenwärtig primär durch lokale Schuldner getragen. Mehr grenzüberschreitende Risikoteilung würde allen 28 Mitgliedstaaten zugute kommen.

¹⁶ Bergthaler et al. (2015): "Tackling Small and Medium Sized Enterprise Problem Loans in Europe", *IMF Staff Discussion Note No. SDN/15/04*.

Prioritäten für Reformen

Vor diesem Hintergrund sehen wir drei Prioritäten für Reformen:

- Hinsichtlich der **bestehenden finanziellen Aktiva** in Europa ist die Restrukturierung der Schulden des privaten Sektors gegenwärtig durch wenig effektive Insolvenzverfahren eingeschränkt. Um den Umgang mit „Altlasten“ zu vereinfachen, sollte eine **Reform unzureichender nationaler Insolvenzordnungen** avisiert werden. Insolvenzordnungen sollten idealerweise eine schnelle Wiederherstellung lebensfähiger Unternehmen und die Liquidation nicht lebensfähiger Unternehmen in kalkulierbarer, transparenter Form ermöglichen. Dies würde Umschuldungen erleichtern, die Auflösung von „Altlasten“ erlauben, eine Reallokation von Finanzierungsmitteln zu produktiven Zwecken anregen und dabei die wirtschaftliche Erholung unterstützen. Ferner würde die Harmonisierung einzelner Aspekte nationaler Insolvenzordnungen die Rechtssicherheit für Investoren, insbesondere Eigenkapitalinvestoren, erhöhen.
- Mit Blick auf den **Zufluss neuer Finanzierungsmittel in Unternehmen** sollte die Kapitalmarktunion bestehende Barrieren der Entwicklung und Integration europäischer Kapitalmärkte abbauen. Um Friktionen für marktbasierter Finanzierung in der EU zu reduzieren, könnte eine bessere Harmonisierung der Rahmenwerke für Verbriefungen und Kreditfonds angestrebt werden. **Jedoch muss eine ambitionierte und effektive Reformagenda über kurzfristige Ziele hinausgehen.** Um die Entwicklung und Integration europäischer Eigenkapitalmärkte in Form von Equity Crowdfunding, Venture Capital, Privatplatzierungen, Aktienmärkten oder M&A zu stärken, sollte die Kapitalmarktunion – innerhalb der Kompetenzen der EU – weiterreichende nationale Politikfelder in Angriff nehmen, die die Struktur und Integration europäischer Finanzmärkte beeinflussen. Diese umfassen Unternehmensrecht, Übernahmeregeln sowie Aspekte von Insolvenz- und Steuerrecht. So können **Übernahmeregeln und Corporate Governance Strukturen** Hürden für (grenzüberschreitende) Investitionen und M&A Transaktionen darstellen. Zusätzlich erlauben nationale **Steuersysteme** gewöhnlich die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsausgaben und liefern dadurch Anreize, Investitionen stärker durch Schulden als mittels Eigenkapital zu finanzieren. Ferner sind Investoren dem Risiko plötzlicher Änderungen wichtiger nationaler Gesetzgebungen ausgesetzt. Diese „politischen Risiken“ führen zu Risikoprämien auf Eigen- und Fremdkapitalinvestitionen, die die Kapitalmarktintegration und Risikoteilung im privaten Sektor schwächen. Die

Kommission sollte daher Mitgliedstaaten – zum Beispiel im Rahmen des strukturierten Dialogs über die Kapitalmarktunion – dazu anregen, die Rechtssicherheit für Kapitalmarktinvestoren zu stärken.

- Um Wachstum und Finanzstabilität zu unterstützen, sollte die Kapitalmarktunion den **Aufbau zusätzlicher Verzerrungen** verhindern. Die Steuerung von Investitionen in einzelne Anlageklassen kann zu einer Fehlallokation von Ressourcen führen und Anreize zu übermäßiger Risikoaufnahme setzen. Beispielsweise kann die Veränderung von Risikogewichten in Kapitalanforderungen für Banken und Versicherungen mit dem Ziel, die Entwicklung einzelner Marktsegmente oder Anlageklassen anzuregen, falsche Anreize setzen. Ferner sollte berücksichtigt werden, dass eine zunehmende marktbasierende Finanzierung zu einer Verlagerung von Aktivitäten in den schwächer regulierten Schattenbankensektor führen kann. Um zu verhindern, dass solche Entwicklungen zu neuen Finanzstabilitätsrisiken führen, sollte die Effektivität gegenwärtiger regulatorischer und aufsichtlicher Rahmenwerke laufend überprüft und diese gegebenenfalls erweitert werden.

Grundprinzipien für Reformen

Grundsätzlich ist es möglich, dass eine **komplette Harmonisierung nationaler Regulierungen nicht notwendig beziehungsweise nicht möglich ist**. Regulierungen, die Finanzmärkte gestalten, ergeben sich aus nationalen institutionellen Rahmenwerken, kulturellen Normen und tief verwurzelten Präferenzen. Diese ändern sich nur langsam und sind nicht ohne weiteres durch Regulierungen und politische Entscheidungen zu beeinflussen. Harmonisierung muss jedoch nicht notwendig sein. So können beispielsweise sehr unterschiedliche Corporate Governance Strukturen ähnliche ökonomische Wirkungen erzeugen.¹⁷ Harmonisierung kann zudem nicht möglich sein, da das Subsidiaritätsprinzip gewahrt bleiben muss. Gleichzeitig kann nationale Politik einen signifikanten Einfluss auf Finanzierungsentscheidungen, Marktentwicklungen und Anreize für grenzüberschreitende Investitionen haben. Die EU kann eine wichtige Rolle bei der Verbesserung der Klarheit über nationale Regulierungen spielen, die explizite oder implizite Barrieren für den Zugang zu Finanzmärkten und den freien Kapitalverkehr darstellen.

¹⁷ Schmidt, R. H., G. Spindler (2000): "Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity", *Working Paper Series: Finance & Accounting, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt a. M.*, No. 27. Heinrich, R. P. (2002): "Complementarities in Corporate Governance", *Kiel Studies. Springer Science & Business Media*.

Weiterhin sollte die Förderung von KMU nicht als politisches Ziel per se betrachtet werden, sondern als ein Weg, den Wettbewerb zwischen Unternehmen zu stärken und Innovationen zu fördern. Hierbei ist zu beachten, dass **gemäß der „Pecking Order“ der Unternehmensfinanzierung verschiedene Finanzierungsformen für verschiedene Typen von Firmen in verschiedenen Entwicklungsphasen geeignet** sind. Besonders KMU bilden eine sehr heterogene Gruppe von Unternehmen mit divergierenden Finanzierungsanforderungen. Start-ups, die typischerweise intransparent sind und keine Kredithistorie aufweisen können, beziehen Finanzierung gewöhnlich aus informellen Quellen wie Familie, Freunde oder Angestellte. Wenn Unternehmen die Gründungsphase verlassen, beginnen sie, Bankfinanzierung oder Venture Capital zu nutzen, um Wachstum und Investitionen zu finanzieren. Kapitalmarktbasierende Schuld- und Eigenkapitalinstrumente, die mit hohen Fixkosten einhergehen, werden primär von großen, transparenteren Unternehmen genutzt, die hohe Kapitalvolumina aufnehmen. Informationsasymmetrien erzeugen zudem eine geographische Dimension in Entscheidungen von Investoren und der Finanzierungsstruktur von Unternehmen. Der „Local bias“ tritt besonders häufig bei KMU auf und kann durch die Kapitalmarktunion nur in begrenztem Maße verringert werden. Welche Art von Barrieren zur Kapitalmarktentwicklung und -integration für welchen Firmentyp bedeutsam sind, ist letztlich eine empirische Fragestellung.

Schlussendlich sind **niedrige Investitionen in einigen Mitgliedstaaten nicht notwendigerweise dem fehlenden Zugang zu Finanzierung geschuldet**. Investitionsschwächen und geringe Expansion in neue heimische und ausländische Märkte können ebenso durch niedrige Produktivität, wenig Innovationen, einen Mangel an profitablen Investitionsmöglichkeiten oder unzureichende Entschuldung nach der Krise – die die Schuldentragfähigkeit von Firmen beschränkt – getrieben sein. Diese Probleme können nicht allein durch Maßnahmen gelöst werden, die im Projekt Kapitalmarktunion diskutiert werden, sondern erfordern weitere, strukturelle Reformen. Jegliche Initiative, die auf die Lockerung von Finanzierungsbeschränkungen für eine bestimmte Gruppe von Unternehmen abzielt, sollte daher nur nach einer sorgfältigen Prüfung des Handlungsbedarfs in Angriff genommen und durch eine sorgfältige, den Anforderungen an eine objektive Politikevaluierung gerecht werdende Analyse der Auswirkungen begleitet werden. Vor der eingehenden Befassung mit neuen Initiativen wäre es hilfreich, einen strukturierten Politikevaluierungsprozess einzurichten, der einen besseren Blick auf kausale Effekte von Reformen und mögliche, unbeabsichtigte Nebeneffekte erlaubt.