

Die Kapitalmarktunion vertiefen

Die bessere Integration der Kapitalmärkte in Europa, dessen Wirtschaft zu stark auf Bankkredite angewiesen ist, kann Wettbewerbsfähigkeit, Wachstum und Stabilität fördern. **CHRISTIAN KEUSCHNIGG**

Die europäische Wirtschaft ist übermässig stark von Bankkrediten abhängig. Die Märkte für risikotragendes Eigenkapital und Anleihen sind dagegen unterentwickelt. Zudem behindert die kleinteilige Aufteilung den freien Kapitalverkehr in Europa. Die Entwicklung der Kapitalmarktunion treibt die Integration und die Vertiefung des gemeinsamen europäischen Kapitalmarktes voran. Ein Ausbau der Kapitalmärkte für Aktien, Unternehmensanleihen und andere Wertpapiere eröffnet den Haushalten und den institutionellen Investoren neue Anlagemöglichkeiten. Liquide Kapitalmärkte ermöglichen den Unternehmen zusätzliche Finanzierungsalternativen, speziell wenn Bankkredite knapp und teuer sind, und mindern damit die Abhängigkeit von Bankkrediten. Kapitalmärkte und Banken sind komplementär zueinander, es kommt auf die richtige Mischung an.

Der Aufbau von gemeinsamen Handelsplattformen und die Beseitigung von regulatorischen und steuerlichen Hindernissen erleichtern den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr. Damit Anleger und institutionelle Investoren ihre ausgeprägte Fokussierung auf das Inland überwinden und Anlagemöglichkeiten jenseits der Grenze realisieren können, müssen Handelskosten abgebaut werden und Informationen über die Qualität von Aktien und Wertpapieren über ganz Europa vergleichbar und vertrauensbildend sein. Daher braucht es z. B. eine Vereinheitlichung von Berichtspflichten und Transparenzanforderungen mit zumutbaren Kosten für Unternehmen und andere Nachfrager, die Aktien und Anleihen ausgeben, und ein Kreditregister, dessen Informationen europaweit abgerufen und einheitlich interpretiert werden können.

Anlegerschutz ist entscheidend

Ein harmonisiertes Insolvenzrecht erleichtert die grenzüberschreitende Finanzierung von besonders ertragreichen, aber auch riskanten Investitionen. Die Bereitschaft zur Finanzierung hängt davon ab, dass die Investoren im Falle des Misserfolgs geschützt sind und Zugriff auf den Liquidationserlös erhalten. Eine erleichterte Rückforderung ausländischer Quellensteuern zur Vermeidung von Doppelbesteuerung kann ein weiteres Hindernis für grenzüberschreitende Investitionen ausräumen. Solche und andere Massnahmen erleichtern den freien Kapitalverkehr, stärken den Wettbewerb auf dem Kapitalmarkt und verbessern den Zugang von Unternehmen, institutionellen Anlegern und Haushalten zu einem liquiden, europaweiten Kapitalmarkt.

Die Vertiefung des gemeinsamen Kapitalmarktes hat Vorteile. Haushalte und institutionelle Anleger erhalten mehr Wahlmöglichkeiten, um ihre Ersparnisse und Vermögen nach Ertrag, Risiko und Liquidität besser zu investieren und das passende Portfolio zusammenzustellen. Unternehmen erlangen besseren Zugang zu Kapital

zum richtigen Zeitpunkt, zu günstigeren Konditionen, im richtigen Ausmass und in der richtigen Form, um leichter Investitionen zu finanzieren. So kann die übermässige Abhängigkeit von Bankkrediten etwas gemindert werden. Das ist besonders wichtig für junge und innovative Unternehmen, die mehr Eigenkapital brauchen, bevor sie Bankkredit erhalten, und für grosse Unternehmen, die leichter auf Anleihen ausweichen können, wenn Bankkredite knapper werden. Der erleichterte Zugang zu einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt ist v. a. für kleinere Länder, die nicht über einen liquiden und gut entwickelten nationalen Kapitalmarkt verfügen, wachstums- und wohlförderungsfördernd.



«Europa sollte die Bedingungen für Risikokapitalbildung verbessern.»

Selbst für das Kreditgeschäft der Banken sind gut entwickelte Kapitalmärkte nicht eine Gefahr, sondern letzten Endes eine wichtige Ergänzung und daher vorteilhaft. Bevor ein Unternehmen neue Kredite aufnehmen kann, braucht es Eigenkapital, das neben Gewinneinbehaltung auch auf dem Kapitalmarkt beschafft werden muss. Auch die Banken können Eigenkapital schneller bilden, wenn sie es nicht nur mit einbehaltenen Gewinnen ansparen müssen, sondern durch Kapitalaufnahme auf einem grossen europäischen Markt rascher beschaffen können.

Besser integrierte Kapitalmärkte sollten Wettbewerbsfähigkeit, Wachstum und Stabilität in Europa fördern. Erstens stärkt mehr risikotragendes Eigenkapital die Krisenrobustheit der Wirtschaft. Ebenso verteilt eine grenzüberschreitende Streuung des Eigenkapitals das konjunkturelle Risiko eines Landes auf mehr Schultern. Deutsche Eigentümer tragen die Folgen eines französischen Konjunktureinbruchs mit, sodass in Frankreich der Einkommensausfall geringer wird, und umgekehrt. Ähnliches gilt für das grenzüberschreitende Bankgeschäft. Eine bessere Risikoteilung mindert die wirtschaftlichen Risiken für uns alle. Zweitens verschärft ein freier Kapitalverkehr den Wettbewerb im Finanzgeschäft und begünstigt Unternehmen und Haushalte mit besseren Wahlmöglichkeiten und günstigeren Konditionen. Drittens entsteht mehr Einkommen, wenn Kapital von dort abgezogen wird, wo es wenig Einkommen verdient, und systematisch dorthin fliesst, wo bei gleichem Risiko der Ertrag höher ist. Auf diesem Weg stärkt

ein freier Kapitalverkehr das Produktivitäts- und Einkommenswachstum.

Schliesslich wirkt die Kapitalmarktunion wachstumsfördernd, weil sie die Risikokapitalbildung begünstigt, die Eigenkapitalaufnahme auf den Kapitalmärkten erleichtert und damit die Voraussetzungen für neue Kreditfinanzierung schafft. Bevor ein Unternehmen neuen Kredit tragen kann, braucht es risikotragendes Eigenkapital. Einem überschuldeten Unternehmen kann ein vorsichtiger Banker keine neuen Kredite geben. Ähnliches gilt auch für die Banken. Wenn sie kein neues Eigenkapital bilden, dann können sie ihre Überschuldung nur abbauen, indem sie selbst weniger Einlagen und andere Schulden aufnehmen und auf der anderen Seite weniger Kredite vergeben. Das wäre im bankenabhängigen Europa das Szenario einer lang anhaltenden Bilanzrezession und Investitionsschwäche mangels ausreichender Kreditfinanzierung.

Selbstversicherung des Bankensektors

Der wachstumsfreundliche Weg der Entschuldung besteht darin, dass die Banken die Kreditvergabe aufrecht erhalten, aber ihre Überschuldung abbauen, indem sie mit einbehaltenen Gewinnen langsam mehr Eigenkapital bilden oder es sich wesentlich schneller auf dem Markt besorgen. Das überschuldete und bankenabhängige Europa sollte daher mit Priorität die Bedingungen für Risikokapitalbildung verbessern und rasch die Kapitalmarktunion verwirklichen, um eine nachhaltige Finanzierung für neues Wachstum sicherzustellen.

Stark verflochtene Kapitalmärkte können die Krise in einem Land rasch auf andere Länder übertragen und dort hohe Verluste verursachen, wie die Krise der Eurozone lehrt. Solche Ansteckungsgefahren durch eine Abschottung der Kapitalmärkte zu unterbinden, wäre jedoch völlig verfehlt und würde der Idee der EU diametral entgegenstehen. Vielmehr gilt es, die Ursachen für die Krisenanfälligkeit von Banken und Staaten und die damit verbundenen Ansteckungsgefahren an der Wurzel zu bekämpfen. Der Fiskalpakt soll letztlich die Gefahren für das Finanzsystem beseitigen, die von den Staaten selbst ausgehen. Die strengeren Eigenkapitalvorschriften stärken die Krisenfestigkeit der Banken. Die Bankenunion verwirklicht die Selbstversicherung des Bankensektors zum Schutz des Steuerzahlers. Erst indem diese Reformen gleichzeitig vorangetrieben werden, kann die Errichtung der Kapitalmarktunion ihre wohlfahrtsfördernden Wirkungen voll entfalten und die Rückkehr zu nachhaltig finanziertem Wachstum beschleunigen. Es ist höchste Zeit, den freien Kapitalverkehr als tragendes Prinzip der EU mit Leben zu füllen.

Christian Keuschnigg ist Professor für Nationalökonomie an der Universität St. Gallen und leitet das Wirtschaftspolitische Zentrum in Wien.