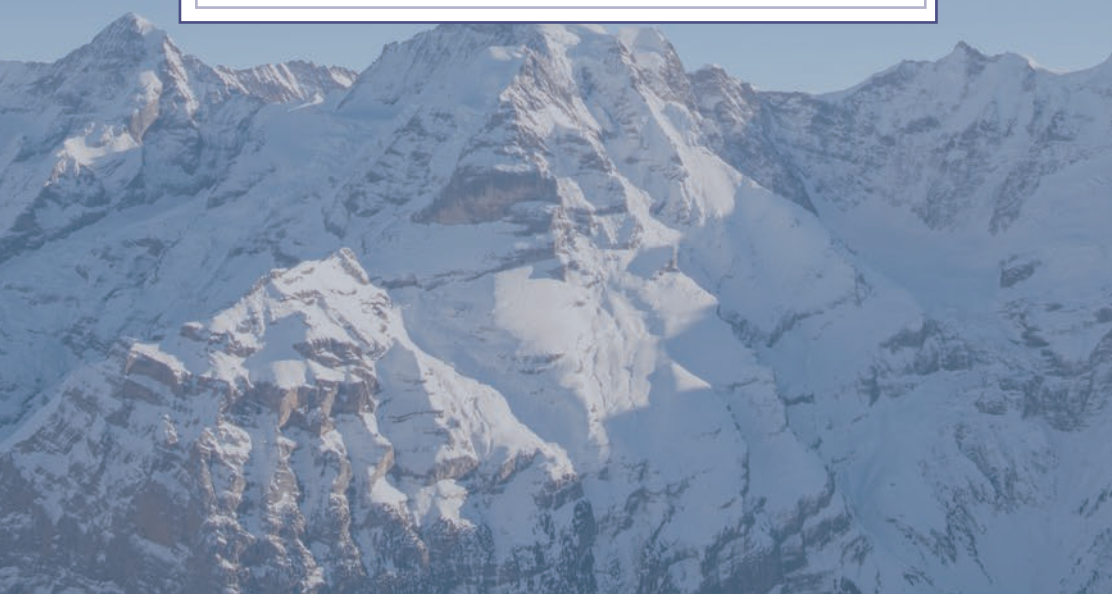
Christian Keuschnigg
Michael Kogler

Finanzplatz Österreich

Eine Strategie für Wachstum und Stabilität

Wirtschaftspolitische Schriften des WPZ

LIT



Christian Keuschnigg
Michael Kogler

Finanzplatz Österreich

Wirtschaftspolitische Schriften des WPZ

herausgegeben von

Christian Keuschnigg

Band 1

LIT

Christian Keuschnigg
Michael Kogler

Finanzplatz Österreich

Eine Strategie für Wachstum und Stabilität

LIT

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

ISBN 978-3-643-80271-2 (br.)
ISBN 978-3-643-85271-7 (PDF)

© LIT VERLAG GmbH & Co. KG Wien,
Zweigniederlassung Zürich 2018
Klosbachstr. 107
CH-8032 Zürich
Tel. +41 (0) 44-251 75 05 E-Mail:
zuerich@lit-verlag.ch http://www.lit-verlag.ch

Auslieferung:
Deutschland: LIT Verlag, Fresnostr. 2, D-48159 Münster
Tel. +49 (0) 2 51-620 32 22, E-Mail: vertrieb@lit-verlag.de

E-Books sind erhältlich unter www.litwebshop.de

INHALT

Vorwort VII

Executive Summary IX

1 Einleitung 1

2 Finanzplatz Österreich: Ein Kurzporträt 5

2.1 Haushalte, Unternehmen und Staat 5
2.2 Banken 12
2.3 Kapitalmärkte 17
2.4 Resümee 20

3 Rolle des Finanzsektors für Wachstum und Stabilität 23

3.1 Aufgaben des Finanzsektors 23
3.2 Finanzverhalten der Haushalte und Unternehmen 30
3.3 Stabilität der Banken 33
3.4 Gesamtwirtschaftliche Stabilität 36
3.5 Finanzsektor und Wachstum 39

4 Regulierung und Besteuerung 45

4.1 Eigenkapitalanforderungen nach Basel III 45
4.2 Bankenunion 50
4.3 Lenkungssteuern 54

5 Ein Finanzplatzkonzept für Österreich 61

5.1 Ausgangssituation 61
5.2 Ein Gesamtkonzept mit 10 Reformen 64

6 Finanzplatz Österreich 2030 73

7 Schlussfolgerungen 79

8 Literatur 81

Tabellenverzeichnis 87

Abbildungsverzeichnis 87

VORWORT✧

Die zentralen Akteure des Finanzplatzes Österreich haben sich 2015 auf Initiative von Mag. Andreas Zakostelsky von politischer Seite sowie Dr. Franz Rudorfer von Seiten der Branche gemeinsam das Ziel gesetzt, Bedeutung, Attraktivität und Wettbewerbsfähigkeit des österreichischen Finanzplatzes zu stärken.

Voraussetzung dafür ist die entsprechende Wahrnehmung in der qualifizierten Öffentlichkeit. Daher wurde Univ.-Prof. Dr. Christian Keuschnigg, Universität St. Gallen und Wirtschaftspolitisches Zentrum Wien, beauftragt, eine wissenschaftliche Studie zu erstellen. Ziel dieser Studie ist es, die volkswirtschaftliche Bedeutung zu dokumentieren und die Notwendigkeit eines wettbewerbsfähigen Finanzplatzes für Wachstum, Beschäftigung und Stabilität der österreichischen Wirtschaft herauszuarbeiten. Gleichzeitig war es das Bestreben, daraus weitere Ansätze für eine nachhaltige Entwicklung des Finanzplatzes Österreich zu entwickeln.

Die Initiative „Finanzplatz Österreich" bietet damit eine wissenschaftliche Studie auf international hohem Niveau. Sie soll eine Grundlage für Entscheidungsträger sowie Stakeholder sein und damit einen positiven Impuls für einen attraktiven Finanzplatz setzen.

Initiative Finanzplatz Österreich*

✧ Die Autoren danken Brigitte Tschudi, Linda Kirschner und Luise Breinlinger für Unterstützung mit Daten und anderen wichtigen Inputs. Linda Kirschner ist wissenschaftliche Mitarbeiterin und Brigitte Tschudi ist wissenschaftliche Hilfskraft an der Universität St. Gallen (FGN-HSG). Luise Breinlinger ist Inhaberin der Agentur LBMS in Wien. Dem breiten Konsortium von Finanzmarktteilnehmern, wie sie untenstehend aufgezählt sind, sei gedankt für Auftrag und Finanzierung der Studie.

* Mitglieder dieser Gruppe von Finanzmarktteilnehmern sind AIFM Federation Austria, Aktienforum, Bundessparte Bank und Versicherung, Fachverband der Pensionskassen, Österreichischer Genossenschaftsverband (ÖGV), Österreichischer Raiffeisenverband, Österreichischer Sparkassenverband, Plattform der Vorsorgekassen, Verband der Österreichischen Landes-Hypobanken, Verband der Versicherungsunternehmen Österreichs (VVO), Verband österreichischer Banken und Bankiers, Vereinigung ausländischer Investmentgesellschaften in Österreich (VAIÖ), Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften (VÖIG), Wiener Börse AG und Industriellenvereinigung.

Executive Summary

Ein leistungsfähiger Finanzplatz ist entscheidend für Wachstum und Stabilität. Die Akteure des Finanzplatzes stellen Finanzierung bereit und verringern die Risiken, indem sie Erfolg und Misserfolg einer Vielzahl von Investitionen untereinander ausgleichen. Damit können sie den Anlegern eine wesentlich weniger riskante Rendite zahlen. Sie bringen den Wunsch der Sparer, ihre Mittel kurzfristig verfügbar zu haben, mit dem Bedarf der Unternehmen nach langfristiger Finanzierung für nachhaltige Investitionen in Übereinstimmung. Sie überwachen die Qualität der Kapitalverwendung, lenken die Finanzmittel dorthin, wo sie am meisten Einkommen schaffen, und steigern damit die Produktivität von Arbeit und Kapital. Sie stellen den Zahlungsverkehr sicher, der eine kostensparende und reibungslose Abwicklung der täglichen Geschäfte ermöglicht. So selbstverständlich diese Leistung ist, so unerlässlich ist sie auch für jedes Unternehmen und jeden Haushalt. Gerade die reichsten und innovativsten Länder brauchen am dringendsten ein hoch entwickeltes Finanzsystem.

Eine Strategie für den Finanzplatz soll mehr Wachstum, wirtschaftliche Sicherheit und Wohlfahrt in Österreich ermöglichen. Erstens gilt es, die Finanz- und Wirtschaftskrise auf einem wachstumsfreundlichen Weg der Entschuldung zurückzulassen. Aber Wachstum braucht Finanzierung. Der Abbau der Überschuldung soll durch Bildung von mehr risikotragendem Eigenkapital erfolgen, ohne Investition und Innovation zu beeinträchtigen. Überschuldete Unternehmen und Haushalte können keine weiteren Kredite aufnehmen. Wenn es nicht gelingt, neue Eigenmittel aufzutreiben, dann kann eine Entschuldung nur mehr mit geringerer Neuverschuldung erfolgen. Aber mit weniger Kredit können weniger Investitionen finanziert werden. Eine langanhaltende Wachstumsschwäche wäre die Folge. Zum zweiten soll eine Finanzplatzstrategie den Weg Österreichs zu einem führenden Innovationsland unterstützen. Aber mehr Innovation bedeutet mehr Risiko und braucht daher mehr Risikokapital. Fremdkapital ist auf sicheren Zinsertrag und vollständige Rückzahlung aus. Daher begünstigt es eher sichere Investitionen. Ein Innovationsland braucht eine Ergänzung der Bankkredite durch mehr Finanzierung über Kapitalmärkte.

Wachstum setzt stabile Finanzierung voraus, mit Krediten und mit risikotragendem Eigenkapital in einem ausgewogenen Verhältnis. Um Haushalten und Unternehmen ein breites Menu von passenden Finanzierungsalternativen zu sichern, soll der Finanzplatz auf zwei Säulen stehen: leistungsfähige Banken und ein liquider Kapitalmarkt. Daher gilt es erstens die Wettbewerbsfähigkeit und Stabilität der

Banken zu festigen, die den Hauptteil der Finanzierung der österreichischen Wirtschaft leisten. Banken unterhalten enge und stabile Geschäftsbeziehungen mit ihren Kunden. Um „ihre" Unternehmen und Privatkunden auch in schwierigen Zeiten sicher finanzieren zu können, brauchen sie selbst ausreichend Eigenkapital und Kapitalreserven. Das ist nur möglich, wenn trotz intensivem Wettbewerb eine angemessene Profitabilität gewährleistet ist. In das Bankgeschäft müssen alle damit verbundenen privaten und gesellschaftlichen Kosten eingehen. Aber Mehrfachbelastungen, die darüber hinausgehen, sind kontraproduktiv und beeinträchtigen die Fähigkeit der Banken, Krisen abzufedern und nachhaltige Kreditfinanzierung bereitzustellen.

Zweitens gilt es, die Kapitalmärkte auszubauen. In Österreich ist das Finanzierungsvolumen der Kapitalmärkte zu gering, wie ein internationaler Vergleich deutlich zeigt. Ein Mangel an Risikokapital ist die Folge. Ein zu geringer Teil der Unternehmen kann Beteiligungsfinanzierung über die Börse, über Finanzdienstleister und Investment-Gesellschaften auftreiben. Private Wagnisfinanzierung von jungen Start-ups ist nicht selbsttragend und kann ohne staatliche Unterstützung kaum stattfinden. Nur die ganz großen Konzerne können sich über Anleihen auf dem Markt finanzieren. Der größte Teil der Unternehmen hat wenig Finanzierungsalternativen jenseits des Bankkredits. Die Wirtschaft braucht Finanzierung. Wenn sie nicht vom Kapitalmarkt kommt, dann muss sie von den Banken kommen. Dass die zweite Säule des heimischen Finanzplatzes so wenig zur Finanzierung beiträgt, drückt auf die langfristigen Wachstumsperspektiven der österreichischen Wirtschaft und ist auch der Stabilität abträglich. Eine krisenrobuste Wirtschaft braucht mehr Eigenkapital, und die Bereitstellung neuen Eigenkapitals ist primär eine Aufgabe der Kapitalmärkte. Besonders innovative Unternehmen und Branchen haben ein höheres Risiko und brauchen mehr Eigenkapital als andere. Deshalb spielen die Kapitalmärkte in führenden Innovationsländern eine stärkere Rolle als in anderen Ländern.

Die Finanzplatzstrategie verfolgt einen systemischen Ansatz, der anstatt punktueller Reformen verschiedene Politikfelder wie Regulierung, Besteuerung und institutionelle Reformen in ihrer Gesamtheit betrachtet und damit die gegenseitigen Abhängigkeiten berücksichtigt. Der Finanzplatz wird seine Leistungsfähigkeit dann voll entwickeln können, wenn alle gesellschaftliche relevanten Erträge und Kosten dem Finanzsektor angelastet werden, nicht mehr und nicht weniger. Gleichzeitig sollen bestehende Verzerrungen in der Besteuerung und auf anderen Politikfeldern abgebaut werden. Regulierung und Besteuerung dürfen dabei nicht übers Ziel hinausschießen. Sonst wäre nicht nur der Finanzsektor, sondern die gesamte Wirtschaft in ihrer Leistungsfähigkeit beeinträchtigt, denn jede wirtschaftliche Aktivität hat immer eine finanzielle Seite.

Konkret sieht das Finanzplatzkonzept zehn Punkte in drei Bereichen vor, nämlich Regulierung, Besteuerung und institutionelle Reformen. Erstens ist der Weg

der Banken zu mehr Eigenkapital und höheren Liquiditätsreserven fortzusetzen und die Baselregulierung umzusetzen. Dadurch wird die Krisenrobustheit des Bankensektors nachhaltig gestärkt. Zweitens soll die Errichtung der Bankenunion mit einheitlicher Aufsicht, Abwicklungsmechanismus und harmonisierter Einlagensicherung eine Selbstversicherung der Banken verwirklichen. Damit trägt der Bankensektor alle gesellschaftlichen Kosten des Bankgeschäfts selbst. Drittens kann zur Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Banken auf einen speziellen Österreich Zuschlag zu den Kapitalanforderungen relativ zu anderen Ländern verzichtet werden. Die Ziele dieses „Austrian Finish" werden bereits mit den neun anderen Reformvorschlägen verwirklicht.

Viertens sind Lenkungssteuern wie die Stabilitätsabgabe zu beseitigen bzw. auf die Versicherungsbeiträge zur Bankenunion anzurechnen. Sie wirken diskriminierend und kontraproduktiv, weil der Lenkungszweck bereits durch Regulierung erfüllt ist. Fünftens ist der steuerliche Verschuldungsanreiz in der Unternehmensbesteuerung durch Einführung eines Steuerabzugs einer normalen Eigenkapitalrendite zu beseitigen. Die steuerliche Diskriminierung des Eigenkapitals steht dem Anliegen der Regulierung, die Krisenrobustheit von Unternehmen und Banken zu fördern, diametral entgegen. Sechstens ist die steuerliche Diskriminierung riskanter Anlagen wie Aktien und Beteiligungen durch Einführung eines vollen Verlustausgleichs und Verlustvortrags zu beseitigen, um die Bereitschaft der Anleger zu fördern, Risiken zu übernehmen und Risikokapital bereitzustellen. Der Staat soll mit der Kapitalertragssteuer Gewinne und Verluste gleichbehandeln und nicht die Anleger mit den Verlusten alleine lassen.

Siebtens soll ein moderater Ausbau einer kapitalgedeckten Säule des Pensionssystems erfolgen, um mehr Anlagekapital auf den Kapitalmarkt zu lenken. Der Hauptzweck ist, die Sicherung der Pensionseinkommen auf mehrere Beine zu stellen anstatt alles auf die einzige Karte des Umlagesystems zu setzen. Auf dem österreichischen Kapitalmarkt fehlen große institutionelle Anleger wie die Pensionskassen, die in anderen Ländern um ein Vielfaches bedeutender sind. Es ist unrealistisch zu erwarten, dass eine Änderung des Anlegerverhaltens einen auch nur annähernd gleich großen Effekt erzielen könnte. Achtens sollte eine groß angelegte Überprüfung des Investorenschutzes und der Unternehmenskontrolle feststellen, ob die österreichischen Regelungen dem internationalen „Best-Practice" entsprechen. Ein klares Kapitalmarktrecht mit einem weitgehenden Investorenschutz ist eine Voraussetzung für das Vertrauen der Anleger und ist unerlässlich, um mit mehr Investitionssicherheit die Kapitalmarktentwicklung zu forcieren. Neuntens soll der Markt für privates Wagniskapital ausgebaut werden. Technologietransfer und Abbau bürokratischer Gründungshemmnisse können zusammen mit den Reformen fünf bis acht sowohl Angebot als auch Nachfrage nach Risikokapital multiplizieren.

Zehntens soll mit einer Informationskampagne das Finanzwissen gesteigert werden. Damit können die Privatanleger für Anlagemöglichkeiten mit anderen Wertpapieren jenseits des Sparbuchs für eine bessere Ertrags- und Risikomischung sensibilisiert werden.

Dieses ehrgeizige Reformprogramm stärkt Wachstum und Krisenresistenz der Wirtschaft gleichermaßen. Angesichts der Ergebnisse der empirischen Forschung ist ein Anstieg der Wachstumsrate um einen halben Prozentpunkt bis 2030 realistisch. Die Wachstumseffekte kommen von den Investitionsanreizen, der Finanzierung mit mehr risikotragendem Eigenkapital, der Unterstützung der Innovationsfähigkeit der Wirtschaft und dem Beitrag des Finanzsektors zu einer höheren Kapitalproduktivität. Wenn Österreich über 15 Jahre um 0.5% schneller wächst als der Durchschnitt der Eurozone, dann könnten die kumulativen Wachstumsgewinne das BIP-Niveau 2030 relativ zur Eurozone um 8% steigern. Ein robuster Finanzsektor federt zudem Risiken besser ab und trägt zur Glättung der Konjunktur bei. Firmen finanzieren sich mit mehr Eigenkapital und können leichter die Beschäftigung auch bei Unterauslastung weiterführen. Rezessionen fallen milder aus und haben geringere Einkommensverluste und einen kleineren Anstieg der Arbeitslosigkeit zur Folge. In der Vergangenheit betrugen die kumulativen Einkommensverluste über die gesamte Laufzeit einer „normalen“ Rezession etwa 4% und waren in Finanzkrisen ungleich höher. Sie könnten um 1 bis 2% geringer ausfallen. Das wäre ein großer Zugewinn an Stabilität und Sicherheit.

1 EINLEITUNG

Ein leistungsfähiger Finanzplatz fördert Wachstum und Stabilität. Die Akteure des Finanzplatzes stellen Finanzierung bereit und verringern die Risiken, indem sie Erfolg und Misserfolg einer Vielzahl von Investitionen untereinander ausgleichen. Damit können sie den Anlegern eine wesentlich weniger riskante Rendite zahlen. Sie bringen den Wunsch der Sparer, ihre Mittel kurzfristig verfügbar zu haben, mit dem Bedarf der Unternehmen nach langfristiger Finanzierung für nachhaltige Investitionen in Übereinstimmung. Sie überwachen die Qualität der Kapitalverwendung, lenken die Finanzmittel dorthin, wo sie am meisten Einkommen schaffen, und steigern damit die Produktivität von Arbeit und Kapital. Sie stellen den Zahlungsverkehr sicher, der eine kostensparende und reibungslose Abwicklung der täglichen Geschäfte ermöglicht. So selbstverständlich diese Leistung ist, so unerlässlich ist sie auch für jedes Unternehmen und jeden Haushalt. Gerade die reichsten und innovativsten Länder brauchen am dringendsten ein hoch entwickeltes Finanzsystem.

Eine Strategie für den Finanzplatz soll mehr Wachstum, wirtschaftliche Sicherheit und Wohlfahrt in Österreich ermöglichen. Dabei sind zwei Herausforderungen zu bewältigen. Erstens gilt es, die Finanz- und Wirtschaftskrise auf einem wachstumsfreundlichen Weg der Entschuldung zurückzulassen. Aber Wachstum braucht Finanzierung. Der Abbau der Überschuldung soll durch Bildung von mehr Risikokapital erfolgen, ohne Investition und Innovation zu beeinträchtigen. Wenn es nicht gelingt, neues Eigenkapital aufzutreiben, dann kann eine Entschuldung nur mehr mit geringerer Neuverschuldung erfolgen. Aber mit weniger Kredit können weniger Investitionen finanziert werden. Ein solches „Deleveraging“ mit langanhaltender Wachstumsschwäche gilt es zu vermeiden. Zum zweiten soll eine Finanzplatzstrategie den Weg Österreichs zu einem führenden Innovationsland unterstützen. Aber mehr Innovation bedeutet mehr Risiko und braucht daher mehr Risikokapital. Fremdkapital ist auf sicheren Zinsertrag und vollständige Rückzahlung aus. Daher begünstigt es eher sichere Investitionen. Ein Innovationsland braucht dagegen mehr Risikokapital und eine Ergänzung der Bankkredite durch mehr Finanzierung über Kapitalmärkte.

Die Finanzplatzstrategie verfolgt einen systemischen Ansatz, der anstatt punktueller Reformen verschiedene Politikfelder wie Regulierung, Besteuerung und institutionelle Reformen in ihrer Gesamtheit betrachtet und damit die gegenseitigen Abhängigkeiten berücksichtigt. Der Finanzplatz wird seine Leistungsfähigkeit

dann voll entwickeln können, wenn alle gesellschaftliche relevanten Erträge und Kosten dem Finanzsektor angelastet werden, nicht mehr und nicht weniger. Gleichzeitig sollen bestehende Verzerrungen in der Besteuerung und auf anderen Politikfeldern abgebaut werden.

Die Strategie baut auf drei Stoßrichtungen. Erstens gilt es, den vom Basel-Komitee vorgezeichneten Weg zu mehr Eigenkapital und Liquidität sowie zur Selbstversicherung des Bankensektors in der Bankenunion zu gehen. Die Wirtschaftspolitik soll aber den Banken den Weg dorthin ermöglichen, indem sie Mehrfachbelastungen abbaut. Eine Marktstörung soll nur einmal behoben werden. Die Lenkungssteuern verlieren ihre Berechtigung und werden diskriminierend, wenn der Lenkungszweck bereits durch Regulierung verwirklicht ist.

Zweitens soll der Staat nicht die Anliegen der Regulierung durch steuerliche Verzerrungen wieder aushebeln. Um den Schuldenüberhang bei Banken und Unternehmen abzubauen und auf der Finanzierungsseite die Innovationsfähigkeit der Realwirtschaft zu unterstützen, soll Fremdkapital durch mehr risikotragendes Eigenkapital ersetzt werden. Die steuerliche Diskriminierung des Risikokapitals steht jedoch dem Ziel der Regulierung diametral entgegen. Die Besteuerung setzt Anreize, dass Banken und Realwirtschaft sich mit Fremdkapital finanzieren und ständig an der Untergrenze einer gerade noch tolerablen Eigenkapitalquote operieren. Die Strategie folgt dagegen dem Grundsatz, dass der Staat sich finanzierungsneutral verhält und sich an Erträgen und Verlusten gleichermaßen beteiligt, anstatt einseitig die Erträge zu besteuern und die Verluste auf die Risikokapitalgeber abzuwälzen.

Drittens sollen die Barrieren für eine stärkere Rolle der Kapitalmärkte abgebaut werden, um den Unternehmen mehr Finanzierungsalternativen zusätzlich zu Bankkrediten zu eröffnen. Die Kapitalmärkte sind im internationalen Vergleich zu wenig liquide und tragen nicht genug zur Finanzierung der Realwirtschaft bei. Isolierte Maßnahmen reichen nicht, um eine wesentliche Änderung zu bewirken. Es braucht eine konzertierte Aktion, die bei Anbietern und Nachfragern nach Finanzierung gleichzeitig ansetzt. Der Ausbau der Kapitalmärkte wird auch nur gelingen, wenn die institutionellen Anleger wie z.B. Pensionskassen eine größere Rolle spielen, die im internationalen Vergleich unbedeutend sind. Bereits ein kleiner Schritt in Richtung einer kapitalgedeckten Säule der Alterssicherung, wie sie allein im Hinblick auf eine Diversifizierung der Alterseinkommen sinnvoll wäre, würde den Kapitalmarkt stark beleben. Eine solche Entwicklung würde Investmentfonds, Beteiligungsgesellschaften bis hin zur Wagnisfinanzierung stärken, deren Hauptaufgabe die Finanzierung der Wirtschaft mit risikotragendem Eigenkapital und die Risikoreduktion durch Diversifizierung ist.

Die Bedeutung der Finanzmärkte und der Qualität der rechtlichen Infrastruktur für Wachstum, Stabilität und Wohlfahrt ist Gegenstand einer breiten Forschung.

Das Finanzplatzkonzept für Österreich berücksichtigt eine ganze Reihe von einflussreichen Studien und Reformkonzepten zur Verbesserung der Stabilität und Funktionalität der Finanzmärkte: Beck (Hrsg., 2011, 2012), Brunnermeier u.a. (2009), Danielsson (Hrsg., 2015), French u.a. (2010), LSE (2010), Studien der internationalen Institutionen sowie eine umfangreiche wissenschaftliche Literatur. Der vorliegende Bericht zeichnet zunächst in Teil 2 ein statistisches Porträt des heimischen Finanzplatzes. Teil 3 arbeitet die Bedeutung des Finanzplatzes für Stabilität und Wachstum heraus. Teil 4 zeigt auf, welche Bedeutung Regulierung und Besteuerung für die Entwicklung des Finanzplatzes haben. Teil 5 stellt das Finanzplatzkonzept für Österreich vor. Teil 6 entwickelt zwei mögliche Szenarien für den Finanzplatz Österreich 2030. Die Analyse macht deutlich, das Wachstum und Stabilität der Wirtschaft untrennbar mit der Entwicklung des Finanzsektors verknüpft sind. Ein Szenario Finanzplatz 2030 ist daher gleichzeitig ein Szenario Österreich 2030.

2 Finanzplatz Österreich: Ein Kurzporträt

2.1 Haushalte, Unternehmen und Staat

Dieser Abschnitt zeichnet ein statistisches Kurzporträt des Finanzplatzes Österreich. Haushalte, Unternehmen und Staat tätigen Geschäfte mit den Banken und auf den Kapitalmärkten. Banken nehmen vorwiegend Spareinlagen an und vergeben Kredite. Sie finanzieren sich zusätzlich über die Kapitalmärkte, indem sie eigene Anleihen und Aktien begeben, und betreiben im Zuge des Kreditgeschäfts auch Eigenhandel, Verbriefungen und Sicherungsgeschäfte. Die Kapitalmärkte umfassen den Handel an der Börse und den außerbörslichen Handel. Neben Banken handeln auf den Märkten vor allem Investmentfonds, Beteiligungsgesellschaften, Vermögensverwalter, Finanzdienstleister und private Investoren.

> Der Finanzplatz Österreich ist eher klein. Der Wert aller Aktiva beträgt knapp das 5-fache des BIP (469%), ähnlich wie Deutschland (463%), aber weniger als im Durchschnitt der Eurozone (624% des BIPs).

Reiche, innovative Länder brauchen ein hochentwickeltes Finanzsystem. Der Finanzplatz Österreich ist eher unterdurchschnittlich groß. Der Wert aller Aktiva entspricht etwas weniger als dem 5-fachen des BIP (469%), ähnlich wie in Deutschland (463%). Dagegen macht der Finanzsektor im Durchschnitt der Eurozone (19 Länder) mehr als das 6-fache (624% des BIPs) aus, in den Niederlanden gar mehr als das 14-fache. Manche Länder haben sich als große internationale Finanzzentren etabliert. In absoluten Werten ist Großbritannien der größte Finanzplatz und vereint etwa 27% der Finanzaktiva in der EU28 auf sich.

Finanzen der Haushalte: Die Haushalte sind mit Abstand die größte Finanzierungsquelle. Individuen und Familien sparen, um für Notfälle und für das Alter vorzusorgen, und wollen den Kindern ein Erbe hinterlassen. Andere brauchen Kredit, um große Investitionen wie den Erwerb von Wohneigentum zu finanzieren. In Österreich macht das Finanzvermögen der Haushalte 2014 nach Eurostat etwa 180% des BIP bzw. 593 Mrd. Euro aus. Spitzenreiter in der EU sind die Niederlande mit einem Haushaltsvermögen von ca. 312% des BIPs, dann folgen Großbritannien mit 311%, Belgien (290%) und Dänemark (289%). Wieviel Finanzvermögen die Haushalte bilden, hängt stark von der Altersstruktur und dem System der Alterssicherung ab. In Ländern mit einem kapitalgedeckten Pensionssystem ma-

chen die Pensionsvermögen einen hohen Anteil am Finanzvermögen aus. In Österreich fällt dieser Teil weg. Dementsprechend ist das finanzielle Haushaltsvermögen geringer.

> In Österreich macht das Finanzvermögen der Haushalte 2014 etwa 180% des BIP bzw. 593 Mrd. Euro aus. In der Eurozone sind es 209%.

Nicht nur das Volumen, sondern auch die Zusammensetzung der Ersparnisse ist wichtig. Wie überall in Europa dominieren Spareinlagen und Bargeldbestände, während der Anteil von Kapitalmarktpapieren sehr gering ist. Vom gesamten Finanzvermögen der Haushalte (180% des BIPs) entfallen laut Euro-stat in Österreich auf die Spareinlagen und Bargeldbestände 71% des BIPs, auf Beteiligungsvermögen 47%, auf Finanzvermögen in Form von Ansprüchen an (Lebens-) Versicherungen und Pensionskassen 37%, aber nur 13% des BIPs auf Anleihen und knapp 6% auf börsennotierte Aktien. In Ländern, in denen das Finanzvermögen der Haushalte 150% des BIPs übersteigt, sind die Vermögensanteile von Pensionskassen und Anleihen höher. Die Sparquote ist bei hohen Einkommen wesentlich höher als bei niedrigen, was zu einer starken Konzentration der Finanzvermögen führt. Die untersten 50% besitzen nur 4% des Bruttovermögens, während auf die obersten 20% der Haushalte 74% entfallen und auf die obersten 5% sogar 45%. Angesichts des täglichen Bedarfs ist der Spielraum für Ersparnisse bei niedrigen Einkommen gering. Dazu kommt, dass die Sozialversicherung und das Pensionssystem wichtige Sparmotive ersetzen (BMASK 2012, S. 255).

> Vom Gesamtvermögen der Haushalte entfallen auf Spareinlagen und Bargeldbestände 71% des BIPs, auf Beteiligungen 47%, auf Finanzvermögen bei (Lebens-) Versicherungen und Pensionskassen 37%, aber nur 13% auf Anleihen und 6% auf börsennotierte Aktien.

Die einkommensschwachen Gruppen sind eher auf Sicherheit bedacht, haben weniger Finanzwissen, und können wegen der kleinen Vermögen und hohen Fixkosten kaum in höher rentierliche, aber riskantere Anlagen investieren. Wenn die Wirtschaft risikotragendes Eigenkapital benötigt, braucht es risikofreudigere Investoren, die bereit sind, Aktien und Beteiligungen zu erwerben. Diese Risikofähigkeit ist eher bei reicheren Personen vorhanden, bei denen daher Aktien und Beteiligungen konzentriert sind. So halten z.B. 68% der Top 5% der vermögenden Haushalte Unternehmensbeteiligungen, aber nur knapp 2% der unteren Bevölkerungshälfte. Zwar haben 79% der unteren Hälfte ein Sparkonto, aber nur 0.5% von ihnen halten Anleihen und 1,6% Aktien (HFCS Austria 2010, in: BMASK 2012, S. 256).

> Von den Top 5% der vermögenden Haushalte halten 68% Beteiligungen, aber nur knapp 2% der unteren Bevölkerungshälfte.

Auch wenn die Haushalte den größten Teil der Ersparnisse bilden, sind sie auch wichtige Kreditnehmer. Der Erwerb eines Eigenheimes oder die Anschaffung langlebiger Konsumgütern wie Autos sind oft nur mit Kredit möglich. Per November 2015 betrugen die Kredite an private Haushalte 150.8 Mrd. Euro, wovon 64% für Immobilienerwerb, 13% für Konsumzwecke und 23% für andere Notwendigkeiten bestimmt waren (Statistische Datenbank der OeNB). Dabei bestimmt die Kreditwürdigkeit bzw. Bonität nicht nur den Zugang zu Kredit und die Zinskosten für den einzelnen Haushalt, sondern spielt auch für die Stabilität der Gesamtwirtschaft eine wichtige Rolle. Haushalte, die hohe Eigenmittel für die Selbstfinanzierung angespart haben, verwertbare Sicherheiten vorweisen, ein sicheres Gehalt beziehen und mit wenig Unterhaltspflichten belastet sind, erhalten leichter einen Kredit. Der verrechnete Zins drückt die Bonität bzw. das Risiko des Zahlungsausfalls aus. Je kreditwürdiger die privaten Schuldner sind, desto eher können sie den Kredit auch bei vorübergehenden Sonderbelastungen weiter bedienen, und desto geringer sind die Kreditausfälle der Banken in schwierigen Zeiten.

> Im Jahr 2015 betrugen die Kredite an private Haushalte 150.8 Mrd. Euro, wovon 64% für Immobilienerwerb, 13% für Konsumzwecke und 23% für andere Zwecke bestimmt waren.

In der Finanz- und Wirtschaftskrise haben sich Immobilienkredite als Krisenherd erwiesen. Der Wert einer Immobilie dient als Sicherheit für die Bank. Wenn in einer Rezession ein Kreditnehmer arbeitslos wird oder aus anderen Gründen den Kredit nicht mehr bedienen kann, muss die Bank diesen fällig stellen und das Haus verkaufen, um das geliehene Geld zurückzubekommen. Bei einem Notverkauf sind die erzielbaren Preise deutlich geringer, so dass die Verkaufserlöse nicht mehr reichen, um den Kredit voll zu begleichen. Stark steigende Immobilienpreise sind ein Anzeichen sich aufbauender Risiken. Wenn die Preise sich zu weit vom Fundamentalwert abkoppeln, steigt die Gefahr, dass es zu einer drastischen Korrektur und damit zu hohen Vermögensverlusten kommt. Die Miet- und Immobilienpreise haben zuletzt vor allem in Wien stark angezogen. Im Jahr 2014 überstiegen sie nach Schätzungen der OeNB den Fundamentalwert um bis zu 20% (vgl. OeNB 2016, S.1). Wenn die Immobilienpreise fallen, sinkt der Wert der Sicherheiten und reicht nicht mehr aus, so dass eine Bank neue Sicherheiten verlangen muss. Wenn ein Haushalt diese nicht mehr aufbringen kann, wird der Kredit notleidend. Daher tragen fallende Vermögenspreise zu einem Anstieg notleidender Kredite bei und zwingen die Banken zu Abschreibungen. Es ist wichtig, dass die Haushalte von vornherein genügend Eigenmittel aufbringen, damit die Banken auch in einer Krise das Geld zurückerhalten und absehbare Verluste vermeiden können. Nach Daten der europäischen Bankenaufsicht EBA liegt der Anteil notleidender Kredite österreichischer Banken mit 6.9% leicht über dem EU-Durchschnitt (5.8%).

Finanzierung der Unternehmen: Auch Unternehmen sparen für ihre Eigentümer, indem sie Gewinne nicht ausschütten, um Investitionen teilweise selbst zu finanzieren. Aber neues Eigenkapital deckt nur den kleineren Teil der Investitionsausgaben ab. Wachstum mit neuen Investitionen benötigt daher Fremdkapital. Vor allem kleine und mittlere Unternehmen (KMU) sind vorwiegend von Bankkrediten abhängig. Sie haben selten Zugang zum Kapitalmarkt, da dies mit erheblichen Fixkosten zur Erfüllung von Berichtspflichten und mit anderen Auflagen verbunden ist, die sich erst bei großen Finanzierungsvolumina auszahlen. Große Konzerne dagegen können leicht Aktien und Anleihen begeben.

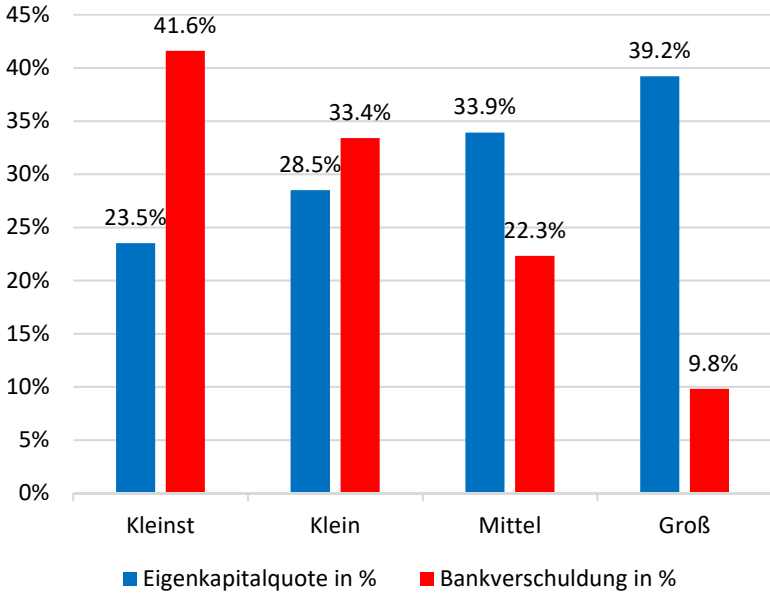
In Österreich haben 2014 nach Eurostat die gesamten Verbindlichkeiten aus Eigen- und Fremdkapital etwa 213% des BIP betragen und liegen im unteren Mittelfeld der EU28. Im Euroraum belaufen sich dagegen die gesamten Passiva auf 279% des BIP. Die Unterschiede können z.B. in der Kapitalintensität oder der Bedeutung großer multinationaler Konzerne liegen. Interessanter ist die Finanzierungsstruktur. In der Eurozone (EA18) finanzieren sich die Unternehmen etwa zur Hälfte mit Eigenkapital einschließlich Aktien, in Österreich ist es signifikant weniger (45 anstatt 51% im Euroraum). Mehr als anderswo dominiert der Bankkredit (38.5% der gesamten Verbindlichkeiten anstatt 32.2% im Euroraum). Die Finanzierung über den Kapitalmarkt spielt wie überall in der EU nur eine geringe Rolle.

> Die gesamten Passiva aus Eigen- und Fremdkapital betragen 213% des BIP in Österreich und 279% im Euroraum. Die Eigenkapitalquote liegt mit 45% tiefer als im Euroraum (51%), der Anteil der Bankkredite ist dagegen mit 38% der Passiva höher als im Euroraum (32%).

Unternehmen bilden Eigenkapital durch einbehaltene Gewinne oder finanzieren sich mit externer Kapitalaufnahme entweder von Banken oder auf dem Kapitalmarkt. Betrachtet man nur die Außenfinanzierung anstatt wie vorhin die gesamten Passiva, dann zeigt sich wieder, dass die Finanzierung mit Bankkrediten dominiert. Im Jahr 2013 machten die langfristigen Kredite 64% der Außenfinanzierung aus (Wiener Börse, Grafiken und Zahlen online). Den kleineren Teil nehmen die Firmen auf dem Kapitalmarkt auf, wobei die Emissionen von Anleihen und neuen Aktien je 18% beisteuern. Der Beitrag neuer Aktien ist stark von der Börsenentwicklung abhängig und hat sich nach der großen Korrektur im Jahr 2008 in etwa halbiert (von 33% in 2007 auf 18%), während sich der Anteil der Anleihen an der Außenfinanzierung beinahe verdoppelte (von 10% in 2007 auf 18%).

> Im Jahr 2013 kam die neue Außenfinanzierung zu 64% aus langfristigen Krediten und zu je 18% aus neuen Aktien und Anleihen.

Abbildung 1: Finanzierung nach Betriebsgrößen, Österreich, 2014/15

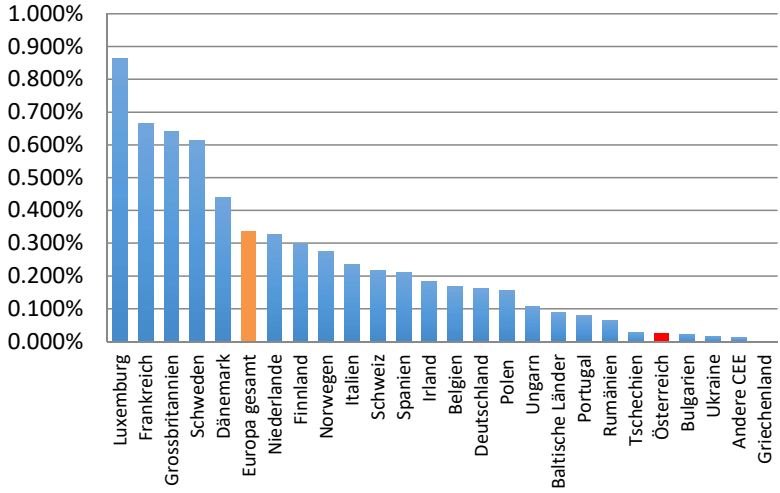


Anmerkungen: ohne Land- und Forstwirtschaft, persönliche Dienstleistungen, Realitätenwesen und Holdings. Kleinst-, Klein- und mittlere Unternehmen haben bis 9 Beschäftigte, 49 und 249 Beschäftigte. Quelle: KMU Forschung Austria, BMWFW (in: Mittelstandsbericht 2016, Tabelle 13, S. 40).

Verschiedene Unternehmen haben verschiedene Bedürfnisse und Möglichkeiten der Finanzierung. Ganze 97% der gewerblichen Wirtschaft sind Kleinstunternehmen mit bis zu 9 Mitarbeitern (vgl. BMWFW, Mittelstandsbericht 2016, Tabelle 2, S. 15). Ihr Anteil an der gesamten Beschäftigung beträgt aber nur 17%. Ein verschwindend kleiner Teil sind Großunternehmen mit mehr als 250 Mitarbeitern, sie stellen jedoch 34% der Beschäftigung. Vor allem die KMU sind auf Bankkredite angewiesen und haben wenig Alternativen. Große Unternehmen haben Zugang zum Kapitalmarkt und können auf Anleihen ausweichen, wenn die Kreditvergabe restriktiv wird. Nach Abbildung 1 beträgt der Anteil der Bankkredite für Kleinstunternehmen etwa 42%, während jener in Firmen mit mehr als 250 Beschäftigten bei nur 10% liegt. Mit zunehmender Betriebsgröße steigt die Eigenkapitalquote und sinkt die Kreditabhängigkeit der Unternehmen.

Eigenkapital ist eine Voraussetzung für den Zugang zu Kredit. Der Bedarf nach Eigenkapital ist nicht einheitlich. Je grösser das Risiko ist, desto mehr risikotragendes Eigenkapital ist notwendig. Daher unterscheidet sich der notwendige Eigenkapitalanteil je nach Alter und Branche. Junge Unternehmen sind riskanter und brauchen mehr Eigenkapital als ältere. Etwa die Hälfte der Neugründungen ist nach 3-5 Jahren wieder ausgeschieden. Sie haben weder eine erfolgreiche Geschichte vorzuweisen, auf die sich externe Kapitalgeber verlassen könnten, noch verfügen sie über große Sicherheiten, die erst über einen längeren Zeitraum erworben werden. Deshalb haben jüngere Unternehmen mehr Schwierigkeiten, an Fremdkapital zu kommen und brauchen mehr risikotragendes Eigenkapital.

Abbildung 2: Wagniskapital für österreichische Unternehmen, 2016.



Anmerkung: Private Equity und Venture Capital Investitionen in österreichische Unternehmen.
Quelle: Invest Europe (2016).

Nirgendwo ist der Zusammenhang zwischen Risiko und Bedarf nach Risikokapital so deutlich wie bei jungen Technologieunternehmen in der Frühphase ihrer Entwicklung. Diese Start-ups brauchen im sprichwörtlichen Sinne „Wagniskapital" (Venture Capital und Private Equity). Wagniskapitalfonds erwerben Beteiligungen und stellen damit Eigenkapital bereit, oder eigenkapitalähnliche Finanzierungsformen wie z.B. Wandelschuldverschreibungen. Die verschwindend geringe Bedeutung des Wagniskapitals zeigt einmal mehr, wie wenig die Kapitalmärkte in Österreich zur Finanzierung der Wirtschaft beitragen (vgl. Abbildung 2). Nicht nur ist der Beitrag des Wagniskapitals zur Finanzierung von Startups mit 0.03% des BIPs

um ein Vielfaches geringer als in den kleinen nordischen Ländern (0.52% des BIPs in Dänemark, 0.33% in Gesamteuropa). Der überwiegende Teil davon stammt auch noch aus ausländischen Quellen anstatt von heimischen Finanzierungsgesellschaften. Umgekehrt machen die Investitionen der heimischen Fonds im Jahr 2013 gar nur 0.03% des BIPs aus, davon wurden 67.5 Mio. Euro im Inland und 20.5 Mio. im Ausland investiert (AVCO, 2014, S. 7). Gerade dort, wo es am dringendsten nötig wäre, ist der heimische Kapitalmarkt faktisch nicht existent, so dass staatliche Institutionen wie die AWS die Lücke schließen müssen.

Finanzierung des Staates: Auch der Staat braucht Banken und Investoren zur Finanzierung neuer Staatsschulden. Er deckt seinen Finanzierungsbedarf, indem er Kredite aufnimmt und zum größeren Teil neue Staatsanleihen auf dem Kapitalmarkt aufgibt. Ende 2015 lag der Schuldenstand bei 290.5 Mrd. Euro bzw. 86.2% des BIPs. Staatsverschuldung verteilt Lasten zwischen den Generationen um und kann zur Stabilisierung der Konjunktur beitragen. Sie deckt auch den Bedarf nach einem sicheren Wertpapier ab. Pensionskassen, Versicherungen und risikoscheue Haushalte brauchen einen sicheren Ertrag, akzeptieren dafür einen niedrigen Zins und halten einen großen Anteil von sicheren Staatsanleihen in ihrem Portfolio. Staatsanleihen werden außerdem häufig als Sicherheiten für Kredite verwendet.

> Ende 2015 lag die österreichische Staatschuld bei 290.5 Mrd. Euro bzw. 86.2% des BIPs. Etwa 70% werden von ausländischen und 30% von inländischen Gläubigern gehalten.

Die Tragbarkeit der Staatsschulden ist in der Eurozone geringer als in den U.S.A. oder Japan, die über eine eigene Währung und Zentralbank verfügen. Diese kann immer als letzte Instanz die Rückzahlung garantieren, in dem sie die Schulden aufkauft. Diese letzte Garantie macht einen von Angst getriebenen Vertrauensschwund und damit spekulative Attacken auf die Staatsschuld weniger wahrscheinlich. In der Eurozone fehlt jedoch diese Garantie, weil die Europäische Zentralbank (EZB) einheitliche Geldpolitik für alle macht und nicht die Schulden eines einzelnen Mitgliedslandes separat garantieren kann. Genau deshalb ist das Vertrauen in die Sicherheit der Staatsschulden begrenzt. Spekulative Attacken sind wahrscheinlicher. Die Grenzen der Tragbarkeit sind rascher erreicht als in souveränen Staaten. Dies gilt umso mehr, je mehr der Staatsschuld bei ausländischen Investoren platziert wird. Im Jahr 2015 sind etwa 70% der österreichischen Staatschuld bei ausländischen Investoren veranlagt, inländische Gläubiger halten nur 30%. Auch diese Situation ist eine Folge des vergleichsweise geringen Kapitalmarktvolumens in Österreich.

2.2 BANKEN

Die Banken wickeln den Zahlungsverkehr ab, nehmen Spareinlagen an und vergeben Kredite. Gemessen an der Bilanzsumme ist die Größe des Bankensektors mit 288% des BIPs leicht über dem Durchschnitt der EU und entspricht in etwa jener in Deutschland (268%). Diese Situation ist die logische Folge dessen, dass die österreichischen Kapitalmärkte nur einen geringen Finanzierungsbeitrag leisten. Haushalte, Unternehmen und Staat brauchen Finanzierung, und wenn diese auf dem Kapitalmarkt nicht verfügbar ist, kann sie nur vom Bankensektor kommen. In allen europäischen Ländern ist deshalb der Bankensektor zwei bis vier Mal so groß wie jener in den U.S.A. (88% des BIPs), wo die Kapitalmärkte eine wesentlich größere Rolle in der Finanzierung der Wirtschaft spielen.

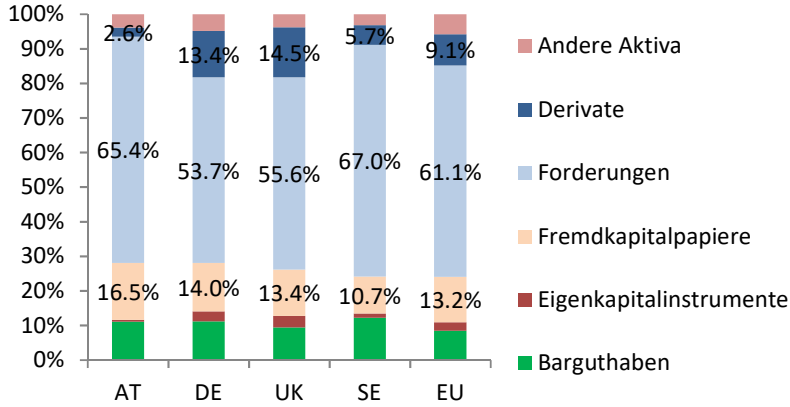
> Die Bilanzsumme des österreichischen Bankensektors liegt mit 288% des BIPs leicht über dem BIP-Anteil in Deutschland (268%). In der Schweiz beträgt die Bilanzsumme 461% und in Großbritannien 375%, in den U.S.A. aber nur 88% des BIPs.

Das Kreditgeschäft macht den bei weitem größten Teil der Aktiva aus. Daneben tätigen Banken auch Investmentgeschäfte, also Vermögensverwaltung, Wertpapierhandel im Auftrag der Kunden und Dienstleistungen der Unternehmensfinanzierung. Sie unterstützen Firmen bei der Platzierung von Aktien und Anleihen an der Börse. Sie begleiten den Beteiligungserwerb bei Zusammenschlüssen, indem sie die Kaufprüfung durchführen („due diligence“) und die Finanzierung arrangieren. Sie betreiben auch Eigenhandel, indem sie Risikopositionen mit Sicherungs- und Termingeschäften absichern, oder zielen auf kurzfristige Gewinne aus dem Handel auf eigene Rechnung ab. Um ihren Vermögensbestand zu diversifizieren und die Zinserträge aus Kreditforderungen mit anderen Erträgen zu ergänzen, erwerben sie Anleihen und Wertpapiere als Anlage.

Die viel thematisierten Handelsgeschäfte mit Wertpapieren und die davon ausgehenden Risiken spielen nur eine geringe Rolle. Abbildung 3 weist für 2017 einen Bestand von Derivaten von nur 2.6% der Aktiva aus, in der EU sind es 9.1%, in Deutschland und Großbritannien mehr als 13%. Die dominierenden Bankaktiva sind mit 65% die Kreditforderungen und mit 17% die Wertpapiere wie z.B. Anleihen. Oft wird der Wertpapierhandel mit hohen Risiken assoziiert, aber zumindest bei den heimischen Banken kann darin kaum das größte Risiko liegen.

> Die Bankaktiva bestehen zu 65% aus Forderungen für ausstehende Kredite und mit 17% aus Anleihen und anderen verzinslichen Wertpapieren. Derivate machen nur 2.6% der Aktiva aus, in der EU sind es 9%, in Deutschland und Großbritannien mehr als 13%.

Abbildung 3: Zusammensetzung der Bankaktiva, 2017



Quelle: EBA Interactive Dashboard, Q2 2017, eigene Darstellung.

Die regulatorischen Mindestanforderungen für Eigenkapital und Liquidität sollen die Stabilität der Banken erhöhen. Eine Eigenkapitalquote kann Stabilität nur dann richtig anzeigen, wenn sie auf das eingegangene Geschäftsrisiko bezogen wird. Mehr Eigenkapital bringt keinen Zugewinn an Stabilität, wenn das Risiko um noch mehr steigt, weil die Bank im Streben nach höheren Erträgen die ihr anvertrauten Gelder wesentlich riskanter investiert. Die Eigenkapitalquote wird daher als Anteil des Common Equity Tier 1 (CET1) an den „risikogewichteten" Aktiva gemessen. Wie in den meisten anderen Ländern hat die Eigenkapitalquote in Österreich seit 2008 von 7.7% auf 15.1% Mitte 2017 deutlich zugenommen und liegt mittlerweile sogar leicht über dem Durchschnitt der Banken in der Europäischen Union, welcher 14.5% betrug. Auch die Liquidität österreichischer Banken gemessen an der Liquidity Coverage Ratio übertraf 2017 das regulatorische Minimum von 80% deutlich, der gewichtete Durchschnitt lag bei 138% (OeNB, 2011, 2017).

> Die Eigenkapitalquote der Banken hat von 2008 bis 2017 von 7.7% auf 15.1% zugenommen, der EU Durchschnitt liegt dagegen bei 15%.

Die Stabilität der Banken hängt nicht nur von ihrer eigenen Ausstattung mit Eigenkapital und Liquidität ab, sondern auch von der Krisenrobustheit der Schuldner. Die Stabilität der Banken fängt eben bei den Haushalten und Unternehmen an.

> Der Anteil notleidender Kredite in Österreich lag mit 6.9% im Jahr 2015 leicht über dem Durchschnitt der EU mit 5.8%.

Auch Marktstruktur und Wettbewerbsgrad beeinflussen die Stabilität. Profitabilität ist notwendig, damit Banken Eigenkapital bilden können. Um neues Eigenkapital durch Ausgabe neuer Aktien aufzunehmen, müssen sie eine marktübliche Rendite

bieten. Oder sie müssen genügend hohe Gewinne schreiben, um diese einzubehalten und so das Eigenkapital zu erhöhen. Zu viele Anbieter mindern die Profitabilität und machen es schwer, mehr Eigenkapital zu mobilisieren und die Krisenrobustheit des Bankensektors zu verbessern.

Produktivitätssteigerungen wie z.B. Reduzierung des Filialnetzes und Nutzung des Internets sind im Gange und müssen weitergehen. Die Anzahl der Bankfilialen ist immer noch hoch. Eine Bankfiliale bediente 2016 durchschnittlich 2‘221 Einwohner; in der Eurozone waren es 2‘278, in Deutschland 2‘575 und in Belgien und Niederlande weit mehr (Tabelle 1).

Tabelle 1: Wettbewerbsfähigkeit und Effizienz der Banken

	CR5 Ratio		**Einwohner pro Bankfiliale**	
	2010	2016	2010	2016
Österreich	36	34	2'005	2'221
Deutschl.	33	31	2'104	2'575
Belgien	75	66	2'739	3'367
Niederl.	84	85	5'800	10'173
Spanien	44	62	1'079	1'613
Frankreich	47	46	1'675	1'794
Italien	40	43	1'779	2'067
Slowenien	59	61	2'952	3'541
Finnland	84	66	3'636	5'289
Eurozone	47	46	1'813	2'278

Anmerkung: CR5 Ratio gibt den Anteil der 5 größten Banken an den gesamten Aktiva an.
Quelle: Einwohner pro Filiale: ECB Report on Financial Structures October 2017, Tabelle 9.2, S. 79. CR5 Ratio: ECB 2017 Statistical Data Warehouse.

Während in der Eurozone seit 2010 die Einwohnerzahl pro Filiale um 26% gestiegen ist, betrug die Zunahme in Österreich nur 11%. Das geht mit der hohen Wettbewerbsintensität und der geringen Profitabilität einher. Die Nettozinsmarge ist mit knapp 1% (vgl. OeNB, 2014, S. 62) niedrig. Der Anteil der fünf größten Banken an allen Assets (CR5 Ratio) beträgt lediglich 37% und zeigt eine sehr geringe Konzentration an. Eine relativ begrenzte Marktbereinigung ist zwar im Gange. Der Prozess muss aber wohl weiter fortschreiten, damit Marktanteile für die verbleibenden Bankengruppen frei werden und diese sich besser entwickeln können.

Bisher hat die heimische Wirtschaft von der hohen Wettbewerbsintensität profitiert. Die Kreditzinsen für die Unternehmen liegen seit über einem Jahrzehnt unter

dem Durchschnitt der Eurozone, teilweise um mehr als einen Prozentpunkt. Niedrige Kreditzinsen sind nicht nur, aber eben auch eine Folge intensiven Wettbewerbs. Zinsdifferenzen spiegeln zudem Produktivitätsunterschiede der Banken und unterschiedliche Länderrisiken wider.

> Die Kreditzinsen liegen seit über einem Jahrzehnt unter dem Durchschnitt der Eurozone, teilweise um mehr als einen Prozentpunkt.

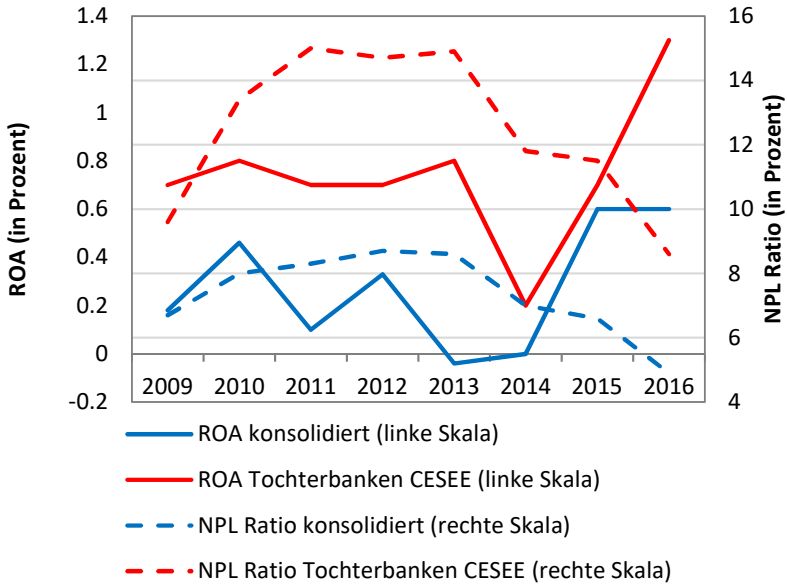
Die Niedrigzinspolitik hat seit 2008 zu fallenden Zinsen geführt (vgl. auch Abbildung 5). Das niedrige Zinsumfeld drückt zusätzlich auf die Profitabilität und macht es den Banken schwer, Erträge zu erwirtschaften. Während die Kreditzinsen wegen der günstigen Liquidität so niedrig sind wie kaum je zuvor, sind eine parallele Absenkung der Einlagezinsen oder gar Negativzinsen schwer möglich, ohne wegen der möglichen Bargeldhaltung die Spareinlagen zu gefährden.[1] So stellen z.B. Demirgüç-Kunt und Huizinga (1999) einen klar positiven Zusammenhang zwischen dem Realzins (Rendite kurzfristiger Staatsanleihen) und der Nettozinsmarge bzw. dem Vorsteuergewinn fest. Je niedriger das Zinsniveau ist, desto geringer sind die Zinsspanne und damit die Profitabilität des Bankgeschäfts. Borio u.a. (2015) zeigen, dass höhere Zinsen mit einem höheren Bankgewinn verbunden sind. Der Effekt ist in einem Niedrigzinsumfeld besonders ausgeprägt: Ein Anstieg der kurzfristigen Zinsen von 0% auf 1% erhöht die Rendite der Banken um 0.4 Prozentpunkte, ein Anstieg von 6% auf 7% nur mehr um 0.15 Prozentpunkte. Schließlich können niedrige Zinsen auch zu künftigen Verlusten führen, da sie eine Vermögenspreisinflation begünstigen. Fällt das Zinsniveau wieder auf ein längerfristig normales Niveau zurück, dann löst dies regelmäßig eine Korrektur der Aktien- und Immobilienpreise aus. Wenn damit der Wert der Sicherheiten sinkt, droht eine neuerliche Zunahme notleidender Kredite mit Verlusten für die Banken.

> Ein Anstieg der kurzfristigen Zinsen von 0 auf 1% erhöht die Rendite der Banken um 0.4 Prozentpunkte, ein Anstieg von 6 auf 7% nur mehr um 0.15 Prozentpunkte.

Die Margen und Gewinne der Banken sind im Niedrigzinsumfeld deutlich geringer. Damit steigt der Druck zur Konsolidierung des heimischen Bankensektors. Neben Übernahmen ist eine Konsolidierung möglich, indem die großen Banken auf profitablere Auslandsmärkte ausweichen und sich z.B. in Osteuropa stark engagieren. Im Oktober 2015 hatten die Banken Forderungen gegenüber Schuldnern in Tschechien, der Slowakei und Rumänien in Höhe von 47.2 Mrd., 29.5 Mrd. und 20.2 Mrd. Euro. Die größten westeuropäischen Schuldner waren Deutschland und Großbritannien mit 30.8 Mrd. bzw. 10.3 Mrd. Euro (OeNB, 2015a, S. 25).

1 Zudem hat der OGH mit Entscheid vom 13.10.2009 eine Nullverzinsung von Spareinlagen, auf die die Sparer wegen der mit dem Abziehen und der anderweitigen Veranlagung ihrer Einlage verbundenen zusätzlichen finanziellen Nachteile nicht adäquat reagieren können, als gröblich benachteiligend und daher nichtig erklärt.

Abbildung 4: Rendite und Risiko österreichischer Banken



Quelle: OeNB (2015b, 2017) Financial Stability Report 29, S. 130-132, Financial Stability Report 34, S. 98-100. Bemerkung: NPL – Non-Performing Loans, notleidende Kredite; Ergebnis 2016 durch die Abspaltung des Osteuropageschäfts der Unicredit von der Bank Austria beeinflusst.

Jedes gewinnorientierte Unternehmen wird in profitable Märkte eintreten wollen, wobei höhere Erträge naturgemäß mit einem höheren Risiko einhergehen. Mit ihrem Ostengagement konnten die Banken ansehnliche Wertschöpfung und Gewinne erzielen und die Profitabilität erhalten, die auf dem Heimmarkt nicht mehr zu erwirtschaften war. Sie erzielten 2016 insgesamt eine Rendite nach Steuern von 0.6% (2015: 0.6%), wogegen ihre Töchter in Osteuropa eine Rendite von 1.3% (2015: 0.7%) erreichten (OeNB, 2017). Auch während der Finanzkrise war das Ostgeschäft stets profitabel, wie Abbildung 4 zeigt. Mit hohem Risiko winken allerdings nicht nur höhere Ertragschancen, sondern es steigen auch die Verlustgefahren. So mussten 2016 die heimischen Banken konzernweit 4.9% ihrer Kredite (2015: 6.6%) als notleidend einstufen, bei ihren osteuropäischen Tochterbanken lag dieser Anteil jedoch bei 8.6% (2015: 11.5%).

2.3 KAPITALMÄRKTE

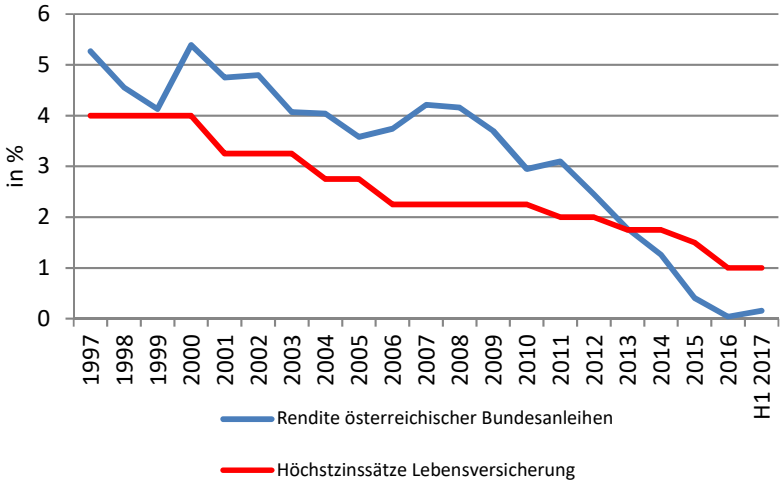
Versicherungen und Pensionskassen: Zu den wichtigsten Institutionen einer reichen Volkswirtschaft zählen jene Unternehmen, Organisationen und Märkte, die mit der Streuung und Bewirtschaftung von Risiken zu tun haben. Die Nachfrage nach Versicherung erwächst aus dem Wunsch nach wirtschaftlicher Sicherheit. Wichtige persönliche Risiken wie Arbeitslosigkeit, Unfälle, Krankheit, Invalidität und Alter sind durch die Sozialversicherungen abgedeckt. Die Arbeitnehmer- und Arbeitgeberbeiträge machen etwa 38% des Bruttolohneinkommens aus. Besondere individuelle Bedürfnisse werden ergänzend durch ein breites Angebot privater Zusatzversicherungen z.B. für Krankheit und Unfall, Lebensversicherungen, Pensionskassen der Unternehmen und Sparpläne zur Ergänzung der staatlichen Pension befriedigt. Andere Risiken wie Haftpflicht, Rechtsschutz, Eigentumsschutz (z.B. Feuer, Hagel und Wasser) und Reiseschutz werden ausschließlich privat versichert, wobei oft eine staatlich verordnete Versicherungspflicht besteht.

Im Finanzbereich sind Einlagensicherung, Exportversicherung und finanzielle Innovationen wie Kreditversicherungen und Finanzinstrumente für den Handel von Risiken bedeutend. Je reicher ein Land ist, desto mehr Risiken müssen versichert werden und desto umfangreicher ist das Versicherungswesen. Der Versicherungssektor hat 2014 nach Eurostat Aktiva von 42% des BIP bewirtschaftet, davon entfallen 5.6% auf Pensionskassen. Der Sektor ist damit im internationalen Vergleich ziemlich klein. In der EU beträgt der BIP Anteil der Versicherungswirtschaft 88% und ist mehr als doppelt so groß. Auf die Pensionskassen entfällt mit 18% mehr als das Dreifache. In Dänemark (Niederlande) verwalten die Versicherungen ein Finanzvermögen von 178% (249%) des BIP, davon die Pensionskassen 72% (177%). Die Pensionskassen machen jeweils den Löwenanteil aus. Die Unterschiede zwischen den Ländern sind also sehr vom Umfang der Pensionskassen getrieben.

> Die Versicherungen verwalten Aktiva von 42% des BIP, davon die Pensionskassen 5.6%. In der EU sind die Pensionskassen mehr als dreimal so groß. In Dänemark verwalten sie 72% des BIP.

Der Versicherungssektor leistete 2014 Ausgaben für Versicherungsfälle von 14.2 Mrd. Euro. Den allergrößten Teil der Erlöse erzielte der Sektor mit einem Prämienaufkommen von 17.1 Mrd. Euro. Bei Kapitalanlagen von 107.4 Mrd. steuern auch die Investitionserträge mit 3.2 Mrd. ganz erheblich zum Ergebnis bei. Der größte Teil des Finanzvermögens ist in Anleihen im Wert von 41.7 Mrd. investiert, aber auch Aktien und andere Beteiligungspapiere von 12.7 Mrd. sowie Immobilienbesitz von 5.9 Mrd. Euro machen einen beträchtlichen Anteil aus (vgl. OeNB 2015b, Tabelle A20).

Abbildung 5: Investitionsrenditen im Versicherungssektor



Quelle: OeKB, OeNB, OeBFA (in: OeNB Statistikdatenbank), FMA (Höchstzinssätze Versicherungsunternehmen, von: FMA-Website), eigene Darstellung. Anmerkung: Rendite Bundesanleihen: Periodendurchschnitt für festverzinsliche Rentenwerte.

Die extrem niedrigen Zinsen erschweren auch den Versicherungen das Leben. Die privaten Lebens- und Pensionsversicherer erzielen aufgrund der letzten Zinssituation auf ihre Kapitalanlagen nur mehr geringe Erträge und können den Versicherten auch nur diese Renditen auf das Beitragskapital bieten. Abbildung 5 zeigt, wie schon seit 1997 das Zinsniveau und damit die garantierte Mindestverzinsung der Versicherungsverträge laufend gesunken sind. Diese Entwicklung hat sich in den letzten fünf Jahren der Niedrigzinspolitik drastisch verschärft.

Ein Grund für die unterschiedliche Größe des Versicherungssektors ist die Alterssicherung. Wenn vorher schon, wie in Österreich, der größte Teil der Risiken staatlich nach dem Umlageverfahren versichert wird, bleibt für die Pensionskassen und Lebensversicherungen nicht mehr viel übrig. Länder mit einer ausgebauten kapitalgedeckten Säule der Alterssicherung haben große Pensionskassen. Der Versicherungssektor ist in Österreich zwar ein großer Investor, aber eben nur halb so groß wie im Durchschnitt der EU-Länder. Der geringe Umfang der Pensionskassen ist sicherlich eine zentrale Ursache dafür. Hier fehlt ein großes Anlagevolumen, welches die heimischen Kapitalmärkte stark beleben könnte.

Der österreichische Kapitalmarkt: Die europäische Wirtschaft ist sehr stark von Banken dominiert. Aber deren Kreditgeschäft hängt auch davon ab, dass die Bereitstellung von Risikokapital an der Börse und auf den außerbörslichen Kapitalmärkten gut funktioniert und die Finanzdienstleister, Wagniskapitalgeber und Private Equity Gesellschaften genügend Eigenkapital für die kleinsten und riskantesten Unternehmen mobilisieren.

Die Kapitalmärkte tragen nur wenig zur Finanzierung der Wirtschaft bei. Das Volumen der Anleihen beträgt nach den Daten der EZB 141% des BIPs, im Durchschnitt der EU28 sind es 165% des BIP, in Schweden 167%, aber in Deutschland nur 106% des BIPs. Der Markt wird von in- und ausländischen Staatsanleihen und den Anleihen der Banken dominiert. Unternehmensanleihen machen in Deutschland gar nur 4% des BIPs aus, in Österreich wie in der EU28 sind es 12% und in Schweden 20% des BIPs. In ganz Europa spielen also die Anleihenmärkte für die Unternehmensfinanzierung eine äußerst geringe Rolle.

> In Österreich sind Anleihen im Wert von 141% des BIPs begeben, in der EU28 sind es 165%. Unternehmensanleihen machen in Österreich wie im Durchschnitt der EU28 nur 12% des BIPs aus.

Noch problematischer stellt sich die Situation bei börsennotierten Aktien dar. An der Börse dominieren große Unternehmen. Ende 2014 betrug die Börsenkapitalisierung nur 26% des BIP, in der Eurozone ist es mit 59% mehr als das Doppelte. Auch zu Deutschland (51%) ist der Rückstand erheblich. Eine geringere Börsenkapitalisierung verzeichnen nur mehr osteuropäische Staaten wie z.B. die baltischen Staaten, Rumänien und Bulgarien, die noch im Aufholprozess sind. Länder mit hoher Börsenkapitalisierung sind z.B. Schweden (124% des BIP), Dänemark (98%) und Niederlande (96%). Die Entwicklung der Börsenkurse lässt die Börsenkapitalisierung sehr stark schwanken. Der Börsenwert österreichischer Aktien ist von unter 40 Mrd. Euro zu Beginn der 2000er Jahre auf über 160 Mrd. im Jahr 2007 angewachsen, hat sich mit dem Ausbruch der Finanzkrise mehr als halbiert und hat 2008 nur mehr knapp 60 Mrd. betragen. Seit einigen Jahren schwankt der Börsenwert nunmehr bei knapp über 80 Mrd. Euro. Die Schwankungen der Börsenkurse betreffen die meisten Länder in ähnlicher Weise, so dass der relative Vergleich davon weniger betroffen ist.

> Die Börsenkapitalisierung in Österreich liegt mit 26% des BIP weit unter dem Durchschnitt der Eurozone mit 59%.

Ein Großteil des Handels läuft jedoch nicht über die Börse, sondern wird auf dem freien Kapitalmarkt abgewickelt. Dazu zählen die Geschäfte der Investmentfonds und Beteiligungsgesellschaften, Wagniskapitalfonds, Vermögensverwalter, Finanzdienstleister und neu die Schwarmfinanzierung (Crowd-Financing). Die ver-

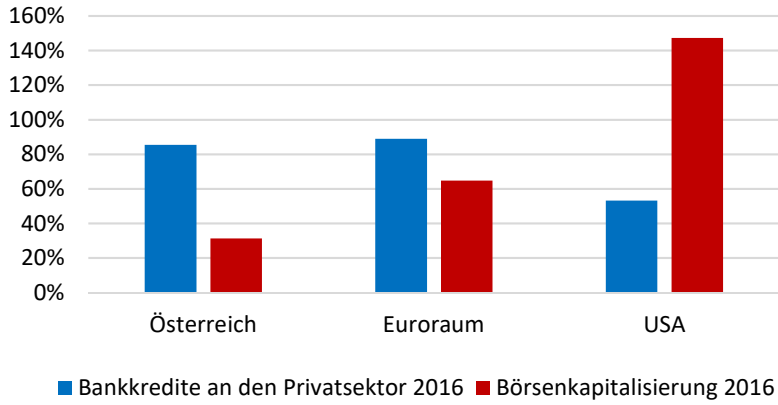
schwindend geringe Rolle des Wagniskapitals wurde schon in Abbildung 2 thematisiert. Das von Wertpapierdienstleistern verwaltete Kundenvermögen verzeichnet dagegen eine sehr dynamische Entwicklung und stieg von 44 Mrd. 2013 auf 53 Mrd. Euro im Jahr 2015 an. Das entspricht etwas mehr als der Hälfte der Börsenkapitalisierung. Allein auf die Portfolioverwaltung entfielen 30.6 Mrd. Euro im Jahr 2015, das sind 58% der verwalteten Kundenvermögen.

2.4 RESÜMEE

Österreich ist international kein großer Finanzplatz. Je nach Wirtschaftsstruktur und institutionellen Besonderheiten ist der Finanzierungsanteil von Banken und Kapitalmärkten von Land zu Land sehr unterschiedlich. Die vielleicht wichtigste Besonderheit des heimischen Finanzplatzes ist die überaus große Bedeutung der Bankkredite.

Wie Abbildung 6 zeigt, tragen die Banken noch mehr als in der Eurozone zur Finanzierung der Haushalte und Unternehmen bei. In den U.S.A. ist dagegen die Börsenfinanzierung weit bedeutender. Diese Entwicklung spiegelt nicht nur eine starke Expansion der Banken wider, sondern folgt zwingend aus dem beschränkten Finanzierungsbeitrag der Kapitalmärkte.

Abbildung 6: Banken- und Kapitalmarktorientierung, 2016



Quelle: Weltbank (2017), World Development Indicators.

Die Wirtschaft braucht Finanzierung. Wenn sie auf dem Kapitalmarkt nicht verfügbar ist, dann muss sie von den Banken kommen. Der heimische Bankensektor ist überdurchschnittlich kompetitiv, die Zinsmargen sind kleiner und die Profitabilität ist geringer als in anderen vergleichbaren Ländern. Die Banken sind nicht annähernd so groß wie die internationalen, systemisch relevanten Großbanken. Auf dem Kapitalmarkt fehlt das Anlagekapital großer institutioneller Investoren wie z.B. der Pensionskassen. Solche institutionellen Investoren können mit geeigneter Diversifizierung auch riskantere Beteiligungen mit höherem Ertragspotential in ihre Portfolios aufnehmen und damit Finanzierung für junge Technologieunternehmen und Investment- und Wagniskapitalfonds bereitstellen, wie es für eine innovative Wirtschaft besonders wichtig wäre.

3 Rolle des Finanzsektors für Wachstum und Stabilität

3.1 Aufgaben des Finanzsektors

Banken: Die Banken lenken das Geld der Sparer auf die aussichtsreichsten Investitionsvorhaben. Dabei erfüllen sie wenigstens vier Aufgaben.[2] Ihre erste Aufgabe ist es, für die Sparer *Informationen zu sammeln* und eine Kreditwürdigkeitsprüfung durchzuführen, um aus vielen Projekten die besten auszuwählen, wo die versprochene Rückzahlung sicher ist und die Gefahr von Kreditausfällen gering bleibt.

Weil sie wenig über die Ergiebigkeit von Investitionen und die Vertrauenswürdigkeit von Kreditnehmern wissen, könnten die meisten Sparer aus Angst vor Übervorteilung und Verlusten nie direkt Kredite vergeben. Ohne Banken kämen viele Investitionen nicht zustande. Wenn einmal ein Kredit zugesagt und überwiesen wurde, besteht die Gefahr, dass Kreditnehmer durch Managementfehler oder mangelnde kaufmännische Vorsicht die Rückzahlung gefährden. Die Banken verfügen jedoch über die nötige Expertise, um durch Überwachung und Kontrolle möglichen Fehlentwicklungen vorzubeugen. Diese Überwachungsfunktion zur Verhinderung von Kreditrisiken ist letztlich der zentrale Grund, warum es Banken als „Vermittler" zwischen Sparern und Kreditnehmern braucht.[3]

> Mit der Kreditwürdigkeitsprüfung und Kreditüberwachung tragen Banken zur möglichst ertragreichen Verwendung der Ersparnisse bei.

Eine zweite Aufgabe ist die *Transformation von Vermögenswerten.* Der Finanzbedarf der Firmen übersteigt meist die Möglichkeiten einzelner Anleger. Eine Bank sammelt kleine Beträge von vielen Sparern und gibt sie in großen Kreditbeträgen an die Unternehmen weiter. Vorrangig ist die *Fristentransformation*. Die Banken bringen den Bedarf der Realwirtschaft nach einer langfristig stabilen Finanzierung von Investitionen mit dem Wunsch der Haushalte nach kurzfristiger Verfügbarkeit von Ersparnissen zusammen. Damit gelingt es besser, die Ersparnisse für die Fi-

2 Zentrale Abhandlungen sind Dewatripont und Tirole (1994), Dewatripont, Rochet und Tirole (2010), Freixas und Rochet (1998) und neuere Arbeiten wie Levine (2005), Barth, Caprio und Levine (2006) und Freixas, Laeven und Peydro (2015).

3 Die Sparer delegieren sozusagen die Überwachungsaufgabe an die Banken („delegated monitoring", vgl. Diamond, 1984).

nanzierung von Investitionen zu nutzen. Gleichzeitig macht die Fristentransformation die Banken krisenanfällig. Wenn aufgrund eines plötzlichen Vertrauensverlustes viele Sparer ihre Guthaben gleichzeitig abziehen, kann eine Bank schnell zahlungsunfähig werden, da sie auf der anderen Seite die Gelder langfristig ausleiht und nicht spontan zurückrufen kann. Eine Einlagensicherung, welche einen Vertrauensverlust der Sparer verhindern soll, und ein Interbankenmarkt, der einen Liquiditätsausgleich zwischen den Banken ermöglicht, können dieses Risiko verringern.

Eine dritte Aufgabe ist die *Diversifizierung von Risiken*. Riskante Vermögenswerte sind in sichere umzuwandeln, um das Risiko der Wirtschaft mit dem Sicherheitsbedürfnis der Sparer in Einklang zu bringen. Eine Bank hat Kreditbeziehungen mit hunderten von Unternehmen und Haushalten. Zwar ist jeder einzelne Kredit mit einem Ausfallsrisiko verbunden. Solange aber das Glück des einen ganz unabhängig vom Pech des anderen ist, heben sich die Risiken in Summe weitgehend auf, so dass eine Bank insgesamt ein durchaus stabiles Ergebnis erzielen und den Sparern einen sicheren Zins zahlen kann. Die Bedeutung des Risikoausgleichs geht weit über den Bankensektor hinaus. Die Risikotransformation durch Diversifizierung ist das Kerngeschäft einer jeden Versicherung.

> Die Banken wandeln kurzfristig abrufbare Spareinlagen in langfristige Investitionsfinanzierung um und reduzieren das Risiko. Sie senken mit der Kontenverwaltung die Transaktionskosten im Zahlungsverkehr.

Schließlich stellt der Bankensektor *Dienstleistungen* zur Verfügung, damit Haushalte und Unternehmen Transaktionskosten sparen können. Am Wichtigsten ist der reibungslose Zahlungsverkehr. Was im Alltag selbstverständlich ist, bringt in einer Bankenkrise die Wirtschaft zum Stillstand, wenn die laufenden Transaktionen nicht mehr abgewickelt werden. Neben dem Zahlungsverkehr, der Abwicklung von Transaktionen im Vermögensgeschäft, der Portfolioverwaltung und der Verwahrung von Wertpapieren bieten die Banken zahlreiche Beratungsdienstleistungen an. Die Einnahmen aus Gebühren und Kommissionen machen einen erheblichen Teil ihrer Erlöse aus.

Kapitalmärkte: Auf den Kapitalmärkten werden Aktien und Beteiligungen, Anleihen oder Derivate gehandelt. Derivate sind Wertpapiere, die Risiken an andere Investoren weitergeben. Sie dienen der Absicherung gegen Wertverluste, aber auch der Spekulation auf Kursgewinne. Mit Sicherungsgeschäften erlangen Unternehmen mehr Investitionssicherheit, indem sie sich gegen Zahlungsausfall oder Preis- und Währungsschwankungen absichern können. Wertpapiere sind mit verschiedensten Ertragsansprüchen, Sicherheiten und Entscheidungsrechten ausgestattet. Eine vorrangige Anleihe wird im Insolvenzfall zuerst bedient und ist daher sicherer. Nachrangige Anleihen haben mehr Risiko. Um die Sicherheit der Anleger zu steigern, können Anleihen mit Garantien versehen werden. Pfandbriefe sind mit

den damit finanzierten Immobilien besichert. Wandelanleihen sehen ein Wahlrecht vor und können beim Eintritt von vorher vereinbarten Bedingungen in Eigenkapitalanteile umgewandelt werden. Solange die Anleihe nicht gewandelt wird, hat sie den Charakter von Fremdkapital und zahlt einen festen Zins. In allen Fällen muss ein höheres Risiko durch höhere Zinsen abgegolten werden. Das höchste Risiko trägt das Eigenkapital, denn es hat nur Anspruch auf das, was nach Zahlung aller Zinsen übrigbleibt, und bekommt nur das zurück, was nach Rückzahlung des Fremdkapitals noch da ist.

Der Handel kann über eine Börse oder außerbörslich wie z.B. durch Vermittlung von Finanzdienstleistern abgewickelt werden. Anders als bei exklusiven Bankbeziehungen treffen auf den Finanzmärkten viele Emittenten mit ihren Wertpapieren auf viele Anleger und Investoren. Ein gutes Funktionieren setzt ein hohes Handelsvolumen und damit eine hohe Liquidität voraus, damit die Marktteilnehmer jederzeit eine passende Gegenpartei finden. Ist ein Markt wenig liquide, dann dauert es meist unbotmäßig lange. Friert ein Markt ganz ein, dann kommen dringende Handelsgeschäfte mangels Gegenpartei auch mit noch so großen Preiszugeständnissen nicht mehr zustande. Liquide Märkte zeichnen sich durch eine Liquiditätsprämie und geringere Zinsen aus, ähnlich wie intensiver Wettbewerb preissenkend wirkt. Ist die Liquidität hoch und damit der Wettbewerb intensiv, dann können die Emittenten neue Aktien oder Anleihen leichter platzieren, bessere Preise erzielen, und kommen so zu günstigerer Finanzierung. Die Käufer zahlen gerne einen etwas höheren Preis und sind mit geringeren Renditen zufrieden, wenn sie im Bedarfsfall die Wertpapiere leicht wiederverkaufen können. Liquide Märkte sind wachstumsfördernd, weil die Zinsen geringer sind und ein intensiverer Handel die Qualität der Kapitalverwendung verbessert.

> Auf den Kapitalmärkten sind die Investitionsentscheide kurzfristiger und die Kundenbindung schwächer.

Die Finanzierung auf den Kapitalmärkten ist nicht exklusiv, sondern auf viele Investoren und Anleger verteilt, die oft nur kleinere Anteile besteuern. Die meisten haben weder die Kapazität noch die Expertise und kaum einen Anreiz, um mit großem Aufwand die Schuldentragfähigkeit zu prüfen und durch Kontrolle das Risiko eines Zahlungsausfalls zu senken. Am ehesten üben institutionelle Großanleger wie Pensionskassen und Versicherungen und private Investoren mit großem Beteiligungsanteil eine aktive Unternehmenskontrolle aus.[4] Die meisten Anleger bleiben passiv und sind eher wenig informiert. Um dennoch Vertrauen in die Qualität der

4 CalPERS ist der größte öffentliche Pensionsfonds in den U.S.A. mit etwa 300 Mrd. USD an verwaltetem Vermögen und ist für seine aktive Investorenrolle berühmt. Es wird vom „CalPERS" Effekt gesprochen, wonach Aktien auf der CalPERS „Focus List" sich meist besser entwickeln als andere Aktien.

Wertpapiere zu schaffen und Anlagekapital zu mobilisieren, braucht es Ersatzmaßnahmen. Dazu können erstens die Anlegerrechte durch Ausgestaltung der Wertpapiere geschützt werden, z.B. mit Besicherung, Garantien und Vorrangigkeit im Insolvenzfall. Dabei hängt die Finanzmarktentwicklung von einer leistungsfähigen Justiz ab, welche eine effiziente Durchsetzung der Eigentumsrechte gewährleistet. Zweitens dient die Prospektpflicht z.B. bei der Platzierung an der Börse dazu, Informationen für die Anleger aufzubereiten. Drittens sind hohe Standards der Unternehmenskontrolle (Corporate Governance), des Investorenschutzes sowie Publizitäts- und Buchhaltungsstandards für die Entwicklung von liquiden Kapitalmärkten wichtig. Angesichts der damit verbundenen Kosten haben im Wesentlichen nur große Unternehmen mit höherer Stabilität Zugang zur Börse und den anonymen Kapitalmärkten, um sich dort mit neuen Aktien und Unternehmensanleihen Kapital zu beschaffen.

> Investorenschutz und Transparenzvorschriften sorgen für das Vertrauen der Anleger und hohe Liquidität sichert niedrige Zinsen.

Banken und Kapitalmärkte stehen nicht in Konkurrenz, sondern sind komplementär zueinander und ergänzen sich. Eigenkapital ist eine Voraussetzung für die Kreditfähigkeit. Überschuldeten Unternehmen und Haushalten können vorsichtige Banken keine weiteren Kredite geben. Was ein angemessenes Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital ist, hängt wesentlich vom Geschäftsrisiko ab. KMUs sind vorwiegend auf Bankkredite angewiesen, weil der Zugang zum Kapitalmarkt schwierig, wenn nicht ganz versperrt ist. Große Unternehmen können sich dagegen auch über den Kapitalmarkt finanzieren.

Besonders riskante und innovative Unternehmen brauchen mehr risikotragendes Eigenkapital, das entweder an der Börse oder außerbörslich z.B. durch Wagniskapital- und Private Equity Gesellschaften beschafft wird. Innovative und wissensintensive Branchen, die von spezifischem Humankapital, Patenten, Markenrechten und Goodwill abhängen, sind eher auf Beteiligungs- und Marktfinanzierung angewiesen, während sich andere Branchen mit harten und übertragbaren Sicherheiten stärker für Kreditfinanzierung durch Banken eignen. Bankfinanzierung spielt in innovativen Sektoren wie z.B. Information und Kommunikation eine signifikant geringere Rolle, während Branchen mit kleineren Betriebsgrößen wie Wohnungswesen, Tourismus oder Dienstleistungen stärker von Bankkrediten abhängig sind. In hochentwickelten, innovationsgetriebenen Wirtschaften müssen daher die Kapitalmärkte einschließlich Wagniskapital eine wichtigere Rolle spielen.

Wagniskapital: Ein Land, das zu den technologisch führenden Ländern vorstoßen will, muss mehr und grundlegendere Innovationen hervorbringen. Die radikalsten und riskantesten Innovationen liefern gleichzeitig die höchsten Erträge und Wachstumsimpulse und stammen oft von risikoreichen Start-ups. Wagniskapital

(Venture Capital, Private Equity, Business Angels) ist auf die Finanzierung innovativer Wachstumsunternehmen spezialisiert. Die Aufgabe liegt darin, höchst riskante, aber sehr rentable Investitionsprojekte aufzuspüren und zu finanzieren, die sonst mangels Finanzierung nicht zustande kämen, und den innovativen Startups zu helfen, ihr Potential für Beschäftigung und Einkommen besser auszuschöpfen, als es sonst möglich wäre.[5] Indem eine aktive Wagnisfinanzierung den Unternehmen über die ersten kritischen Phasen hinweghilft, bereitet sie die Kreditfinanzierung und den Zugang zum Kapitalmarkt in späteren Phasen vor. Wagniskapital stellt Beteiligungsfinanzierung bereit, wo Banken und andere Akteure keine Kredite vergeben können.

> Wagniskapital ist Finanzierung und strategische Beratung für riskante, innovative Start-ups aus einer Hand.

Innovative Gründungen brauchen Risikokapital sowie aktive Beratung aus einer Hand. Wagnisfinanzierung erfolgt typischerweise mit Eigenkapital und wird auf mehrere Runden aufgeteilt, wobei die nächste Tranche vom Erreichen wichtiger Meilensteine abhängt. Mehr Eigenkapital und das Engagement eines professionellen Investors ermöglichen dem Unternehmen meist zusätzliche Finanzierung mit Bankkrediten, die sonst nicht verfügbar wäre, und damit umfangreichere Investitionen. Der wertsteigernde Einfluss eines erfahrenen Wagnisfinanziers, der seine unternehmerische Erfahrung, Marktkenntnisse, Kontakte und Netzwerke einbringt, wirkt eben auch auf andere Kapitalgeber vertrauensbildend. Die Finanziers sichern sich mit den Anteilen Mitspracherechte, damit sie im Notfall eingreifen können.[6] Indem sie sich anteilig an Gewinnen und Verlusten beteiligen, haben sie einen starken Anreiz, mit intensiver Beratung und Kontrolle zum Unternehmenserfolg beizutragen.

Wagnisfinanzierung entschärft zwei Probleme: Zugang zu Kapital und mangelnde unternehmerische Erfahrung. Erstens ermöglicht Wagniskapital die Realisierung von potentiell sehr rentablen Projekten, die sonst keine Finanzierung erhalten würden. So können Einkommens- und Beschäftigungsmöglichkeiten realisiert werden, die sonst brachliegen würden. Zweitens hilft die strategische Beratung und Überwachung den Beteiligungsunternehmen, ihr Potential auszuschöpfen und bei gleichem Kapitaleinsatz mehr Wachstum zu realisieren. Der wertsteigernde Einfluss zeigt sich, indem wagnisfinanzierte Unternehmen radikalere Innovationsstrategien verfolgen und mehr Patente anmelden; den Markteintritt beschleunigen, um

5 Kortum und Lerner (2000) schätzten für die U.S.A., dass ein Dollar an F&E Ausgaben in wagnisfinanzierten Unternehmen mehr Patente und radikalere Innovationen schuf wie in Firmen ohne Wagniskapital. Demnach entfielen 1998 etwa 14% der industriellen Innovation auf wagnisfinanzierte Firmen, obwohl diese nur 3% der gesamten F&E Ausgaben tätigten.

6 Kaplan und Strömberg (2000) zeigen für die U.S.A., dass Wagnisfinanziers oft 50% der Gewinnanteile halten und die Gründer selbst etwa 30%. Die Risikokapitalisten sitzen im Aufsichtsrat und haben in 25% der Fälle die Mehrheit der Stimmen.

eine dominierende Marktstellung zu erlangen; und schneller Management, Marketing und Personalwesen professionalisieren.

Aktive Wagnisfinanzierung verhilft den Start-ups zu mehr Wachstum und stärkt Innovation und Wertschöpfung in der Gesamtwirtschaft.

Wagniskapital vervollständigt den Kapitalmarkt in seiner Fähigkeit, Unternehmen zu finanzieren, und bereitet das zukünftige Bankgeschäft vor. Die Finanzierungsschwierigkeiten und der strategische Beratungsbedarf sind in der risikoreichen Anfangsphase am größten und lösen sich im Laufe einer erfolgreichen Firmenentwicklung immer weiter auf. Teures Wagniskapital kann schließlich durch Bankkredite und Finanzierung auf dem Kapitalmarkt abgelöst werden. Der Ausstieg der Beteiligungsfonds erfolgt in den besten Fällen mit einem Börsengang, womit die Gesellschaften am ehesten gute Preise für ihre Anteile erzielen. Eine liquide Börse für junge Technologieunternehmen begünstigt die Entwicklung einer aktiven Wagniskapitalbranche. Alternativ wird die Beteiligung an andere Unternehmen oder Investoren verkauft oder muss ganz abgeschrieben werden.

Finanzierung durch Banken oder Kapitalmärkte? Die Akteure des Finanzplatzes sind unterschiedlich spezialisiert. Daher braucht jedes Land eine Finanzierung sowohl über Banken als auch über Kapitalmärkte. Was sind die Vor- und Nachteile eines stärker banken- oder kapitalmarktorientierten Finanzsystems? Anders als Banken haben unabhängige Investoren eher geringe Anreize, Informationen über Unternehmen zu sammeln, da diese Kenntnisse mit den Kauf- und Verkaufsentscheidungen schnell öffentlich werden und damit auch anderen Anlegern zugänglich werden. Deren Trittbrettfahrerverhalten mindert die Anreize, großen Aufwand in die Analyse und Kontrolle zu stecken. Am Ehesten sind Großaktionäre mit einer Blockbeteiligung aktiv. Sie nehmen jedoch die Eigentümerinteressen bisweilen zu ihren eigenen Gunsten wahr. Das schafft neue Probleme wie z.B. eine mögliche Übervorteilung von Kleinanlegern. Die Kontrolle durch den Aufsichtsrat funktioniert angesichts des Informationsvorsprungs des Managements ebenfalls nicht perfekt.

Banken mit langjährigen Geschäftsbeziehungen haben stärkere Anreize, Informationen zu sammeln, weil sie diese exklusiv für ihr eigenes Kreditgeschäft nützen können und nicht mit anderen teilen müssen. Sie können daher die Unternehmenskontrolle tendenziell besser ausüben. Allerdings erlangen sie mit den Informationsvorteilen aus einer exklusiven Geschäftsbeziehung auch eine gewisse Machtstellung, mit der sie leichter für sie günstige Konditionen durchsetzen und damit die Finanzierung der Unternehmen verteuern können. Die Investoren des Kapitalmarkts stehen dagegen in einem starken Wettbewerb, der zu tendenziell günstigeren Finanzierungskonditionen führt.

Die Finanzierung in Österreich hängt von der Kreditversorgung durch Banken ab. Die Finanzierung durch Kapitalmärkte ist überaus gering.

Die Kundenbindung der Banken führt zu stabileren Kreditbeziehungen als bei Kapitalmarktfinanzierungen. Banken halten Kreditlinien an Unternehmen, mit denen sie langjährige Geschäftsbeziehungen pflegen, oft auch bei vorübergehenden Schwierigkeiten aufrecht. Dies trägt zur Stabilisierung bei und ist positiv, solange die damit finanzierten Unternehmen profitabel sind. Allerdings liegt darin auch ein strukturkonservierendes Element. In Perioden mit Bankenkrisen hat sich gezeigt, dass schwach kapitalisierte Banken nahe an der regulatorischen Untergrenze des Eigenkapitals oft auch notleidende Kredite an wenig profitable Unternehmen nicht fällig stellen, um kostspielige Abschreibungen und weitere Verluste auf das knappe Eigenkapital zu vermeiden. Damit können sie auch weniger neue Kredite an gewinnträchtige Unternehmen vergeben. Ein solches Verhalten bremst den notwendigen Strukturwandel in der Krise und verzögert die Erholung, so dass der Aufschwung nach einer Finanzkrise langsamer erfolgt als bei „normalen" Rezessionen. Auf dem Kapitalmarkt fallen dagegen raschere und drastischere Entscheidungen. Eine Rezession geht mit größeren Einkommensverlusten einher, aber die anschließende Erholung setzt rascher ein und fällt kräftiger aus als in bankorientierten Finanzsystemen.

Ein weiterer Unterschied ist, dass Banken vorwiegend Kreditfinanzierung bereitstellen, während Kapitalmärkte neben Anleihen vor allem auch dem Handel mit Eigenkapitalanteilen dienen. Indem die Banken am Unternehmensertrag lediglich im Ausmaß der Kreditzinsen beteiligt sind, können sie nicht an den überdurchschnittlich hohen Gewinnen von innovativeren, aber riskanteren Investitionen teilhaben. Ihr Interesse ist daher eher auf eine sichere Rückzahlung gerichtet, so dass sie tendenziell sichere Investitionen mit oft geringerer Rendite bevorzugen.

> Banken und Kapitalmärkte sind alternative Finanzierungswege mit Vor- und Nachteilen. Banken geben Kredite, Kapitalmärkte geben Eigenkapital und Anleihen. Es kommt auf die richtige Mischung an.

Die Aufgaben von Banken und Kapitalmärkten sind zueinander komplementär, so dass es auf eine ausgewogene Mischung ankommt. Eine Kreditfinanzierung ist nur möglich, wenn die Unternehmen mit genügend Eigenkapital ausgestattet und nicht überschuldet sind. Deshalb brauchen Unternehmen eine Mischung von Eigen- und Fremdkapital. Das setzt ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Banken und Kapitalmärkten voraus. Dabei nimmt die Bedeutung von Kapitalmärkten zu, wenn ein Land sich der Technologiegrenze annähert, die von den führenden Innnovationsländern gesetzt wird. Innovative Länder haben einen höheren Anteil innovativer und riskanterer Branchen, die mehr Eigenkapital brauchen. Deshalb spielen in diesen Ländern Aktienmärkte, Investmentfonds, Private Equity, Venture Capital und Finanzdienstleister eine wichtigere Rolle, und die Beteiligungsfinanzierung in den Investment-Sparten der Banken. Parallel mit dem Eigenkapital wächst auch die Kreditfinanzierung mit, ohne dass die Schuldenquote steigt.

3.2 FINANZVERHALTEN DER HAUSHALTE UND UNTERNEHMEN

Anlageentscheidungen der Privathaushalte: Die Haushalte müssen zwischen Sicherheit bei niedriger Rendite und höheren Erträgen bei größerem Risiko abwägen. In der Realität schöpfen Haushalte die Möglichkeiten für eine günstige Ertrags-Risiko-Mischung nicht aus. Der Aktienanteil ist selbst in Ländern mit großen Kapitalmärkten niedrig. Auch in den USA hält nur knapp die Hälfte überhaupt Aktien. Die Teilnahmeraten steigen zwar mit dem Einkommen, jedoch besitzen mehr als ein Viertel der besserverdienenden Haushalte zwischen dem 50. und 90. Einkommensperzentil und acht Prozent der Topverdiener (über dem 90. Perzentil) keine Aktien, weder direkt noch indirekt über Investmentfonds (Federal Reserve, 2014). In der Eurozone liegen die Werte weit niedriger (*Eurosystem Household Finance and Consumption Survey*). Nur etwa 5.3% halten Anleihen, 10.1% Aktien und 11.4% Investmentfonds. Die Teilnahmeraten überschreiten selbst bei Topverdienern kaum 30%. In Österreich besitzen mit 5.3 bzw. 3.5% besonders wenige Haushalte Aktien bzw. Anleihen. In Investmentfonds legen nur rund 10% der Haushalte an. Allerdings sind in Europa rund ein Drittel und in Österreich 17.7% der Haushalte indirekt über die private Pensionsvorsorge und über Lebensversicherungen an Aktien und anderen riskanten Wertpapieren beteiligt.

> Die österreichischen Haushalte sind konservative Anleger. Nur 5.3% besitzen Aktien und 3.5% Anleihen. In Investmentfonds legen nur 10% an. Allerdings sind 17.7% indirekt über private Pensionsvorsorge und Lebensversicherungen an riskanten Wertpapieren wie Aktien beteiligt.

Die Absenz bei Aktien ist eine Herausforderung, wenn mehr Eigen- und Risikokapital mobilisiert und die Finanzierung über Kapitalmärkte ausgebaut werden soll. Vielen Haushalten entgehen höhere Erträge und Wohlfahrtsgewinne, indem sie die Vorteile der Portfoliomischung nach Ertrag und Risiko nicht ausschöpfen. Cocco u.a. (2005) schätzen den Wohlfahrtsverlust auf 1.5 bis 2% des Jahreskonsums. Der geringe Aktienbesitz hat mehrere Gründe: (i) Arbeits- und andere nichtfinanzielle Einkommen sind ein „Hintergrundrisiko“, das die Haushalte vorsichtiger macht. (ii) Die Teilnahme am Aktienmarkt ist mit Gebühren als auch mit Zeit und Aufwand verbunden. (iii) Viele Haushalte haben kaum Kenntnisse über Aktien und Investmentfonds als Anlagemöglichkeiten. (iv) Die Anleger halten weniger riskante Wertpapiere, wenn diese steuerlich benachteiligt werden. Teilnahmekosten, Finanzkenntnisse und Steuern sind von der Wirtschaftspolitik beeinflussbar.

Nach italienischen Umfragen (Guiso und Jappelli, 2005) waren Aktien bzw. Investmentfonds bei 35 bis 50% der befragten Haushalte als Anlagealternative unbe-

kannt. Diese Bekanntheit nimmt mit Bildung, Einkommen bzw. Vermögen, längeren Bankbeziehungen und sozialer Interaktion zu. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Haushalt Aktien und Investmentfonds kennt, steigt um 17 bzw. 25 Prozentpunkte, wenn dessen Oberhaupt über einen universitären Abschluss verfügt. Information über Medien und soziale Lerneffekte sind wichtig. Eine hohe Dichte von Zeitungsverkäufen in einer Region senkt die Kosten der Informationsverbreitung, da ein Inserat mehr Leser erreicht. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Haushalt über die Wertpapiere Bescheid weiß, ist in der Region mit der höchsten Zeitungsdichte (Ravenna) um 5.4 (Aktien) bzw. 25 Prozentpunkte (Investmentfonds) höher als in jener mit der niedrigsten (Agrigento auf Sizilien). Mehr Information könnte den Wertpapierbesitz steigern. Wenn alle Haushalte über Wertpapiere informiert wären, dann würden 7.5 statt 5.6% der Haushalte Aktien, 12 statt 7.6% Investmentfonds und 5.5 statt 3.8% Unternehmensanleihen besitzen.

> Mehr Informationen über Medien und soziale Lerneffekte können den Wertpapierbesitz signifikant steigern.

Steueranreize beeinflussen die Portfoliowahl. In den U.S.A. unterliegen bei Aktien nur Dividenden voll der Steuer, während Kapitalgewinne begünstigt sind. Anleihezinsen sind voll steuerpflichtig, aber die Zinsen gewisser staatlicher Anleihen sind steuerfrei. Poterba und Samwick (2002) ermittelten, dass höhere Normalsteuersätze nicht nur mehr Haushalte veranlassen, mehr in begünstigte Wertpapiere zu investieren. Ein um 10 Prozentpunkte höherer Steuersatz steigert den Portfolioanteil von steuerfreien Anleihen um 20 bis 55%. Dagegen sinkt der Anteil von verzinsten und normal versteuerten Konten um 2 bis 6%. Aktien und Aktienfonds sind mit niedrigeren Steuersätzen auf Kapitalgewinne begünstigt. Steigt der Normalsteuersatz um zehn Prozentpunkte, nehmen die Portfolioanteile von Aktien zwischen 10 und 23% und von Aktienfonds zwischen 17 und 43% zu.

> Eine um zehn Prozentpunkte reduzierte Besteuerung steigert den Portfolioanteil von Aktien zwischen 10 und 23% und denjenigen von Aktienfonds zwischen 17 und 43%.

Unternehmensbesteuerung fördert Verschuldung: Mangel an Eigenkapital und fehlende Selbstfinanzierung verhindern weitere Kreditfinanzierung. Die Schuldentragfähigkeit und damit das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital sind begrenzt. Wenn eine höhere Verschuldungsquote nicht mehr möglich ist, dann kann es mehr Investitionen nur geben, wenn mehr Eigenkapital gebildet wird. Erst damit werden neue Kredite möglich, ohne dass die Verschuldungsquote ansteigt. Das Problem ist, dass der Staat selbst das Eigenkapital steuerlich diskriminiert, damit einen kräftigen Anreiz zur Überschuldung setzt, die Krisenresistenz der Unternehmen untergräbt und letztendlich zur Instabilität des Finanzsektors mit beiträgt. Während die Zinsen auf Fremdkapital steuerlich abzugsfähig sind, sind Kosten des

Eigenkapitals nicht absetzbar. Der Staat verbilligt also das Fremdkapital und verteuert risikotragendes Eigenkapital. Daher ist die investitionshemmende Wirkung der Körperschaftssteuer umso grösser, je höher die Eigenkapitalquote der Unternehmen ist. Die Diskriminierung des Eigenkapitals schadet vor allem jenen Branchen, die mehr Eigenkapital brauchen, also innovative und daher risikoreichere Branchen und Wachstumsunternehmen.

Wie sehr beeinflussen Steuern die Verschuldung der Unternehmen? Die einflussreiche Arbeit von Gordon und Lee (2001) schätzt eine Semi-Elastizität von -0.36. Eine Absenkung der Körperschaftssteuer (KÖSt) um 10 Prozentpunkte würde daher die Verschuldungsquote (Anteil der Schulden am gesamten Anlagevermögen) um etwa 3.6 Prozentpunkte mindern, wobei in ihrem Datensatz die durchschnittliche Verschuldungsquote 19.4% beträgt. De Mooij und Ederveen (2008) geben eine Semi-Elastizität von -0.3 an, das entspricht der Untergrenze der Schätzung von Gordon und Lee (2001). Würde man in Österreich mit einem KÖSt-Satz von 25% den Steuervorteil aus der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen beseitigen, dann könnte die Verschuldungsquote der Unternehmen um 7.5 Prozentpunkte (=0.25*0.3) fallen.

> Der Steuervorteil des Fremdkapitals dürfte die Verschuldungsquote der Unternehmen um 7.5 Prozentpunkte erhöhen und den freiwilligen Eigenkapitalpuffer der Banken um bis zu 2.7 Prozentpunkte senken.

Auch die Kapitalstruktur der Banken, die eine wesentlich höhere Verschuldungsquote aufweisen, spiegelt zum Teil die steuerliche Begünstigung des Fremdkapitals wider. Nach Keen und De Mooji (2016) führt ein um 10 Prozentpunkte höherer KÖSt-Steuersatz zu einem Anstieg des Verschuldungsgrades (Durchschnitt: 88%) von kurzfristig 1.8 und langfristig 2.7 Prozentpunkten. Der Effekt schwächt sich auf 1.5 Prozentpunkte ab, sobald man die Kapitalvorschriften berücksichtigt. Wenn die Mindestanforderungen für Eigenkapital binden, kann die Verschuldungsquote nicht mehr weiter ansteigen. Der steuerliche Fehlanreiz verringert also vor allem den über die Kapitalvorschriften hinausgehenden, freiwilligen Eigenkapitalpuffer. Der steuerliche Einfluss ist vorwiegend bei Banken ausgeprägt, die über ausreichend Eigenkapital verfügen, während die Kapitalstruktur von Banken mit knappem Eigenkapital in erster Linie von der Regulierung abhängt. Die Besteuerung trägt also sehr dazu bei, dass die Banken sich hart an der regulatorischen Untergrenze bewegen.

Bankenkrisen haben zu großen Belastungen für die Staatshaushalte geführt. Wenn in einer Krise die Verluste das Eigenkapital und die übrigen Risikovorsorgen der Bank übersteigen, entstehen hohe Kosten, entweder für die Abwicklung oder Rekapitalisierung. Die Verluste werden umso wahrscheinlicher und grösser, je niedriger die Eigenkapitalquoten und Reserven sind. Indem der Staat die Fremdfinanzierung steuerlich begünstigt, trägt er selbst zu diesen Verlusten bei. Langedijk

u.a. (2015) quantifizieren die selber verursachten fiskalischen Kosten wie folgt. Zuerst schätzen sie den Einfluss der KÖSt auf das Verschuldungsverhalten und finden, dass ein Anstieg des Steuersatzes um einen Prozentpunkt die Verschuldungsquote um 0.2 bis 0.3 Prozentpunkte erhöht. Der Steuervorteil des Fremdkapitals entspricht der Höhe des Steuersatzes. Mit einem Steuersatz von 25% dürfte konservativ gerechnet der steuerliche Fehlanreiz die Verschuldungsquote der Banken in Österreich um 5 Prozentpunkte (=0.2 x 25) steigern.

Danach ermitteln die Forscher ähnlich wie bei einem Stresstest die in einer Bankenkrise auftretenden möglichen Verluste und die fiskalischen Kosten. Eine Abschaffung des Steuervorteils für Fremdkapital würde die potentiellen Verluste sehr stark reduzieren. In einer Bankenkrise wie 2008-2012 würden selbst bei einer konservativen Annahme über die Steuerelastizität die Nettoverluste deutscher Banken um 39 Mrd. Euro bzw. 89% der potentiellen Verluste niedriger ausfallen. Die Nettoverluste entsprechen jenem Teil der Verluste, die das Eigenkapital und andere Reserven übersteigen und daher von den Banken selbst nicht mehr getragen werden können. In Spanien wären die Nettoverluste um 68.7 Mrd. (65% der Verluste) geringer, in Frankreich um 98.5 Mrd. (82%), in Italien um 49.6 Mrd. (64%) und in den Niederlanden um 25.2 Mrd. Euro bzw. 75%. Diese Nettoverluste landen entweder beim Staat oder werden auf andere Akteure abgewälzt, z.B. künftig durch die Gläubigerbeteiligung und die Belastung der von allen Banken finanzierten Insolvenzfonds.

> Ohne den Steuervorteil des Fremdkapitals wären die Nettoverluste deutscher Banken in der Krise von 2008-2012 um 39 Mrd. Euro bzw. 89% der gesamten potentiellen Verluste niedriger ausgefallen.

3.3 STABILITÄT DER BANKEN

Je nach Ausstattung mit risikotragendem Eigenkapital und Liquidität kann der Bankensektor konjunkturelle Risiken abfedern. Das Vertrauen der Kapitalgeber hängt von der Verwundbarkeit der Banken bei sinkenden Vermögenspreisen, Kreditausfällen und anderen Verlusten in einer Rezession ab. Dabei kann sich die Schieflage einer Bank zu einem systemischen Risiko ausweiten, welches schnell den ganzen Sektor und die Realwirtschaft erfasst. Die mangelnde Risikovorsorge einer Bank verursacht über Ansteckungskanäle Folgeschäden bei den Konkurrenten, beim Staat oder bei Haushalten und Unternehmen.

Einlagensicherung: Ein zentrales Risiko der Banken liegt in der Fristentransformation, also der Umwandlung von kurzfristig abrufbaren Spareinlagen in langfristig gebundene Kredite für Investitionen. Normal sind Spareinlagen sehr stabil. Die Liquiditätsbedürfnisse der Sparer sind unabhängig voneinander, so dass sich die Abhebungen der einen mit den Neueinlagen der anderen aufheben. Dafür ist

das Vertrauen in die Sicherheit der Einlagen entscheidend. Wenn eine Bank gering kapitalisiert ist und plötzliche Verluste im Handelsgeschäft oder hohe Kreditausfälle bekannt werden, kann dieses Vertrauen sehr schnell verschwinden. Fürchten die Sparer um ihr Geld, dann wollen sie es in Sicherheit bringen und ziehen es ab. Sie müssen schnell handeln: Jene, die sich frühzeitig anstellen, erhalten die Einlagen noch ganz zurück, während die langsamen zu spät kommen und ihre Ersparnisse teilweise oder ganz verlieren, weil vom Eigenkapital und den Reserven nichts mehr übrig ist. Der Vertrauensschwund verwandelt ein stabiles Anlagerverhalten in ein systemisches Risiko, bei dem alle gleich handeln und eine panikartige Kapitalflucht einsetzt.

Die Einlagensicherung beugt einem Marktversagen durch panikgetriebene Bankenstürme vor und sichert damit die Stabilität der Banken ab. In Österreich wie in den meisten Ländern Europas sind bis zu 100‘000 Euro pro Sparer und Bank garantiert. Die empirische Forschung zeigt, dass Sparer auf die Krise einer Bank mit dem Abzug von Guthaben reagieren, der zum Bankensturm ausufern kann. Die Einlagensicherung kann diese Gefahr entschärfen, aber nicht vollständig bannen. Für das Verhalten der Bankkunden spielen auch ihr Wissen über die betroffene Bank sowie die Kosten eines Bankwechsels eine Rolle. Davenport und McDill (2006) analysieren die Krise der amerikanischen Geschäftsbank Hamilton 2001-02 und zeigen, dass der Abfluss ungesicherter Einlagen deutlich grösser war (Rückgang um 50%) als jener von gesicherten Einlagen (24%). Dennoch wurde auch ein großer Teil von den mit der Einlagensicherung geschützten Einlagen abgezogen.

> Ein Vertrauensschwund der Sparer kann einen Bankensturm auslösen und eine Insolvenz herbeizwingen. Die Einlagensicherung erhält das Vertrauen der Sparer und sichert die Stabilität der Spareinlagen.

Brown et al. (2014) analysieren Geldabflüsse von Sparern während der Finanzkrise 2008-09 in der Schweiz. Bei den zwei Großbanken, welche starke Verluste im US-Immobilienmarkt erlitten, war die Wahrscheinlichkeit, dass ein Sparer in großem Umfang Geld abzieht, um 11.4 Prozentpunkte und jene, dass ein Konto ganz aufgelassen wird, um 7.3 Prozentpunkte höher. Dagegen betrug die Wahrscheinlichkeit bei soliden, nicht betroffenen Banken nur 0.8 bzw. 0.4 Prozent. Das Verhalten der Sparer hängt stark von Anpassungskosten ab. Die Abzugsrate ist z.B. um rund 80% niedriger, wenn ein Kunde nur über ein einziges Bankkonto verfügt und ein neues bei einer anderen Bank eröffnen müsste.

Interbankenmärkte: Um Liquiditätsschwankungen auszugleichen, nehmen Banken gegenseitig Kredite auf. In Österreich betragen die Forderungen an andere Kreditinstitute 25% der Aktiva. Über diese starke Verflechtung kann der Ausfall einer Bank hohe Schäden bei anderen auslösen. Iyer und Peydró (2011) haben die Ansteckung durch Interbankkredite mit Daten aus der Insolvenz einer großen indischen Genossenschaftsbank (MMCB) als Folge eines Betrugsskandals im Jahr

2001 untersucht. Hohe Kredite an eine notleidende Bank wie die MMCB verursachen einen Vertrauensverlust bei den Gläubigerbanken. Diese verzeichnen ein geringeres Wachstum ihrer Spareinlagen oder müssen einen starken Abzug hinnehmen. Die Wahrscheinlichkeit für einen Sturm auf eine exponierte Bank steigt um rund 34 Prozentpunkte. Eine hohe Abhängigkeit von Interbankkrediten macht Banken verwundbar und führt zu einem stärkeren Rückgang ihrer Einlagen. Dieser Vertrauensverlust folgt aus der Befürchtung, dass andere Banken ihre Kredite zurückrufen könnten, wenn sie selbst mehr Liquidität benötigen oder einen Zahlungsausfall vermuten. Die Ansteckung ist schwächer, wenn eine exponierte Bank gut kapitalisiert ist und über starke Fundamentaldaten verfügt.

> Die Banken gleichen Liquiditätsschwankungen mit kurzfristigen Krediten aus. Der Interbankenmarkt kann zur Ausbreitung einer Krise beitragen, vor allem wenn die Kapitalausstattung gering ist.

Wertpapierhandel: Zusätzliches Eigenkapital aufzunehmen ist in einer Krisensituation schwierig und teuer. Bei Liquiditätsproblemen oder Verlusten durch Kreditausfälle oder fallende Wertpapierpreise sind Banken oft gezwungen, rasch Vermögenswerte zu veräußern. Mit den Verkaufserlösen können sie ihr Eigenkapital aufstocken, bis die Kapitalvorschriften erfüllt sind. Für viele Vermögenswerte von Banken (z. B. Kredite, Sicherheiten) gibt es nur wenige Käufer, sodass kein liquider Markt existiert. Deshalb kann der Verkauf zu einem starken Preisverfall führen. Davon sind auch andere Banken betroffen, welche dieselben Vermögenswerte in ihrer Bilanz halten. Sie müssen ihre Positionen wertberichtigen oder realisieren Verluste. Es kommt zur Ansteckung, da krisenbedingte Verkäufe einer Bank Verluste bei anderen Banken verursachen, sodass diese möglicherweise auch Notverkäufe tätigen müssen. Diese Abwärtsspirale beschreibt die rasche, oft unkontrollierbare Ausbreitung eines Schocks über Vermögenspreise.

Greenwood u.a. (2015) untersuchen die Folgen von Notverkäufen, indem sie die Auswirkungen eines Schuldenschnitts auf Staatsanleihen der GIIPS-Staaten von 50% berechnen. Sie verwenden Bilanzdaten der 90 größten Banken aus dem EBA Stresstest 2011, als diese stärker als heute in den Krisenstaaten investiert waren. Bei einer durchschnittlichen Bank verursacht der Schuldenschnitt Wertberichtigungen von 111% des Eigenkapitals. Diese lösen Notverkäufe und einen Preisverfall mit weiteren, indirekten Verlusten von 302% aus. Für den gesamten Bankensektor ergeben sich direkte Verluste von 381 Mrd. Euro bzw. rund 40% des Eigenkapitals. Die damit angestoßenen Verkäufe lösen weitere Verluste von 245% des gesamten Eigenkapitals aus. Die Verluste durch Notverkäufe sind also mehr als sechsmal höher als die unmittelbaren Verluste infolge des Schuldenschnitts.

> Wenn Banken Notverkäufe tätigen, sinken die Preise der Wertpapiere, was bei anderen Banken weitere Verluste auslöst. Ein isolierter Schock kann über Vermögenspreise den ganzen Sektor anstecken.

Jene Banken, die am stärksten vom Schuldenschnitt betroffen sind, sind nicht identisch mit jenen, die am schwersten unter den Notverkäufen leiden. Die Systemrelevanz einer Bank besteht aus drei Komponenten: Größe, Umfang der Notverkäufe und Verknüpfungen mit anderen Instituten. Eine große Bank ist speziell dann systemrelevant, wenn sie als Folge des Schuldenschnitts sich stark entschulden und dies vorwiegend durch den Verkauf illiquider Vermögenswerte realisieren muss, die auch von vielen anderen Banken gehalten werden. Diese Verflechtung erklärt, warum die *HSBC* als größte Bank der EU nicht zu den zehn systemrelevantesten Banken zählt, Banken mit durchschnittlicher Größe hingegen schon.

3.4 GESAMTWIRTSCHAFTLICHE STABILITÄT

Wie stark die Wirtschaft Rezessionen abfedern kann, hängt sehr von der Verfassung des Finanzplatzes ab. Bei „normalen" Rezessionen ohne gleichzeitiger Finanzkrise erweisen sich bankorientierte Wirtschaften als widerstandsfähiger. Gambacorta u.a. (2014) beziffern den Output-Verlust einer Rezession mit 1.7% des BIPs, während derselbe Nachfrageausfall in einem marktorientierten System mit 3.6% deutlich stärker ausfällt. Wenn also Banken nicht selbst angeschlagen sind, können sie Kreditlinien weiterführen und ihren Kunden über Schwierigkeiten hinweghelfen. Auf den Kapitalmärkten fehlen die engen Kundenbeziehungen, so dass Finanzierungsentscheidungen härter und schneller ausfallen.

Ganz anders stellt sich die Situation dar, wenn Wirtschafts- und Finanzkrisen zusammenfallen und die Banken selbst in Schwierigkeiten sind. Die wirtschaftlichen Einbrüche sind generell grösser, aber in bankenzentrierten Ländern fallen sie nun mit 7.5% wesentlich stärker aus als mit 4.2% in kapitalmarktorientierten Staaten. Außerdem dauert die Erholung wesentlich länger, so dass der gesamte BIP-Verlust in den bankenorientierten Ländern mit 12.5% beinahe dreimal so stark ausfällt wie in den kapitalmarktorientierten Ländern mit 4.2%. Offensichtlich findet die Bereinigung einer Finanzkrise in marktorientierten Ländern wie den USA deutlich schneller statt und die Erholung setzt rascher und stärker ein.

> Rezessionen verbunden mit einer Bankenkrise fallen schwerer aus. In bankenzentrierten Ländern ist der BIP-Verlust mit 7.5% wesentlich grösser als in kapitalmarktorientierten Staaten mit 4.2%.

Wenn Banken aufgrund höherer Ausfälle Eigenkapital verlieren, haben sie gerade in einer Rezession Mühe, es wieder aufzustocken. Damit wird es schwierig, die Kreditvergabe zu refinanzieren, ohne sich selber mit Spareinlagen, Anleihen und anderen Fremdmitteln zu überschulden. Wenn die Banken unterkapitalisiert sind, dann können Finanzkrisen in bankenorientierten Ländern sehr lange nachwirken, so dass die Erholung mit neuen Investitionen und mehr Beschäftigung nur sehr

langsam gelingt. Jimenez u.a. (2012) haben die Ursache der Kreditklemme in Spanien 2008 untersucht und einen klaren Zusammenhang zwischen der Kapitalausstattung und der Kreditvergabe festgestellt. Eine Rezession verringert die Wahrscheinlichkeit, dass ein Kreditantrag genehmigt wird, und den Unternehmen gelingt es kaum, den versagten Kredit von anderen Banken zu erhalten. Der negative Effekt auf die Kreditvergabe ist bei schlecht kapitalisierten Banken deutlich grösser. Eine mangelnde Eigenkapitalausstattung der Banken verschärft den Investitionseinbruch.

Die Probleme entstehen bereits im Boom, wenn der Zugang zu Finanzierung leicht ist und eine Überschuldung aufgebaut wird, welche in der Rezession zu hohen Kreditausfällen und Kapitalverlusten führt. Antizyklische Kapitalpuffer sollen übertriebene Schwankungen in der Kreditvergabe vermeiden. Zwar führen höhere Kapitalanforderungen im Boom zu einer restriktiveren Kreditvergabe, doch soll diese gerade eine Überinvestition vermeiden. Die Unternehmen haben es dann ohnehin leichter, alternative Finanzierungsquellen aufzutreiben. Erst in der Krise zeigen sich die Vorteile, wie Jimenez u.a. (2015) mit spanischen Firmendaten zeigen. Firmen mit Krediten bei einer Bank, die um 1 Prozentpunkt höhere (antizyklische) Kapitalreserven hat, erhalten um 9% mehr Kredite, verzeichnen um 6% höheren Beschäftigungszuwachs und haben eine um 1% geringere Insolvenzwahrscheinlichkeit. Firmen bei schlecht kapitalisierten Banken erhalten mehr Kreditabsagen und haben in einer Rezession auch bei anderen Banken wenig Erfolg.

Bolton u.a. (2013) untersuchen, wie Hausbanken und passive Geschäftsbanken ihre Kreditvergabe anpassen. Hausbanken sammeln laufend Informationen über ihre Kreditnehmer, haben zusätzliche Kosten und müssen in normalen Zeiten eher höhere Gebühren verlangen. Weil sie über bessere Informationen verfügen, können sie jedoch in Krisenzeiten weiter Kredit bereitstellen, bessere Konditionen bieten und müssen weniger Kreditausfälle hinnehmen als ihre passiven Konkurrenten. Die Autoren belegen diese Aussagen mit Daten von italienischen Banken und Firmen, wobei sie Hausbanken anhand der geographischen Nähe zu den Firmenkunden definieren. Von den Firmen beziehen 10% Kredite nur von Hausbanken, 44% nur von anderen Banken, und eine Mehrheit von beiden Bankentypen (46%). Normale Geschäftsbanken sind ca. viermal größer als eine durchschnittliche Hausbank (100 gegenüber 25 Mrd. Euro) und sind über das Kreditrisiko eher schlechter informiert. Daher haben die Kredite eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit. Der maximale Unterschied in der Ausfallswahrscheinlichkeit beträgt 0.3 Prozentpunkte, wenn ein Unternehmen nur von passiven Geschäftsbanken finanziert wird. Nachdem die gesamte Ausfallquote bei 1% liegt, ist der Unterschied ökonomisch sehr bedeutend.

Hausbanken wissen mehr über ihre Kunden und haben stabilere Geschäftsbeziehungen. Sie vergeben in Krisenzeiten um 4% mehr Kredite als andere Geschäftsbanken.

Sichere Unternehmen erhalten von passiven Geschäftsbanken angesichts des geringeren Überwachungs- und Kontrollaufwands in guten als auch in schlechten Zeiten bessere Konditionen. Hausbanken mit starken Beziehungen zu ihren Firmenkunden verleihen mehr an riskante Unternehmen und passen die Zinsen der Konjunkturlage an, indem sie höhere Zinsen in guten und niedrigere in schlechten Zeiten verlangen. Darüber hinaus vergeben Hausbanken in Krisenzeiten 4% mehr Kredite als andere Geschäftsbanken. Sie benötigen eine höhere Eigenkapitalquote, um die Kreditbeziehung in schlechten Zeiten aufrecht zu erhalten. Ihr Kapitalpuffer ist daher um 3 Prozentpunkte höher, und je höher er ist, desto besser kann die Bank ihre Unternehmenskunden durch eine Rezession steuern. Während einer Krise bietet eine Hausbank mit einer um 5 Prozentpunkte höheren Kapitalquote um 12% mehr Kredite zu einem um 27 Basispunkte niedrigeren Zinssatz an. Dagegen sind es bei einer passiven Geschäftsbank nur 3% mehr Kredite bei 19 Basispunkten niedrigeren Zinsen.

> Ein starker Investorenschutz fördert das Vertrauen der Anleger und begünstigt die Entwicklung des Kapitalmarktes. Unternehmen erhalten besseren Marktzugang und können knappe Kredite leichter durch neues Eigenkapital von außen ersetzen.

Wie stark sich eine Kreditverknappung in einer Rezession auf Investitionen auswirkt, hängt vom Zugang zu alternativer Finanzierung ab. Neues Eigenkapital kann eine Alternative. In einem Land mit höherer Qualität des Investorenschutzes haben Unternehmen besseren Marktzugang und können eher die Verknappung von Krediten durch neues Eigenkapital von außen ersetzen. Levine u.a. (2015) zeigen, dass Firmen bei einer Kreditklemme neues Eigenkapital im Umfang von 0.8% ihrer Aktiva aufnehmen können, wenn die Qualität des Investorenschutzes um eine Standardabweichung höher ist als im Durchschnitt der Länder (das entspricht z.B. dem Unterschied zwischen Ungarn mit einem Indexwert von 0.18 und Norwegen mit 0.42). Die zusätzliche Eigenkapitalfinanzierung macht etwa 26% der externen Eigenkapitalaufnahme aus. Damit können Unternehmen in diesen Ländern den Einbruch von Investitionen, Beschäftigung und Gewinnen besser abfedern. So fallen in einer Krise die Gewinne um etwa 3.35% der gesamten Aktiva. In einem Land mit gut ausgebautem Investorenschutz für eine alternative Finanzierung mit Eigenkapital beträgt der Gewinnrückgang nur 2.16% und fällt damit um 35% geringer aus. Die Beschäftigung in privaten Unternehmen fällt im Durchschnitt um 17.4%, aber in Ländern mit (1 Standardabweichung) besserem Investorenschutz nur um 14.8%. Die Beschäftigungsverluste fallen also um 15% kleiner aus. Zudem ist eine alternative Außenfinanzierung vor allem in jenen Firmen dringlich, die von vornherein stark von externer Finanzierung abhängig sind. Daher wirkt sich in diesen Firmen eine Verbesserung des Investorenschutzes etwa dreimal so stark aus wie in Firmen, die nur wenig von externer Finanzierung abhängig sind.

3.5 FINANZSEKTOR UND WACHSTUM

Finanzmarktentwicklung und Wachstum: Der Finanzsektor fördert Wachstum, wenn der Zugang zu Finanzierung mit günstigen Konditionen gut ist und die Investitionsmittel zu den profitabelsten Verwendungen hingelenkt werden. Es kommt neben dem Volumen auch auf die Struktur der Finanzierung an. Nachdem die Schuldentragfähigkeit begrenzt ist, müssen Eigenmittel und Kredite im richtigen Verhältnis stehen.

> Risikotragendes Eigenkapital bestimmt die Tragbarkeit von Krediten. Die Finanzmarktentwicklung erfordert Bankkredite und Finanzierung durch Kapitalmärkte in einem ausgewogenen Verhältnis.

Cecchetti und Kharroubi (2012) schätzen, dass die Finanzmarktentwicklung gemessen am BIP-Anteil der Kreditvergabe an den privaten Sektor zwar das Wachstum ausgehend von niedrigen Werten fördert, aber nur bis zu einem Schwellenwert von etwa 100% des BIPs, jenseits dessen die negativen Effekte überwiegen. Eine exzessive Kreditvergabe, die nicht mit mehr Eigenkapital unterlegt ist, führt zu Fehlinvestitionen, die nicht mehr nachhaltig produktivitätssteigernd sind, und zu Überschuldung, die nach einer Finanzkrise mit erheblichen Abschreibungen und Kapitalverlusten wieder mühsam korrigiert werden muss. Der Überblick in Beck (2012) sieht den Schwellenwert, ab dem sich die positiven zu negativen Wachstumsbeiträgen wenden, bei etwa 110%, wobei die negativen Effekte ab 150% des BIPs zunehmend gravierend werden.

> Die Finanzmarktentwicklung gemessen an der privaten Kreditvergabe in Prozent des BIPs fördert das Wachstum ausgehend von niedrigen Werten, aber nur bis zu einem Schwellenwert von etwa 110% des BIPs.

Ein gut entwickelter Finanzsektor lockert Kreditbeschränkungen auf, die bei innovativen Firmen besonders häufig sind, und erleichtert die Investitionen, mit denen ein Land neue Technologien übernehmen kann. Nach Aghion u.a. (2005) und Aghion (2016) stößt ein zunehmendes Finanzierungsvolumen dann mehr Wachstum an, wenn ein Land weit von der Technologiegrenze (USA) entfernt ist. Länder unterhalb einer kritischen Schwelle wachsen langsamer. Nur solche mit einem Kreditvolumen von über 25% des BIPs haben eine Chance aufzuholen. Dies trifft im Beobachtungszeitraum 1960-95 bei 37 der 71 untersuchten Länder zu. Befindet sich ein Land bereits nahe an der Technologiegrenze, dann lässt der Wachstumseffekt einer weiteren Finanzmarktentwicklung nach.

Kreditvergabe und Produktivität: Caballero u. a. (2008) erklären die andauernde Wachstumsschwäche Japans nach dem Platzen der Vermögenspreisblase im Jahr 1990 mit Problemen in der Kreditvergabe. In wenigen Jahren fielen die Ak-

tienpreise um etwa 60% und die Immobilienpreise um 50%. Als viele schwach kapitalisierte Banken mit vielen notleidender Firmenkredite konfrontiert wurden, hätte eine Strukturbereinigung einsetzen müssen. Die Banken hätten entweder unproduktive Firmen in die Insolvenz schicken oder bei überschuldeten, aber wettbewerbsfähigen Firmen einer Restrukturierung mit teilweisem Schuldenerlass zustimmen sollen, um ihnen neues Wachstum zu ermöglichen. Beides hätte hohe Kreditverluste bedeutet. Angesichts schwacher Kapitalausstattung wollten viele Banken weitere Verluste vermeiden, um nicht unter die regulatorischen Mindestanforderungen zu fallen. Sie haben daher Kreditlinien an wenig wettbewerbsfähige und überschuldete Firmen weitergeführt, anstatt neue Kredite an wettbewerbsfähige Firmen zu vergeben. So wurden viele unproduktive Firmen künstlich am Leben erhalten. Diese stehlen Marktanteile und behindern das Wachstum der wettbewerbsfähigen Konkurrenten und den Markteintritt neuer Anbieter, mit ungünstigen Auswirkungen auf Investitionen, Beschäftigung und Produktivität.

> Gering kapitalisierte Banken stellen oft Kredite nicht fällig, um die Kapitalbasis zu schonen, und vergeben weniger Neukredite. Nach dem Platzen der Aktien- und Immobilienpreisblase im Jahr 1990 folgte in Japan eine lange Phase schwachen Wachstums mit einem 10-jährigen kumulativen Investitionsverlust von 17% des Kapitals.

Die Autoren berechnen, dass in einigen besonders stark betroffenen Branchen der starke Anstieg der künstlich weiterfinanzierten Unternehmen über 10 Jahre nach dem Krisenjahr 1990 einen kumulativen Investitionsverlust von 17% des Kapitals, das entspricht den Investitionen eines ganzen Jahres, verursacht hätte. Die Beschäftigung der wettbewerbsfähigen Unternehmen wäre am Ende der 10-Jahresperiode um 9.5% höher gewesen, wenn der Anteil der unproduktiven Firmen nicht gestiegen wäre.

Eine restriktive Kreditvergabe wirkt sich auch deshalb sehr uneinheitlich auf die Wirtschaft aus, weil verschiedene Branchen unterschiedlich stark von externer Finanzierung abhängen. Finanziell abhängige Branchen sind oft gerade die innovativen Sektoren mit vielen jüngeren und rasch wachsenden Unternehmen mit hohem Investitionsbedarf und wenig Eigenmitteln. Die Unterschiede in den Brancheneffekten fallen dort besonders stark aus, wo der BIP-Anteil der privaten Kreditvergabe hoch und der Bankensektor daher groß ist. Kroszner u.a. (2007) zeigen, dass vor allem in bankendominierten Ländern die finanziell abhängigen Branchen vor im Boom überdurchschnittlich stark expandieren und daher während einer Krise sich umso mehr entschulden und eine schärfere Schrumpfung hinnehmen müssen. Konkret zeigen die Forscher, dass in einem überdurchschnittlich exponierten Sektor der Wachstumseinbruch in der Wertschöpfung um 1.6% stärker ausfällt als in einer wenig abhängigen Branche. Bei einem durchschnittlichen Wachstumsverlust von 3.5% ist dieser Unterschied sehr hoch. Ähnliches gilt für andere Messgrößen. Bei den exponierten Sektoren bricht das Umsatzwachstum um 1% stärker

ein (durchschnittlicher Wachstumsverlust von 2.4%), und das Wachstum der Gewinne (EBIT) geht um 2.7% stärker zurück als in den wenig exponierten Sektoren (durchschnittlicher Rückgang 6.6%). Gerade in finanziell abhängigen Sektoren, die oft zu den innovativen Wachstumsbranchen gehören, kann ein robuster Bankensektor die Schwankungen dämpfen, indem die Banken weder eine übermäßige Kreditexpansion im Boom noch eine scharfe Kreditverknappung in der Rezession zulassen.

> In bankenzentrierten Ländern expandieren die finanziell abhängigen Branchen im Boom überdurchschnittlich stark. In der Rezession müssen sie sich umso mehr entschulden und schrumpfen stärker.

Reallokation und Strukturwandel: Wachstum wird nicht nur vom Niveau, sondern auch von der Qualität des Kapitaleinsatzes getrieben. Aber die Länder unterscheiden sich stark in ihrer Fähigkeit, Kapital von schrumpfenden zu wachsenden Branchen zu lenken. Ein hoch entwickelter Finanzplatz - der BIP-Anteil des Kreditvolumens und der Börsenkapitalisierung dient als Index der Finanzmarktentwicklung - kann die produktivitätssteigernde Reallokation der Investitionen verbessern. Dabei sind Länder mit geringem Staatseigentum, mit liquiden Aktienmärkten und mit ausgebautem Investorenschutz in der Reallokation des Kapitals deutlich erfolgreicher. Nach Wurgler (2000) steigen in der Periode 1963-1995 die Investitionen in einer Branche im Länderdurchschnitt um 0.43%, wenn die Wertschöpfung dieser Branche um 1% wächst. In Deutschland mit einem hochentwickelten Finanzplatz (Index 1.22) nehmen die Investitionen in den expandierenden Branchen jedoch um 0.99% zu. Mit einem BIP-Anteil von 86% im Untersuchungszeitraum ist der österreichische Finanzsektor merklich weniger groß. Die Investitionselastizität beträgt nur mehr 0.83. In Indonesien, wo die Finanzmärkte stark unterentwickelt sind (Index 0.28), nehmen sie dagegen nur um 0.22% zu, wenn die Wertschöpfung der Branche um 1% wächst. Pagano und Pica (2012) kommen zu denselben Ergebnissen, wobei jedoch die positiven Effekte der Finanzmarktentwicklung auf Produktivitäts- und Beschäftigungswachstum sich vor allem auf jene Branchen konzentrieren, die stark von externer Finanzierung abhängen.

> Ein leistungsfähiger Finanzplatz steigert die Fähigkeit, Kapital von schrumpfenden zu wachsenden und profitablen Branchen zu lenken, und verbessert die Kapitalproduktivität.

Lentz und Mortensen (2008) erklären etwa 53% des aggregierten Produktivitätswachstums damit, dass innovativere und produktivere Firmen rascher wachsen, Marktanteile besetzen und weniger produktive verdrängen. Bartelsman u.a. (2013) berechnen, dass bei einer gezielten Zuteilung von Arbeit und Kapital auf die produktivsten Unternehmen in einer Branche die Arbeitsproduktivität um 50% höher ist als bei einer zufälligen Zuteilung. Aufgabe des Finanzsektors ist es, die Finanzierung zu stoppen, wenn die Rendite nicht mehr genügt und die Rückzahlung

zweifelhaft wird, und die Finanzmittel dorthin zu lenken, wo ein höherer Ertrag möglich ist. Je besser dies gelingt, desto eher kann sich ein Land auf die innovativen und wissensintensiven Produktionen spezialisieren, wo die höchste Wertschöpfung möglich ist (vgl. Egger und Keuschnigg, 2015).

Banken versus Kapitalmärkte: Welche Bedeutung hat es für Wachstum und Stabilität, ob die Finanzierung mehr von Banken oder Kapitalmärkten bereitgestellt wird? In Europa und besonders in Österreich tragen Banken den Löwenanteil zur Finanzierung der Wirtschaft bei, während in den U.S.A. die Kapitalmärkte dominieren (vgl. Abbildung 6). Diese Unterschiede gehen nach Langfield und Pagano (2016) hauptsächlich auf die Expansion der zwanzig größten Banken der Eurozone in den letzten zwei Jahrzehnten zurück. Diese haben von niedrigeren Finanzierungskosten als Folge der impliziten Staatsgarantie profitiert.

> Stabilität und Wachstum erfordern eine ausgewogene Finanzierung über Banken und Kapitalmärkte. In Österreich tragen jedoch die Kapitalmärkte nur sehr wenig zur Finanzierung der Wirtschaft bei.

Die einflussreiche Arbeit von Levine und Zervos (1998) ermittelt den Einfluss von liquiden Aktienmärkten und Bankenfinanzierung auf langfristiges Wachstum. Nachdem beide Finanzierungswege sich gegenseitig ergänzen und komplementär zueinander sind, sollten daher beide gleichzeitig einen signifikanten Einfluss haben. Die Forscher messen die Entwicklung von Banken und Aktienmärkten anhand der Bankkredite bzw. der Kapitalisierung und die Entwicklung der Liquidität anhand des Handelsvolumens oder Umschlags, jeweils in Prozent des BIP. Die Schätzungen für 47 Länder ergeben, dass eine Erhöhung der Aktienmarktliquidität (Umschlag) um eine Standardabweichung (gleich 0.3, das entspräche einer Verdoppelung ausgehend vom Mittelwert) eine Steigerung des Pro-Kopf-Wachstums um 0.8 Prozentpunkte nach sich zieht. Eine Erhöhung von Bankenkrediten um eine Standardabweichung (0.5, der Mittelwert beträgt 0.8) führt ebenfalls zu einem deutlichen Anstieg des Produktionswachstums um 0.7 Prozentpunkte. Unterschiede in den Wachstumsraten wachsen sich über längere Zeiträume zu starken Einkommensgewinnen aus. Wenn also der Aktienmarkt als auch der Bankensektor im Jahr 1976 jeweils um eine Standardabweichung weiterentwickelt gewesen wäre, dann hätte das entsprechende Land nach 18 Jahren im Jahr 1994 ein um 31% höheres Pro-Kopf-Einkommen, einen um 29% höheren Pro-Kopf-Kapitalstock und eine um 24% höhere Produktivität realisieren können.

Greenwood u. a. (2013) assoziieren einen entwickelten Finanzplatz mit einer niedrigen Zinsspanne. Wenn im Zuge der Finanzmarktentwicklung die Zinsspanne fällt, sinken die Finanzierungskosten und steigen Investitionen und Output. Auch die Faktorproduktivität steigt, weil Innovationen die Produktion erst verbessern, wenn Ausrüstungsinvestitionen getätigt werden. Die Zinsspanne sinkt mit mehr

Wettbewerb und mit Kosteneinsparungen als Folge des technologischen Fortschritts im Bankwesen. Die Forscher berechnen, dass in den U.S.A. (1974-2004) ohne technologischen Fortschritt im Bankensektor das BIP nur um 1.5% jährlich gewachsen wäre, anstatt der tatsächlichen 2%. Die Innovation im Finanzsektor steuert demnach etwa 29% des Wachstums bei. Ebenso führen sie etwa 10% des Wachstums der totalen Faktorproduktivität auf die Innovation im Finanzsektor zurück.

Institutionelle und rechtliche Grundlagen: Die institutionelle Qualität eines Landes prägt die Fähigkeit des Finanzsektors, Stabilität und Wachstum zu fördern. La Porta u.a. (2013) fassen zusammen: (i) Investorenschutz vor möglicher Übervorteilung durch Management und kontrollierende Großaktionäre verbessert den Zugang zu externer Finanzierung, trägt zu breiterer Eigentümerstreuung bei, und fördert die Entwicklung des Finanzsektors. (ii) Geringeres Staatseigentum und weniger dichte Regulierung begrenzen Korruption und Ausbreitung der Schattenwirtschaft und tragen zu besserer Funktionsweise der Arbeits- und Kapitalmärkte bei. (iii) Ein starkes, unabhängiges Justizwesen schützt Eigentumsrechte, erleichtert die Durchsetzung von Vertragsansprüchen und begünstigt Finanzmarktentwicklung und Wachstum durch mehr Rechts- und Investitionssicherheit.

> Ein starker Investorenschutz und ein leistungsfähiges Justizwesen schützen Eigentumsrechte, schaffen Investitionssicherheit und begünstigen die Kapitalmarktentwicklung und das Wachstum.

In den meisten Ländern sind Finanzierungsprobleme wie z.B. hohe Zinsen, mangelnder Zugang zu Kredit und hohe Anforderungen an Sicherheiten die wichtigsten Wachstumsbarrieren. Darunter leiden vor allem kleine Firmen. Ein Grund mag sein, dass dies hauptsächlich von Bankkrediten abhängen, während große Firmen auf den Kapitalmarkt ausweichen können und mehr Alternativen haben. Beck u.a. (2005) berechnen, dass eine vollständige Beseitigung der gesetzlichen Hindernisse im Kapitalmarktrecht das Wachstum großer Firmen (über 500 Beschäftigte) um 2.8%, mittelgroßer Firmen (51-500 Beschäftigte) um 5.7% und kleiner Unternehmen um 8.5% steigern würde. Nachdem das Firmenwachstum im Durchschnitt 13% beträgt, erweisen sich also die rechtlichen Rahmenbedingungen als sehr bedeutend, und die kleinen Firmen leiden am meisten unter Rechtsunsicherheit.

La Porta u.a. (2006) untersuchen den Einfluss von Kapitalmarktgesetzen und zeigen, dass sowohl ein höheres BIP Wachstum als auch eine höhere Effizienz des Rechtswesens mit höher entwickelten Aktienmärkten verbunden sind. Transparenz- und Haftungsindizes sind positiv mit größeren Aktienmärkten korreliert. Ein Anstieg des Transparenz-Index um zwei Standardeinheiten (entspricht der Distanz zwischen den Niederlanden mit einem Indexwert von 0.5 und den U.S.A. mit 1.0) erklärt einen Anstieg der Aktienmarktkapitalisierung um 27 Prozentpunkte des BIP, einen Anstieg der Anzahl börsennotierter Unternehmen pro Kopf um 52%, einen

Anstieg des IPO Volumens um 2.22 Prozentpunkte des BIP, eine Reduktion der Eigentümerkonzentration um 9 Prozentpunkte, und eine Zunahme des Handelsvolumens um 45.9 Prozentpunkte des BIPs. Diese Resultate illustrieren die hohe Bedeutung rechtlicher Rahmenbedingungen für die Entwicklung der Kapitalmärkte.

4 Regulierung und Besteuerung

4.1 Eigenkapitalanforderungen nach Basel III

Risikogewichtete Eigenkapitalanforderungen: Der Basler Ausschuss hat eine Reform der Bankenregulierung - Basel III - ausgearbeitet. Sie sieht höhere Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen vor, um die Krisenrobustheit zu stärken und der Ausbreitung einer Krise über Interbankenkredite oder Vermögenspreise vorzubeugen. Mehr Eigenkapital erhöht die Stabilität, indem ein stärkerer Puffer da ist, um Verluste und Abschreibungen aufzufangen, und indem es auch die Risikoneigung verringert. Geht eine Bank höhere Risiken ein, braucht sie mehr Eigenkapital. Daher wird die Mindestkapitalquote als Eigenkapital im Verhältnis zu den *risikogewichteten Aktiva* definiert. Dazu werden alle Aktiva wie z.B. Hypotheken, Unternehmenskredite und Staatsanleihen mit Risikogewichten multipliziert, welche das jeweilige Risiko widerspiegeln sollen. Riskantere Anlagen haben ein höheres Gewicht und erhöhen die risikogewichteten Aktiva und damit die notwendige Kapitalunterlegung. Die Risikogewichte werden anhand des Ratings des Schuldners durch eine Ratingagentur (Standardansatz) oder anhand des internen Ratings durch das Risikomodell einer Bank (IRB Ansatz, Internal Ratings Based) ermittelt.

> Die strengeren Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen nach Basel III festigen die Krisenrobustheit und machen neue Krisen weniger wahrscheinlich. Banken sollen Verluste öfter selber tragen.

Der Vorteil risikobasierter Kapitalvorschriften ist, dass das erforderliche Eigenkapital nicht nur auf die Größe der Bank, sondern auch auf das Risikoprofil ihrer Anlagen abstellt. Die Risikogewichte bilden aber das Risiko oft nur unzureichend ab und zeitigen prozyklische Effekte. Angesichts des geringen Risikos in der Hochkonjunktur fallen viele Kredite in Klassen mit niedrigen Risikogewichten. Die risikogewichten Eigenkapitalanforderungen sind dann niedrig, was den Kreditboom zusätzlich anheizt und damit den Aufbau systemischer Risiken begünstigt. Umgekehrt steigen in einer Krise die Anforderungen infolge höheren Kreditrisikos und schlechterer Ratings gerade dann, wenn es für Banken besonders schwierig ist, die notwendigen Gewinne zu verdienen, um internes Eigenkapital aufzubauen oder sich mit Aktienemissionen neues Eigenkapital von außen zu beschaffen.

Basel III und Auswirkungen: Konkret beinhaltet Basel III vier Neuerungen. Erstens steigen die Qualitätsanforderungen an das Eigenkapital, indem mehr ‚hartes' Kernkapital (‚Common Equity Tier 1') notwendig ist. Dieses besteht vorwiegend aus Aktienkapital sowie Kapital- und Gewinnrücklagen, welche Verluste voll absorbieren können. Das harte Kernkapital beträgt neu mindestens 4.5% (statt 2%), die weiter gefasste Tier 1 Kernkapitalquote steigt auf mindestens 6%. Das gesamte Eigenkapital bestehend aus Kern- und Ergänzungskapital liegt weiter bei mindestens 8%, hat aber höhere Qualität (siehe Tabelle 2).

> Basel III erhöht Qualität und Umfang der Mindestanforderungen an Eigenkapital und Liquidität der Banken und führt antizyklische Kapitalpuffer ein, die wie automatische Stabilisatoren wirken.

Zweitens sieht Basel III zwei neue Kapitalpuffer vor. Der Kapitalerhaltungspuffer von zusätzlich 2.5% hartem Kernkapital soll höhere Verluste auffangen. Wird er in Folge von Verlusten unterschritten, sind die Gewinnausschüttungen stark eingeschränkt, um den Aufbau neuen Eigenkapitals zu forcieren. Zudem kann die Regulierungsbehörde einen antizyklischen Kapitalpuffer von bis zu 2.5% hartem Kernkapital verlangen, um exzessives Kreditwachstum zu bremsen. Geht das Kreditwachstum wieder zurück, verringert der Regulator den Puffer. Die beiden Puffer erhöhen das ‚harte' Kernkapital auf bis zu 9.5% und das Eigenkapital auf bis zu 13% der risikogewichteten Aktiva.

Tabelle 2: Eigenkapitalvorschriften nach Basel II und Basel III

	Basel III	**Basel II**
Harte Kernkapitalquote (CET1)	4.5%	2%
Kernkapitalquote	6%	4%
Eigenkapitalquote	8%	8%
Kapitalerhaltungspuffer	2.5%	-
Antizykl. Kapitalpuffer	bis 2.5%	-
Hartes Kernkapital ges.	4.5-9.5%	2%
Eigenkapital gesamt	8-13%	8%

Quelle: BCBS, 2011.

Angesichts der überaus hohen Verschuldung vieler Banken vor der Krise wird drittens eine Verschuldungsquote (Leverage Ratio) eingeführt. Das harte Kernkapital muss demnach mindestens 3% der ungewichteten Aktiva betragen. Dieses neue Instrument ergänzt die risikobasierten Eigenkapitalvorschriften und bietet zusätzliche Sicherheit im Hinblick auf Modellrisiken und Messfehler bei der Berechnung der risikogewichteten Aktiva.

Um das Illiquiditätsrisiko zu verringern, sollen Banken über mehr liquide Anlagen verfügen, die auch in einer Krise verkäuflich sind. Daher führt Basel III zwei neue Anforderungen ein, die Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio) und die strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio). Erstere erfordert, dass eine Bank in einer Stresssituation die Zahlungsverpflichtungen mit hoch liquiden Aktiva über wenigstens 30 Tage abdecken kann. Letztere zielt auf eine ausgewogenere Fristenstruktur, damit sich die Fälligkeiten von Forderungen und Verbindlichkeiten stärker entsprechen. Sie soll verhindern, dass Banken langfristig investieren, aber sich zu stark auf kurzfristige Finanzierung verlassen, die bei einem Vertrauensschwund schnell zu hohen Mittelabflüssen und Illiquidität führen kann. Die strukturelle Liquiditätsquote verlangt, dass die vorhandene stabile Finanzierung (z.B. Eigenkapital und längerfristige Finanzierungen) grösser ist als die erforderliche stabile Finanzierung. Investiert eine Bank stärker in gebundene und wenig liquide Vermögenswerte, muss sie auch ihre Refinanzierung stärker auf langfristig stabile Finanzierungen abstellen.

Zusätzlich sieht Basel III einen Kapitalaufschlag für systemrelevante Banken vor. In Österreich verlangt die FMA ab 2016 von 13 Banken je nach Größe und Risikoprofil einen Systemrisikopuffer in Höhe von bis zu zwei Prozentpunkten hartem Kernkapital, um deren Stabilität in Bezug auf strukturelle Risiken zu erhöhen (sog. ‚Austrian Finish').

> Basel III senkt die Wahrscheinlichkeit und Intensität von Bankenkrisen, verteuert aber die Kapitalkosten und mindert das BIP. Eine Anhebung der Eigenkapitalquote um durchschnittlich 3 Prozentpunkte reduziert das BIP um 0.5%.

Nutzen und Kosten von Basel III wurden in mehreren Studien geschätzt. Der Nutzen besteht in der geringeren Häufigkeit und Intensität von (systemischen) Bankenkrisen. Zudem soll der neue antizyklische Puffer die Konjunkturschwankungen dämpfen. Kosten entstehen dadurch, dass die strengeren Eigenkapitalanforderungen einen Anstieg der Zinsspanne bzw. eine geringere Kreditvergabe bewirken. Dies dämpft die Investitionstätigkeit, verlangsamt das Wachstum und führt damit zu weniger Beschäftigung und Einkommen. Nach einer Studie (Basel Committee on Banking Supervision, 2010) ist der langfristig erwartete Nettonutzen positiv, nimmt allerdings ab und wird ab Eigenkapitalquoten von über 15% negativ, da die Kosten aufgrund einer höheren Zinsspanne überwiegen. Zudem führe die Reform

zu geringeren makroökonomischen Schwankungen, wobei der antizyklische Kapitalpuffer wesentlich stärker stabilisiert als die Erhöhung des ‚harten Kernkapitals'.

Mit mehreren Modellen schätzt die Macroeconomic Assessment Group (2010), dass die Erhöhung der Kernkapitalquote um 1 Prozentpunkt, welche über einen Zeitraum von acht Jahren umgesetzt wird, am Ende eine um 15.5 Basispunkte höhere Zinsspanne, ein um 1.38% niedrigeres Kreditvolumen sowie ein um 0.17% niedrigeres BIP zur Folge hat. Ist eine Erhöhung der Quote um 3 Prozentpunkte notwendig, sinkt das BIP um rund 0.5%.

Basel IV: Der Basler Ausschuss arbeitet an einer Reform des Kreditrisiko-Standardansatzes, ‚Basel IV'. Die Risikogewichte sollen nicht länger mechanisch von externen Ratings abhängen und das tatsächliche Risiko der jeweiligen Vermögenswerte besser abbilden (siehe Kasten).

Österreichs Banken sind wichtige Eigenkapitalgeber. Im Jahr 2014 hielten sie Aktien und nicht fest verzinsliche Wertpapiere von 10 Mrd. und Beteiligungen an Unternehmen außerhalb des Bankensektors von 8.65 Mrd. Euro (OeNB Statistikdatenbank). Die geplante Anhebung der Risikogewichte bei Aktien von 100 auf 250% macht Beteiligungen unattraktiv. Ein Euro, der in Aktien investiert wird, muss neu mit mehr als 26 Cent Eigenkapital unterlegt werden. Banken beteiligen sich oft an Unternehmen, für die sie auch wichtige Kreditgeber sind. Eine Beteiligung deutet auf eine besonders stabile Geschäftsbeziehung hin. Hoshi u.a. (1990) zeigen, dass in Japan Unternehmen mit starken Bankbeziehungen (Hausbank, Bankbeteiligungen) bei finanziellen Schwierigkeiten vergleichsweise höhere Umsätze und Investitionen realisieren können als andere. Indem Bankbeteiligungen dringend benötigtes, risikotragendes Eigenkapital bereitstellen und so die Kreditfähigkeit stärken, können sie Finanzierungsbeschränkungen lockern und zusätzliche Investitionen ermöglichen.

Mit den höheren Risikogewichten besteht nicht nur die Gefahr, dass Banken zukünftig kaum neue Beteiligungen erwerben, sondern auch bestehende Anteile veräußern wollen. Die geplante Reform dürfte dazu führen, dass zumindest jene Banken, welche den Standardansatz verwenden, als Eigenkapitalgeber weitgehend ausfallen. Dass die Unternehmen das Eigenkapital aus anderen Quellen ersetzen können, ist angesichts des geringen Finanzierungsvolumens der Kapitalmärkte mehr als unsicher. Institutionelle Investoren als klassische Eigenkapitalgeber fehlen weitgehend. Pensionskassen investieren zwar knapp ein Drittel in Aktien, was aber wegen ihrer geringen Größe weniger ist als der Aktienbesitz der Banken. Eigenkapital kann auch direkt von Haushalten bereitgestellt werden. Österreichs Haushalte sind aber im internationalen Vergleich sehr wenig engagiert. Nur 5.3% besitzen direkt Aktien, 10% besitzen Aktien indirekt über Investmentfonds (HFCS, 2013).

Österreichs Banken geben neben Krediten auch Eigenkapital. Sie hielten 2014 Unternehmensbeteiligungen von 8.65 Mrd. Euro. Die in Basel IV geplante Anhebung der

Risikogewichte für Aktien von 100 auf 250% macht die Beteiligungsfinanzierung für Banken unattraktiv.

‚Basel IV': Reformvorschläge

Die geplante Reform hat mehrere Hauptinhalte: Erstens soll bei Unternehmenskrediten neu auch die Bonitätsprüfung durch die Bank (Due Dilligence) für die Berechnung des Risikogewichts relevant werden. Das Rating des Schuldners definiert nur mehr ein minimales Risikogewicht. Für Kredite an KMUs (Umsatz weniger als 50 Mio. Euro), die in der Regel über kein Rating verfügen, gilt ein Risikogewicht von 85 statt wie bisher 75%. Kleine KMU-Kredite im Rahmen des Mengengeschäfts (Retail) behalten das niedrigere Risikogewicht von 75%. Dafür müssen die gesamten Kredite an einen einzelnen Schuldner aber neu niedriger sein als 1 Mio. Euro und weniger als 0.2% des gesamten Retail-Kreditportfolios der Bank ausmachen. Diese Regelung dürfte besonders kleine Banken betreffen, wo ein größerer Kredit dieses Kriterium sehr leicht übersteigen kann.

Auf Hypotheken gilt bisher ein fixes Risikogewicht von 35 bei Wohn- bzw. 50% bei Gewerbeimmobilien. Neu sollen sich die Gewichte mit dem Fremdfinanzierungsanteil (Verhältnis des Kreditbetrags zum Wert der Immobilie) mehr am tatsächlichen Risiko orientieren. Bei Wohnimmobilien mit einem Fremdfinanzierungsanteil zwischen 60 und 80% bleibt das Risikogewicht unverändert bei 35%; schwächer belehnte Immobilien haben ein niedrigeres, stärker belehnte ein höheres Risikogewicht (zwischen 25% und 55%). Allerdings sind weitere Anforderungen vorgesehen. Insbesondere muss die Immobilie bereits fertig gestellt sein (Ausnahme: Eigenheim mit bis zu vier Wohnungen). Trifft dies nicht zu, steigt das Risikogewicht auf 100%. Zudem wird unterschieden, ob die Kreditrückzahlung von Erträgen der Immobilie abhängt oder nicht. Im ersten Fall steigt das Risikogewicht selbst bei niedriger Belehnung auf mindestens 70%.

Aktuell gilt ein Risikogewicht von 100% für Unternehmensaktien und 100 oder 250% für Aktien von Banken und Wertpapierfirmen abhängig vom Eigenkapitaltyp. Neu sollen Aktien sowie nachrangige Verbindlichkeiten höhere Risikogewichte von 250 bzw. 150% unabhängig vom Emittenten erhalten.

Mit Beteiligungen übernehmen Banken mehr Risiko als mit Krediten, so dass ein höheres Risikogewicht und in der Folge eine höhere Eigenkapitalausstattung notwendig sind. Ein Risikogewicht für Beteiligungen von 250% erscheint allerdings mehr als problematisch.

4.2 BANKENUNION

Mit der Einführung des Euro haben grenzüberschreitende Bankgeschäfte stark zugenommen. Seit dem Ausbruch der Krise von 2008 ist aber wieder eine Desintegration festzustellen. So stieg der Anteil der Aktiva österreichischer Banken, welcher im Ausland und vorwiegend in europäischen Ländern investiert wird, von 28% im Jahr 2000 auf 39% in 2007, und fiel bis 2014 wieder auf 32% zurück (BIS 2015, OeNB 2015a). Die Staatsanleihen eines Landes werden von Banken und Investoren in allen Ländern der Eurozone gehalten. So hielten ausländische Investoren 2015 rund 70% der österreichischen, 55% der deutschen und 34% der italienischen Staatsschulden (IMF 2015). Die Bankenunion besteht aus drei Pfeilern, nämlich aus der zentralisierten Aufsicht, dem Abwicklungsmechanismus und der harmonisierten Einlagensicherung. Sie soll die Schäden aus einer einmal eingetretenen Krise reduzieren und dem Entstehen neuer Finanzkrisen vorbeugen.

Die Bankenunion besteht aus der zentralisierten Aufsicht, dem Abwicklungsmechanismus und der harmonisierten Einlagensicherung.

Aufsicht und Abwicklungsmechanismus: Die EZB beaufsichtigt direkt etwa 130 Großbanken, die fast 85% der Bankaktiva im Euroraum halten, und in jedem Land wenigstens die drei größten Institute. Die kleineren Institute unterstehen weiter der nationalen Aufsicht. Zum Jahresende 2013 hat die EZB die 130 größten Banken mit Stresstests geprüft und eine Bewertung ihrer Aktiva-Qualität vorgenommen. Die Prüfung zeigte, dass eine Korrektur der Buchwerte um 48 Mrd. Euro notwendig war und die notleidenden Engagements auf 879 Mrd. Euro zugenommen haben. Bei 25 Banken wurde eine Kapitallücke von 25 Mrd. Euro festgestellt. Im strengen Szenario des Stresstests hätten die Banken damals rund 263 Mrd. Euro an hartem verlusttragendem Eigenkapital verloren, was die Eigenkapitalquote von 12.4 auf 8.3% reduziert hätte. Schon seit der Ankündigung der Prüfung im Juni 2013 haben die 30 größten Banken vorausschauend ihre Bilanzen um mehr als 200 Mrd. Euro gestärkt, unter anderem durch Aufnahme von 60 Mrd. an neuem Eigenkapital. Bei den österreichischen Banken (Erste Bank, RZB, BAWAG, RH NÖW, RLB OÖ, Volksbanken-Verbund) betrugen die Anpassungen der Buchwerte rund 3 Mrd. Euro. Mit Ausnahme des Volksbanken-Verbunds (Kapitallücke 865 Mio. Euro) bestanden alle den Stresstest und erfüllten selbst im strengen Szenario die Kapitalvorschriften.[7]

Mit dem Abwicklungsmechanismus werden die Kosten der Abwicklung und Sanierung mit Beiträgen von den Banken selbst finanziert. Zum Schutz des Steuerzahlers

7 EZB (2014), Aggregate Report on the Comprehensive Assessment, und OeNB (2014, S. 54-58).

sieht der Mechanismus eine Gläubigerbeteiligung mit einer strikten Haftungsreihenfolge vor.

Die Verordnung zum Abwicklungsmechanismus SRM (Single Resolution Mechanism) ist seit 1. Januar 2016 in Kraft. Es wird ein Abwicklungsfonds (SRF, Single Resolution Fund) eingerichtet, der aus nationalen Bankenbeiträgen gespeist wird und als Zielgröße 1% der garantierten Einlagen bzw. ca. 55 Mrd. Euro erreichen soll.[8] Die Beiträge orientieren sich am Risikoprofil der Banken. Sie fließen zunächst in „nationale Kammern" des Fonds und werden über 8 Jahre schrittweise vergemeinschaftet. Aus den Fonds werden die Kosten der Abwicklung und Sanierung finanziert, wobei eine strikte Haftungsreihenfolge gilt. Zuerst sind Verluste von Eigentümern, Gläubigern und ungeschützten Einlegern zu tragen, bevor der Insolvenzfonds oder gar der Steuerzahler belastet wird. Wenn in der Aufbauphase die Mittel nicht ausreichen, dann erfolgt eine Brückenfinanzierung aus nationalen Quellen, die im Nachhinein mit zusätzlichen Bankabgaben wieder eingetrieben wird. Im Notfall kann ein Staat einen Kredit des Rettungsschirms ESM beantragen.

Der SRM wird von einem Board geleitet, der aus einem Exekutivdirektor, einem Stellvertreter, vier gewählten Mitgliedern und Vertretern aller nationalen Abwicklungsbehörden besteht. Der Board bereitet Abwicklungspläne für die von der EZB beaufsichtigten Großbanken nach der EU-Richtlinie zur Bankenabwicklung vor.[9] Die nationalen Behörden arbeiten Abwicklungspläne für kleinere Institute aus. Die EZB als Aufsichtsbehörde stellt die drohende Insolvenz fest und meldet dem Board, der Kommission und den nationalen Behörden. Der Board entscheidet dann, ob eine Bank saniert wird, oder leitet das Abwicklungsverfahren ein.

Europäische Einlagensicherung: Die Bankenunion sieht auch eine Reform der Einlagensicherung vor, welche die Deckungssumme auf 100'000 Euro vereinheitlichen und die Entschädigungsfristen verkürzen soll. Zudem werden nationale Einlagensicherungsfonds eingerichtet, die aus risikogerechten Beiträgen der Banken vorfinanziert werden. Für Österreich bedeutet das eine Umstellung des bisherigen Systems, welches die Kosten im Nachhinein finanzierte, und ist mit einer Zusatzbelastung in der Aufbauphase verbunden. Die Fonds bleiben national, sollen schrittweise über 8 Jahre aufgebaut werden und 2024 einen Zielwert von 0.8% der gesicherten Einlagen erreichen. Nach den Daten der Bankbilanzen von 2011 entspricht dieser Umfang einem Betrag von 43 Mrd. Euro.

8 Im November 2013 betrugen die gesicherten Einlagen in der Eurozone ca. 5'910 Mrd. Euro, davon Österreich ca. 180 Mrd. Der Abwicklungsfonds sollte langfristig 55 Mrd. Euro akkumulieren, davon entfallen 1,8 Mrd. auf Österreich (berechnet nach IMF, 2013, Technical Background Notes, S. 43, European Commission, 2010, und aktualisiert mit ECB MFI Statistiken).

9 Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen.

Die europäische Einlagensicherung wird schrittweise aufgebaut und soll mit risikoadäquaten Bankbeiträgen vorfinanziert werden. Sie wirkt wie eine Rückversicherung auf europäischer Ebene und verstärkt den Sparerschutz im Vergleich zu rein nationalen Systemen.

Nach dem Kommissionsvorschlag vom November 2015 soll das Europäische Einlagensicherungssystem (EDIS) in drei Schritten aufgebaut werden. Bis 2020 nimmt EDIS zunächst die Aufgabe einer Rückversicherung für die nationalen Systeme ein. Diese kommt zum Tragen, sobald einer der nationalen Fonds die gesicherten Einlagen einer ausfallenden Bank nicht mehr selbst abdecken kann. EDIS stellt nur begrenzt Mittel (20% des Liquiditätsdefizits) bereit und leistet auch nur dann, wenn das betroffene Land die Regeln voll eingehalten hat, d.h. den nationalen Sicherungsfonds vorfinanziert und Beiträge an EDIS geleistet hat. Ab 2020 soll die Einlagensicherung schrittweise vergemeinschaftet werden, indem EDIS einen immer größeren Anteil des Liquiditätsdefizits übernimmt. Bis 2024 wird es zu einer Vollversicherung ausgebaut. Danach soll das System die nationalen Sicherungsfonds vollständig versichern, deren Verluste ganz abdecken und so die Staatshaushalte entlasten.

Beitrag zu Stabilität und Wachstum: Während Basel III höhere Kapitalanforderungen stellt, soll die Bankenunion eine Selbstversicherung des Bankensektors einrichten und eine Sanierung oder kontrollierte Abwicklung von notleidenden Banken ermöglichen, ohne eine systemische Krise zu riskieren. Dadurch entfällt auch die implizite Staatsgarantie, von der vor allem Großbanken profitiert haben, was die Wettbewerbsneutralität zwischen großen und kleinen Banken fördert. Risikoadäquate Versicherungsbeiträge haben zudem die Funktion, dem Bankensektor nach dem Verursacherprinzip die Kosten der Finanzstabilität anzulasten. Das ist notwendig, damit alle Kosten und Erträge in das Bankgeschäft eingehen und die Abwägung zwischen Risiko und Ertrag volkswirtschaftlich richtig ausfällt. Das betrifft auch den Marktzutritt und Austritt und damit den Wettbewerbsgrad und die Profitabilität des Bankgeschäfts. Profitable Banken können sich Eigenkapital vom Kapitalmarkt beschaffen oder dieses durch Gewinneinbehaltung bilden. Beide Wege sind unrentablen Banken versperrt. Der Abwicklungsmechanismus macht kontrollierte Insolvenzen und damit eine Strukturbereinigung überhaupt erst möglich, ohne die eine nachhaltige Erholung des Bankensektors nicht passieren kann oder übermäßig lange dauern wird.

Risikoadäquate Versicherungsbeiträge sollen den Banken nach dem Verursacherprinzip die Kosten der Finanzstabilität anzulasten. Das trägt zu einer richtigen Abwägung zwischen Ertrag und Risiko bei.

Der Preis für die höhere Stabilität und für die Sicherheit des Steuerzahlers sind höhere Bankenbeiträge, welche erst erwirtschaftet werden müssen. Neben Gebüh-

renerhöhungen werden entweder die Kreditzinsen steigen, oder die Zinsen für Einlagen oder anderes Fremdkapital fallen, oder die Eigenkapitalrendite wird sinken. Höhere Kreditzinsen hemmen das Wachstum. Wenn die Banken die Zinsen für Spareinlagen und anderes Fremdkapital senken, dann bekommen sie Schwierigkeiten, sich zu refinanzieren, und können in der Folge weniger Kredite vergeben. Eine niedrigere Eigenkapitalrendite wäre gerechtfertigt, wenn die Banken sicherer werden und die Kapitalgeber sich mit einer geringeren Risikoprämie begnügen. In Europa ist jedoch die Profitabilität der Banken sehr niedrig und sie müssen zudem mehr Eigenkapital bilden. Wenn angesichts niedriger Renditen die Aufstockung des Eigenkapitals schwer möglich ist, dann ist eine höhere Eigenkapitalquote nur mit einer Verringerung der Ausleihungen zu erzielen, was das Wachstum hemmt. In allen Fällen müssen die Kosten der Finanzstabilität korrekt eingepreist werden. Aber man sollte den Preis nicht übertreiben, um nachher nicht mit unnötigen Wachstumsverlusten zu bezahlen.

Die Regulierung soll die Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen reduzieren. Einige Ökonomen haben bezweifelt, dass ein Abwicklungsfonds in der Höhe von 1% der garantierten Einlagen groß genug ist. Wenn die Kapazität des SRF nicht ausreicht, müssen die Beiträge erhöht werden. Das hängt davon ab, ob die höhere Sicherheit der Banken die Anzahl der Insolvenzen oder Sanierungen genügend stark reduziert und wie oft die private Verlustbeteiligung ausreicht. Aber Basel-Regulierung, Selbstversicherung durch Abwicklungsfonds und die verstärkte Einlagensicherung wirken allesamt vorbeugend und sind in ihrer Gesamtheit zu berücksichtigen. Je nach Wirtschaftsgang könnten allenfalls in der ersten Phase, in der die Aufarbeitung der Altlasten und eine Strukturbereinigung des Bankensektors stattfinden müssen, Belastungen entstehen, da zunächst die gemeinsamen Fonds noch nicht voll zur Verfügung stehen und die nationalen Fonds erst mit Beiträgen aufzufüllen sind.

> Je besser die Beitragshöhe das Risiko der Banken erfasst, desto weniger kann es Quersubventionierung geben. Eine Versicherung kann nur zukünftige, nicht vergangene Risiken versichern. Altlasten sind aufzuarbeiten, bevor die europaweite Versicherung in Kraft tritt.

Indem die Einlagensicherung auf die europäischer Ebene gehoben und damit eine Rückversicherung unter den Mitgliedsstaaten möglich wird, nimmt die Fähigkeit Verluste zu tragen um ein Vielfaches zu. Diese um ein Vielfaches gehärtete Garantie stärkt das Vertrauen der Sparer in den Einlagenschutz, reduziert die Gefahr von Kapitalflucht und Bankenkrisen und trägt zur Stabilität der Eurozone bei. Das Konzept der Bankenunion sieht im Prinzip vor, dass sich die Beiträge am Risikoprofil der Banken[10] orientieren. Wenn es aber nicht gelingt, die Beiträge risikoadäquat zu

10 Siehe Verordnung 806/2014 EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juli 2014, Art. 70 Abs. 2.

bemessen, kommt es zu Quersubventionierung und Umverteilung. Um das zu vermeiden, müssen Banken mit riskanteren Aktivitäten und weniger Eigenkapital ausreichend höhere Versicherungsbeiträge leisten.

Das Versicherungsprinzip kann nur funktionieren, wenn die Kreditrisiken nicht systematisch einseitig auf einzelne Staaten verteilt sind. Sonst müssen Länder mit robustem Bankensektor mit ihren Beiträgen die gemeinsamen Fonds finanzieren, die hauptsächlich von Ländern mit schwachen Banken beansprucht werden. Eine Versicherung kann auch nur zukünftige, und nicht vergangene Risiken versichern. Daher müssen die Kosten einer Bankenabwicklung, die ihre Ursache in der Vergangenheit haben, zunächst vom betroffenen Staat finanziert werden, notfalls unter Inanspruchnahme des Rettungsschirms ESM. Im Laufe der Zeit müssen die Altlasten genügend schnell abgebaut werden, so dass die neuen Kosten immer weniger von den nationalen und zunehmend aus den gemeinsamen Insolvenz- und Einlagensicherungsfonds (EDIS) finanziert werden. Die schrittweise Vergemeinschaftung von Risiken darf aber nicht der Aufarbeitung der Altlasten davoneilen. Sonst müssen robust aufgestellte Staaten für die Altlasten der Krisenstaaten zahlen.

4.3 LENKUNGSSTEUERN

Anstelle regulatorischer Vorgaben können auch Lenkungssteuern Marktstörungen beseitigen. Im Finanzsektor geht es darum, dass Banken und Investoren zu hohe Risiken eingehen, wenn im Erfolgsfall hohe Erträge möglich sind, aber im Falle einer Insolvenz ein Teil der Kosten auf die Steuerzahler abgewälzt wird (externe Kosten). Lenkungssteuern sollen solche externen Kosten den Verursachern anlasten und die Finanzakteure zu einem weniger riskanten Verhalten anhalten. Zusätzlich unterliegen Banken und Versicherungen wie alle anderen Unternehmen der Körperschaftssteuer. Die steuerliche Bevorzugung des Fremdkapitals stellt hier die schwerwiegendste Beeinträchtigung für die Finanzstabilität dar.

Stabilitätsabgabe: Sie soll die auf die Allgemeinheit abgewälzten, externen Kosten der Kreditvergabe nach dem Verursacherprinzip anlasten. Implizite Staatsgarantien für systemrelevante Banken schaffen einen Finanzierungsvorteil, der zu Fehlanreizen wie übermäßiger Verschuldung und riskanter Kreditvergabe und Anlagepolitik führt und so die Finanzstabilität schwächt. Eine Steuer auf Verbindlichkeiten soll diese Fehlanreize korrigieren. Ihre Höhe soll gerade den auf die Allgemeinheit abgewälzten Schaden abdecken und den Steuerzahler für die Kosten der impliziten Staatsgarantie kompensieren.

> Die Stabilitätsabgabe soll die auf die Allgemeinheit abgewälzten Kosten der Kreditvergabe nach dem Verursacherprinzip anlasten und den Steuerzahler für die Staatsgarantie entschädigen.

In Österreich wird seit 2011 eine Stabilitätsabgabe auf die Bankverbindlichkeiten mit Ausnahme der gesicherten Spareinlagen erhoben. Mit einem Freibetrag von 1 Mrd. Euro waren kleine Banken zunächst ausgenommen. Die Steuersätze sind progressiv und waren mit 0.09% bzw. 0.11% wesentlich höher als in Deutschland, wo zudem sämtliche Spareinlagen ausgenommen waren. Zusätzlich wurde bis 2017 eine Sonderabgabe in Höhe von 45% auf die Stabilitätsabgabe erhoben. Die Bankensteuer erzielte z. B. 2014 Einnahmen von 586 Mio. Euro in Österreich und 516 Mio. Euro im zehn Mal so großen Deutschland (vgl. Budgetdienst, 2015; FMSA, 2014). 2016 kam es zu einer deutlichen Senkung der Stabilitätsabgabe: So verringerten sich die Steuersätze auf 0.021% bzw. 0.029%, während die Freigrenze von EUR 1 Mrd. auf das deutsche Niveau von EUR 300 Mio. reduziert wurde. Ähnlich wie in Deutschland wurden Höchst- und Mindestbeiträge abhängig von der Ertragslage der Bank eingeführt (‚Zumutbarkeitsgrenze'). Dadurch wird sichergestellt, dass die Bankensteuer die Bildung von notwendigem Eigenkapital bei niedrigen Erträgen nicht blockiert bzw. dieses im Verlustfall nicht weiter verringert. Das Steueraufkommen sollte in Zukunft nur noch rund EUR 100 Mio. betragen. Im Gegenzug leisten die Banken zwischen 2017 und 2020 eine einmalige Sonderzahlung von insgesamt rund EUR 1 Mrd. (Budgetdienst, 2016).

Die Lenkungseffekte wurden von Devereux u.a. (2015) daraufhin untersucht, wie die Steuer Kapitalstruktur und Risikoverhalten von Banken beeinflusst. Eine spezielle Bankensteuer erhöht die regulatorische Eigenkapitalquote um ca. 6%. Die normale Eigenkapitalquote steigt sogar um 14%. Für Österreich zeigen die Autoren aber, dass der Lenkungseffekt hin zu mehr Eigenkapital wohl aufgrund der anfangs starr auf das Jahr 2010 festgelegten Bemessungsgrundlage weitgehend ausblieb. Auch erhöht die Steuer das Risiko gemessen am durchschnittlichen Risikogewicht, welches um 7% steigt. Indem die Steuer das Eigenkapital erhöht, können Banken unter den gegenwärtigen Kapitalvorschriften ihre risikogewichteten Aktiva vergrößern, das heißt, entweder zusätzliche oder riskantere Kredite vergeben.

Finanztransaktionssteuer: Die Steuer soll erstens die kurzfristige Spekulation bremsen. Das Risiko von Preisblasen und die Volatilität der Marktpreise sollten fallen. Zweitens soll der Finanzsektor einen Beitrag zur Deckung der Krisenkosten leisten. Mit der breiten Bemessungsgrundlage wird bereits mit niedrigen Steuersätzen ein erhebliches Aufkommen möglich. Der Währungsfonds (IMF, 2010) sieht die Steuer aber als eher weniger geeignet an. Die zentrale Ursache mangelnder Finanzstabilität sind nicht die kurzfristigen Spekulationen, sondern die Überschuldung der Banken und die Ansteckungsgefahren.

Im Jahr 2012 einigten sich elf EU Staaten prinzipiell auf die Einführung der Steuer. Die Entscheidung soll 2016 fallen. Der Vorschlag der EU-Kommission[11]

11 Siehe Europäische Kommission (2013).

sieht eine Finanztransaktionssteuer von 0.1% des Marktpreises auf Aktien- und Anleihetransaktionen und 0.01% auf andere Produkte (z.B. Derivate) vor. Die Steuer geht zulasten des Käufers und Verkäufers (der kombinierte Steuersatz beträgt also 0.2% bzw. 0.02%), sofern es sich dabei um Finanzinstitute, Fonds, oder Vermögensverwalter handelt. Sie ist breit gefasst. Sowohl der Börsenhandel als auch der außerbörsliche Handel fallen darunter, während Neuemissionen ausgenommen sind. Es werden Einnahmen von 0.35 bis 0.5% des BIP erwartet.

Die Steuer kann kurzfristige Spekulation eindämmen, indem sie das Handelsvolumen verringert. Um 1% höhere Transaktionskosten reduzieren das Volumen um 0.5 bis 1.7% (siehe Matheson, 2011, S. 17). Allerdings bleibt offen, inwieweit die Steuer zu einer geringeren Volatilität der Wertpapierpreise führt. Das Risiko einer Preisblase fällt, aber der Markt wird weniger liquide, sodass einzelne Transaktionen zu stärkeren Preisausschlägen führen. Die Evidenz ist nicht eindeutig. Andererseits kann die Steuer die Bereitstellung von Risikokapital beeinträchtigen, die Kapitalkosten erhöhen und die Investitionen verteuern. Da für die Wertpapierbesitzer beim Verkauf zusätzliche Kosten anfallen, senkt die Steuer die Wertpapierpreise und erhöht die Finanzierungskosten von Unternehmen. Matheson (2011) zeigt, dass der Effekt vor allem bei kurz- und mittelfristiger Haltedauer da ist. Ein Steuersatz von 0.1% z.B. verringert den Preis um 11.7%, wenn ein Wertpapier drei Monate gehalten wird, aber nur um 1.1% bei einer Haltedauer von drei Jahren.

> Die Finanztransaktionssteuer hemmt das Handelsvolumen, aber nicht unbedingt die Preisschwankungen von Wertpapieren. Sie verteuert die Finanzierungskosten für Investoren und Unternehmen.

Es ist zwar für einzelne Länder möglich, eine Finanztransaktionssteuer zu erheben, wenn die Steuerbelastung gering bleibt. Oft konnten sich diese Länder als internationale Finanzzentren etablieren (z.B. Großbritannien, Schweiz, Singapur, Hong Kong) und müssen weniger Kapitalabfluss befürchten. Ansonsten birgt eine unilateral oder nur in wenigen Ländern eingeführte Finanztransaktionssteuer das Risiko einer Verlagerung des Wertpapierhandels (z.B. Umlauf, 1993, für Schweden und Chou und Wang, 2006, für Taiwan). Der Finanzplatz Österreich ist kein internationales Finanzzentrum und der Kapitalmarkt spielt eine geringe Rolle. Eine Finanztransaktionssteuer in Österreich allein wäre leicht zu umgehen. Eine solche Steuer scheint höchstens als Teil einer europäischen Lösung vorstellbar, und würde auch dann die Bemühungen erschweren, den heimischen Kapitalmarkt zu stärken.

Wer trägt die Steuern? Die Banken und ihre Eigentümer zahlen Steuern auf Gewinne. Dazu kommen aber steuerliche und regulatorische Sonderbelastungen wie die Stabilitätsabgabe und die Beiträge für Insolvenzfonds und Einlagensiche-

rung. Eine Finanztransaktionssteuer nicht mitgerechnet entsteht eine Sonderbelastung von grob geschätzt rund 1 Mrd. Euro jährlich.[12] Dazu kommen die Berichts- und Kontrollkosten (Compliance Kosten), um die Einhaltung regulatorischer Vorschriften zu dokumentieren. Die Mehrbelastung ist kritisch, da die Banken - besonders die Großbanken, die eher schwach kapitalisiert, aber von der Stabilitätsabgabe stark betroffen sind - ihr Eigenkapital erhöhen müssen.

> Die Stabilitätsabgabe erschwert die Eigenkapitalbildung und wird teilweise überwälzt. Es droht die Gefahr, dass man Banken besteuert und die Kreditnehmer trifft.

Die Gewinneinbehaltung ist der günstigste Weg, neues Eigenkapital zu bilden, braucht aber viel Zeit. Man kann sechs Wege ausmachen, wie die Banken diese Belastung erwirtschaften können: (i) Senkung der Einlagezinsen. Da ist wegen extrem niedriger Zinsen der Spielraum in naher Zukunft ausgereizt; (ii) Geringere Eigenkapitalrenditen. Allerdings sind Zinsspanne und Profitabilität wegen der hohen Wettbewerbsintensität überaus gering. Mit einer weiter schrumpfenden Rendite wird es schwierig, neues Eigenkapital von Investoren zu erhalten; (iii) Produktivitätssteigerungen. Das hat bereits zu Anpassungen wie z.B. Zusammenlegung kleiner Banken, Schließung von Filialen, Internetbanking etc. geführt, jedoch besteht weiteres Potential; (iv) Höhere Kreditzinsen und Gebühren für Bankleistungen, die Unternehmen und Haushalte belasten; (v) Höhere Erträge durch mehr Risiko. Nachdem riskantere Anlagen höhere Erträge versprechen, könnten Banken verstärkt in solche Geschäftsfelder vorzustoßen, um die Renditen noch zu erwirtschaften. Das würde aber dem Ziel, den Finanzsektor sicherer zu machen, diametral widersprechen; und (vi) Verlagerung der Geschäftstätigkeit in Länder mit niedrigeren (Steuer-)Belastungen.

Angesichts der beschränkten Alternativen droht die Gefahr, dass man Banken besteuert und die Kreditnehmer trifft. Für Österreich stellt das IHS (2012) zunächst wenig Anzeichen einer Überwälzung fest. Die hohe Wettbewerbsintensität verhindert eine kurzfristige Ausweitung von Zinsspannen. Auch in Deutschland stellen Buch u.a. (2014) zunächst kaum einen allgemeinen Effekt auf Zinssätze und Kreditvergabe fest. Sie ermitteln aber eine signifikante Überwälzung durch Banken mit höherem Marktanteil oder solche mit größerer Bilanzsumme, die aufgrund der gestaffelten Sätze höher besteuert werden. Für Ungarn zeigen Capelle-Blancard und Havrylchyk (2013), dass vor allem Kreditnehmer von Überwälzungen betroffen sind, welche einen laufenden Kredit bei ihrer Bank haben und kaum ausweichen können. Die Zinserhöhungen, welche der Bankenabgabe zugerechnet werden, betragen bei Hypotheken zwischen 0.57 und 1.08 und bei Konsumkrediten 1.29 Prozentpunkte.

12 Es kosten die Bankensteuer ca. 590 Mio. jährlich, die Beiträge an den Abwicklungsfonds ca. 200 Mio. (12.5% des Gesamtbeitrags über 8 Jahre), die Beiträge zur Einlagensicherung 270 Mio. Euro nach Kopp u.a. (2010) mit niedrigerer Dotierung (0.8% statt 1.5% der gesicherten Einlagen).

Die Bankenabgabe könnte die Kreditzinsen bei Hypotheken zwischen 0.57 und 1.08 und bei Konsumkrediten 1.29 Prozentpunkte erhöhen.

Auch die Überwälzung der Körperschaftssteuer ist für die zu erwartenden Auswirkungen der Bankensteuer aufschlussreich. Nach Demirgüç-Kunt und Huizinga (1999) findet eine volle Überwälzung statt, wobei der Effekt in reichen Ländern schwächer ist. Nach Albertazzi und Gambacorta (2010) führt die Steuer zu geringerem Kreditvolumen und höheren Kreditzinsen. Demnach können Banken bis zu 90% der Steuerlast auf die Kreditnehmer überwälzen. Ein Anstieg des KÖSt-Steuersatzes um 10 Prozentpunkte würde die Zinsspanne um 70 Basispunkte steigern. Der Einlagezins bleibt unberührt. Chiorazzo und Milani (2011) schätzen eine Überwälzung von kurzfristig 45% und langfristig bis zu 80% der Steuerlast. Hingegen finden Capelle-Blancard und Havrylchyk (2014) wenig Evidenz für eine Überwälzung. Insgesamt muss man festhalten, dass Banken die Steuerlast zumindest teilweise auf Kunden und vor allem auf Kreditnehmer überwälzen müssen, um ihre Profitabilität zu erhalten. Eine Überwälzung dürfte vor allem die KMUs stark treffen.

Lenkungssteuern versus Regulierung: Eine faire Steuerpolitik sollte alle Branchen gleichbehandeln und wettbewerbsneutral sein. Spezielle Steuern brauchen eine spezielle Begründung. Wenn aber der korrigierende Lenkungseffekt zweifelhaft ist, ist es volkswirtschaftlich besser, darauf zu verzichten, und mit allgemeinen Steuern zu finanzieren.

Die Basel-Regulierungen und die Bankenunion schaffen die implizite Staatsgarantie über zwei Wege ab: (i) höhere Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen nach Basel III und (ii) Selbstversicherung der Banken durch Errichtung von Abwicklungs- und Einlagensicherungsfonds. Damit entfällt der Grund für eine spezielle Belastung des Bankensektors. Es macht keinen Sinn, ein Marktversagen, das mit Regulierung und Selbstversicherung behoben wird, ein zweites Mal mit Lenkungssteuern zu reparieren. Die regulatorischen Mindestanforderungen nach Basel und die Bankenunion machten daher eine Reform und Verringerung der Bankenabgabe notwendig. Diese wurde mit der starken Steuersenkung und der stärkeren Ausrichtung dieser Steuer an der Ertragslage der Banken im Jahr 2016 weitgehend realisiert. Sonst hätte die Gefahr bestanden, dass die Banken diese Kosten auf Kreditnehmer überwälzen und ihre Entschuldung bewältigen, indem sie weniger Kredite vergeben.

Bankenunion und die strengeren Kapitalanforderungen nach Basel erforderten eine Reform der Bankenabgabe. Ein Marktversagen, das mit Regulierung und Selbstversicherung behoben wird, soll nicht ein zweites Mal mit Lenkungssteuern repariert werden.

Als Argument für die Fortführung der Bankenabgabe wird in der Öffentlichkeit immer wieder vorgebracht, dass Banken für die fiskalischen Kosten der Finanzkrise

zahlen sollen. Dabei sind zwei Argumente zu beachten. Erstens zahlen es die Falschen. Jene Banken, welche die Krise überstanden haben, zahlen die Kosten ihrer Rekapitalisierung ohnehin zurück, sodass dem Staat daraus kein finanzieller Schaden entsteht. Jene Banken, die den Schaden verursacht haben und daher zahlen müssten wie z.B. die Hypo Alpe Adria, sind massiv geschrumpft und werden abgewickelt. Zweitens ist das Argument vergangenheitsbezogen und verhindert, dass der Finanzsektor seinen Beitrag leisten kann, um aus der Krise nachhaltig herauszuwachsen. Eine kumulative Belastung perpetuiert die Krise und erzeugt neuerliche Instabilität, weil dadurch nicht genügend Gewinne entstehen, um mehr Eigenkapital zu bilden.

5 Ein Finanzplatzkonzept für Österreich

Welche Reformen braucht es, damit der Finanzplatz Österreich sein Potential ausschöpfen kann? Ein strategisches Konzept soll Markstörungen richtig identifizieren und mit geeigneter Regulierung beseitigen. Dabei darf es weder ein Defizit noch ein Übermaß an Regulierung geben. Es sollte einen wachstumsfreundlichen Weg aus der Finanzkrise weisen. Ein systemischer Ansatz ist notwendig, der die Komplementarität verschiedener Politikfelder ausnutzt und nicht in punktuellen Reformen steckenbleibt. Das gesamte Reformkonzept bewirkt mehr als die Summe der Einzelmaßnahmen.

5.1 Ausgangssituation

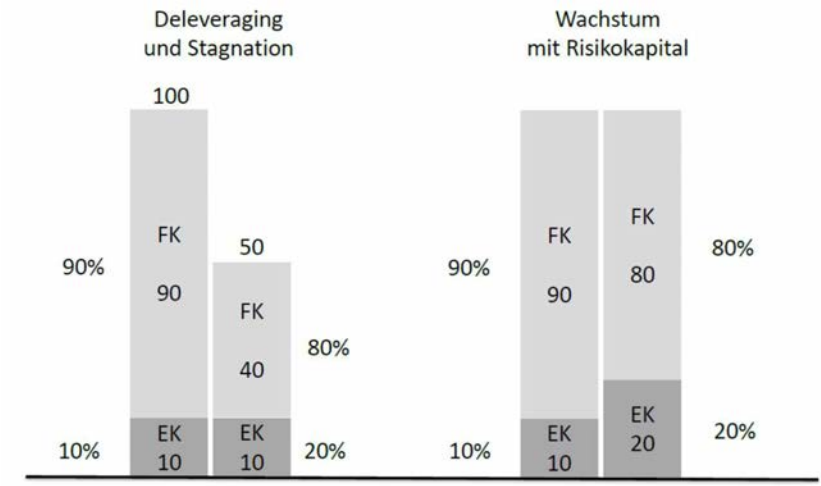
Im Vergleich zu den U.S.A. steuern in Europa die Kapitalmärkte nur wenig zur Finanzierung bei. Gemessen am Anteil der BIPs ist in Österreich der Finanzierungsbeitrag der Wiener Börse noch wesentlich geringer als in der EU (vgl. Abbildung 6). Die Wirtschaft braucht Finanzierung. Wenn sie nicht von den Kapitalmärkten kommt, muss sie von den Banken kommen. Das Ungleichgewicht erschwert die Bereitstellung von Risikokapital und hat gewichtige Nachteile für Wachstum und Stabilität. Ein Mangel an Eigenkapital ist der erste Grund für Überschuldung und Instabilität, im Finanzsektor wie in der Realwirtschaft.

Der Finanzierungsbeitrag der Kapitalmärkte ist überaus gering.

Einem überschuldeten Kreditnehmer können Banken keinen Kredit geben. Investition braucht Finanzierung mit beidem, Eigen- und Fremdkapital. Der Mangel an Risikokapital ist eine Innovations- und Wachstumsbremse. Innovative Branchen gehen ein größeres Risiko ein und brauchen mehr risikotragendes Eigenkapital als andere. Auch eine Wirtschaft, die einen Schuldenüberhang abbauen muss, braucht nichts so dringend wie risikotragendes Eigenkapital. Wenn im Hinblick auf mehr Stabilität eine Entschuldung stattfinden muss, gibt es wie in Abbildung 7 zwei Szenarien. Ist neues Eigenkapital nicht verfügbar, muss die Entschuldung durch weniger Kreditaufnahme und damit weniger Investition erfolgen. Um ein Szenario langanhaltender Stagnation abzuwenden und die Investitionen aufrecht zu erhalten, muss die Finanzierung mit mehr Eigenkapital anstatt Neuverschuldung erfolgen. Das wäre ein wachstumsfreundlicher Weg aus der Finanzkrise. Neben der Stärkung der Banken sollte daher der Ausbau der Kapitalmärkte in Österreich Vorrang haben.

Ein Abbau von Überschuldung kann durch weniger Kredit und Investition erfolgen. Mit mehr Eigenkapital ist dagegen ein wachstumsfreundlicher Weg mit anhaltenden Investitionen möglich.

Abbildung 7: Finanzierung und Wachstumsperspektiven



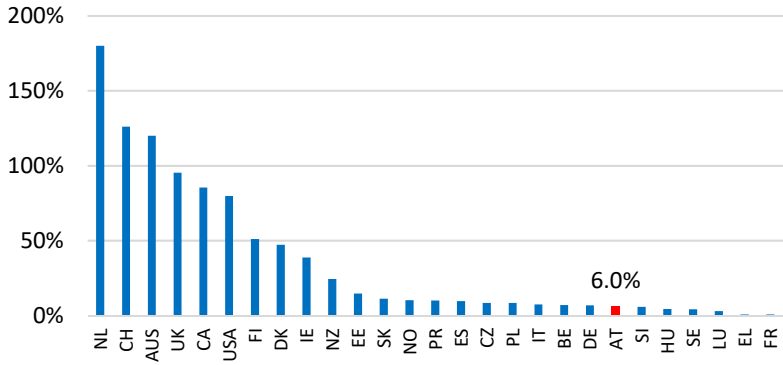
Legende: EK Eigenkapital, FK Fremdkapital

Quelle: Eigene Darstellung.

Die Situation in Österreich hat eine ganze Reihe von Gründen. Auf der Angebotsseite fällt das konservative Anlagerverhalten auf. Nur ein verschwindend kleiner Teil hält Aktien oder ist in Anlagefonds investiert, die ihrerseits breit diversifizierte Portfolios von Aktien, Unternehmens- und Staatsanleihen verwalten. In Österreich fließt auch deshalb wenig Anlagekapital auf die Märkte, weil große institutionelle Anleger weitgehend fehlen. Pensionskassen und Lebensversicherer sind im internationalen Vergleich unbedeutend (vgl. Abbildung 8). Länder mit ausgebauten Kapitalmärkten haben meist ein Mischsystem der Alterssicherung mit einer starken kapitalgedeckten Säule, wie es z.B. OECD und Weltbank als Best-Practice empfehlen. In Ländern wie Niederlande oder Schweiz verwalten die Pensionskassen ein Finanzvermögen von über 120% des BIPs. Sie stärken die Liquidität der Kapitalmärkte. Über die breit diversifizierte Anlagepolitik der Pensionskassen können die Arbeitnehmer auf indirektem Weg ihr Gesamtvermögen besser diversifizieren und von einer günstigeren Abwägung zwischen Ertrag und Risiko profitieren.

Im Vergleich zu anderen Ländern fehlt in Österreich ein großes Anlagevolumen von institutionellen Investoren.

Abbildung 8: Vermögenswerte der Pensionsfonds in % des BIP, 2016.



Quelle: OECD, 2017, Pension Funds Assets Indicator.

Das bescheidene Finanzierungsvolumen der Kapitalmärkte folgt auch aus einer geringen Nachfrage. Der Zugang der vielen KMUs zum Kapitalmarkt ist beschränkt. Allenfalls können Finanzdienstleister eine Vermittlungsrolle übernehmen und neue Beteiligungspartner finden. Um kapitalmarktfähig zu sein, müssen Unternehmen das Rechnungs- und Berichtswesen ausbauen, eine Rechnungsprüfung installieren und die Unternehmenskontrolle mit einem professionellen Aufsichtsrat formalisieren. Erst diese Maßnahmen schaffen bei den Anlegern und Investoren das notwendige Vertrauen und geben Zugang zum Kapitalmarkt. Dieser Aufwand rechnet sich aber nur für größere Unternehmen. Deshalb sind hauptsächlich große Konzerne an der Börse gelistet. Aber selbst dann, wenn viele Unternehmen kapitalmarktfähig wären, ist dieser Finanzierungsweg nur attraktiv, wenn die Kapitalmärkte liquide sind. Eine Aufstockung des Risikokapitals fällt umso leichter, wenn viele Partner für den Erwerb von Beteiligungen bereitstehen und Emissionen von Aktien und Anleihen zu attraktiven Konditionen auch genügend viele Abnehmer finden.

> Der Zugang der kleinen Unternehmen zum Kapitalmarkt ist beschränkt. Über den Kapitalmarkt finanzieren sich vorwiegend große Konzerne. Im Vergleich zu Ländern wie Schweiz und Niederlande ist jedoch der Anteil multinationaler Konzerne geringer.

Wenn ein Markt wenig liquide ist und wenig Handel stattfindet, dann ist der Weg auf den Kapitalmarkt schwierig und nur zu ungünstigeren Bedingungen möglich. Dieser Zustand ist für die KMUs auf dem Sprung zum großen Konzern ein Problem. Im Vergleich z.B. zur Schweiz oder zu den Niederlanden ist der Anteil multinationaler Konzerne geringer. Zudem können die wenigen Großkonzerne leicht auf

ausländische Märkte ausweichen und tun dies umso eher, als im Inland die Liquidität gering ist. In diesem Ausmaß fehlen mögliche große Nachfrager. Das Fehlen dieser Nachfrage zementiert die geringe Liquidität.

5.2 EIN GESAMTKONZEPT MIT 10 REFORMEN

Das Gesamtkonzept (siehe Kasten) hat die Beseitigung von Marktstörungen und den Abbau bestehender Barrieren und steuerlicher Verzerrungen zum Ziel. Eine einzelne Maßnahme ist nicht isoliert, sondern im Zusammenwirken mit allen anderen Elementen zu betrachten.

Element 1 (Basel): Die Regulierung nach Basel III, die Eigenkapitalverordnung und Eigenkapitalrichtlinie der Europäischen Kommission und die Beschlüsse zur Bankenunion sind auch für Österreich richtig. Die Herausforderung für die Wirtschaftspolitik ist vielmehr, den heimischen Akteuren den Weg zum Ziel freizumachen! Vor allem die Elemente 3 und 4 sollen kumulative Belastungen verhindern, die in Summe destabilisierend wirken. Die Beseitigung der steuerlichen Fehlanreize nach den Elementen 5 und 6 dient demselben Ziel. Gäbe es diese Steueranreize nicht, dann würde die Realwirtschaft sich weniger verschulden und krisenresistenter sein und die Banken würden nicht die regulatorischen Untergrenzen für Eigenkapital ausreizen wollen. Um diesen Politikwiderspruch aufzulösen, sollten mit der Umsetzung der Basel Regulierung auch die steuerlichen Verzerrungen beseitigt werden.

> Die Umsetzung der Basel Regulierung sollte mit einer Steuerreform begleitet werden, die den steuerlichen Anreiz zur Überschuldung beseitigt und die Bildung von Eigenkapital nicht länger diskriminiert.

Allerdings wird empfohlen, im Konsultationsprozess zu Basel IV auf eine Abänderung des Vorschlags hinzuwirken, wonach Banken bei Unternehmensbeteiligungen ein Risikogewicht von 250% ansetzen sollen. Ein Zweck der Beteiligungen ist ja, die Stabilität der KMU zu erhöhen. Wenn die Banken aus dem Beteiligungsgeschäft aussteigen, wäre den Unternehmen eine Quelle für Eigenkapital entzogen, für die es kurz- und mittelfristig keinen Ersatz gibt.

Element 2 (Bankenunion): Die Bankenunion ist notwendig. Sie soll die Verflechtung zwischen Banken und Staaten trennen und mit der Selbstversicherung des Bankensektors die Haftung der Steuerzahler beenden. Die Herausforderung für die Politik ist es, kumulative Mehrfachbelastungen und damit neue Instabilitäten zu verhindern, um die Leistungsfähigkeit des Bankensektors zu erhalten, Finanzierung für die Wirtschaft bereitzustellen.

Die Bankenunion führt eine Selbstversicherung des Bankensektors ein und beseitigt die implizite Staatsgarantie. Damit entfällt auch die Begründung der speziellen Bankensteuer als Haftungsentschädigung.

10 Reformen für einen leistungsfähigen Finanzplatz Österreich

Regulierung:

1. Mehr Eigenkapital und höhere Liquiditätsreserven im Bankensektor durch weitgehenden Nachvollzug der Basel Regulierung.
2. Selbstversicherung der Banken durch Umsetzung der Bankenunion mit einheitlicher Aufsicht, Abwicklungsmechanismus und harmonisierter Einlagensicherung.
3. Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit heimischer Banken durch Verzicht auf einen Österreich Zuschlag zu den Kapitalanforderungen relativ zu anderen Ländern.

Besteuerung:

4. Beseitigung diskriminierender Lenkungssteuern wie der Stabilitätsabgabe, deren Lenkungszweck bereits durch Regulierung erfüllt ist.
5. Beseitigung des steuerlichen Verschuldungsanreizes auf Unternehmensebene durch Steuerabzug einer normalen Eigenkapitalrendite.
6. Beseitigung der steuerlichen Diskriminierung riskanter Anlagen wie Aktien und Beteiligungen durch Einführung eines vollen Verlustausgleichs und Verlustvortrags.

Institutionelle Reformen:

7. Moderater Ausbau einer kapitalgedeckten Säule des Pensionssystems, um mehr Anlagekapital auf den Kapitalmarkt zu lenken.
8. Ein Review des Investorenschutzes und der Unternehmenskontrolle, um mit mehr Investitionssicherheit die Kapitalmarktentwicklung zu forcieren.
9. Belebung des Marktes für Wagniskapital durch Technologietransfer und Abbau von bürokratischen Gründungshemmnissen zusammen mit den Elementen 5-8.
10. Informationskampagne zur Sensibilisierung für Anlagemöglichkeiten mit anderen Wertpapieren jenseits des Sparbuchs für eine bessere Ertrags- und Risikomischung.

Element 3 (Austrian Finish): „Austrian Finish" meint strengere Eigenkapitalvorschriften, die im Rahmen der europäischen Eigenkapitalrichtlinie CRD IV auf nationaler Ebene möglich sind. Es kann ein Systemrisikopuffer eingeführt werden, der strukturellen Schwächen des Bankensektors Rechnung trägt. Weiter sind zusätzliche Kapitalpuffer für systemrelevante Banken vorgeschrieben, deren Höhe jedoch innerhalb der Vorschriften im nationalen Ermessen liegt. Die Verordnung der

FMA sieht einen zusätzlichen Systemrisikopuffer von 1 bis 2% der risikogewichteten Aktiva in Form von hartem Kernkapital für zwölf Banken vor. Die regulatorische Kernkapitalquote beträgt daher in Österreich maximal 9%.

Eine Begründung sind die Risiken des Ostgeschäfts. Aber dieses soll die Geschäftstätigkeit diversifizieren und profitablere Märkte erschließen. Tatsächlich erzielten die großen Banken hohe Gewinne aus dem Ostgeschäft, auch wenn zuletzt Verluste anfielen (siehe Abbildung 4). Zeitweilige Verluste bedeuten, dass höhere Erträge mit höherem Risiko einhergehen, und dürfen nicht den Blick auf das langfristige Ertragspotential verstellen. Mit Ausnahme Russlands und der Ukraine haben sich die Fundamentaldaten in Osteuropa stark verbessert.

Die Banken haben schon auf die Risiken im Ostgeschäft reagiert und die Beteiligungen erheblich abgeschrieben. Die Risiken sind sehr heterogen. Der Anteil notleidender Kredite liegt in Tschechien, Slowakei und Polen zwischen 5 und 10%, in Ungarn, Rumänien und Bulgarien zwischen 10 und 15%, während er in Russland und der Ukraine deutlich höher ist. Zudem ist dieser Anteil 2015 mit Ausnahme von Russland und der Ukraine zurückgegangen (OeNB, 2015b, S.20). Basel III führt zu einer höheren Eigenkapitalunterlegung dort, wo das Ausfallsrisiko höher ist. Ost-Kredite erhöhen die risikogewichteten Aktiva mehr als ein gleich hohes Volumen in Österreich, so dass die Ost-Töchter mehr Eigenkapital vorhalten müssen als das Mutterhaus. Das Ostengagement steigert die konzernweite Eigenkapitalquote.

> Höhere Kapitalanforderungen, Selbstversicherung des Bankensektors und Beseitigung der Steueranreize zur Verschuldung sind ein Gesamtpaket. Ein „Austrian Finish" ist weder notwendig noch im Hinblick auf Wettbewerbsnachteile heimischer Banken ratsam.

Ein weiterer Grund für einen „Austrian Finish" könnte in einer übermäßigen Größe der Banken liegen. Es kommt aber nicht auf die Größe, sondern auf die Systemrelevanz einer Bank an, die von den Beständen an preissensiblen Wertpapieren und der Verflechtung mit anderen Instituten abhängt. Zudem sind die heimischen Banken von der Größe internationaler Großbanken weit entfernt.[13] Die nationale Regulierung sollte nicht übers Ziel hinausschießen, um einen Wettbewerbsnachteil der heimischen Banken zu vermeiden.

Als Basel III konzipiert wurde, hat sich die Bankenunion noch nicht abgezeichnet. Sie stärkt die Marktdisziplin, indem sie Mechanismen für eine kontrollierte Abwicklung oder Restrukturierung schafft, deren Kosten der Bankensektor selbst trägt. Sie ergänzt und festigt die Wirkungen von Basel III. Die Finanzstabilität beginnt zudem bei der Krisenrobustheit der Wirtschaft, die durch die Maßnahmen 5

13 Die Bilanzsummen laut Geschäftsbericht 2014 betragen für die Erste Bank 196 Mrd. Euro und die UBS 1'062 Mrd. Franken.

und 6 verbessert wird. Umso geringer ist die Notwendigkeit einer neuerlichen Verschärfung der Eigenkapitalvorschriften.

Element 4 (Lenkungssteuern): Der Zweck von Lenkungssteuern ist nicht die Erzielung von Einnahmen, sondern der Lenkungseffekt. Wenn aber die Korrektur bereits mit Instrumenten der Regulierung erfolgt (Basel III und Bankenunion), dann soll dasselbe Problem nicht ein zweites Mal mit einer Lenkungssteuer wie der Stabilitätsabgabe repariert werden. Eine Lenkungssteuer ist auch dann nicht gerechtfertigt, wenn der Lenkungseffekt wie bei der Finanztransaktionssteuer nicht klar nachgewiesen und damit zweifelhaft ist. In diesen Fällen ist es volkswirtschaftlich besser, die notwendigen Steuereinnahmen mit allgemeinen Steuern zu erzielen, die nicht zwischen Branchen diskriminieren. Durch die starke Absenkung der Stabilitätsabgabe 2016 wurde dieser Schritt weitgehend realisiert.

Regulierung ersetzt Lenkungssteuern.

Element 5 (Beseitigung des steuerlichen Verschuldungsanreizes): Überschuldung ist dasselbe wie mangelndes Eigenkapital. Weil in praktisch allen Ländern die Zinsen für Fremdkapital, aber nicht für Eigenkapital steuerlich abzugsfähig sind, setzt einen mächtigen Anreiz zur Verschuldung. Einerseits die Banken durch regulatorische Vorschriften zu mehr Eigenkapital zu zwingen und andererseits einen kräftigen steuerlichen Anreiz für möglichst wenig Eigenkapital zu setzen, ist keine logisch konsistente Politik. Praktisch alle Steuerreformvorschläge aus der Wissenschaft stellen auf Finanzierungsneutralität ab und fordern eine Gleichbehandlung von Eigen- und Fremdkapital.[14] Eine Möglichkeit ist, nicht nur die Zinsen auf Fremdkapital, sondern auch eine marktübliche Verzinsung des Eigenkapitals steuerlich abzugsfähig zu machen. Dadurch würden langfristig die Einnahmen der Körperschaftssteuer erheblich schrumpfen. Allerdings sollte die Abzugsfähigkeit auf neu ausgegebenes Eigenkapital beschränkt werden und nicht das historisch vorhandene Eigenkapital im Nachhinein begünstigen. Damit würde der Einnahmenausfall nur langsam in dem Ausmaß anfallen, wie eben neues Eigenkapital gebildet wird. Die Reform würde Investitionen und Standortattraktivität fördern und starke Wachstumsimpulse auslösen.

Eine Erweiterung des steuerlichen Zinsabzugs auf Eigenkapital beseitigt nicht nur den Verschuldungsanreiz, sondern gibt auch einen mächtigen Investitionsanreiz. So gelingt es, Wachstum zu erhalten und gleichzeitig die Verschuldung durch mehr Eigenkapital abzubauen.

Element 6 (Beseitigung der Steuerdiskriminierung riskanter Anlagen): Höhere Erträge und Einkommen gehen mit höheren Risiken einher. Wenn der Staat die Bereitstellung von Risikokapital nicht behindern und die Portfolioentscheidungen

14 Vgl. z.B. Mirrlees (2011) und U.S. President's Advisory Panel on Federal Tax Reform (2006), sowie Keuschnigg (2016).

nicht zulasten riskanter Anlagen verzerren soll, dann muss die Besteuerung der Kapitalerträge einen vollständigen Verlustausgleich und Verlustvortrag zulassen. Nur Erträge zu besteuern, aber sich an den Verlusten nicht zu beteiligen, ist eine offensichtliche Diskriminierung riskanter Anlageformen und behindert die Bereitstellung von Risikokapital. In Österreich ist es bei der Kapitalertragssteuer nur möglich, Verluste aus der Veräußerung von Kapitalvermögen mit Überschüssen aus gleichartigen Kapitalvermögen auszugleichen. Ein Ausgleich von Verlusten aus Aktienvermögen mit Zinsen auf Spareinlagen oder gar mit anderen Einkunftsarten wie Lohneinkommen ist nicht möglich. Ebenso wenig ist ein Verlustvortrag möglich. Nur die Verlustanteile von stillen Gesellschaftern können vorgetragen und mit späteren Gewinnen aus derselben stillen Beteiligung verrechnet werden (Doralt, 2012, S.15-16).

Die Beschränkung des Verlustausgleichs wird oft mit dem Schutz des Steueraufkommens motiviert. Allerdings sind die erwarteten Erträge aus riskanten Anlagen um eine marktübliche Risikoprämie höher als z.B. der Ertrag einer festverzinslichen Anleihe. Folglich sind auch die Einnahmen aus der Kapitalertragsteuer höher als bei einer sicheren, aber weniger rentierlichen Veranlagung. Die Verweigerung des Verlustausgleichs erhöht zwar zunächst das Steueraufkommen, aber der Anreiz zur Umschichtung in sichere, aber weniger rentable Anlagen höhlt die Steuerbasis und damit die Ergiebigkeit der Steuer wieder aus.

> Höhere Erträge gehen mit höheren Risiken einher. Der Staat soll sich steuerlich gleichmäßig an Gewinnen und Verlusten beteiligen und nicht länger die Bereitstellung von Risikokapital diskriminieren.

Element 7 (Ausbau der kapitalgedeckten Alterssicherung): Kapitalmarktfinanzierung ist nur möglich, wenn mehr Anlagekapital auf den Kapitalmarkt fließt. In Österreich fehlen die Pensionskassen als große institutionelle Anleger (vgl. Abbildung 8). Bereits ein kleiner Schritt in Richtung kapitalgedeckter Alterssicherung würde die Entwicklung der Kapitalmärkte und die Wiener Börse kräftig anschieben. Mit der Abfertigung neu gäbe es bereits ein Vorbild. Die Abfertigungsansprüche werden in Mitarbeitervorsorgekassen angespart, die sich aus Arbeitgeberbeiträgen (monatlich 1.53% des Bruttogehalts) finanzieren. Diese Kassen investieren das Kapital in Kredite, Anleihen, Aktien (maximal 40%) und Investmentfonds.

Zu den Standardempfehlungen von OECD und Weltbank gehört ein Mischsystem, um die Sicherung der Pensionen auf mehrere Beine zu stellen. Ein Mischsystem hat eine starke umlagefinanzierte und eine zweite kapitalgedeckte Säule und als drittes Standbein die private Zusatzvorsorge. Da Kapital- und Lohneinkommen unterschiedlichen Risiken ausgesetzt sind, macht es Sinn, zu diversifizieren anstatt alles auf die einzige Karte des Umlagesystems zu setzen. Dieses ist keinesfalls frei von Risiken. Sie liegen in schwankender Beschäftigungs- und Lohnentwicklung und in den politischen Risiken, dass Reformen zu spät, zu unstetig und teilweise

rückwirkend erfolgen. Ein Mischsystem gleicht die Risiken des Umlagesystems mit den anders gearteten Risiken der kapitalgedeckten Säule aus und bietet mehr Sicherheit.[15]

Pensionskassen sind langfristige Investoren. Sie sind eine der wenigen Institutionen der Volkswirtschaft, die große Risiken über die Zeit hinweg ausgleichen und damit den Strom der Kapitaleinkommen glätten können. Indem sie Kapitalpuffer vorhalten, können Perioden der Über- und Unterdeckung abwechseln, damit aus den schwankenden Investitionserträgen ein gleichmäßiger Strom von Pensionen fließt. Als große, professionelle Anleger sind Pensionskassen viel mehr als einzelne Versicherte in der Lage, das Anlageportfolio mit einer günstigeren Abwägung zwischen Sicherheit und Ertrag zu optimieren. Auch wenn sie einen Großteil des Anlagevermögens in sichere Wertpapiere investieren, fließt dennoch ein erhebliches Volumen in Aktien, Beteiligungen und sogar Wagniskapital. Auf dem Umweg über die Beteiligungspolitik der Pensionskassen werden Arbeitnehmer zu Miteigentümern ihrer Unternehmen. Als Großanleger können Pensionskassen eine wesentlich intensivere Unternehmenskontrolle ausüben als jeder einzelne Versicherte und Kleinanleger.

> Eine moderate Umstellung auf kapitalgedeckte Sparkonten stellt die Pensionsfinanzierung auf mehrere Beine. Das Beitragsvermögen schiebt die Kapitalmarktentwicklung an. Über die Beteiligungspolitik der Pensionskassen werden die Arbeitnehmer zu Miteigentümern.

Ein Szenario wäre, von der heutigen Beitragsbelastung z.B. 4 Prozentpunkte in die kapitalgedeckte Säule und 18 Punkte in das Umlagesystem zu lenken. Nach der Umstellung könnten im Alter bis zu einem Fünftel der Pension aus dem gesetzlichen Sparkonto und vier Fünftel weiterhin aus dem umlagefinanzierten Konto kommen. Langfristig würde nicht nur die Beitragsleistung, sondern in etwa auch das Leistungsniveau aus beiden Säulen gleichbleiben. In den Sparkonten würde langsam über 2 bis 3 Jahrzehnte ein Anlagevermögen von etwa 20 bis 30% des BIPs aufgebaut, das neu auf den Kapitalmarkt fließt. Langfristig wäre ein Vermögen von mehr 50% des BIPs möglich, ähnlich wie in Dänemark. Diese Schätzungen hängen sehr stark von der Entwicklung der Kapitalmarktrendite ab. Im Vergleich zur Schweiz oder Niederlande wäre das ein kleines Volumen, welches dennoch die heimischen Kapitalmärkte langsam, aber kräftig anschieben würde. Die Bereitstellung von Risikokapital für eine innovative Wirtschaft setzt einen liquiden Kapital-

15 Die derzeit niedrigen Zinsen sprechen nicht gegen eine kapitalgedeckte Säule. Sie gehen mit schwachem Wachstum einher. Daher ist auch die Rendite des Umlagesystems niedrig! Selbst wenn die Kapitalrendite dauerhaft niedriger wäre, gebietet der Vorteil des Risikoausgleichs immer noch eine Mischung, wenn auch mit einer kleineren kapitalgedeckten Säule.

markt mit einem hohen Handelsvolumen voraus. Dafür gibt es wenige Alternativen. Es ist unrealistisch, allein von einer Änderung des Anlageverhaltens der Sparer einen auch nur annähernd gleich großen Effekt zu erhoffen.

Element 8 (Investorenschutz und Unternehmenskontrolle): Damit die Unternehmen Zugang zum Kapitalmarkt erhalten, sind klare Eigentumsrechte und das Vertrauen der Investoren kritisch. Wirksame Regeln für den Investorenschutz sind daher überaus wichtig, damit die Investoren ihr Anlagekapital auf den Kapitalmarkt bringen (vgl. z.B. den Überblick von La Porta u.a., 2013). Das Risiko, welches sie bei mangelnder Vertragstreue und bei Unsicherheiten über den Schutz des Eigentums wahrnehmen, muss mit einer Risikoprämie kompensiert werden und führt zu höheren Kapitalkosten. Die institutionelle Qualität eines Landes stärkt auf diesem Weg Standortattraktivität und Wachstum. Ohne eine vollständige Auflistung zu machen, zählen zu diesen institutionellen Faktoren unter anderem:

- *Buchhaltungs-, Rechnungslegungs- und Bilanzierungsvorschriften* nach internationalen Standards, die ein klares Bild von der finanziellen Verfassung der Unternehmen geben.
- *Berichtspflichten und Transparenzvorschriften*, welche den Informationsnachteil der Investoren von außen wenigstens teilweise beheben und Vertrauen erzeugen. Dazu zählen Richtlinien für informative Prospekte für den Börsengang, um Kapital von vielen auch kleineren Investoren einzusammeln.
- *Schutz der Minderheitsaktionäre* vor Übervorteilung durch Management und kontrollierende Großaktionäre, z.B. durch erleichterte Antragsmöglichkeiten und Auskunftspflichten in der Generalversammlung.
- *Transparente Vergütungspolitik* des leitenden Managements im Hinblick auf die Wahrung der Eigentümerinteressen und der Attraktivität des Unternehmens auf dem Markt für Spitzenmanager.
- *Gläubigerschutz und Insolvenzrecht*. Das Insolvenzrecht soll eine Übervorteilung bei der Verwertung der Unternehmensteile verhindern und je nach Rangordnung der Ansprüche die Gläubiger schützen. Je besser diese geschützt sind, desto eher sind sie bereit, Kapital zu geben, und desto günstiger sind die Konditionen.
- *Effiziente Gerichtsbarkeit*. Wenn Eigentumsansprüche strittig werden, sollen juristische Verfahren schnell sein, wenig Kosten verursachen, zu verlässlichen Ergebnissen führen, und nur selten Rekurse mit geringen Kosten verursachen. Eine effiziente Gerichtsbarkeit senkt Kosten und Risiken der Kapitalgeber.

Kapitalmarktrecht und Investorenschutz erfordern neben der ökonomischen auch eine einschlägige juristische und betriebswirtschaftliche Expertise. Die Empfehlung kann nur sein, einen breit aufgesetzten Review-Prozess zu starten, um zu prüfen, ob und wieweit die heimischen Regelungen den internationalen Standards und dem Best-Practice genügen.

Hohe Standards für Investorenschutz und Unternehmenskontrolle sichern das Vertrauen der Anleger und bringen mehr Anlagekapital auf den Kapitalmarkt.

Element 9 (Wagniskapital): Wagniskapital und ähnliche Finanzierungsformen wie z.B. Business Angels und Private Equity sind ein kleines, aber besonders wichtiges Segment, das den Kapitalmarkt in seiner Fähigkeit vervollständigt, Unternehmensfinanzierung bereitzustellen (vgl. Abschnitt 3.1). Punktuelle Maßnahmen zur Beseitigung von Marktbarrieren reichen sicherlich nicht, um in Österreich einen aktiven Markt für Wagniskapital zu etablieren. Es braucht einen systemischen Politikansatz, dessen Elemente sich auf der Angebots- und Nachfrageseite gegenseitig verstärken:

- Wagniskapital ist auf innovative Gründungen spezialisiert. Ein Programm des Technologietransfers ermutigt innovative Forscher vermehrt zu Gründungen und unterstützt sie durch Informations- und Beratungsangebote. Eine rege Gründeraktivität erfordert einen Abbau bürokratischer Hürden und ein Insolvenzrecht, welches neben dem Gläubigerschutz auch einen Neustart ermöglicht.
- Nirgendwo sonst ist der Bedarf an Risikokapital so groß wie bei innovativen Start-ups. Ein Abbau steuerlicher Fehlanreize (Elemente 5 und 6) stärkt die Risikokapitalbildung.
- Ein liquides Börsensegment für junge Technologieunternehmen erleichtert den Börsengang erfolgreicher Start-ups und damit den profitablen Ausstieg der Wagnisfinanziers (Element 7). Die Investitionen von großen Pensionskassen, die nur einen Bruchteil ihrer riesigen Anlagevermögen ausmachen, können für den kleinen Sektor der riskanten Innovationsfinanzierung einen großen Anstoß bewirken.
- Netzwerkbildung und günstige Bedingungen für Beteiligungsfonds erhöhen die Chance, erfahrene Unternehmer und Manager für die Wagnisfinanzierung zu gewinnen.
- Öffentliche Finanzierungsgesellschaften können vorübergehend eine Lücke schließen, solange der private Markt unterentwickelt ist. Wettbewerbsneutralität erfordert gleiche Bedingungen für die Refinanzierung, damit die öffentlichen Gesellschaften nicht die Entwicklung der privaten Beteiligungsfonds behindern.

Wagniskapital ist auf die Finanzierung innovativer, aber hoch riskanter Startups spezialisiert und vervollständigt den Finanzplatz in seiner Fähigkeit, Wachstumsfinanzierung bereitzustellen.

Element 10 (Förderung des Finanzwissens): Die Teilnahme von Privathaushalten am Aktienmarkt hängt sehr vom Vermögen, dem Bildungsgrad und dem Finanzwissen ab. Jenseits der Verankerung des Wirtschaftswissens in der grundständigen Ausbildung trägt auch die Informationsverbreitung über die Medien zu einer

Verbesserung des Finanzwissens bei und kann die Bereitschaft zu alternativen Anlagemöglichkeiten jenseits des Sparbuchs steigern (vgl. Abschnitt 3.2). Daher sollte eine systematische Informationskampagne das Programm zur Entwicklung der Kapitalmärkte ergänzen.

Fazit: Eine Wirtschaft auf dem Weg zum Innovationsführer braucht mehr Risikokapital als Länder, die auf eher traditionelle Branchen spezialisiert sind. Mit zunehmender technologischer Entwicklung nimmt daher die Bedeutung der Kapitalmärkte zu. Diese müssen einen größeren Finanzierungsbeitrag leisten. In der Vergangenheit gab es bereits punktuelle Vorstöße zur Kapitalmarktentwicklung mit eher bescheidenen Erfolgen. Deshalb ist es wichtig, einen systemischen Ansatz zu verfolgen, dessen Elemente sich gegenseitig verstärken und der bei Anlegern und Investoren, Banken, Kapitalmarktakteuren und Staat gleichzeitig ansetzt.

6 FINANZPLATZ ÖSTERREICH 2030

Vor der Abzweigung auf alternative Wege: Der Finanzplatz ist untrennbar mit dem Finanzierungsbedarf von Haushalten, Unternehmen und Staat verbundenen. Daher ist ein Szenario Finanzplatz 2030 immer auch ein Szenario Österreich 2030! Man kann die österreichische Wirtschaft wie in Abbildung 7 vor einer Weggabelung sehen. Im Szenario langanhaltender Stagnation finden keine großen Reformen statt, die über internationale Vorgaben hinausgehen. Der wachstumsfreundliche Weg besteht darin, Banken und Realwirtschaft stärker auf Finanzierung mit Risikokapital anstatt Fremdkapital umzustellen.

> Ein Szenario Finanzplatz 2030 ist ein Szenario Österreich 2030. Je nach Reformfähigkeit ist eine Entwicklung von krisenrobustem Wachstum bis zu langanhaltender Stagnation denkbar.

Krisenrobustes Wachstum: Die sicherste Vorhersage ist, dass der Bankensektor deutlich höhere Eigenkapitalquoten aufweisen wird, da diese zwingend vorgeschrieben sind. Die Beseitigung der steuerlichen Diskriminierung des Eigenkapitals mindert nicht nur in der Realwirtschaft, sondern auch im Bankensektor den Anreiz zu exzessiver Überschuldung, und verbessert die Krisenrobustheit der Banken und Unternehmen. Sie regt Investitionen an und steigert die Nachfrage nach Risikokapital. Größere Kapitalmärkte erleichtern die Beteiligungsfinanzierung und eröffnen der Wirtschaft ein Menu an Finanzierungsalternativen zusätzlich zum Bankkredit. Auch wenn das traditionelle Kreditgeschäft nach wie vor die vorherrschende Finanzierungsquelle bleiben wird, so werden dennoch die Bereiche Investment-Banking und Vermögensverwaltung relativ zunehmen und stärker zu den Gewinnen beisteuern werden. Hausbanken unterstützen ihre Unternehmen vermehrt beim Gang zum Kapitalmarkt, indem sie die Emission von Anleihen und Aktien begleiten oder direkte Beteiligungsfinanzierung insbesondere für KMUs anbieten.

Im Jahr 2030 werden die Insolvenzfonds und die Fonds der Einlagensicherung vollumfänglich in Kraft und der Abwicklungsmechanismus für Banken gelebte Praxis sein. Diese Entwicklung stärkt die Marktdisziplin und zwingt die Banken zur Innovation. Sie werden alle Möglichkeiten der Produktivitätssteigerung nutzen, die mit Digitalisierung (Internetbanking, Finanz-Apps für Banken, Kommunikation in sozialen Netzwerken, neue Services für internet-basiertes Geschäft etc.) und dem Einsatz von Robotern bei standardisierten Dienstleistungen möglich werden. Das Filialnetz der Banken wird sich radikal zurückbilden, während die Kundenbe-

treuung sich an das veränderte Kundenverhalten anpasst und sich ins Internet verlagert, wo es wesentlich weniger personalintensiv ist. In den Niederlanden ist schon jetzt die Zahl der Einwohner pro Bankfiliale von 2010 bis 2016 um 75% gestiegen. Diese Entwicklung wird nicht nur die Beschäftigung im Bankensektor stark reduzieren, sondern auch Struktur und Tätigkeiten der verbleibenden Beschäftigung stark verändern.

Im Jahr 2030 tragen die Kapitalmärkte ungleich mehr zur Finanzierung der Wirtschaft bei. Die Privatanleger räumen Aktien und anderen Wertpapieren mit höherer Rendite und höherem Risiko mehr Platz in ihrem Portfolio ein. Die Pensionskassen verwalten große Finanzvermögen und investieren diese nach den Gesichtspunkten der Portfoliodiversifikation auf dem Kapitalmarkt. Das Volumen der Aktienemissionen und der Beteiligungsfinanzierung auch außerhalb der Börse nimmt stark zu. Junge Unternehmen mit radikalen Innovationen und dem höchsten Risiko finden leichter mit Wagniskapital zusammen und erhalten Finanzierung und strategische Beratung aus einer Hand. KMUs können sich in größerer Zahl mit Anleihen finanzieren. Investment- und Beteiligungsfonds und Finanzdienstleister expandieren. Die Liquidität und das Handelsvolumen auf den Kapitalmärkten nehmen stark zu, intensivieren den Wettbewerb und ermöglichen günstigere Finanzierung.

> Ein profitabler Bankensektor und ein liquider Kapitalmarkt ergänzen sich in der Finanzierung der Wirtschaft. Finanzsektor und Realwirtschaft federn Konjunkturschwankungen ab und lenken Kapital gezielter auf die produktivsten Verwendungen.

Die Unternehmen finanzieren sich mit mehr Eigenkapital. Die steuerliche Absetzbarkeit von Eigenkapitalzinsen senkt die Kapitalkosten für Investitionen, setzt einen starken Investitionsanreiz und verbessert die Standortattraktivität. Damit sich in Abbildung 7 das Wachstumsszenario durchsetzt, braucht es neben mehr Risikokapital eben auch starke Investitions- und Innovationsanreize. Weil die Eigentümer mit mehr Eigenkapital auch mehr Risiko übernehmen, nimmt die Bonität bzw. die Schuldentragfähigkeit der Unternehmen zu. Der Zugang zu Krediten und Anleihen verbessert sich. Finanzierungsbeschränkungen für profitable Investitionen treten weniger oft auf, und mit den abnehmenden Kreditrisiken fallen auch die Zinskosten. Die Krisenrobustheit der Unternehmen steigt und beschert damit den Banken auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten weniger Kreditausfälle.

Risikokapital braucht es dort, wo mehr Risiko ist. Die Umstellung auf mehr Eigenkapital und die Entwicklung der Kapitalmärkte fördern Firmengründungen und die Spezialisierung auf innovative Branchen. Kapital und Arbeit fließen leichter von traditionellen zu innovativen Wachstumsbranchen. Gut kapitalisierte Banken können „ihre“ Unternehmen leichter durch Krisen durchfinanzieren, werden aber notleidende Kredite von wenig profitablen Kunden eher abschreiben und umso mehr Kredite an neue Firmen mit besseren Wachstumschancen geben. Diese Entwicklungen begünstigen Strukturwandel und Produktivitätswachstum.

Angesichts der Forschungsergebnisse (vgl. Abschnitt 3.5) ist ein Wachstumsdifferential von einem halben Prozentpunkt bis 2030 möglich. Dabei fallen die Wachstumsraten in der ersten Phase höher aus und flachen später wieder ab. Wenn die Eurozone mit 1.5% pro Jahr wächst und heute mit einem Indexwert von 100 startet, dann steigt das BIP nach 15 Jahren auf 125 an, das ist bis 2030 ein kumulierter Zuwachs von 25%. Wenn Österreich mit durchschnittlich 2% wächst und damit ein Wachstumsdifferential von 0.5% erzielt, dann steigt das BIP auf 135. Im Vergleich zur Eurozone könnte also das BIP-Niveau bis 2030 um 8% höher ausfallen.

Ein robuster Finanzsektor federt Risiken besser ab und trägt zur Glättung der Konjunktur bei. Firmen finanzieren sich mit mehr Eigenkapital und können leichter die Beschäftigung auch bei Unterauslastung weiterführen. Der Anteil notleidender Kredite sinkt. Zudem sind die Banken selbst mit mehr Eigenkapital- und Liquidität ausgestattet und können die Kreditausfälle leichter wegstecken. Ähnliches gilt für die Immobilieninvestitionen der Haushalte, die mit mehr Eigenmitteln (Belehnungsgrenzen) selbstfinanziert sind, so dass Überschuldung weniger häufig auftritt. Rezessionen fallen milder aus und haben geringere Einkommensverluste und einen kleineren Anstieg der Arbeitslosigkeit zur Folge.

> Österreich könnte ein anhaltendes Wachstumsplus von einem halben Prozentpunkt erzielen und das Pro-Kopf-Einkommen bis 2030 um 8% mehr steigern als der Durchschnitt der EU.

In der Vergangenheit betrug der Einkommensverlust in einer „normalen" Rezession 4% und war in Finanzkrisen ungleich höher. Mit einem robusteren und breiter diversifizierten Finanzsektor werden 2030 die Einbußen in einer Rezession um 1-2% geringer ausfallen. Große Wirtschafts- und Finanzkrisen werden zwar nicht endgültig gebannt, aber wesentlich seltener und weniger tief sein. Das wäre ein großer Zugewinn an Stabilität und Sicherheit.

Langanhaltende Stagnation: Reformen, die über internationalen Vorgaben hinausgehen, finden nicht statt. Der steuerliche Verschuldungsanreiz bleibt bestehen und wirkt der Regulierung entgegen. Die Banken operieren eher knapp an den Mindeststandards. An der Krisenrobustheit der Unternehmen und damit an der Kreditqualität ändert sich wenig. Wegen der strengeren Kapitalanforderungen müssen die Banken höhere Bonitätsansprüche stellen und neigen zu einer restriktiveren Kreditvergabe. Angesichts der Mehrfachbelastungen verbessert sich die Profitabilität nicht. Die Situation wird aktuell durch die Niedrigzinsphase verschärft, welche auf die Zinsspanne drückt und die Gewinne schrumpft. Es wird schwierig, Eigenkapital mit einbehaltenen Gewinnen und Ausgabe neuer Aktien auf dem Kapitalmarkt rasch aufzubauen. Umso wahrscheinlicher wird eine Einschränkung der Kreditvergabe, so dass sich die Banken mit weniger Fremdkapital refinanzieren und auf diese Weise die höheren Kapitalanforderungen erfüllen.

Der Steueranreiz zur Überschuldung bleibt bestehen, der Kapitalmarkt stellt wenig Risikokapital bereit, die Kreditfinanzierung stößt an die Grenzen der Tragfähigkeit, und die fortwährende Mehrfachbelastung beeinträchtigt den Bankenstandort Österreich.

Die anhaltend geringe Profitabilität reduziert die Standortattraktivität des Bankgeschäfts und dürfte bis 2030 trotz Produktivitätsgewinnen durch Digitalisierung und starker Ausdünnung des Filialnetzes zu einer Strukturbereinigung mit einer Schrumpfung der großen Banken bis hin zur Abwicklung schwächerer Konkurrenten führen. Es kommt zu einem sehr starken Beschäftigungsabbau. Diese Entwicklung wird umso wahrscheinlicher und drastischer ausfallen, als mit dem neuen Abwicklungsmechanismus die Marktdisziplin schärfer greift.

Ohne ein konzertiertes Aktionsprogramm werden sich die Kapitalmärkte nicht entwickeln. Weder werden die institutionellen Anleger mehr Finanzierung auf den Markt bringen, noch haben die Unternehmen einen (steuerlichen) Anreiz, ihre Finanzierung auf mehr Risikokapital umzustellen. Unter diesen Bedingungen ist es unrealistisch, dass die Wiener Börse eine größere Rolle spielen kann. Die private Wagnisfinanzierung kann sich nicht entwickeln, wenn die institutionellen Anleger als Kapitalgeber fehlen und ein profitabler Ausstieg nach der ersten Phase verbaut ist, weil an der heimischen Börse zu wenig Handel stattfindet. Es bleibt die Möglichkeit, auf ausländische Börsenplätze auszuweichen, mit der Gefahr, dass gerade die innovativsten Startups abwandern oder im Ausland gegründet werden. Damit wird die Wagnisfinanzierung in Österreich weiter nur mit staatlichen Subventionen möglich sein und vom öffentlichen Auftrag an den AWS abhängig bleiben.

Die Kapitalmärkte sollten in einem technologisch führenden Land eine größere Rolle spielen! Weil sie das nicht tun, wird es trotz aller staatlichen Subventionen für F&E nicht gelingen, ganz zu den Innovationsführern aufzuschließen. Das Wachstumspotential innovativer Startups wird zu wenig ausgeschöpft. Daher werden manche Wachstumsunternehmen auf dem Weg zu großen Konzernen stecken bleiben. Österreich wird auch in Zukunft viele starke KMU, aber vergleichsweise wenige multinationale Konzerne und ganz große Leitbetrieben haben, was der Entwicklung der Kapitalmärkte erst recht wieder im Weg steht.

Ein weniger leistungsfähiger Finanzplatz kann dem Wachstum nur schaden. Kreditbeschränkungen treten häufiger auf, so dass rentable Investitionsmöglichkeiten nicht ausgeschöpft werden. Weil mit dem steuerlichen Verschuldungsanreiz die Bonität der Unternehmen nicht besser wird, fallen angesichts höherer Kreditrisiken die Kapitalkosten höher aus und drücken weiter auf das Investitionsniveau. Angesichts der empirischen Ergebnisse in Abschnitt 3.4 ist es realistisch, dass das Wachstumsdifferential mit einem halben Prozentpunkt negativ wird. Wenn über 15 Jahre die Eurozone mit 1.5%, aber Österreich nur mit 1% wächst, dann wird das BIP kumulativ bis 2030 nicht um 25%, sondern nur mehr um 16% steigen. Bis zum

Jahr 2030 wäre damit Österreich im Vergleich zur Eurozone um 9% weniger gewachsen und in der Einkommensposition zurückgefallen.

> Die beeinträchtigte Leistungsfähigkeit des Finanzplatzes könnte das Wachstum relativ zum Euroraum um einen halben Prozentpunkt bremsen. Das Pro-Kopf-Einkommen könnte bis 2030 in Österreich um 9% weniger zunehmen als in der Eurozone.

Nicht nur wäre das Einkommensniveau zurückgeblieben, auch hätte das Land an wirtschaftlicher Sicherheit eingebüßt. Wenn die Kreditrestriktionen härter greifen und keine Verbesserungen in der Krisenrobustheit stattfinden, wird auch jeder Abschwung härter ausfallen. Zwar wird die Widerstandskraft der Banken, die nach einer Strukturbereinigung bis 2030 überleben, mit höherer Eigenkapitalausstattung grösser sein. Weil aber die Risiken der Unternehmen und Haushalte nicht abnehmen, wird diese Widerstandskraft bei jeder Krise stärker getestet. Die konjunkturellen Risiken werden nicht geringer als heute ausfallen. Auch die Wahrscheinlichkeit für größere Finanzkrisen dürfte nur wenig abnehmen.

7 SCHLUSSFOLGERUNGEN

Die Akteure des Finanzplatzes bauen Risiken ab, indem sie durch Diversifikation Erfolg und Misserfolg einer Vielzahl von Investitionen untereinander ausgleichen. Damit können sie den Unternehmen eine stabile Finanzierung sichern und den Anlegern eine Rendite mit deutlich geringerem Risiko zahlen. Sie bringen den Wunsch der Sparer, ihre Mittel kurzfristig verfügbar zu haben, mit dem Bedarf der Investierenden nach langfristiger Finanzierung zusammen. Sie überwachen die Qualität der Kapitalverwendung und lenken die Finanzmittel dorthin, wo am meisten Einkommen entsteht. Sie stellen den Zahlungsverkehr sicher, der eine kostensparende und reibungslose Abwicklung der täglichen Geschäfte ermöglicht. So selbstverständlich diese Leistungen sind, so unerlässlich sind sie für jeden Haushalt und jedes Unternehmen. Ein leistungsfähiger Finanzplatz ist entscheidend für Wachstum und Stabilität.

Eine Strategie für den Finanzplatz Österreich dient dem Anspruch auf mehr Wachstum und wirtschaftlicher Sicherheit. Drei Stoßrichtungen stehen im Vordergrund. Erstens gilt es, den vom Basel-Komitee vorgezeichneten Weg zu mehr Eigenkapital und Liquidität sowie den Weg zur Selbstversicherung des Bankensektors im Rahmen der Bankenunion nachzuvollziehen. Die Herausforderung ist, den heimischen Banken den Weg dahin erst zu ermöglichen und Mehrfachbelastungen abzubauen. Zweitens soll der Staat nicht die Anliegen der Regulierung durch steuerliche Verzerrungen wieder aushebeln. Um die Verschuldung bei Banken und Unternehmen wachstumsfreundlich abzubauen, soll Fremdkapital durch risikotragendes Eigenkapital ersetzt werden. Dazu sind die steuerlichen Nachteile für Risikokapital bei den Anlegern und die steuerlichen Anreize zur Verschuldung bei Unternehmen und Banken zu beseitigen, die dem Anliegen der Regulierung diametral entgegenstehen.

Drittens sollen die Barrieren für eine stärkere Rolle der Kapitalmärkte beseitigt werden, um mehr risikotragendes Eigenkapital zu mobilisieren und der Wirtschaft mehrere alternative Finanzierungswege zu eröffnen. Mit punktuellen Reformen wird eine wesentliche Änderung nicht möglich sein. Es braucht eine konzertierte Aktion, die bei Anbietern und Nachfragern nach Finanzierung gleichzeitig ansetzt. Der Ausbau der Kapitalmärkte wird auch nur gelingen, wenn neben Privatanlegern die institutionellen Anleger wie z.B. Pensionskassen eine größere Rolle spielen. Bereits ein kleiner Schritt in Richtung einer kapitalgedeckten Säule der Alterssicherung, wie sie allein im Hinblick auf eine Diversifizierung der Alterseinkommen

und einer Partizipation der Arbeitnehmer an den Kapitaleinkommen sinnvoll wäre, würde den Kapitalmarkt stark beleben. Eine solche Entwicklung würde Investmentfonds, Beteiligungsgesellschaften bis hin zur Wagnisfinanzierung stärken. Damit wird auf dem Umweg über das Fondsgeschäft die Finanzierung riskanter, aber ertragreicher Investitionen durch sicherheitsbewusste Anleger möglich.

8 LITERATUR

Aghion, Philippe (2016), Competitiveness and Growth Policy Design, in: Christian Keuschnigg, ed., *Moving to the Innovation Frontier*, CEPR Press, E-Report, London, 5-29.

Aghion, Philippe, Peter Howitt und David Mayer-Foulkes (2005), The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence, *Quarterly Journal of Economics Vol. 120*, 173-222.

Albertazzi, Ugo und Leonardo Gambacorta (2010), Bank Profitability and Taxation, *Journal of Banking and Finance 34*, 2801-2810.

AVCO (2014), *Private Equity & Venture Capital in Austria 2013*, Mai 2014, Wien.

Bartelsman, Eric, John Haltiwanger und Stefano Scarpetta (2013), Cross-Country Differences in Productivity: The Role of Allocation and Selection, *American Economic Review 103*, 305-334.

Barth, James R., Gerard Caprio und Ross Levine (2006), *Rethinking Bank Regulation. Till Angels Govern*, Cambridge University Press.

Basel Committee on Banking Supervision (2010), *An Assessment of the Long-term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements*, Basel: BIS.

Basel Committee on Banking Supervision (2011), *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*, Basel: BIS.

Beck, Thorsten, Hrsg., (2011), *The Future of Banking*, A VoxEU.org eBook, CEPR, London.

Beck, Thorsten, Hrsg., (2012), *Banking Union for Europe: Risks and Challenges*, A VoxEU.org eBook, CEPR, London.

Beck, Thorsten (2012), The Role of Finance in Economic Development: Benefits, Risks, and Politics, in: Dennis C. Müller (Hrsg.), *Oxford Handbook of Capitalism*, online, 1-33.

Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt und Vojislav Maksimovic (2005), Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Size Matter? *Journal of Finance 60*, 137-177.

BIS (2015), Quarterly Review June 2015.

Board of Governors of the Federal Reserve System [Federal Reserve] (2014), Changes in U.S. Family Finances from 2010 to 2013: Evidence from the Survey of Consumer Finances, *Federal Reserve Bulletin 100(4)*, 1-14.

Bolton, Patrick, Xavier Freixas, Leonardo Gambocorta und Paolo E. Mistrulli (2013), *Relationship and Transaction Lending in a Crisis*, NBER WP 19467.

Borio, Claudio, Gambacorta, Leonardo und Boris Hofmann (2015), *The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability.* BIS Working Paper Nr. 514.

Brown, Martin, Benjamin Guin und Stefan Morkoetter (2014), *Deposit Withdrawals from Distressed Commercial Banks*, University of St. Gallen WP in Finance Nr. 2013/19.

Brunnermeier, Markus, Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud und Hyun Shin (2009), *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy 11, CEPR, London.

Buch, Claudia, Björn Hilberg und Lena Tonzer (2014), *Taxing Banks: An Evaluation of the German Bank Levy*, CESifo Working Paper No. 4704.

Budgetdienst (2015), Anfragebeantwortung des Budgetdienstes, 11.3.2015.

Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung [FMSA] (2014), *Bankenabgabe 2014 beläuft sich auf 516 Mio. Euro*, Pressemitteilung vom 6.11. 2014.

Bundesministerium für Arbeit, Soziales und Konsumentenschutz [BMASK] (2012), *Sozialbericht 2011-2012. Ressortaktivitäten und sozialpolitische Analysen.*

Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft [BMWFW] (2016), *Mittelstandsbericht 2016*.

Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi und Anil K. Kashyap (2008), Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan, *American Economic Review 98*, 1943-1977.

Capelle-Blancard, Gunther und Olena Havrylchyk (2013), Incidence of Bank Levy and Bank Market Power, Working Paper.

Capelle-Blancard, Gunther und Olena Havrylchyk (2014), The Ability of Banks to Shift Corporate Income Taxes to Customers, in: R. de Mooij and G. Nicodème (Eds.), *Taxation and Regulation of the Financial Sector*, MIT Press, S. 253–278.

Cecchetti, Stephen G. und Enisse Kharroubi (2012), *Reassessing the Impact of Finance on Growth*, BIS WP No. 38.

Chiorazzo, Vincenzo und Carlo Milani (2011), The Impact of Taxation on Bank Profits: Evidence from EU Banks, *Journal of Banking and Finance 35*, 3202-3212.

Chou, Robin K. und George H. K. Wang (2006), Transaction tax and market quality of the Taiwan stock index futures. *Journal of Futures Markets 26*, 1195–1216.

Cocco, João F., Francisco J. Gomes und Pascal J. Meanhout (2005), Consumption and Portfolio Choice over the Life Cycle, *Review of Financial Studies 18(2)*, 491-532.

Danielsson, Jon, Hrsg. (2015), *Post-Crisis Banking Regulation*, A VoxEU.org eBook, CEPR, London.

Davenport, Andrew M. und Kathleen M. McDill (2006), The Depositor Behind the Discipline: A Micro-Level Case Study of Hamilton Bank, *Journal of Financial Services Research 30*, 93-109.

Demirgüç-Kunt, Ash und Harry Huizinga (1999), Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence, *World Bank Economic Review 13*, 379-408.

De Mooij, Ruud A. und Sjef Ederveen (2008), Corporate Tax Elasticities: A Reader's Guide to Empirical Findings, *Oxford Review of Economic Policy 24*, 680-697.

Devereux, Michael, Niels Johannesen und Joha Vella (2015), *Can Taxes Tame the Banks? Evidence from European Bank Levies*, Saïd Business School, Research Paper No. 2015-05.

Dewatripont, Matthias und Jean Tirole (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press.

Dewatripont, Mathias, Jean-Charles Rochet und Jean Tirole (2010), *Balancing the Banks. Global Lessons from the Financial Crisis*, Princeton University Press.

Diamond, Douglas W. (1984), Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies 51(3)*, 393-414.

Doralt, Werner (2012), *Steuerrecht 2012/13*, 14. Auflage, Manz Verlag, Wien.

Egger, Peter und Christian Keuschnigg (2015), Innovation, Trade and Finance, *American Economic Journal: Microeconomics 7*, 121-157.

Europäische Kommission (2013), *Impact Assessment: Proposal for a Council Directive Implementing Enhanced Cooperation in the Area of Financial Transaction Tax, Analysis of Policy Options and Impacts*, Working Document 28.

Europäische Zentralbank [EZB] (2014), *Aggregate Report on the Comprehensive Assessment*, October 2014.

European Banking Authority [EBA] (2017), *EBA Risk Dasboard Interactive Tool Q2 2017*.

European Central Bank [ECB] (2017), *Report on Financial Structures October 2017*.

European Commission (2010), *Proposal for a Directive on Deposit Guarantee Schemes,* Commission Staff Working Document, Impact Assessment, SEC(2010) 834 final.

Eurosystem Household Finance and Consumption Network [HCFS (2013), *The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey: Results from the First Wave*, ECB Statistics Paper Series Nr. 2.

Freixas, Xavier und Jean-Charles Rochet (1998), *Microeconomics of Banking*, MIT Press.

Freixas, Xavier, Luc Laeven und Jose-Luis Peydro (2015), *Systemic Risk, Crisis, and Macroprudential Regulation*, MIT Press.

French, Kenneth R., u.a. (2010), *The Squam Lake Report. Fixing the Financial System*, Princeton University Press.

Gambacorta, Leonardo, Jing Yang und Kostas Tsatsaronis (2014), Financial Structure and Growth, *BIS Quarterly Review March 2014*, 21-35.

Gordon, R. und Y. Lee (2001), Do Taxes Affect Corporate Debt Policy? Evidence from U.S. Corporate Tax Return Data*, Journal of Public Economics 82,* 195-224.

Greenwood, Jeremy, Juan M. Sanchez and Cheng Wang (2013), Quantifying the Impact of Financial Development on Economic Development, *Review of Economic Dynamics 16*, 194-215.

Greenwood, Robin, Landier, Augustin und David Thesmar (2015), Vulnerable Banks, *Journal of Financial Economics 115*, 471-485.

Guiso, Luigi und Tullio Jappelli (2005), Awareness and Stock Market Participation, *Review of Finance 9,* 537-567.

Hoshi, Takeo, Kashyap, Anil und David Scharfstein (1990), The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan, *Journal of Financial Economics 27*, 67-88.

IHS (2012), *Analyse der Stabilitätsabgabe*, Studie im Auftrag des BM für Finanzen.

IMF (2010), *Financial Sector Taxation*, The IMF's Report to the G-20 and Background Material.

IMF (2013), *A Banking Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion Note 13/01, und Technical Background Notes.

IMF (2015), *Sovereign Investor Base Dataset for Advanced Economies*.

Invest Europe (2016), *2016 European Private Equity Activity.*

Iyer, Rajkamal und José-Luis Peydró (2011), Interbank Contagion at Work: Evidence from a Natural Experiment, *Review of Financial Studies 24*, 1337-1377.

Jimenez, Gabriel, Steven Ongena, Jose-Luis Peydro und Jesus Saurina (2012), Credit Supply and Monetary Policy: Identifying the Bank Balance-Sheet Channel With Loan Applications, *American Economic Review 102*, 2301-2326.

Jimenez, Gabriel, Steven Ongena, Jose-Luis Peydro und Jesus Saurina (2015), *Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments*, Arbeitspapier, Universität Pompeu Fabra.

Kaplan, Steven N. und Per Strömberg (2000), Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Study of Venture Capital Contracts, *Review of Economic Studies 70*, 281-315.

Keen, Michael und Ruud de Mooij (2016), Debt, Taxes, and Banks, *Journal of Money, Credit and Banking*, erscheint demnächst.

Keuschnigg, Christian (2016), Unternehmensbesteuerung und Standortattraktivität, WPZ Analyse Nr. 10, *Wirtschaftspolitische Blätter 63. Jahrgang, 1/2016*, 131-152.

Keuschnigg, Christian und Michael Kogler (2016), *Finanzplatz Österreich. Eine Finanzplatzstrategie für Wachstum und Stabilität*, Langfassung, www.wpz-fgn.com/ Forschung/Studien.

Kopp, Emanuel, Christian Ragacs und Stefan Schmitz (2010), Volkswirtschaftliche Effekte verschiedener Massnahmen zur Erhöhung der Schockresistenz des österreichischen Bankensystems, *OeNB Finanzmarktstabilitätsbericht 20*, 90-119.

Kortum, Sam und Josh Lerner (2000), Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation, *Rand Journal of Economics 31*, 674-692.

Kroszner, Randall S., Luc Laeven und Daniela Klingsbiel (2007), Banking Crises, Financial Dependence and Growth, *Journal of Financial Economics 84*, 187-228.

Langedijk, Sven, Gaëtan Nicodème, Andrea Pagano und Alessandro Rossi (2015), *Debt Bias in Corporate Income Taxation and the Costs of Banking Crises*, European Commission Taxation Papers Nr. 50.

Langfield, Sam und Marco Pagano (2016), Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth, *Economic Policy 31*, 53-106.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer (2006), What Works in Securities Laws? *Journal of Finance 61*, 1-32.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes und Andrei Shleifer (2013), Law and Finance After a Decade of Research, *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, 425-491.

Lentz, Rasmus und Dale T. Mortensen (2008), An Empirical Model of Growth Through Product Innovation, *Econometrica 76*, 1317-1373.

Levine, Ross (2005), Finance and Growth: Theory and Evidence, *Handbook of Economic Growth 1A*, 865-934.

Levine, Ross und Sara Zervos (1998), Stock Markets, Banks and Economic Growth, *American Economic Review* 88, 537-558.

Levine, Ross, Chen Lin und Wensi Xie (2015), *Spare Tire? Stock Markets, Banking Crises and Economic Recoveries*, NBER Working Paper No. 20863.

LSE (2010), *The Future of Finance*, The LSE Report, London School of Economics and Political Science.

Macroeconomic Assessment Group (2010), *Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements*, Basel: BIS, Final Report.

Matheson, Thronton (2011), *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*, IMF Working Paper 11/54.

Mirrlees, James (2011), *Tax by Design: The Mirrlees Review*, Oxford University Press.

OeNB (2011), *Facts on Austria and its Banks*, OeNB, Wien.

OeNB (2014), *Financial Stability Report 28*, OeNB, Wien.

OeNB (2015a), *Facts on Austria and its Banks*, OeNB, Wien.

OeNB (2015b), *Financial Stability Report 30*, OeNB, Wien.

OeNB (2016), *Factsheet Wohnimmobilienmarkt Österreich*, März 2016, OeNB, Wien.

OeNB (2017), *Facts on Austria and its Banks*, OeNB, Wien.

Pagano, Marco und Giovanni Pica (2012), Finance and Employment, *Economic Policy 27*, 5-55.

Poterba, James M. und Andrew A. Samwick, (2002), Taxation and Household Portfolio Composition: US Evidence from the 1980s and 1990s, *Journal of Public Economics 87*, 5-38.

Umlauf, Steven R. (1993), Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market, *Journal of Financial Economics 33*, 227-240.

U.S. President's Advisory Panel on Federal Tax Reform (2006), *Simple, Fair, and Pro-Growth: Proposals to Fix America's Tax System*, Washington, D.C.

Wurgler, Jeffrey (2000), Financial Markets and the Allocation of Capital, *Journal of Financial Economics 58*, 187-214.

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1: Wettbewerbsfähigkeit und Effizienz der Banken 14
Tabelle 2: Eigenkapitalvorschriften nach Basel II und Basel III 46

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Finanzierung nach Betriebsgrößen, Österreich, 2014/15.....9
Abbildung 2: Wagniskapital für österreichische Unternehmen, 2016.....10
Abbildung 3: Zusammensetzung der Bankaktiva, 2017 13
Abbildung 4: Rendite und Risiko österreichischer Banken 16
Abbildung 5: Investitionsrenditen im Versicherungssektor 18
Abbildung 6: Banken- und Kapitalmarktorientierung, 2016 20
Abbildung 7: Finanzierung und Wachstumsperspektiven.....62
Abbildung 8: Vermögenswerte der Pensionsfonds in % des BIP, 2016 63

Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie
Universität St.Gallen

WPZ
Wirtschaftspolitisches Zentrum
Ein Kompetenzzentrum der FGN-HSG, Universität St. Gallen

Wirtschaftspolitisches Zentrum WPZ

Forschung und Kommunikation auf Spitzenniveau
für Politik, Wirtschaft und Gesellschaft

Das Wirtschaftspolitische Zentrum (WPZ) ist eine Initiative der Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie (FGN-HSG) an der Universität St. Gallen und ist folgenden Aufgaben gewidmet:

- Spitzenforschung mit Anwendungsbezug
- Wissenstransfer in die wirtschaftspolitische Praxis
- Förderung der wissenschaftlichen Nachwuchstalente
- Information der Öffentlichkeit

Unsere Aktivitäten in der Forschung reichen von wegweisenden Studien in Kooperation mit international führenden Wissenschaftlern bis hin zu fortlaufenden wirtschaftspolitischen Kommentaren. Damit wollen wir die wirtschaftspolitische Diskussion mit grundlegenden Denkanstößen beleben und eine konsequente Reformagenda für Österreich entwickeln, um die großen Herausforderungen besser zu lösen. Die Erkenntnisse und Ergebnisse der modernen Theorie und empirischen Forschung sollen zugänglich aufbereitet und kommuniziert werden, damit sie von Entscheidungsträgern und der Öffentlichkeit wahrgenommen und genutzt werden können und für die politische Entscheidungsfindung Relevanz entwickeln.

Wir freuen uns, wenn Sie unsere Initiativen unterstützen und das WPZ weiterempfehlen. Informieren Sie sich auf www.wpz-fgn.com über unsere Aktivitäten und kontaktieren Sie uns unter office@wpz-fgn.com.

Die Akteure des Finanzplatzes vermitteln Kapital und verringern Risiken, indem sie Erfolg und Misserfolg einer Vielzahl von Investitionen ausgleichen. Sie bringen den Wunsch der Sparer nach kurzfristiger Verfügbarkeit mit dem Bedarf der Wirtschaft nach langfristiger Finanzierung zusammen. Sie steigern die Produktivität, indem sie die Finanzmittel auf die besten Verwendungen nach Ertrag und Risiko lenken. Sie leisten Beratung, Überwachung und Kontrolle und stellen den Zahlungsverkehr sicher.

Ein leistungsfähiger Finanzplatz stützt sich auf starke Banken und liquide Kapitalmärkte. Je innovativer die Investitionen, desto grösser sind die Risiken, und desto mehr Risikokapital braucht die Wirtschaft. Die Finanzplatzstrategie verfolgt drei Stoßrichtungen: (i) Nachvollzug der internationalen Kapital-Regulierung und der Bankenunion, um eine Selbstversicherung und mehr Marktdisziplin im Bankensektor zu ermöglichen; (ii) Beseitigung der steuerlichen Anreize zur Verschuldung; (iii) Institutionelle Reformen, um mehr Finanzierung über die Kapitalmärkte zu ermöglichen. So kann der Finanzplatz mehr innovatives Wachstum finanzieren und die Krisenrobustheit der Wirtschaft festigen.

Christian Keuschnigg ist Professor für Nationalökonomie an der Universität St. Gallen, leitet das Wirtschaftspolitische Zentrum WPZ und ist Research Fellow bei CEPR und CESifo. Er forscht zu Steuerreform, Wachstum, Finanzwirtschaft und Sozialstaat.

Michael Kogler ist Post-Doktorand an der Universität St. Gallen. Er forscht zur Regulierung und Besteuerung von Banken und zur Rolle des Finanzsektors für wirtschaftliches Wachstum.

www.wpz-fgn.com

Lit
www.lit-verlag.ch

978-3-643-80271-2
9 783643 802712