

10/2021

KAPITALMARKTUNION

Schlüssel zum Wiederaufbau der europäischen Wirtschaft?

AUF EINEN BLICK

Die Weiterentwicklung des Kapitalmarktes wird in Europa als ein wichtiges Element zur Bewältigung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise angesehen. Durch die Kapitalmarktunion soll die Finanzierung über die Kapitalmärkte gefördert und die Abhängigkeit von Banken verringert werden. Dies soll die Wirtschaft wieder anschieben. Ob das gelingen wird, ist fraglich. Statt die Liberalisierung der Märkte zu forcieren, sollte intensiver auf die Rolle von Förderbanken abgestellt werden. Zudem muss die öffentliche Hand stärker in die Infrastruktur investieren.

Die Corona-Krise beeinträchtigt weite Teile unseres Lebens – das gesellschaftliche Miteinander und die Wirtschaft gleichermaßen. In Deutschland, in Europa und weltweit haben die Verantwortlichen viel Geld in die Hand genommen, um die schlimmsten krisenbedingten Verwerfungen abzufedern. Auch wenn sich leichte Anzeichen einer konjunkturellen Erholung abzeichnen, erleben wir gegenwärtig dennoch einen wirtschaftlichen Einbruch historischen Ausmaßes. Klar ist bereits jetzt: Die Bewältigung der Krise stellt eine der zentralen Herausforderungen unserer Zeit dar und wird die politischen Entscheidungsträger_innen über Jahre, wenn nicht gar Jahrzehnte, beschäftigen.

DIE KAPITALMARKTUNION IST ZENTRALES ANLIEGEN DER EU-KOMMISSION

Nach Ansicht der EU-Kommission nehmen die Kapitalmärkte eine tragende Rolle ein, um den europäischen Wirtschaftsraum international wettbewerbsfähig zu gestalten. Daher hat sich die Kommission schon vor Jahren die Weiterentwicklung des gemeinsamen Kapitalbinnenmarktes groß auf die Fahne geschrieben. Bereits im Jahr 2015 hat sie hierfür einen detaillierten Aktionsplan im Rahmen der sogenannten Kapitalmarktunion (Capital Markets Union – CMU) vorgelegt.

Auch in der aktuellen Corona-Krise werden die Kapitalmärkte als ein Schlüssel zur Genesung der europäischen Wirtschaft angesehen. Doch nach anfänglichen Fortschritten unter der vorherigen Juncker-Kommission mit zahlreichen Maßnahmenpaketen ist allerdings aus Sicht vieler Marktteilnehmer_innen die Umsetzung der Kapitalmarktunion ins Stocken geraten. Sie sehen insbesondere aufgrund einer Vielzahl bestehender regulatorischer Hürden erhebliche Schwachstellen. Deshalb soll ein neuer Aktionsplan, der Ende 2020 vorgestellt wurde, dem Projekt wieder neues Leben einhauchen.

Hintergrund der Kapitalmarktunion ist, dass Europa nach Ansicht der Befürworter_innen unter einer flächendeckend schwachen Investitionstätigkeit leidet. Begründet wird dies in erster Linie mit der restriktiven Kreditvergabe der Banken sowie zu hohen bürokratischen Hürden bei der Unternehmensfinanzierung. Genau das soll sich mit der Kapitalmarktunion ändern, indem u. a. die Kapitalmarktfinanzierung vor allem zugunsten kleiner und mittelgroßer Unternehmen gefördert und somit die Abhängigkeit von einer Bankenfinanzierung verringert werden soll. Mithilfe liberalisierter Kapitalmärkte sollen Unternehmen zukünftig leichter an frisches Geld gelangen und so für eine florierende Wirtschaftstätigkeit sorgen können. Darüber hinaus schwingt bei den Verfechter_innen der Kapitalmarktunion die Hoffnung mit, dass mehr Investitionen von außen in die EU gelenkt und dadurch das Finanzsystem insgesamt stabilisiert wird.

>

INVESTITIONEN IN DIE TRANSFORMATION DER WIRTSCHAFT DRINGEND BENÖTIGT

Zweifelsohne besteht eine große aktuelle Herausforderung darin, anlagensuchendes Kapital in dringend notwendige reale Investitionen zu lenken. In Europa sind massive Investitionen in die Erneuerung und den Ausbau der Infrastruktur, in einen zukunftsfähigen ökologischen Umbau der Energieversorgung, in Energieeffizienz, in einen flächendeckenden Ausbau der Breitbandnetze, in Bildung und Ausbildung, aber auch in andere Bereiche – beispielsweise eine altersgerechte Modernisierung von Wohnhäusern und Verkehrsinfrastruktur – zwingend notwendig. Darüber hinaus bedarf es Investitionen in den Aufbau und Erhalt industrieller Strukturen sowie deren ökologische Modernisierung. Und schließlich ist in vielerlei Hinsicht ein Ausbau hochqualitativer öffentlicher und privater Dienstleistungen erforderlich.

Grundsätzlich ist aber fraglich, ob eine Stärkung der Kapitalmarktfinanzierung zur Lösung der vorhandenen Investitionsschwäche beitragen kann. Die Ursache für einerseits niedrige Investitionen bei andererseits hohem Kapitalangebot liegt vielmehr an grundsätzlichen ökonomischen Fehlentwicklungen der vergangenen Dekaden.

Die Finanzierung über die Kapitalmärkte kann unter bestimmten Voraussetzungen eine durchaus sinnvolle, ergänzende Alternative zur traditionellen bankkreditbasierten Unternehmensfinanzierung sein. Eine Forcierung des kapitalmarktbasierenden Finanzsystems, wie unter der Kapitalmarktunion vorgesehen und die damit einhergehende weitere Liberalisierung der Finanzmärkte, ist jedoch nicht angezeigt. Zudem lässt sich festhalten, dass die Möglichkeiten der Kapitalmarktfinanzierung unter aktuellen Bedingungen hinreichend gegeben sind.

UNTERSCHIEDLICHE BEDÜRFNISSE DER UNTERNEHMEN UND VERBRAUCHER_INNEN

Vor allem die angelsächsischen Kapitalmärkte dienen als Vorbild für das Kapitalmarktunion-Projekt. Allerdings lässt sich zum einen nicht feststellen, dass in angelsächsischen Ländern die Unternehmensfinanzierung erfolgreicher ist, zum anderen sind die verschiedenen Systeme zum Teil historisch gewachsen und können nicht einfach von einem Wirtschaftsraum auf den anderen übertragen werden. Unterschiedliche Finanzierungserfordernisse und Präferenzen sind auch immer Spiegel der Bedürfnisse von Unternehmen bzw. Verbraucher_innen. Hierzulande fragen Unternehmer_innen lieber einen klassischen Bankkredit mit festem Zins- und Tilgungsplan zur Finanzierung ihrer Geschäftstätigkeit nach, als sich auf den anonymen Kapitalmärkten frisches Geld zu leihen. Das ermöglicht Planungssicherheit – ein hohes Gut aus unternehmerischer Perspektive.

Auf der anderen Seite ist das Sicherheitsbedürfnis insbesondere deutscher Anleger_innen im internationalen Vergleich, auch aufgrund historischer Erfahrungen, besonders ausgeprägt. Lieber ein Sparkonto statt ein Aktien-Portefeuille, das schlägt sich auch in Daten über den Aktien- und Fondsbesitz deutscher Sparer_innen nieder. Das Verhalten der Verbraucher_innen mit Kapitalmarktproduk-

ten umzukrempeln, wird der Sache nicht gerecht und geht oftmals an den Bedürfnissen vorbei.

DAS HAUSBANKENPRINZIP HAT SICH BEWÄHRT

Die Vorteile einer Unternehmensfinanzierung über Banken liegen auf der Hand. Gerade in der Corona-Krise hat sich das bewährt. Die Hausbankenbeziehung zwischen Unternehmen und den Banken erlaubt ein besseres Monitoring, oftmals auch aufgrund langjährig bestehender Geschäftsbeziehungen. Die flächendeckende Präsenz von Kreditinstituten und die damit einhergehenden Vor-Ort-Kenntnisse über die strukturellen Bedingungen und die konjunkturelle Lage ermöglichen es den Banken, Chancen und Risiken eines Geschäftseingagements besser abzuwägen. Sollten temporäre Schwierigkeiten bei einem Unternehmen auftreten, lassen sich Bewältigungsstrategien durch direkte Kommunikationswege und Ansprechpartner_innen zielgenauer adressieren.

Zudem kann man davon ausgehen, dass die Gläubigerbank grundsätzlich ein großes Interesse daran hat, etwaige Probleme der Schuldnerin oder des Schuldners im Einvernehmen lösen zu wollen. Auch gibt es die Möglichkeit der Nachverhandlung über die Kreditkonditionen. Vor allem in den aktuell herausfordernden Corona-Zeiten zeigt sich eindrücklich, dass Banken und Unternehmen vielerorts gewillt sind, gemeinsam die prekäre Lage zu bewältigen und eine Lösung zu finden, wenn vorübergehend finanzielle Schwierigkeiten bei Unternehmen im Zuge der Pandemie auftreten. So haben vor allem Sparkassen und Genossenschaftsbanken Moratorien bei Kreditrückzahlungen mit notleidenden Schuldner_innen vereinbart, die über die aktuell geltende gesetzliche Regelung hinausreichen.

Diese, insbesondere für kleine und mittelgroße Unternehmen relevanten Vorteile und Möglichkeiten sind in der Regel bei einer Finanzierung über den Kapitalmarkt nicht vorhanden. Aufgrund eines Mangels an Informationen über die Unternehmen, wenngleich emittierende Unternehmen eine Pflicht zur Informationsweitergabe haben, und der daraus bedingten asymmetrischen Informationsverteilung führen Unternehmensschwierigkeiten – obschon temporärer Natur und unverschuldet – dazu, dass die Kapitalmärkte unverzüglich auf diese Entwicklungen reagieren, mit dem Ergebnis, dass die geforderten Renditeaufschläge die Finanzierung der betroffenen Unternehmen zusätzlich erschweren.

UNTERNEHMEN HABEN EIN NACHFRAGE-, WENIGER EIN FINANZIERUNGSPROBLEM

Das Hauptproblem, mit dem sich Unternehmen und allen voran kleine und mittelgroße Betriebe gegenwärtig konfrontiert sehen, ist in erster Linie die fehlende Nachfrage nach ihren Produkten sowie Dienstleistungen und weniger der Zugang zur Finanzierung. So geben 13 Prozent der in Europa tätigen kleinen und mittelgroßen Unternehmen die geringe Nachfrage als Haupthemmnis ihrer Geschäftstätigkeit an, wohingegen lediglich 5,6 Prozent fehlende externe Finanzierungsmöglichkeiten als ihr Manko erachten.

Bei aufstrebenden, innovativen Unternehmen ist die Divergenz zwischen der Nachfragesituation einerseits und den Finanzierungsmöglichkeiten andererseits nicht ganz so ausgeprägt, trotzdem wiegen Unsicherheiten über mangelnde Absatzmöglichkeiten auch hier stärker als Probleme bei der Finanzierung.

Wer düstere Geschäftsaussichten mit wegbrechenden Märkten hat, wird nicht investieren und somit auch keine Finanzierung nachfragen. Die Kapitalmarktunion mit dem Anliegen, Unternehmen alternative Finanzierungen abseits des klassischen Bankkredits zu ermöglichen, führt somit am eigentlichen Problem der Unternehmen vorbei. Gerade in der aktuellen Corona-Krise zeigt sich das mit Nachdruck.

DIE BANKEN AUF IHRE KERNFUNKTION ZURÜCKFÜHREN

Sowohl die Finanz- und Wirtschaftskrise von 2008/09 als auch die aktuelle Corona-Krise haben die Ineffizienz der freien Finanzmärkte, deren Volatilität und deren Begünstigung prozyklischen Herdenverhaltens offenbart. Auch ist die tiefgreifende Bankenkrise von vor über zehn Jahren nicht auf Fehlentwicklungen im klassischen Kreditgeschäft bzw. der Unternehmensfinanzierung zurückzuführen. Vielmehr sind die enormen Probleme bei den Banken gerade dadurch entstanden, dass sie sich vom traditionellen Geschäftsmodell verabschiedet haben und zunehmend selbst zu Akteuren auf den Finanzmärkten wurden, also ihr Investment-Banking ausgeweitet und verstärkt Eigenhandel betrieben haben. Nach wie vor sind Banken, allen voran global agierende, systemrelevante Großbanken, zentrale Akteure auf dem internationalen Finanzparkett.

Auch in der aktuellen Corona-Pandemie spielen die Finanzmärkte wieder verrückt. Im Frühjahr 2020 kannten diese nur eine Bewegung – die nach unten. So verlor der deutsche Leitindex DAX im März 2020 zwischenzeitlich 40 Prozent seines Wertes innerhalb weniger Tage. Nun zeigt die Kurve im Trend wieder nach oben, und der DAX notiert auf Rekordständen. Ähnlich verhält es sich mit anderen Leitindizes weltweit. Doch mit Fundamentaldaten sind die Bewegungen an den internationalen Börsen nicht in Einklang zu bringen. Vielmehr sind diese Ausdruck prozyklischen Herdenverhaltens.

Solange Banken sich als aktive Akteure der globalen Finanzmärkte verstehen, werden sie auch in Zukunft immer wieder in den Strudel von Finanzkrisen geraten. In solch einer Situation ist es Banken kaum möglich, ihrer der Realwirtschaft dienenden Intermediärsfunktion nachzukommen. Um langfristig ein nachhaltiges System der Unternehmens- und Investitionsfinanzierung zu schaffen, kommt es folglich darauf an, die Bedeutung der Finanzmärkte wieder auf ein angemessenes Maß zu reduzieren, parallel die Banken zu stabilisieren und auf ihre Kernfunktion der Einlagenverwaltung und Kreditvergabe zurückzuführen.

SYSTEMISCHE RISIKEN WÜRDEN ZUNEHMEN – REGULIERUNGSARBITRAGE DENKBAR

Zentrales politisches Anliegen und gesellschaftlicher Konsens nach der Finanz- und Wirtschaftskrise war es, systemi-

sche Risiken im Finanzsystem dauerhaft abbauen zu wollen. Allerdings ist durch eine Forcierung der Kapitalmärkte eine Kehrtwende von diesem Ziel zu befürchten. Denn die Kapitalmarktunion fördert eine enge Vernetzung der internationalen Kapitalströme. Im Sinne der Finanzmarktstabilität bedarf es keines stark vernetzten Finanzgeflechts zwischen Finanzintermediären, sondern eine breit angelegte, gut diversifizierte, regional geprägte Bankenlandschaft mit gut kapitalisierten Banken.

Finanzinstitute werden zukünftig sowohl als Gläubiger wie auch als Intermediäre auf den Kapitalmärkten auftreten. Vor allem Banken sind es, die damit neue Geschäftsfelder und damit Einnahmequellen erschließen möchten, obwohl durch die Kapitalmarktunion gerade ihr klassisches Unternehmertum mit Einlagenverwaltung und Kreditvergabe torpediert wird. Die fortschreitende Digitalisierung und FinTechs als neue Wettbewerber rund um Finanz- und Bankdienstleistungen bei gleichzeitig niedriger Ertragslage für klassische Bankprodukte setzen der Bankenlandschaft enorm zu. Es ist zu erwarten, dass vor allem Großbanken verstärkt in einer Kapitalmarktunion partizipieren und im Zuge dessen ihre Vormachtstellung und ihre Bedeutung weiter ausbauen, was folglich mit einem unerwünschten Konzentrationsprozess im Banken- und Finanzsystem einhergehen würde.

Es ist auch nicht auszuschließen, dass eine Kapitalmarktunion dazu genutzt würde, bestehende Regulierung im Bankensektor zu umgehen. Banken würden mit einer Forcierung der Kapitalmärkte, auch aufgrund von Shareholder-Value-Zwängen, noch stärker angehalten werden, lukrative, gewinnbringende Kapitalmarktgeschäfte zu tätigen. Die aktuellen regulatorischen Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen privilegieren Handels- gegenüber Kreditgeschäfte. Dies führt zu Verzerrungen zugunsten kapitalmarktbasierter Produkte. Banken haben somit verstärkt einen Anreiz, kapitalmarktbasierende Forderungen im Portfolio aufzubauen, statt ihre Aktiva über Kreditforderungen zu gestalten. Dies ist aber aus Finanzmarktstabilitätsaspekten abzulehnen. Die Banken sollten vielmehr ihrem Versorgungsauftrag für die Realwirtschaft wieder nachkommen und das Gemeinwohl im Auge behalten, statt mit kapitalmarktbasierendem Banking neue Risiken aufzubauen.

ILLIQUIDE MÄRKTE UND NEGATIVE EFFEKTE AUF DIE CORPORATE GOVERNANCE

Durch die Schaffung einer Kapitalmarktunion wird es per se und in Summe nicht mehr gesamtwirtschaftliche Ersparnisse und damit anlagensuchendes Kapital geben. Somit könnte zukünftig das Platzierungsrisiko ein ernsthaftes Problem für die Unternehmen darstellen. Denn es müsste gewährleistet sein, dass für die Kapitalmarktprodukte jederzeit ausreichend Abnehmer_innen bereitstehen, um stets einen liquiden Markt vorfinden zu können. Erklärtes Anliegen der Kapitalmarktunion ist es deshalb auch, zusätzliches Kapital aus Drittstaaten außerhalb Europas für Investitionen zu mobilisieren. Zum aktuellen Zeitpunkt ist es jedoch fraglich, ob dies im größeren Umfang erfolgen wird.

Ferner unterliegen emittierende Unternehmen dem Risiko, dass die geforderten Renditen am Markt je nach kon-

junkturer Lage, aber auch je nach betrieblicher Entwicklung des Unternehmens größeren Schwankungen unterliegen können. Jedoch ist die langfristige Planung der Finanzierungskosten insbesondere für kleine und mittelgroße Unternehmen elementar und beeinflusst zukünftige Investitionsentscheidungen maßgeblich. Des Weiteren ist zu befürchten, dass Unternehmen zukünftig höheren Renditeerwartungen der Marktteilnehmer_innen unterliegen. Im Zuge einer zunehmenden Shareholder-Value-Orientierung müssten die Unternehmen mit größeren Zwängen durch Investor_innen rechnen, mit möglichen Eingriffen in die Unternehmensführung bis sogar hin zum Kontrollverlust über den eigenen Betrieb.

UNGEKLÄRTE AUFSICHTSFRAGE

Vor dem Hintergrund, dass mit der geplanten Kapitalmarktunion ein gemeinsames Binnenmarktprojekt in Europa vorangetrieben werden und Geschäftsbeziehungen verstärkt grenzüberschreitend stattfinden sollen, sind wirksame und flächendeckende Aufsichtsstrukturen umso wichtiger. Die Kapitalmarktunion und die damit notwendig werdende Vereinheitlichung der Aufsicht droht jedoch zu einem Absinken der Aufsichts- und Kontrollbefugnisse zu führen.

Darüber hinaus können grenzüberschreitende Insolvenzverfahren erhebliche Probleme nach sich ziehen, da unterschiedliche Verfahrensweisen in den Rechtsräumen die Gläubiger_innen verschiedener Herkunft ungleich behandeln könnten. Erklärtes Ziel der Kapitalmarktunion ist es infolge dessen auch, die unterschiedlichen Insolvenzverfahren europaweit zu harmonisieren. Auch diesbezüglich ist jedoch zu befürchten, dass im Zuge dessen ein Abbau insolvenzrechtlicher Standards erfolgt. Zudem wären nationale Sonderwege wie die aktuell in der Corona-Pandemie praktizierte Aussetzung des Insolvenzantragsverfahrens hierzulande unter einem einheitlichen Regime schwerlich möglich.

HANDLUNGSAalternativen zur Kapitalmarktunion

Es bringt unter dem Strich wenig, neue Finanzprodukte oder Finanzmärkte für kleine und mittelgroße Unternehmen zu schaffen. Damit werden grundlegende Probleme nicht gelöst, möglicherweise aber neue Instabilitäten geschaffen. Zudem führt dieser Ansatz an den Bedürfnissen der Unternehmen vorbei. Die Wiederherstellung eines funktionierenden Bankensystems mit der Rückbesinnung auf das traditionelle Bankgeschäft wäre zielführender, um die Wirtschaft mit Krediten zu versorgen. Dazu bedarf es der Förderung einer lokalen und regionalen Bankenlandschaft mit einer flächendeckenden Vor-Ort-Präsenz. Banken müssen ihrem Gemeinwohlauftrag wieder nachkommen, statt mit riskanten Geschäften an den internationalen Finanz- und Kapitalmärkten zu operieren. Dort, wo Finanzierungspässe entstehen, etwa bei jungen Unternehmen, sollten Förderbanken verstärkt als Intermediäre auftreten und die öffentliche Hand durch entsprechende Förderprogramme unterstützend wirken. In der aktuellen Coro-

na-Krise ist die Bedeutung der Förderbanken und die Rolle der Hausbanken als durchleitende Institute für Notfall- und Liquiditätsspritzen offenkundig zutage getreten.

Die Unternehmen haben in erster Linie mit der wegbrechenden Nachfrage nach ihren Produkten und Dienstleistungen zu kämpfen und nicht mit fehlenden Finanzierungsmöglichkeiten. Daher reicht ein verbesserter Kapitalzugang nicht aus, um den Investitionsstau hierzulande, aber auch innerhalb Europas, zu beheben. Impulse zur Stärkung der öffentlichen Nachfrage sind deshalb unerlässlich. Öffentliche Investitionen fördern den sozialen Zusammenhalt, sichern die Zukunftsfähigkeit der Wirtschaft und damit die guten Arbeitsplätze von morgen. Vor allem in den Bereichen, die für den gesellschaftlichen Zusammenhalt entscheidend sind – wie lebenswerte Kommunen, bezahlbarer Wohnraum, gut ausgebauter Nahverkehr, Krankenhäuser oder ein hochwertiges Bildungssystem –, wurde in den vergangenen Jahren viel zu wenig getan. Gleichzeitig kann eine sozial gerechte, ökologische Transformation unserer Wirtschaft angesichts von Klimawandel, Globalisierung und Digitalisierung nur mit mehr öffentlichen Investitionen in den Breitbandausbau, in eine nachhaltige Verkehrsinfrastruktur, in eine bezahlbare Energiewende und den Klimaschutz sowie in Forschung und Entwicklung gelingen. Dringend notwendige öffentliche Investitionen sind allerdings nur finanzierbar, wenn vom Dogma der „Schwarzen Null“ abgesehen und ideologische Schuldenregeln flexibilisiert werden. Die Schuldenbremse ist eine Investitionsbremse und somit eine Zukunftsbremse und gehört in ihrer jetzigen Form abgeschafft. Damit wäre auch zahlreichen Unternehmen geholfen. Denn öffentliche Aufträge bringen Investitionsanreize, langfristige Planungssicherheit und schaffen Absatzmärkte für Unternehmen.

Klar ist aber auch: Die Finanz- und Kapitalmärkte benötigen eindeutige Spielregeln. Eine wirksame Regulierung der Finanz- und Kapitalmärkte wirkt sich positiv auf das Wirtschaftswachstum aus. Zweifelsohne bleibt die mögliche Risikomigration in andere Teile des Finanzsystems, wie dem Schattenbankensystem, eine wesentliche Herausforderung für Aufsichts- und Regulierungsbehörden. Hier müssen auf internationaler Ebene Anstrengungen intensiviert werden, die einer solchen Umgehung von Regulierung einen Riegel vorschieben.

Autor

Dr. Robby Riedel ist Referatsleiter für Verteilungspolitik und Marktregulierung beim DGB Bundesvorstand.

Impressum

© 2021

Friedrich-Ebert-Stiftung

Herausgeberin: Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik
Godesberger Allee 149, 53175 Bonn, Fax 0228 883 9202, 030 26935 9229,
www.fes.de/wiso

Für diese Publikation ist in der FES verantwortlich:

Markus Schreyer, Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik
Bestellungen/Kontakt: wiso-news@fes.de

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung.

Eine gewerbliche Nutzung der von der FES herausgegebenen Medien ist ohne schriftliche Zustimmung durch die FES nicht gestattet.

Publikationen der Friedrich-Ebert-Stiftung dürfen nicht für Wahlkampfzwecke verwendet werden.

ISBN: 978-3-96250-813-5