

Policy Brief 2/2024

STÄRKUNG DER EUROPÄISCHEN KAPITALMÄRKTE

Veronika Grimm, Ulrike Malmendier, Monika Schnitzer, Achim Truger, Martin Werding (SVR)
Camille Landais, David Sraer (CAE)

Die Autoren danken Maxime Fajeau, Circé Mailet, Constance Moreau, Lukas Nöh, Claudia Schaffranka und Nicolas Véron für die hilfreiche Unterstützung und Kommentare.

Das Wichtigste in Kürze

Die EU muss stärkere, tiefere Kapitalmärkte aufbauen, um Chancen wie die grüne Transformation oder den Aufstieg der künstlichen Intelligenz zu finanzieren und die Widerstandsfähigkeit der europäischen Volkswirtschaften gegenüber finanziellen Schocks zu fördern. Tiefe und liquide Kapitalmärkte sind eine wesentliche Voraussetzung für langfristiges Wachstum und die Überwindung des Rückgangs des Wachstumspotenzials der Volkswirtschaften in Europa. Die europäische Finanzarchitektur ist jedoch hauptsächlich bankenbasiert mit weitgehend nationalen Finanzströmen.

Die Autorinnen und Autoren schlagen fünf Maßnahmen zur Unterstützung einer wachstumsorientierten Agenda für eine Kapitalmarktunion vor. Erstens sollte die EU die Bewertung von ausländischen Finanzanlagen vereinfachen, um grenzüberschreitende Investitionen zu fördern. Dazu sollte sie sowohl die ESAP-Initiative (European Single Access Point) auf Privatunternehmen ausweiten als auch das Insolvenzrecht harmonisieren. Zweitens sollte die EU eine stärkere Marktintegration fördern, indem sie die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) reformiert und stärkt. Drittens würde die Stärkung der kapitalgedeckten

Altersvorsorge das von institutionellen Investoren eingesammelte Kapital erhöhen, was wiederum auf den Aktienmärkten investiert werden kann. Viertens sollten die EU und die Mitgliedstaaten die Mittel für die staatliche Kofinanzierung von Wagniskapital erhöhen und die Ressourcen durch europäische Institutionen und Initiativen wirksam einsetzen. Schließlich sollte langfristig das Vertrauen in die Kapitalmärkte gestärkt und die Partizipation erhöht werden, wozu die Einführung von individuellen Investitionskonten für Kinder dienen könnte.

Handlungsoptionen

- Bewertung von Auslandsvermögen für Investoren durch Ausweitung von ESAP und harmonisiertes Insolvenzrecht vereinfachen
- Europäische Kapitalmarktaufsicht durch eine Reform der ESMA stärken
- Institutionelle Anleger stärker auf die Aktienmärkte ausrichten
- Durch staatliche Ko-Finanzierung Bedingungen für Wagniskapitalfinanzierung verbessern
- Haushalte an Kapitalmärkten stärker beteiligen

Einleitung

Wie die meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften leidet auch die EU unter einem langfristigen Rückgang des Wachstumspotenzials. Neue Chancen für mehr Wachstum könnten sich durch die grüne Transformation oder den Aufstieg der künstlichen Intelligenz eröffnen, aber unsere Fähigkeit, solche Investitionen zu finanzieren und von diesen Chancen zu profitieren, ist nach wie vor ungewiss. Zudem haben jüngste Krisen, wie die Finanzkrise oder die Euro-Staatsschuldenkrise Mitte der 2010-er Jahre, haben auch die mangelnde Widerstandsfähigkeit der europäischen Volkswirtschaften gegenüber finanziellen Schocks deutlich gemacht. Um diesen Herausforderungen zu begegnen, benötigt Europa einen stärkeren, tieferen Kapitalmarkt.

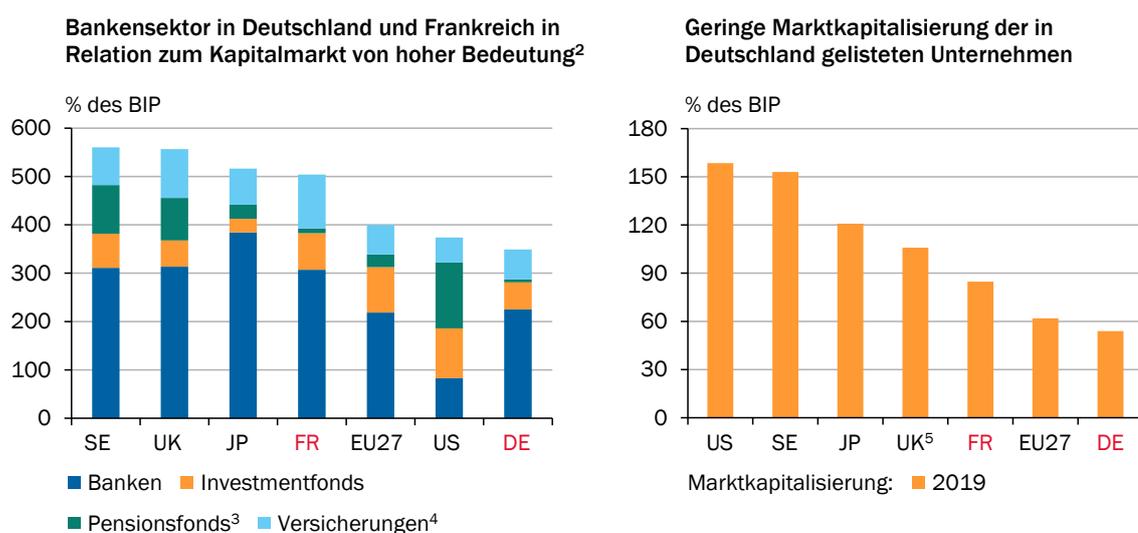
Kapitalmärkte ermöglichen es Unternehmen, mittel- und langfristige Finanzierungen direkt von Investoren zu erhalten. Solche Direktfinanzierungen schließen öffentliche und private Kapitalbeteiligungen sowie Fremdfinanzierungen ein, jedoch ohne Banken und andere Arten von Intermediären. Tiefe und liquide Kapitalmärkte sind eine wesentliche Voraussetzung für langfristiges Wachstum (Beck et al., 2023). Sie tragen dazu bei, dass Kapital zu den produktivsten und innovativsten Unternehmen gelangt. Kapitalmarktbasierete Finanzierung fördert

Investitionen in neue, risikoreichere Technologien sowie in Forschung und Entwicklung. Die europäische Finanzarchitektur ist jedoch immer noch überwiegend bankenbasiert [↘ ABBILDUNG 1 LINKS](#) mit kleinen öffentlichen Aktienmärkten [↘ ABBILDUNG 1 RECHTS](#). Zudem sind die Finanzströme dadurch eingeschränkt, dass sie nach wie vor weitgehend national sind. Vor zehn Jahren gab es starke Bestrebungen für eine Kapitalmarktunion (Capital Markets Union, CMU), allerdings mit begrenzten Fortschritten. Angesichts der Wachstumsschwächen, Krisen, und neuen geostrategischen Realitäten ist nach Ansicht der Autorinnen und Autoren jetzt der Moment, die aktuelle Dynamik zu nutzen und das Potenzial der Kapitalmarktunion auszuschöpfen.

Nach den Projektionen der Europäischen Kommission werden die Potenzialwachstumsraten in diesem Jahrzehnt in fast allen fortgeschrittenen Volkswirtschaften der EU hinter ihren historischen Trends zurückbleiben. Insbesondere die demografische Alterung wird in den kommenden Jahren das Arbeitskräfteangebot verknappen und damit das Wachstum in Deutschland und, mit einiger Verzögerung auch in Frankreich, dämpfen. [↘ ABBILDUNG 2](#) Besonders besorgniserregend sind die rückläufigen Wachstumsbeiträge der Totalen Faktorproduktivität (TFP), die auf eine Verlangsamung des technolo-

[↘ ABBILDUNG 1](#)

Frankreich und Deutschland haben kleine Kapital- und große Bankenmärkte¹



1 – DE-Deutschland, EU27-Europäische Union, FR-Frankreich, JP-Japan, SE-Schweden, UK-Vereinigtes Königreich, US-USA.

2 – Jeweils Vermögenswerte im Verhältnis zum BIP. Durchschnittswerte der Jahre 2010 bis 2020. 3 – EU27: Ohne Werte für Zypern. 4 – EU27: Ohne Werte für Luxemburg. 5 – Daten für das Jahr 2018 statt 2019.

Quellen: BoJ, CEIC, EZB, Fed, Weltbank, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 23-271-02

gischen Fortschritts und der Umverteilung von Inputfaktoren auf produktive Unternehmen hindeuten. So wird beispielsweise für Frankreich ein negativer Wachstumsbeitrag der TFP bis zum Jahr 2028 prognostiziert, verglichen mit 0,7 bis 0,9 Prozentpunkten pro Jahr in den USA (Europäische Kommission, 2024).

Bestehende politische Vorschläge im Bereich der Kapitalmarktunion konzentrieren sich entweder auf die Förderung des europäischen Bankensektors oder auf die Ausweitung der europäischen Aktienmärkte. Eine häufig angeführte politische Option zur Stärkung der europäischen Banken ist beispielsweise die Weiterentwicklung des Verbriefungsmarktes (z. B. GD Trésor, 2024). In der Tat ist der europäische Markt für Verbriefungen im Vergleich zu seinem US-amerikanischen Pendant schwach. Verbriefungen können die Bilanzen der Banken entlasten und die Finanzierungskosten für Unternehmen senken (Nadauld und Weisbach, 2012). Jedoch ist es unwahrscheinlich, dass sie Wachstum und Investitionen in innovative, zukunftsorientierte Unternehmen fördern, die in der Lage sind, strategisch wichtige Innovationen anzutreiben.

Stattdessen schlagen die Autorinnen und Autoren in diesem Policy Brief eine wachstumsorientierte Agenda für die Kapitalmarktunion vor. Innovationsgetriebenes Wachstum erfordert die Stärkung der Kapitalmärkte und nicht den Ausbau des Banken-

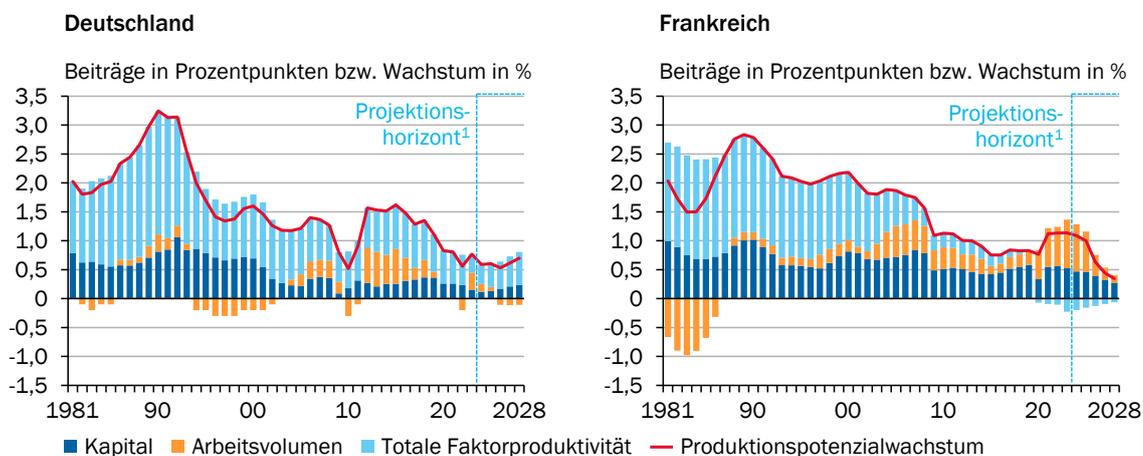
sektors. Kapitalmärkte können innovative und risikoreiche Sektoren finanzieren, die sich auf immaterielle Vermögenswerte wie Patente stützen. Wagniskapitalgeber fördern Start-ups zudem nicht nur mit Finanzmitteln, sondern auch mit Beratung, Zugang zu Netzwerken und Monitoring. Die Finanzarchitektur in der EU ist jedoch sehr bankenorientiert, und das Bankwesen ist im Wesentlichen inländisch durch geringe grenzüberschreitende Kreditvergabe geprägt. Die Stärkung der Kapitalmärkte, insbesondere der Aktienmärkte, würde die Finanzierungsbasis der Unternehmen verbreitern. Zudem dienen stärkere Aktienmärkte in Krisenzeiten als ein sogenannter „Ersatzreifen“ für die Unternehmensfinanzierung und verbessern so die Widerstandsfähigkeit (Levine et al., 2016). Im Folgenden werden fünf politische Maßnahmen zur Unterstützung einer solchen wachstumsorientierten Agenda vorgestellt.

Vereinfachung der Bewertung von Auslandsvermögen

Ein entscheidender Bereich für eine größere Konvergenz auf EU-Ebene ist die Vereinfachung grenzüberschreitender Investitionen. Ein Aspekt ist der reibungslose Zugang zu Unternehmensinformationen, einschließlich finanzieller und nachhaltigkeitsbezogener Offenlegungen. Das Fehlen einer standardisierten Finanzberichterstattung in den EU-Mitgliedstaaten erschwert es, vergleichbare Indikatoren zu erstellen und private Vermögenswerte auf

▾ ABBILDUNG 2

Geringes Potenzialwachstum in Deutschland und Frankreich



1 – Ab dem Jahr 2024 Projektion der Europäischen Kommission.

Quelle: Europäische Kommission

© Sachverständigenrat | 24-170-01

ausländischen Märkten zu bewerten. Dies betrifft vor allem die größeren Firmen unter den sogenannten kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), für die der Zugang zum Kapitalmarkt eine attraktive Finanzierungsquelle wäre. Eine laufende Initiative, die weiterhin Aufmerksamkeit verdient, ist der ESAP („European Single Access Point“), Teil des CMU-Aktionsplans 2020. Die Initiative besteht darin, einen einzigen Zugangspunkt für finanzielle und nicht-finanzielle Informationen über europäische Unternehmen zu schaffen und einen direkten, zentralisierten Zugang zu vorgeschriebenen Informationen zu bieten. Die erwarteten Auswirkungen der Initiative sind die Erhöhung der Transparenz, die Verringerung der Informationsasymmetrie und die Erschließung weiterer Finanzierungsquellen. Außerdem verschafft sie den KMU den strategischen Vorteil, dass sie von Investorinnen und Investoren besser wahrgenommen werden. Die Ausweitung der bestehenden ESAP-Initiative auf Privatunternehmen würde die Transparenz weiter erhöhen und den Marktzugang vereinfachen. Dazu müssten die EU-Mitgliedstaaten die Berichtsanforderungen für Privatunternehmen harmonisieren.

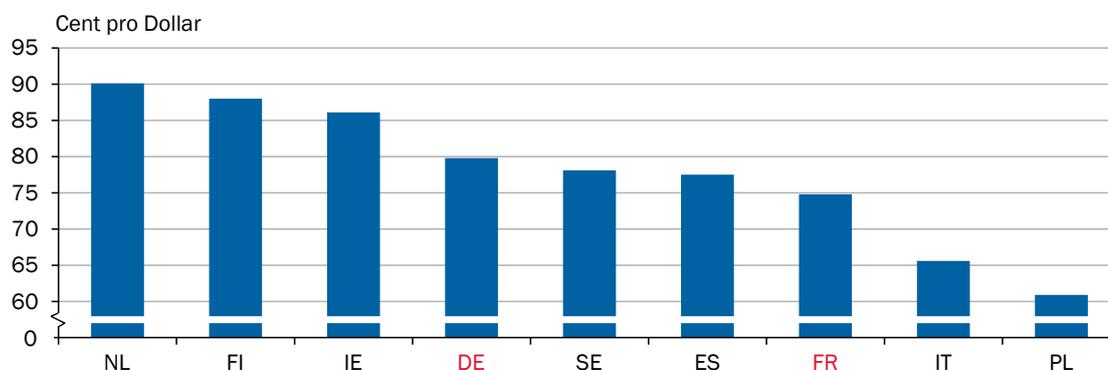
Ein zweiter Bereich, in dem Harmonisierung die Transparenz verbessern kann, ist das Insolvenzrecht. Die den EU-Mitgliedstaaten haben sehr unterschiedliche Insolvenzordnungen, was die Bewertung der Liquidationswerte von Anlagen bei grenzüberschreitenden Investitionen erschwert und zu

großen Unterschieden bei den Erlösquoten führt. [↘ ABBILDUNG 3](#) Die Verbesserung und Harmonisierung der nationalen Insolvenzregelungen in Europa würde daher mehreren wichtigen Zwecken dienen: der Kostensenkung, der besseren Allokation von Ressourcen an effizientere oder innovativere Unternehmen, der Förderung grenzüberschreitender Investitionen und der Stärkung der Finanzstabilität. Die Harmonisierung des Insolvenzrechts hat das Potenzial, die Private-Equity-Märkte zu vertiefen, da sie es ermöglichen würde, dass größere Fonds mit Sitz in der EU eingerichtet werden können, die grenzüberschreitend investieren. Darüber hinaus kann eine solche Vereinheitlichung die paneuropäische Verbriefung von Vermögenswerten vereinfachen, wovon kleinere Staaten mit kleineren Vermögenspools profitieren.

Wie bereits erwähnt, ist der europäische Verbriefungsmarkt im Vergleich zum US-Markt schwach, und die europäischen Banken würden von seiner Expansion profitieren. Die Autorinnen und Autoren bezweifeln jedoch das Potenzial, hierdurch Investitionen in risikoreichere, wachstumsorientierte Unternehmen zu fördern. Die Unterschiede zwischen den Verbriefungsmärkten sind im Wesentlichen auf den großen US-Markt für Verbriefungen von privaten Hypothekendarlehen (Residential Mortgage Backed Securities, RMBS) zurückzuführen. Mit anderen Sicherheiten unterlegte Emissionen in der EU machen etwa ein Drittel der Größe des US-Marktes ohne RMBS aus.

↘ ABBILDUNG 3

Erhebliche Unterschiede bei den Erlösquoten¹ nach Insolvenz in ausgewählten europäischen Staaten²



1 – Erfasst als Cents pro Dollar, mit dem die gesicherten Gläubigerinnen und Gläubiger im Rahmen von Sanierungs-, Liquidations- oder Zwangsvollstreckungsverfahren (Zwangsvollstreckung oder Zwangsverwaltung) bedient werden können.

2 – NL-Niederlande, FI-Finnland, IE-Irland, DE-Deutschland, SE-Schweden, ES-Spanien, FR-Frankreich, IT-Italien, PL-Polen.

Quelle: Weltbank (2019)

© Sachverständigenrat | 24-144-01

Die Bedeutung von RMBS bei der Verbriefung ist nicht auf wesentliche Unterschiede in der Regulierung von Verbriefungen zurückzuführen, sondern hauptsächlich auf staatlich geförderte Unternehmen wie Freddie Mac und Fannie Mae, die eine Garantie für hypothekarisch gesicherte Wertpapiere bieten und so das Kreditrisiko übernehmen. Hypotheken in den USA sind in hohem Maße standardisiert und daher für eine landesweite Verbriefung geeignet (Levitin, 2023). Die europäischen Hypothekmärkte unterscheiden sich erheblich in Bezug auf Faktoren wie die durchschnittliche Laufzeit, den Anteil variabel verzinsten Verträge oder öffentliche Unterstützungsmaßnahmen, einschließlich der Abzugsfähigkeit von Kreditzinsen oder staatlichen Garantien (van Hoenselaar et al., 2021). Dies und die Unterschiede im Steuer- und Insolvenzrecht erschweren die grenzüberschreitende Verbriefung. Ohne die Einrichtung einer großen staatlichen Institution, die Garantien vergibt, und einer gemeinsamen EU-weiten Wohnungsbaupolitik scheint es unwahrscheinlich, dass der europäische Verbriefungsmarkt die Größe des US-Marktes erreichen kann.

Darüber hinaus müssten für eine Vergrößerung des europäischen Verbriefungsmarkts neue Käuferinnen und Käufer gefunden werden. Rund 50 % der gesamten europäischen Verbriefungen wurden von den Banken jedoch einbehalten und nicht weiterverkauft. Die Entwicklung eines Marktes für Verbriefungen hat daher nur begrenzt das Potenzial, die Kapitalmärkte in Europa weiter zu vertiefen.

Stärkung der europäischen Kapitalmarktaufsicht

Die EU sollte ihre aufsichtsrechtliche Effektivität erhöhen und eine stärkere Marktintegration fördern, indem sie sowohl die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) als auch die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) stärkt und reformiert. Die aufsichtsrechtliche Fragmentierung der Behörden entlang nationaler Grenzen hat sich als ein größeres Hindernis für die Integration der EU-Kapitalmärkte erwiesen als die verbleibenden regulatorischen Unterschiede. In diesem Bereich können realistischere transformative Fortschritte erzielt werden.

Die ESMA ist die Regulierungs- und Aufsichtsbehörde für die Finanzmärkte in der EU. Sie fördert die aufsichtliche Konvergenz zwischen den nationalen zuständigen Behörden als „Aufsichtsbehörde der Aufsichtsbehörden“, beaufsichtigt bestimmte Marktteilnehmende wie Ratingagenturen direkt und überwacht die Finanzmärkte. Die Umgestaltung der ESMA sollte auch ihre Leitung und ihren Finanzierungsrahmen umfassen. Der Rat der Aufsicht der ESMA setzt sich derzeit aus Vertreterinnen und Vertretern der nationalen Aufsichtsbehörden der EU-Mitgliedstaaten sowie der drei anderen Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums zusammen. Stattdessen könnte ein reformierter kompakter Exekutivrat mit fünf oder sechs Mitgliedern die alleinige Befugnis für alle Verwaltungs- und Aufsichtsentscheidungen haben. Der bestehende Rat der Aufsicht der ESMA bliebe das Entscheidungsgremium für die Regelsetzung. Die Finanzierung sollte in erster Linie durch Abgaben der beaufsichtigten Unternehmen und Marktsegmente erfolgen. Bei Ausgaben im Zusammenhang mit der Regelsetzung und anderen, nicht aufsichtsrelevanten Tätigkeiten, könnte wiederum der EU-Haushalt eine gewisse Rolle spielen.

Um eine Fragmentierung der Aufsicht und die damit verbundene Möglichkeit der Vereinnahmung zu vermeiden, sollten keine Untereinheiten, die sich mit spezifischen Aufgaben befassen, innerhalb der ESMA geschaffen werden. In der Vergangenheit ist dies bei der Beaufsichtigung von zentralen Gegenparteien (CCP) mit Sitz außerhalb der EU (Drittland-CCPs) mit dem sogenannten CCP-Aufsichtsausschuss geschehen. Stattdessen sollte ein einheitlicher Rahmen für die Entscheidungsfindung beibehalten werden.

Das Aufsichtsmodell einer der ESMA kann eine Kombination aus direkter und gemeinsamer Aufsicht sein. Hier kann es sinnvoll sein, zwischen reinen Großhandelsaktivitäten (wholesale) von beaufsichtigten Unternehmen und solchen mit einer Retail-Komponente zu unterscheiden. Bei Großhandelsaktivitäten könnte eine ausschließliche direkte Beaufsichtigung durch die ESMA ohne Beteiligung nationaler Behörden vorzuziehen sein. Sie sollte alle Finanzmarktinfrastrukturen umfassen, die auf EU-Ebene von entscheidender Bedeutung sind, wie z. B. die meisten Börsen, zentralen Gegenparteien

und Wertpapierverwahrungsstellen. (Bei einer Teilmenge dieser Einrichtungen könnte die EZB eine ergänzende Rolle spielen.) Darüber hinaus sollte die erweiterte Aufsicht der ESMA die Durchsetzung regulatorischer Anforderungen beinhalten, denn hier ist die grenzüberschreitende Vergleichbarkeit von größter Bedeutung. Ein Beispiel ist die Umsetzung von Standards für die öffentliche Finanz- und Nachhaltigkeitsberichterstattung. Für Tätigkeiten mit einer Retail-Komponente sollte hingegen eine Variante mit gemeinsamen Aufsichtsteams in Betracht gezogen werden. Je nach spezifischem Mandat sollte die ESMA als alleinige Aufsichtsbehörde oder als Entscheidungszentrale für Aufgaben fungieren, die mit nationalen Behörden geteilt werden.

Als Organisationskonzept wäre eine Behörde mit mehreren Standorten wünschenswert, da dies die ESMA näher an die Marktteilnehmenden heranbringen und gleichzeitig die Vorteile einer integrierten Aufsicht nutzen würde. Dieses Konzept würde auch Befürchtungen entkräften, dass eine stärkere ESMA mechanisch zu einer einseitigen Bevorzugung von Paris als Finanzplatz führen würde.

Mit der Ausweitung ihres Aufsichtsbereichs wird die ESMA möglicherweise Büros in wichtigen Zentren marktbezogener Aktivitäten eröffnen müssen, darunter Amsterdam, Brüssel, Dublin, Frankfurt, Luxemburg, Madrid, Mailand, Stockholm, Warschau und Wien und vielleicht noch mehr.

Neuausrichtung der institutionellen Anleger auf die europäischen Aktienmärkte

Institutionelle Anleger, wie Investmentfonds, Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds, sorgen in der Regel für Tiefe und Liquidität auf den Kapitalmärkten. Sowohl in Frankreich als auch in Deutschland sind private Pensionsfonds im Vergleich zu denen in Dänemark, den Niederlanden oder Schweden jedoch klein, was die großen Unterschiede in den Rentensystemen widerspiegelt. Eine Stärkung der kapitalgedeckten Altersvorsorge könnte den Umfang des von den Pensionsfonds eingesammelten Kapitals erhöhen (Nöh et al., 2024; JG 2023 Ziffern 454 ff.). Dies würde große Kapitalpools schaffen und über längere Zeiträume ein hohes Investitionsvolumen ermöglichen. Pensionsfonds könnten für alle Bürgerinnen und

Bürger der EU geöffnet werden. Infolgedessen wäre die Altersvorsorge nicht direkt an den Arbeitsplatz gebunden und könnte bei einem Arbeitsplatzwechsel innerhalb der EU beibehalten werden. Dies würde sich zugleich positiv auf die Arbeitsmobilität in der EU auswirken. Die zugrunde liegenden Fonds sollten global und breit gestreut investieren, um das Rentenvermögen zu schützen. Dadurch könnten aber auch angesichts ihrer wirtschaftlichen Bedeutung große Summen in der EU angelegt werden.

Bei individuell zurechenbaren Anteilen an Pensionsfonds würde auch die breite Bevölkerung mit den Kapitalmärkten in Berührung kommen. Dies könnte die Aktienkultur insgesamt fördern. Die Kapitalmarktteilnahme würde in Zukunft mit einer automatischen Einbeziehung (Auto-Enrolment) mit Opt-out-Möglichkeit stark steigen. Die Literatur zum Thema „Behavioral Finance“ (z. B. Mitchell und Utkus, 2004) zeigt, dass ein Auto-Enrolment mit Opt-out-Möglichkeit die Beteiligung um 25 bis 35 Prozentpunkte erhöhen kann (Beshears et al., 2006). Im Vereinigten Königreich erhöhte sich durch die Einführung der Auto-Enrolment die Teilnahmequote an den Betriebsrentensystemen auf 86 % aller Beschäftigten im privaten Sektor (Department for Work & Pensions UK, 2020).

Obwohl regulatorische Anforderungen wahrscheinlich kein wesentliches Hindernis für Investitionsentscheidungen darstellen, können sie Pensionsfonds zumindest in bestimmten Mass davon abhalten, direkt in Aktien und Anleihen zu investieren (OECD, 2022). In den meisten Staaten unterliegen Vermögenswerte, die nicht auf geregelten Märkten gehandelt werden, wie z. B. nicht börsennotierte Aktien, strengeren Beschränkungen als börsennotierte Wertpapiere. Außerdem gibt es in den meisten Staaten Verbote oder Obergrenzen für Investitionen in private Investmentfonds, z. B. bis zu 5 % des Kapitals eines Anlegers (OECD, 2022). Eine Anhebung und Vereinheitlichung der Anlagegrenzen für Pensionsfonds wäre zu begrüßen. Ähnliche Maßnahmen haben sich in den USA bereits bewährt. Dort wird das Wachstum von Wagniskapitalfonds weitgehend auf eine Änderung der Regulierung von Pensionsfonds (ERISA) im Jahr 1979 zurückgeführt, die es ihnen ermöglichte, zum Zwecke der Portfoliodiversifizierung in risikoreichere Vermögens-

werte zu investieren (Gompers und Lerner, 1999). Dies spielte eine wichtige Rolle bei der Erhöhung des Gesamtvolumens der Investitionen in Wagniskapitalfonds von 424 Mio US-Dollar im Jahr 1978 auf mehr als 4 Mrd US-Dollar im Jahr 1986. Der Anteil dieser Finanzmittel, die aus Pensionsfonds stammen, stieg im gleichen Zeitraum von 15 % auf über 50 % (Gompers und Lerner, 2001).

Versicherungsunternehmen spielen sowohl in Frankreich als auch in Deutschland aufgrund ihrer Größe eine wichtigere Rolle. Ihre Vermögensaufteilung ist jedoch eher konservativ. Im Jahr 2022 war etwa ein Drittel des Vermögens der Versicherungsunternehmen in beiden Staaten in Aktien einschließlich Private Equity investiert, während Staats- und Unternehmensanleihen mehr als 45 % des Vermögens ausmachten. [↘ ABBILDUNG 4](#)

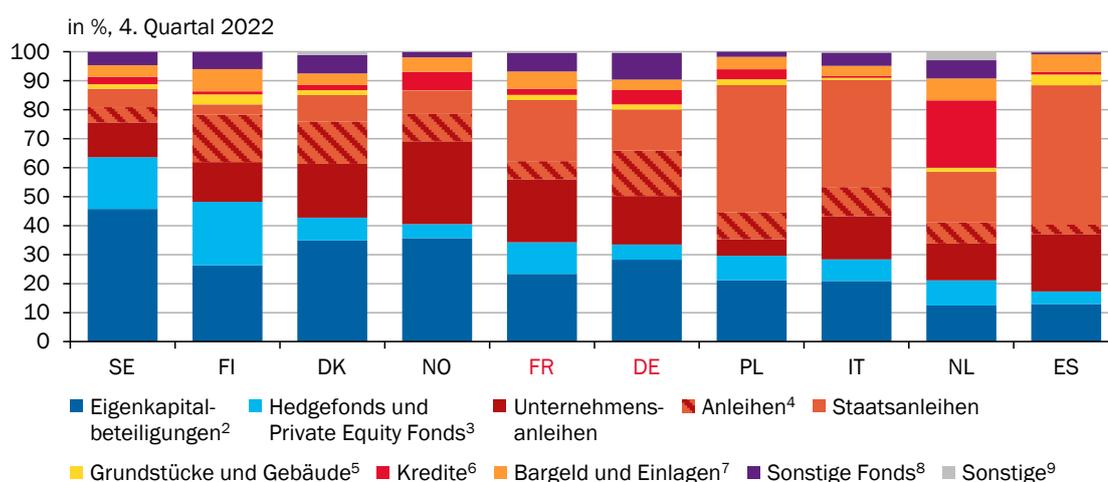
Ein Grund für die Zurückhaltung bei Aktieninvestitionen dürfte die Art der Produkte sein, die von deutschen und französischen Lebensversicherungsunternehmen (und auch italienischen) verkauft werden. Bei traditionellen Lebensversicherungen erhält die versicherte Person eine garantierte Rendite plus eine Überschussbeteiligung. Dementsprechend tragen Versicherungsunternehmen das

finanzielle Risiko und investieren das aus Beiträgen resultierende Vermögen überwiegend in risikoarme festverzinsliche Anlagen wie Staatsanleihen, um eine Mindestrendite zu erzielen. Index- und fondsgebundene Versicherungen bieten dagegen keine garantierte Rendite, sondern eine Vielzahl von Anlage Risiken und -erträgen zur Auswahl. Die Versicherungsnehmerinnen und -nehmer tragen das Risiko eines schlechten Anlageergebnisses. Während die Rückstellungen für index- und fondsgebundene Lebensversicherungen in Deutschland, Italien und Frankreich 10 bis 25 % der Verbindlichkeiten der Versicherungsunternehmen ausmachen, betragen sie in Schweden und Finnland über 60 % der gesamten Versicherungsverbindlichkeiten. Betrachtet man die 30 Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums, zeigt sich eine klare Korrelation zwischen dem Anteil der risikoreicheren Vermögenswerte und dem Anteil der Rückstellungen für Lebensversicherungen ohne garantierte Rendite im Verhältnis zu den gesamten Verbindlichkeiten. [↘ ABBILDUNG 5](#)

Eine Änderung des Produktangebots könnte die Auswahl der Anlageklassen durch die Versicherungsunternehmen in Zukunft verändern. In der Zwischenzeit könnte die Stärkung der kapitalgedeckten Altersvorsorge ohne Garantien den Betrag

[↘ ABBILDUNG 4](#)

Die Vermögensallokation von Versicherungsunternehmen unterscheidet sich in den europäischen Staaten, für die dieselbe Solvabilität-II-Verordnung gilt, wobei viele von ihnen zu risikoarmen Anleihen tendieren¹



1 – SE-Schweden, FI-Finnland, DK-Dänemark, NO-Norwegen, FR-Frankreich, DE-Deutschland, PL-Polen, IT-Italien, NL-Niederlande, ES-Spanien. 2 – Einschließlich Aktienfonds. 3 – Einschließlich strukturierter Produkte, Asset-Allocation Fonds und alternativer Fonds. 4 – Nicht weiter aufgeschlüsselte Anleihefonds. 5 – Einschließlich Immobilienfonds. 6 – Einschließlich Hypotheken. 7 – Einschließlich Money-Market Fonds. 8 – Infrastrukturfonds und sonstige Fonds. 9 – Einschließlich kollateralisierter Scheine.

Quellen: EIOPA, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 24-082-01

des von institutionellen Anlegern eingesammelten Kapitals erhöhen, welches wiederum in die Aktienmärkte investiert wird. Gleichzeitig dürfte die Zurückhaltung der Versicherungsunternehmen bei der Anlage in Aktien in einigen europäischen Staaten auch auf Unterschiede in der nationalen Aufsichtskultur und -praxis zurückzuführen sein, obwohl für alle Staaten die gleichen Solvabilität-II-Vorschriften gelten. Dies wiederum könnte eine Vertiefung der europäischen Aufsichtsintegration durch eine Reform der EIOPA motivieren.

Aufstockung, Koordinierung und Verbesserung der Governance der öffentlichen Wagniskapitalfinanzierung auf europäischer Ebene

Trotz eines Anstiegs der Wagniskapitalfinanzierung für Start-ups in ganz Europa ist das Gesamtvolumen der Wagniskapitalinvestitionen im Vergleich zu den USA nach wie vor deutlich geringer. So ist das Volumen in Frankreich und Deutschland, gemessen im Verhältnis zum BIP, etwa achtmal kleiner als in den USA. [↪ ABBILDUNG 6 LINKS](#) Darüber hinaus mangelt es in der EU nach wie vor an großen institutionellen Anlegern, die sich an großvolumigen Finanzierungsrunden in der Spätphase beteiligen können. [↪ ABBILDUNG 6 RECHTS](#) Damit fehlen in Europa auch die vorteilhaften Vernetzungseffekte der Wagniskapitalbranche und sowie die positiven externen Effekte, die mit der geografischen Konzentration von

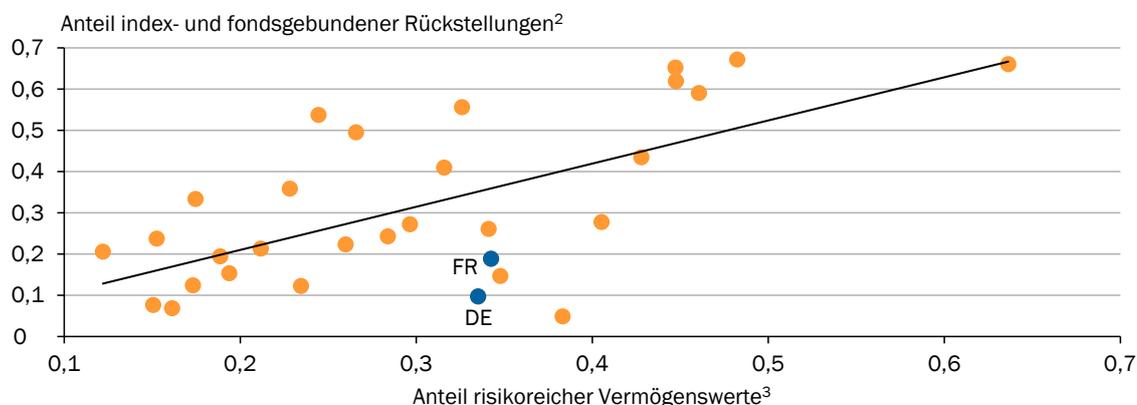
Investoren-Know-how einhergehen und die eine wesentliche Grundlage für ein florierendes Wagniskapital-Ökosystem darstellen.

Wagniskapital spielt eine entscheidende Rolle bei der Förderung von Innovationen, insbesondere in Ländern mit hoch entwickelten Volkswirtschaften, in denen es entscheidend für ihr Wachstum ist, die Kontrolle über die Innovationsgrenze bei Schlüsseltechnologien zu behalten. Die derzeitige Landschaft der Wagniskapitalbranche ist sowohl finanziell auf große Fonds als auch geografisch auf die USA konzentriert. Dieses Ungleichgewicht führt dazu, dass innovative Unternehmen in erheblichem Umfang von der EU in die USA umsiedeln. Von zehn Übernahmen europäischer Start-ups werden neun von amerikanischen Käufern getätigt (CAE, 2016), was eine erhebliche Herausforderung für das Wachstum und die Souveränität Europas darstellt.

Die Unterentwicklung der europäischen Wagniskapitalbranche kann auf mehrere Faktoren zurückgeführt werden. Den Kapitalmärkten fehlt es an Tiefe, und die Beteiligung institutioneller Anleger in diesen Segmenten ist gering. In Europa gibt es zu wenige Pensionsfonds mit langfristigem Anlagehorizont, die in den USA eine entscheidende Rolle bei der Finanzierung von Start-ups spielen. Europäische institutionelle Anleger bevorzugen liquide und sichere Anlagen gegenüber Start-ups, um die Nachfrage der Haushalte nach garantierten Renditen zu

[↪ ABBILDUNG 5](#)

Korrelation zwischen risikoreichen Vermögenswerten und Rückstellungen für nicht garantierte Lebensversicherungen in den Bilanzen der Versicherungsunternehmen¹



1 – Für 2022Q4. 2 – Anteil der versicherungstechnischen Rückstellungen der index- und fondsgebundenen Lebensversicherung an den gesamten Verbindlichkeiten. 3 – Risikoreiche Vermögenswerte, definiert als Aktien, Hedge-Fonds und Private-Equity-Fonds.

befriedigen. Darüber hinaus wird der Mangel an Seriengründerinnen und -gründern oft als eine große Hürde für die EU-Wagniskapitalbranche genannt, um in Bezug auf die Leistung mit den USA gleichzusetzen (Axelson und Martinovic, 2016; EIF, 2023). In den USA reinvestieren erfolgreiche Unternehmerinnen und Unternehmer ihre Gewinne in andere Unternehmen, stellen also Startkapital und unternehmerisches Know-how bereit und erzeugen so einen Multiplikatoreffekt. In Europa ist dies weniger zu beobachten, da erfolgreiche Unternehmerinnen und Unternehmer ins Ausland abwandern.

Während die Frühphasenfinanzierung in den letzten Jahren deutlich gewachsen ist, behindert die schwache Spätphasenfinanzierung nach wie vor die Fähigkeit von Unternehmen, sich effektiv zu vergrößern. Hier können öffentliche Ko-Investitionen in Fonds (als Limited Partners) eine wichtige Unterstützung bieten und dazu beitragen, Marktversagen zu beheben, zumal Europa immer noch versucht, eine Ökosystemdynamik zu initiieren. Dazu gehören z. B. positive externe Effekte von Innovationen, die prozyklische Natur der privaten

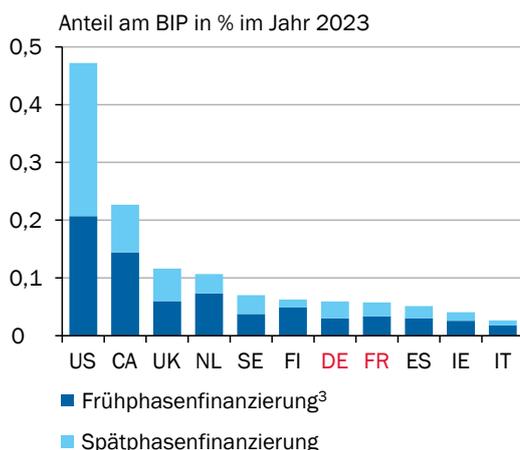
Finanzierung und die Schwierigkeit für den privaten Sektor, besonders riskante Segmente zu finanzieren.

Solche staatlich unterstützten Initiativen bergen jedoch erhebliche Risiken, wenn sie über den Bereich der Investitionen als Kommanditisten (Limited Partner) hinausgehen. Staatlich unterstützte Investmentgesellschaften verfügen nicht über das spezifische Fachwissen für Direktinvestitionen, um zukünftige Sektoren und Unternehmen zu identifizieren. Sie sind nicht automatisch besser und wahrscheinlich schlechter darin, „Gewinner“ auszuwählen, als der private Sektor. Darüber hinaus können direkte öffentliche Investitionen private Akteure verdrängen, die unter anderen Rentabilitäts- und Kapitalbeschaffungszielen konkurrieren. Ein weiteres Risiko von Direktinvestitionen besteht darin, dass Lobbygruppen politische Entscheidungen beeinflussen, und dass Politikerinnen und Politiker versucht sein könnten, diese Entscheidungen für Wahlzwecke zu nutzen. Zudem ist es in der Regel schwierig, öffentliche Initiativen, die einmal eingeleitet wurden, auch

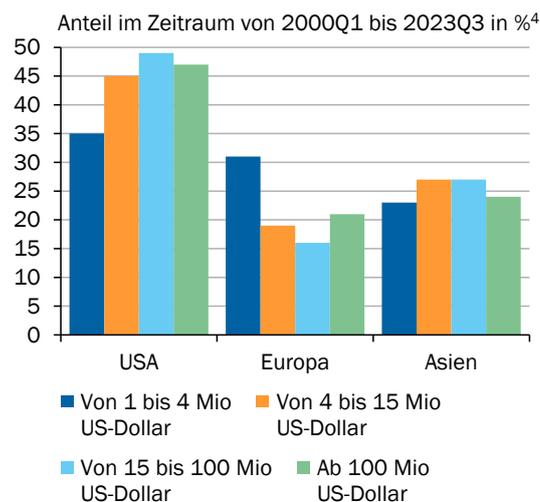
▾ ABBILDUNG 6

Die Wagniskapitalfinanzierung¹ hinkt in Europa immer noch stark hinterher, insbesondere bei der Finanzierung in der Spätphase

Wagniskapitalfinanzierung in Nordamerika stärker ausgeprägt als in Europa²



Europäische Unternehmen realisieren vergleichsweise selten große Finanzierungsrunden



1 – Wagniskapital-Transaktionen sind private Beteiligungen und deshalb nach außen grundsätzlich eher intransparent. Für eine Diskussion möglicher fehlender Datenpunkte siehe Metzger (2020). 2 – US-USA, CA-Kanada, UK-Vereinigtes Königreich, NL-Niederlande, SE-Schweden, FI-Finnland, DE-Deutschland, FR-Frankreich, ES-Spanien, IE-Irland, IT-Italien. 3 – Einschließlich Seed-Phase, Start-up-Phase und Frühphase. 4 – Anteil globaler Dealvolumen im Zeitraum nach Zielregion. Differenz zu 100 % verteilt sich auf den Rest der Welt.

Quellen: Dealroom.co (2023), OECD

© Sachverständigenrat | 24-172-01

wieder zu beenden. Schließlich kann eine starke Beteiligung des öffentlichen Sektors von ausländischen Investoren als negativ empfunden werden, wenn sie den staatlich unterstützten Fonds als „starken Arm“ der Regierung sehen. Diese Faktoren tragen dazu bei, dass der langfristige Erfolg industriepolitischer Maßnahmen uneindeutig ist (CAE, 2016).

Stattdessen ist es wichtig, auf Initiativen aufzubauen, die sich bei der Ankurbelung eines Wagniskapital-Ökosystems bewährt haben. Dazu gehört das israelische Yozma-Programm (Avnimelech et al., 2004; Wonglimpiyarat, 2016). Im Rahmen dieses Programms wurden öffentliche Mittel erfolgreich eingesetzt, um private Investitionen anzuziehen. Für einen typischen Wagniskapitalfonds in Höhe von 20 Mio. USD würde die Regierung 8 Mio. USD beisteuern. Darüber hinaus beinhaltete das Programm eine Rückkaufoption, die es den Investoren ermöglichte, den Anteil der Regierung innerhalb von fünf Jahren zum Anfangswert zuzüglich eines festgelegten Zinssatzes von 5 bis 7 % zurückzukaufen. Zu den wichtigsten Merkmalen des Yozma-Programms gehörte die Konzentration auf die Gewinnung

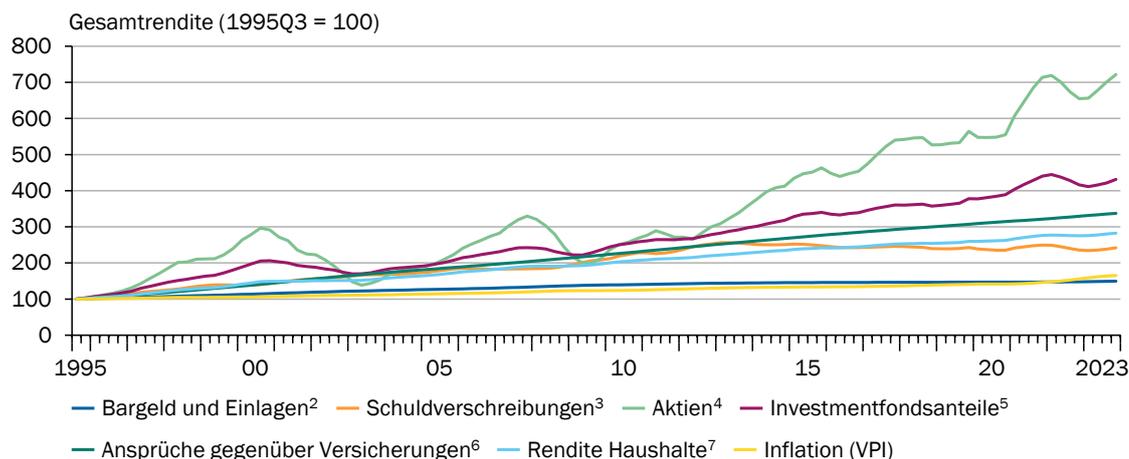
ausländischer Investoren, anstatt sich nur auf einheimische Geldgeber zu verlassen. Diese Strategie zielte darauf ab, israelischen Unternehmern internationales Investitions-Know-how und ein globales Netzwerk von Kontakten zur Verfügung zu stellen. Außerdem wurde das Programm mit einem einfachen Verwaltungsprozess ausgestattet, um umständliche Verfahren und Berichtspflichten zu vermeiden.

Um die Entwicklung des EU-Wagniskapitalmarktes zu fördern, sind konzertierte Anstrengungen sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene erforderlich – insbesondere im Hinblick auf die Spätphasenfinanzierung. Diese Initiativen sollten sich auf die Mobilisierung von Ressourcen durch Institutionen wie den Europäischen Investitionsfonds (EIF) und die European Tech Champions Initiative (ETCI) konzentrieren. Diese Einrichtungen spielen eine zentrale Rolle bei der Unterstützung von Scale-ups im Technologiesektor und stehen im Einklang mit den umfassenderen EU-Zielen der Förderung von Innovation und Wirtschaftswachstum.

Darüber hinaus ist die Verbesserung der Governance und der Effizienz der öffentlichen Inter-

▸ ABBILDUNG 7

Renditen nach Anlageformen¹ in Deutschland: Aktien weisen mittel- bis langfristig die höchsten Renditen auf



1 – Schätzungen der Deutschen Bundesbank zu Renditen der wesentlichen von privaten Haushalten gehaltenen Anlageformen in Deutschland. Siehe Deutsche Bundesbank (2015) für die Details. 2 – Basierend auf den harmonisierten MFI-Zinsstatistiken. 3 – Geschätzte durchschnittliche Ex-post Rendite von Schuldverschreibungen im Besitz privater Haushalte nach Emittentensektoren. 4 – Geschätzte Ex-post Gesamtrendite basierend auf etablierten in- und ausländischen Aktienindizes. 5 – Schätzung basierend auf der Preisentwicklung aller meldepflichtigen Publikumsfonds in Deutschland. 6 – Schätzung anhand der von Assekurata ermittelten laufenden Verzinsung von Lebensversicherungen. 7 – Renditen sind gewichtet mit den Anteilen der Anlageformen am Geldvermögen deutscher Haushalte.

Quellen: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 24-165-01

vention von wesentlicher Bedeutung. Die Betonung von indirekten Investitionen über Fonds (Limited Partner) anstelle von Direktinvestitionen ermöglicht eine größere Flexibilität und ein besseres Risikomanagement. Dieser Ansatz diversifiziert nicht nur das Portfolio der geförderten Projekte, sondern stellt auch sicher, dass die Investitionen durch das Fachwissen und die Marktkenntnisse erfahrener Fondsmanagerinnen und Fondsmanager geleitet werden.

Mit diesen Maßnahmen kann die EU die Beteiligung des Privatsektors an der Wagniskapitalfinanzierung fördern und ein Umfeld für die Förderung von Technologieunternehmen mit hohem Potenzial schaffen. Ein solcher koordinierter Ansatz ist entscheidend für die Positionierung Europas als führende Region in den Bereichen Innovation und Unternehmertum.

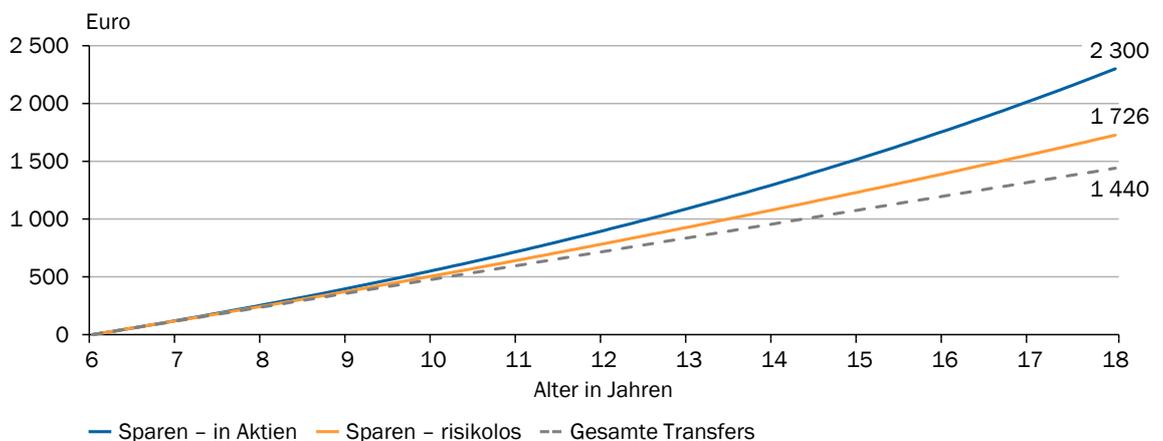
Vertrauen stärken und die Kapitalmarkt-beteiligung der privaten Haushalte erhöhen

Die Ersparnisse der Haushalte in der EU liegen trotz der niedrigen Renditen weitgehend in Bankeinlagen. Im Jahr 2022 hielten die deutschen Haushalte 42,8 % ihrer finanziellen Vermögenswerten in Form von Bargeld und Bankeinlagen, verglichen mit 31,3 % in Frankreich und 33,9 % in der Europäischen Union. Anlagen in Aktien und

anderen Anteilsrechten machen in beiden Staaten einen wesentlich geringeren Anteil am Gesamtbestand aus. Die Renditen von Anlagen in festverzinslichen Vermögenswerten, einschließlich Versicherungsprodukten oder Schuldverschreibungen, waren unter Berücksichtigung der Inflationsraten in den letzten 30 Jahren wesentlich niedriger als bei Portfolios, die in Aktien investieren. Berechnungen der Bundesbank zeigen beispielsweise, dass eine Aktienanlage deutscher Haushalte von 100 Euro im Jahr 1995 einen Wert von 710 Euro im Jahr 2023 gehabt hätte, verglichen mit 148 Euro, wenn sie in Bankeinlagen (einschließlich Bargeld) gehalten worden wären. [ABBILDUNG 7](#) Über die letzten 150 Jahre hinweg lagen die durchschnittlichen jährlichen nominalen Renditen von Aktien bei über 10 % und damit auf dem gleichen Niveau wie bei Wohnimmobilien (Jordà et al., 2019), jedoch bei höherer Volatilität. Bei Investitionen in Wohnimmobilien ist eine Diversifizierung jedoch wesentlich schwieriger. Dennoch ist die Aktienmarkt-beteiligung aller Haushalte sowohl in Frankreich als auch in Deutschland mit geschätzten 17 % (AMF, 2022) und 18 % (Deutsches Aktieninstitut, 2023) nach wie vor gering.

Um die Beteiligung am Kapitalmarkt zu erhöhen und Vertrauen in die Kapitalmärkte zu schaffen, schlagen die Autorinnen und Autoren die Einführung von EU-finanzierten Anlagekonten für Kinder

[ABBILDUNG 8](#)
Gesamtersparnisse¹ sind im Durchschnitt ein Drittel höher, wenn der Fonds in Aktien statt in risikolose Anlagen investiert



1 - Angenommene annualisierte Rendite von 7,6 % bei einer Anlage zu 100 % in globale Aktien und einer angenommenen Rendite von 3 % bei einer risikolosen Anlage, basierend auf den Analysen von Bucher-Koenen et al. (2019).
2 - Transfers betragen 10 Euro pro Monat im Alter von 6 bis 18 Jahren.

vor. [▸ ABBILDUNG 8](#) Durch die automatische Einzahlung von z. B. 10 Euro pro Monat und Kind im Alter von 6 bis 18 Jahren in Form eines Fondsanteils könnten Kinder lernen, langfristig zu investieren. Sie würden verschiedene Finanzzyklen erleben und das langfristig niedrige Risiko und die hohen Renditen einer Anlage in Aktien verstehen. Den Eltern kann die Möglichkeit gegeben werden, den Sparbetrag z. B. aus ihren Familienleistungen (z. B. Kindergeld in Deutschland) zu ergänzen. Ein ähnliches System wurde im Jahr 2017 in Israel erfolgreich eingeführt. Diese Maßnahme kann auf lange Sicht zu einer Änderung des Sparverhaltens führen.

Es ist von entscheidender Bedeutung, einen kostengünstigen und breit gestreuten Aktienfonds als obligatorisches oder zumindest standardmäßiges Anlageprodukt zu wählen. Die Eltern könnten die

Möglichkeit haben, einen Investmentfonds auf der Grundlage verschiedener Rendite-Kategorien mit unterschiedlichen Aktienanteilen (z. B. 50 %, 80 % oder 100 %) zu wählen. Die Erfahrung aus anderen Ländern zeigt allerdings, dass diese Wahlmöglichkeiten eher die finanziell besser gebildeten Haushalte begünstigen. Diese wählen häufiger den höheren Anteil, da sie den Diversifizierungsmechanismus verstehen. Zu den Anlageoptionen sollten keine Bankspar- oder Versicherungsprodukte gehören. Als Vorbild für die Auswahl geeigneter Fonds könnte die schwedische Fund Selection Agency dienen, die für das schwedische Premium-Renten-System Investmentfonds mit sehr niedrigen Verwaltungsgebühren beschafft. Die Kinder könnten dann auf die Fonds zugreifen, sobald sie 18 Jahre alt sind, oder das Anlagekonto weiterhin für langfristige Ersparnisse nutzen.

Literatur

- AMF (2022), Spar- und Investitionsbarometer, Autorité des Marchés Financiers, Dezember.
- Avnimelech, G., M. Kenney und M. Teubal (2004), Building Venture Capital Industries: Understanding the U.S. and Israeli experiences, BRIE Working Paper 160, Berkeley Roundtable on the International Economy, University of California, Berkeley, CA.
- Axelsson, U. und M. Martinovic (2016), European venture capital: myths and facts.
- Beck, T., R. Döttling, T. Lambert und M. Van Dijk (2023), Liquiditätsschöpfung, Investitionen und Wachstum, *Journal of Economic Growth* 28 (2), 297-336.
- Beshears, J., J.J. Choi, D. Laibson und B.C. Madrian (2006), The importance of default options for retirement saving outcomes: Evidence from the United States, NBER Working Paper 12009, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Bucher-Koenen, T., J. Riedler und M. Weber (2019), Kapitalanlage eines staatlich organisierten Altersvorsorgefonds, ZEW Gutachten für den Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv), ZEW - Leibniz Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim.
- CAE (2016), Renforcer le capital-risque français, Les notes du conseil d'analyse économique 33, Paris, Juli.
- Department for Work & Pensions UK (2020), Workplace pension participation and savings trends of eligible employees: 2009 to 2020, <https://www.gov.uk/government/statistics/workplace-pension-participation-and-savings-trends-2009-to-2020/workplace-pension-participation-and-savings-trends-of-eligible-employees-2009-to-2020>, abgerufen am 5.4.2023.
- Deutsche Bundesbank (2015), Das Spar- und Investitionsverhalten der deutschen Haushalte vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds, Monatsbericht, Deutsche Bundesbank, Frankfurt, Oktober.
- Deutsches Aktieninstitut (2023), Deutschland kann Aktie! Trotz Rekordniveau muss die Politik jetzt liefern, Studie Aktionärszahlen 2022, Frankfurt am Main.
- DG Trésor (2024), Developing European Capital Markets to Finance the Future, Direction générale du Trésor, 25. April.
- EIF (2023), EIF Venture Capital Survey 2023 : Market sentiment, scale-up financing and human capital, EIF working paper 2023/23, European Investment Fund, 12. Oktober.
- Europäische Kommission (2024), Wirtschaftsprognose Frühjahr 2024: Eine allmähliche Expansion inmitten hoher geopolitischer Risiken, Wirtschaftsprognose, Europäische Kommission, Mai.
- Gompers, P. und J. Lerner (2001), The venture capital revolution, *Journal of Economic Perspectives* 15 (2), 145-168.
- Gompers, P. und J. Lerner (1999), What drives venture capital fundraising?, NBER Working Paper 6906, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- van Hoenselaar, F., B. Cournède, F. De Pace und V. Ziemann (2021), Mortgage finance across OECD countries.
- Jordà, Ò., K. Knoll, D. Kuvshinov, M. Schularick und A.M. Taylor (2019), The rate of return on everything, 1870-2015, *Quarterly Journal of Economics* 134 (3), 1225-1298.
- Levine, R., C. Lin und W. Xie (2016), Spare tire? Stock markets, banking crises, and economic recoveries, *Journal of Financial Economics* 120 (1), 81-101.
- Levitin, A.J. (2023), Report on the institutional and regulatory differences between the American and European securitization markets, Expertise für den Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Arbeitspapier 03/2023, Wiesbaden.
- Metzger, G. (2020), KfW Venture Capital Studie 2020: VC-Markt in Deutschland: Reif für den nächsten Entwicklungsschritt, KfW Bankengruppe, Frankfurt am Main.
- Mitchell, O.S. und S.P. Utkus (Hrsg.) (2004), Pension design and structure: new lessons from behavioral finance, Oxford University Press.
- Nadauld, T.D. und M.S. Weisbach (2012), Did securitization affect the cost of corporate debt?, *Journal of Financial Economics* 105 (2), 332-352.
- Nöh, L., C. Schaffranka und M. Werding (2024), Ergänzende Kapitaldeckung der Altersvorsorge: Gründe, Gestaltungsoptionen und Auswirkungen, Perspektiven der Wirtschaftspolitik 25 (1), 28-44.

OECD (2022), Strengthening asset-backed pension systems in a post-COVID world, OECD Publishing, Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, Paris.

Wonglimpiyarat, J. (2016), Exploring strategic venture capital financing with Silicon Valley style, Technological Forecasting and Social Change 102, 80-89.

Impressum

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung
c/o Statistisches Bundesamt
65180 Wiesbaden
Tel.: 0049 611 / 75 2390
E-Mail: info@svr-wirtschaft.de
Internet: www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de

Erschienen im Juli 2024

Abgeschlossen am 10. Juli 2024, 12:00 Uhr

© Sachverständigenrat