

## Gemeinsame Erklärung

Mai 2024

# Stärkung der EU-Kapitalmärkte

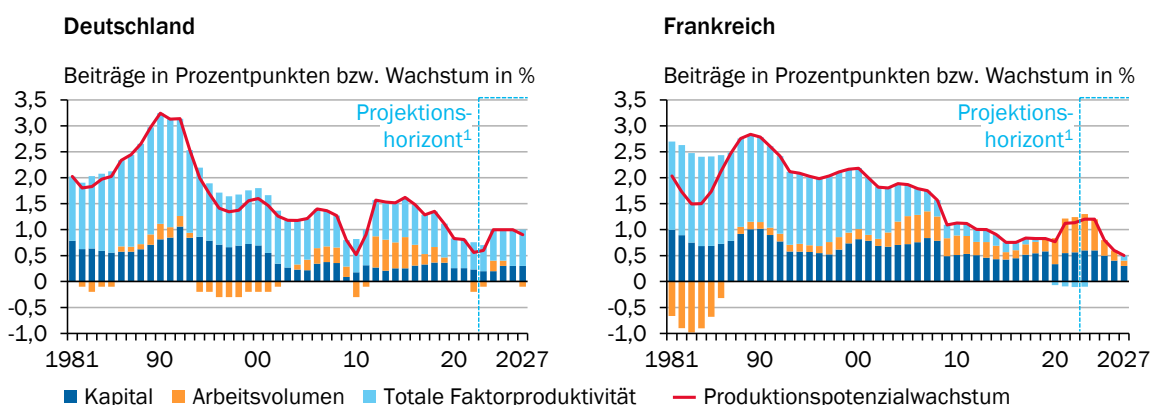
Camille Landais, Nicolas Véron, David Sraer, Monika Schnitzer, Ulrike Malmendier

Wie die meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften leiden die EU und ihre Mitgliedsstaaten unter einem langfristigen Rückgang des Wachstumspotenzials. Neue Chancen wie die grüne Transformation oder der Aufstieg der künstlichen Intelligenz entstehen. Die Fähigkeit, die Investitionen zu finanzieren und von diesen Chancen zu profitieren, ist nach wie vor ungewiss. Jüngste Krisen, wie die Finanzkrise oder die Euro-Staatsschuldenkrise Mitte der 2010er Jahre, haben auch die mangelnde Widerstandsfähigkeit unserer Volkswirtschaften gegenüber finanziellen Schocks deutlich gemacht. Wir müssen einen stärkeren, tieferen Kapitalmarkt aufbauen, um diesen Herausforderungen zu begegnen. Mit anderen Worten, die Zeit für eine Kapitalmarktunion ist jetzt gekommen.

Tiefe und liquide Kapitalmärkte sind eine wesentliche Voraussetzung für langfristiges Wachstum. Sie tragen zur Reallokation von Kapital an die produktivsten und innovativsten Unternehmen bei. Die markt-basierte Finanzierung fördert Investitionen in neue, riskante Technologien sowie in Forschung und Entwicklung. Die europäische Finanzarchitektur ist jedoch immer noch zu sehr auf Banken ausgerichtet, und die Finanzströme sind nach wie vor hauptsächlich national. Vor zehn Jahren gab es einen starken Vorstoß für eine Kapitalmarktunion (CMU), allerdings mit begrenzten Fortschritten. Wir denken, dass es jetzt an der Zeit ist, die aktuelle Dynamik zu nutzen, um das Potenzial der Kapitalmarktunion auszu-schöpfen.

Nach den Prognosen der Europäischen Kommission wird das potenzielle Produktionswachstum in diesem Jahrzehnt in fast allen fortgeschrittenen Volkswirtschaften der EU hinter den historischen Trends zurückbleiben. Insbesondere die demografische Alterung wird in den kommenden Jahren das Arbeitskräfteangebot verknappten und damit das Wachstum in Deutschland und mit einiger Verzögerung auch in Frankreich dämpfen. Darüber hinaus sind die rückläufigen Wachstumsbeiträge der totalen Faktorproduktivität (TFP) besonders besorgniserregend, da sie auf eine Verlangsamung des technologischen Fortschritts und der Reallokation von Inputfaktoren hin zu produktiven Unternehmen hinweisen. So wird

### Geringes Potenzialwachstum in Deutschland und Frankreich



1 – Ab dem Jahr 2023 Projektion der Europäischen Kommission.

Quelle: Europäische Kommission

© Sachverständigenrat | 23-458-01

beispielsweise für Frankreich prognostiziert, dass der Beitrag der TFP zum Wachstum bis 2027 auf Null sinken wird, während er in den Vereinigten Staaten 0,5 bis 0,7 Prozentpunkte pro Jahr beträgt.

Wir schlagen fünf politische Maßnahmen für eine wachstumsorientierte Agenda der Kapitalmarktunion vor.

1. Die Vereinfachung der Bewertung ausländischer Vermögenswerte würde grenzüberschreitende Investitionsmöglichkeiten verbessern. Die Insolvenzordnungen der einzelnen EU-Länder sind sehr unterschiedlich, was die Bewertung des Liquidationswerts bei grenzüberschreitenden Investitionen erschwert. Die Verbesserung und Harmonisierung der nationalen Insolvenzregelungen in Europa dient mehreren Zwecken: der Kostensenkung, einer besseren Reallokation der Ressourcen auf 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, indem größere Fonds mit Sitz in der EU eingerichtet werden, die grenzüberschreitend investieren. Darüber hinaus kann sie die paneuropäische Verbriefung erleichtern, wovon kleinere Länder mit kleineren Vermögenspools profitieren.

Das Fehlen einer standardisierten Finanzberichterstattung in den EU-Mitgliedstaaten macht es für Investoreninnen und Investoren schwierig, vergleichbare Indikatoren zu erstellen und private Vermögenswerte auf ausländischen Märkten zu bewerten. Dies betrifft vor allem größere KMU, für die eine Marktfinanzierung eine attraktive Finanzierungsquelle wäre. Die Ausweitung der bestehenden ESAP-Initiative (European Single Access Point) auf Privatunternehmen würde die Transparenz erhöhen und den Zugang vereinfachen. Die EU-Mitgliedstaaten müssten die Berichtsanforderungen für Privatunternehmen harmonisieren.

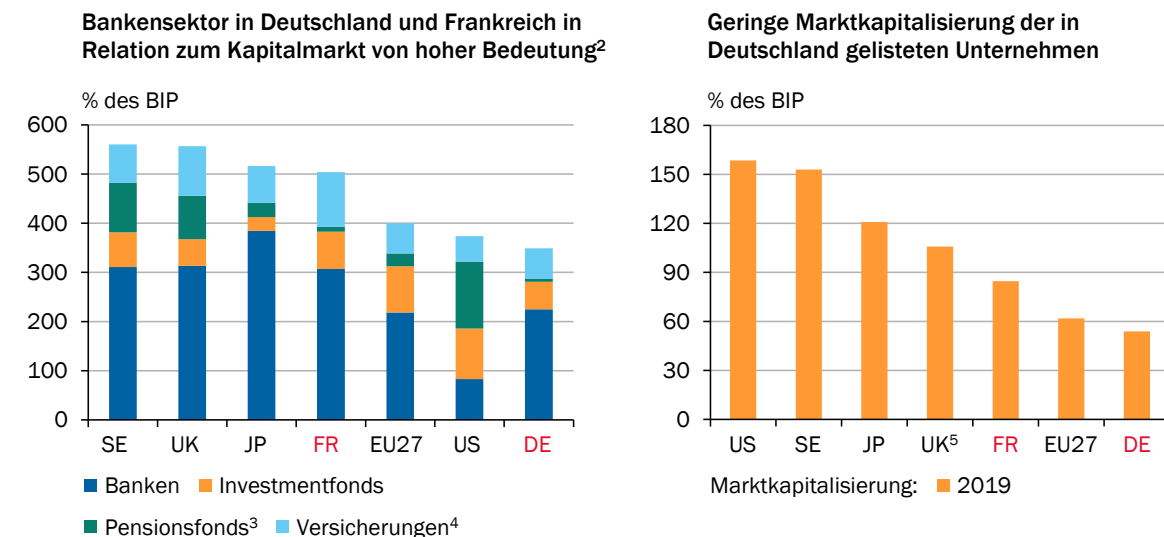
2. Die EU sollte ihre aufsichtsrechtliche Effizienz erhöhen und durch die Stärkung und Reform der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) eine stärkere Marktintegration begünstigen. Die aufsichtsrechtliche Fragmentierung entlang nationaler Grenzen hat sich als ein größeres Hemmnis für die Integration der EU-Kapitalmärkte erwiesen als die verbleibenden regulatorischen Unterschiede. In diesem Bereich können realistischerweise transformative Fortschritte erzielt werden, um die nächsten Schritte hin zu einer echten Kapitalmarktunion zu beschleunigen. Eine reformierte ESMA könnte einen kompakten Exekutivrat mit Entscheidungsbefugnis und eine Finanzierung durch eine Abgabe auf die beaufsichtigten Unternehmen und Marktsegmente beinhalten. Das erweiterte Mandat sollte die Beaufsichtigung von Finanzmarktinfrastrukturen umfassen, die auf EU-Ebene von entscheidender Bedeutung sind, wie z. B. zentrale Gegenparteien (CCPs) und Wertpapierverwahrungsstellen, sowie möglicherweise Börsen, bedeutende Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und die Durchsetzung der Finanz- und Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen. Je nach den spezifischen Mandaten sollte die ESMA die alleinige Aufsicht ausüben (wie bereits z. B. für Ratingagenturen) oder als Entscheidungszentrum für Aufgaben fungieren, die mit nationalen Behörden geteilt werden.

Ein Organisationskonzept mit mehreren Standorten und ESMA-Büros in den wichtigsten Finanzzentren der EU, von denen einige eine EU-weite Führungsrolle bei spezifischen ESMA-Mandaten übernehmen könnten, würde die ESMA näher an die Marktteilnehmer heranbringen und gleichzeitig die Vorteile der aufsichtlichen Integration nutzen. Dies könnte auch dazu beitragen, Befürchtungen zu zerstreuen, dass eine stärkere ESMA Paris zu einem komparativen Vorteil als Finanzzentrum verhelfen würde.

3. Die Haushalte in der EU haben ihre Ersparnisse in Bankeinlagen angelegt, obwohl die Renditen im Laufe der Zeit niedrig waren. Um die Beteiligung am Kapitalmarkt zu erhöhen und das Ver-

trauen in die Kapitalmärkte zu stärken, schlagen wir die Einführung von EU-finanzierten Anlagekonten für Kinder vor. Durch die automatische Einzahlung von z. B. 10 € pro Monat und Kind im Alter von 6 bis 18 Jahren in Form eines Fondsanteils können Kinder lernen, langfristig zu investieren. Sie würden verschiedene Finanzzyklen erleben und das langfristig niedrige Risiko und die hohen Renditen einer Anlage in Aktien verstehen können. Die Eltern können die Möglichkeit erhalten, den Sparbetrag z. B. mit dem monatlichen Kindergeld aufzustocken. Ein ähnliches Programm wurde 2017 in Israel erfolgreich eingeführt.

## Frankreich und Deutschland haben kleine Kapital- und große Bankenmärkte<sup>1</sup>

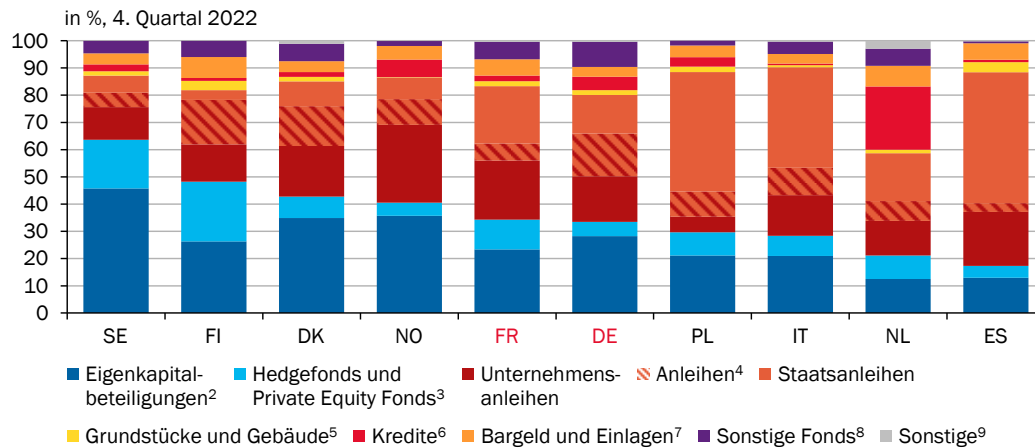


1 – DE-Deutschland, EU27-Europäische Union, FR-Frankreich, JP-Japan, SE-Schweden, UK-Vereinigtes Königreich, US-USA.  
 2 – Jeweils Vermögenswerte im Verhältnis zum BIP. Durchschnittswerte der Jahre 2010 bis 2020. 3 – EU27: Ohne Werte für Zypern. 4 – EU27: Ohne Werte für Luxemburg. 5 – Daten für das Jahr 2018 statt 2019.

Quellen: BoJ, CEIC, EZB, Fed, Weltbank, eigene Berechnungen  
 © Sachverständigenrat | 23-271-02

4. Institutionelle Anleger, wie Investmentfonds, Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds, sorgen in der Regel für Tiefe und Liquidität auf den Kapitalmärkten. Die privaten Pensionsfonds in Frankreich und Deutschland sind im Vergleich zu denen in Dänemark, den Niederlanden oder Schweden klein, was auf die großen Unterschiede in den Rentensystemen zurückzuführen ist. Versicherungsgesellschaften spielen aufgrund ihrer Größe eine wichtigere Rolle. Ihre Vermögensallokation ist im Vergleich zu anderen europäischen Ländern eher auf risikoarme Staatsanleihen ausgerichtet. Dies spiegelt teilweise ihr Produktangebot wider, wobei ein größerer Anteil der Gesamtverbindlichkeiten auf traditionelle Lebensversicherungsprodukte entfällt, die den Sparerinnen und Sparern Garantien bieten und die Anlagemöglichkeiten einschränken. Eine Stärkung der kapitalgedeckten Altersvorsorge ohne Garantien könnte dazu führen, dass mehr Kapital von institutionellen Anlegern eingesammelt und wiederum in die Aktienmärkte investiert wird. Die risikoaversen Anlageentscheidungen der Versicherer in einigen europäischen Ländern sind jedoch auch auf Unterschiede in der nationalen Aufsichtskultur und -praxis zurückzuführen, obwohl für alle Länder die gleichen Solvabilität-II-Vorschriften gelten. Dies wiederum könnte eine Vertiefung der europäischen Aufsicht durch eine Reform der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) motivieren.

**Die Vermögensallokation von Versicherungsunternehmen unterscheidet sich in den europäischen Ländern, für die dieselbe Solvabilität-II-Verordnung gilt, wobei viele von ihnen zu risikoarmen Anleihen tendieren<sup>1</sup>**



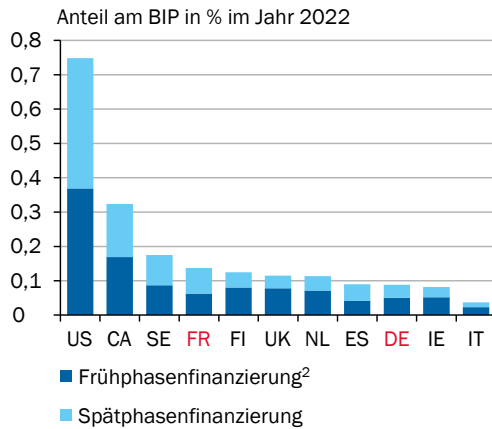
1 - SE-Schweden, NO-Norwegen, DK-Dänemark, DE-Deutschland, FI-Finnland, FR-Frankreich, PL-Polen, IT-Italien, ES-Spanien, NL-Niederlande. 2 - Einschließlich Aktienfonds. 3 - Einschließlich strukturierter Produkte, Asset-Allocation Fonds und alternativer Fonds. 4 - Nicht weiter aufgeschlüsselte Anleihefonds. 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

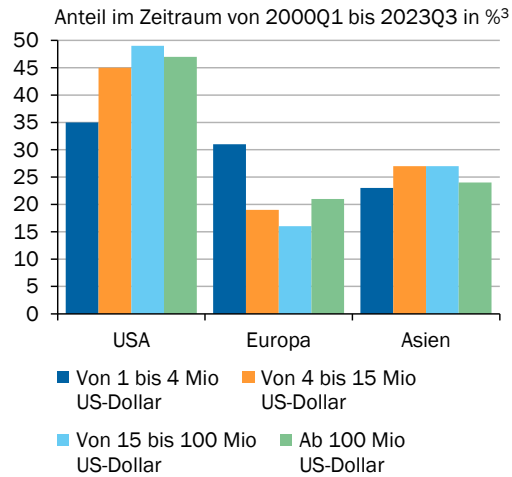
- Während das Volumen der Venture Capital (VC) Finanzierung für Start-ups zugenommen hat, fehlt es nach wie vor an großen institutionellen Anlegern, die sich an großvolumigen Finanzierungsrunden in der Spätphase beteiligen können. Untersuchungen haben einen positiven Zusammenhang zwischen öffentlicher und privater Finanzierung von Start-ups in der Frühphase gezeigt. Eine verstärkte staatliche Kofinanzierung kann dazu beitragen, diesen Markt weiter zu entwickeln. Dies kann erreicht werden, indem dem Europäischen Investitionsfonds (EIF) zusätzliche Mittel zugeführt werden. Eine solche paneuropäische Initiative könnte Mittel aus mehreren Mitgliedstaaten bündeln, um großvolumige Finanzierungsrunden für wachstumsorientierte Start-ups durch europäische Investmentfonds zu stärken. In Bezug auf die Governance sollten indirekte Investitionen über Fonds gegenüber direkten Investitionen bevorzugt werden.

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

### Wagniskapitalfinanzierung in Nordamerika stärker ausgeprägt als in Europa<sup>1</sup>



### Europäische Unternehmen realisieren vergleichsweise selten große Finanzierungsrunden



1 – US-USA, CA-Kanada, SE-Schweden, FR-Frankreich, FI-Finnland, UK-Vereinigtes Königreich, NL-Niederlande, ES-Spanien, DE-Deutschland, IE-Irland, IT-Italien. 2 – Einschließlich Seed-Phase, Start-up-Phase und Frühphase.

3 – Anteil globaler Dealvolumen im Zeitraum nach Zielregion. Differenz zu 100 % verteilt sich auf den Rest der Welt.

Quellen: Dealroom.co (2023), OECD  
© Sachverständigenrat | 23-335-02