

Brüssel, Wien, im November 2020

Die EU arbeitet an einer Kapitalmarktunion für Europa. Was sind die Ziele, innerhalb welcher Frist soll dieses Projekt umgesetzt werden und was könnte der Nutzen eines einheitlichen Kapitalmarktes für den Wirtschaftsstandort Europa sein?

Die Idee einer Kapitalmarktunion ist als politische Zielstellung schon über ein Jahrzehnt alt und konzeptionell, wenn man so will, die konsequente Fortsetzung der Idee eines gemeinsamen europäischen Binnenmarktes über den freien Waren- und Dienstleistungsverkehr hinaus. Im Mittelpunkt der Kapitalmarktunion stand und steht die Unternehmensfinanzierung. Traditionell wird dabei den EU-Unternehmen insgesamt eine vermeintlich ungesunde Schwäche dergestalt diagnostiziert, dass sie zu stark von der bankseitigen, sprich kreditbasierten Finanzierung abhängen. Verglichen vor allem mit den Vereinigten Staaten sei ihre Bilanzstruktur zu wenig auf den Kapitalmarkt, also das Einwerben von Eigenkapital, ausgerichtet.

Will man die Rahmenbedingungen für die Aufnahme von Eigenkapital oder deutlicher, Risikokapital verbessern, muss man sich fragen, warum die Dinge in der EU letztlich so liegen, wie sie sind. Es geht bei jeder Investition letztlich um Vertrauen – ein Vertrauen auf eine solide Wahrscheinlichkeit, dass sich die investierten Mittel amortisieren. Dies gilt natürlich auch für die kreditmittelgebundene Finanzierung, aber es gilt eben insbesondere für die Bereitschaft, Eigenkapital in ein Unternehmen zu investieren, das anders als der Kredit nicht mit Sicherheiten versehen ist. Soweit nun ein Unternehmen Eigenkapital grenzüberschreitend mobilisieren/einwerben will, werden die Barrieren innerhalb der EU schnell offensichtlich. Die wesentlichen Hemmnisse sind nach wie vor die unterschiedliche nationale Steuergesetzgebung und das Fehlen eines einheitlichen EU-Insolvenzrechtes. Beides erschwert, neben den natürlichen Sprachbarrieren in Europa, fundamental die Risikoabschätzung für eine grenzüberschreitende Investition und damit die Allokation von Kapital insgesamt auch und gerade im Vergleich mit dem US-amerikanischen Markt.

Das Projekt der EU-Kapitalmarktunion wird die beiden gerade angesprochenen Hauptprobleme nicht fundamental lösen. So berührt zum Beispiel der Streit um die Schaffung einer einheitlichen Basis für die Unternehmensbesteuerung die nationale Kernkompetenzen eines jeden souveränen Staates und schwelt daher schon seit Jahrzehnten ohne Aussicht auf eine Lösung.

Die Idee einer Kapitalmarktunion ist aber deswegen nicht etwa fehlkonzipiert oder nutzlos. Im Gegenteil ist das Projekt eine sehr sichtbare Plattform für ein stetig angereichertes Kaleidoskop verschiedenster kleiner und größerer Maßnahmen, die dort ansetzen, wo sich politische und rechtliche Gestaltungsmöglichkeiten bieten. (Beispiele sind die Prospektrechtvereinheitlichung für Wertpapiere, die neue EU-Taxonomie für Finanzprodukte, die sich auf Nachhaltigkeitskriterien im Umweltbereich beziehen, standardisierte Verbraucherinformationen zu einzelnen Produktklassen etc.).

Die grundlegende Ambition des Projektes, das mittlerweile auch recht bekannt ist, dient immer wieder dazu, neue europäische und nationale Maßnahmen in anderen Bereichen als dem Finanzsektor auf ihre mögliche Fehlwirkung (im Sinne einer abschreckenden Wirkung auf ausländische Investoren aus anderen EU-Ländern) hin zu prüfen. Beispiele wären politische Entscheidungen in traditionell staatsnahen Industriebereichen wie den Transport-

und Energiesektoren, aber eben auch Verbraucherschutz- und Umweltstandards, sowie ganz allgemein Entscheidungen über sektorielle Staatsbeihilfen, so wie sie auch in der derzeitigen COVID-Krise wieder angedacht bzw. eingefordert werden. Wo immer der freie grenzüberschreitende Kapitalfluss insgesamt oder zugunsten bestimmter Kapitalgeber eingeschränkt wird, leidet im Grunde die Idee einer EU-Kapitalmarktunion mit gleichen Regeln und Zugangsrechten für alle. Dieser Blickwinkel ist in der tagespolitischen Debatte manchmal recht heilsam.

Ist die Durchführung eines solchen großen Projektes, das zum Teil auch in die Souveränität einzelner Staaten und auf jeden Fall in die Geschäfts- und Rechtskultur von Ländern eingreift, in unserer Zeit der Zersplitterung überhaupt realistisch?

Das Spannungsverhältnis zwischen europäischen Maßnahmen und nationaler Souveränität ist heute fast jedem Politikbereich gleichsam systemimmanent. Im Vergleich zu anderen Wirtschaftsbereichen, wie zum Beispiel dem Energiesektor, ist man beim Kapitalmarkt ja schon ein ganzes Stück weitergekommen. Grundsätzlich teilen die EU-Mitgliedstaaten wohl schon die Einsicht, dass der Abbau grenzüberschreitender Investitionshemmnisse in der EU ein gutes Ding sei. Die Grenze ist, wie erwähnt, immer noch dort, wo Grundfesten staatlicher Souveränität, wie die Steuerhoheit, berührt werden. Schaut man allerdings über die EU einmal hinaus, muss auch dies nicht notwendig ein ewiger Bremsklotz sein. Die kantonale Steuerhoheit der Schweiz zum Beispiel zeigt ja, dass unterschiedliche Steuern und gemeinsamer Markt sich nicht ausschließen.

Der Teufel steckt in der EU daher oft auch vielmehr in einem konkreten Detail. **In vielen Fällen geht es nämlich weniger um das Verständnis der einzelnen nationalen Regelungen, sondern um deren grenzübergreifende Anwendung, die ungeklärt ist.** Ein Beispiel aus einem der Kapitalmarktunion nahem Gebiet sind die nationalen Finanztransaktionssteuern, wie sie in vielen Ländern – wie in Frankreich und Italien zum Beispiel – bestehen. Das Verhältnis dieser Steuern untereinander, also ihre gegenseitige Anrechenbarkeit aus Sicht des Steuerpflichtigen bei grenzüberschreitenden Geschäften, ist meist völlig unklar.

Ein ähnliches Beispiel aus einem anderen Bereich sind die nationalen Umweltlabels für nachhaltige Finanzprodukte. Auch hier ist ungeklärt, ob Label verschiedener Märkte miteinander und dann auch, zusätzlich, mit dem kommenden EU ECOLABEL kompatibel sind. In vielen dieser Konfliktfälle könnte die Kapitalmarktunion idealerweise ansetzen und Rechtssicherheit (und damit Vertrauen), zum Beispiel durch Mindeststandards für die wechselseitige Anerkennung, bei grenzüberschreitenden Investitionen schaffen. Ein drittes Beispiel wäre die grenzübergreifende Anerkennung bestimmter Abschlüsse in der Berufsausbildung ausgewählter Marktakteure, wie z.B. unabhängiger Finanzberater, was wiederum einen Effekt auf den Bekanntheitsgrad von Finanzprodukten aus anderen Märkten haben könnte.

Um auf die Frage zurück zu kommen – unbeschadet des Streits um die Grenzen nationaler Souveränität gibt es also durchaus einen sehr sinnvollen Anwendungsbereich für die EU-Kapitalmarktunion, gerade im Spannungsfeld kollidierender bzw. dem ersten Anschein nach inkompatibler nationaler Regelungen oder Praktiken.

Daneben gibt es natürlich viele weitere Gebiete, auf denen die Kapitalmarktunion nützliche Impulse geben kann. Die zuletzt veröffentlichte Überarbeitung der Kapitalmarktunionkonzepts aus diesem Sommer ([Link](#)) enthält eine Vielzahl von Ideen, von denen einige sich zum Beispiel mit einer bessere Heranführung der Privatkunden an

Investitionen zur Altersvorsorge (auch und gerade in anderen EU-Märkten bzw. mit EU-weit vereinheitlichten Produktformaten) befassen. Das sind spannende Themen, bei denen es auch noch reichlich Diskussionsbedarf auch innerhalb der Finanzbranche gibt.

Das gleiche gilt für den Bereich der Kryptoassets, für deren Handel die EU-Kommission kürzlich einen Vorschlag zu einer der MIFID parallelen Regulierung gemacht hat. Dieser ging übrigens einher mit einem „Pilot Project“ für die Lizenzierung von Blockchain-basierter Finanzinfrastruktur, mit dem wir ebenfalls regulatorischen Neuland betreten.

Würde eine Kapitalmarktunion nicht die großen Kapitalmarktteilnehmer einflussreicher machen und die kleinen Player an den Rand drängen?

Ganz im Gegenteil. Kleinere Marktteilnehmer könnten in einer funktionierenden Kapitalmarktunion viel leichter solche Märkte für sich aufschließen, die ihrem Geschäftsmodell entsprechen und potenzielle Kapitalgeber mit der Erfolgsgeschichte in ihrem Heimatmarkt überzeugen. Die auf die Zertifikateindustrie spezialisierte Börse Stuttgart, die auch in Schweden mit der NGM sehr aktiv ist, ist da vielleicht ein solches Beispiel. Gleiches gilt natürlich für die starke Osteuropapräsenz der Wiener Börse, um einmal Finanzakteure außerhalb des Bankensektors zu nennen.

Welchen Vorteil hätten österreichische Unternehmen, Banken oder Anleger von einer Kapitalmarktunion (gerade angesichts der ausgeprägten KMU-Struktur Österreichs)?

Unternehmen suchen Kapital. Kapital sucht Ertrag. Österreichs Wirtschaft hat Anlegern, professionellen wie privaten, viel zu bieten. Eine große Zahl der österreichischen KMUs sind hochspezialisiert auf weltmarktfähige Nischenprodukte und gehören dort zur Marktzspitze. Diese Struktur ähnelt im Übrigen derer in den Regionen Süddeutschland und Norditalien. Interessanterweise hat 2016 eine Studie der EU-Kommission festgestellt, dass die Mehrzahl der in der EU hergestellten Industrieprodukte entweder im Heimatmarkt verkauft oder außerhalb der EU exportiert werden, was damals für breites Erstaunen sorgte. Sollte diese Studie auch für Österreich zutreffen, könnte man den Schluss ziehen, dass es noch „Luft nach oben“ für den Exportabsatz in der EU gibt. Eine Kapitalmarktunion, die zum Beispiel die Begleitung österreichischer Unternehmenstätigkeit über leichteren Zugang zu lokalem Kapital in bestimmten Zielmärkten fördert, könnte hier durchaus positive Impulse geben. Diese kämen letztlich auch heimischen Anlegern über Dividenden und derivative Finanzprodukte, wie Zertifikate, wieder zugute.

Welche Auswirkungen ergeben sich für den Zertifikatemarkt in Europa und in Österreich aufgrund der Vorarbeiten für die Kapitalmarktunion? Wann erwarten Sie ein erstes konkretes Teilergebnis?

Wie man aus den Vorschlägen der EU-Kommission sehen kann, gibt es an vielen Enden gute Ideen und teilweise auch schon sehr konkrete Planungen. Bei jeglichen Prognosen muss man immer auf die einzelne Maßnahme schauen. Im Moment stehen natürlich Themen im Vordergrund, die sich in die Überarbeitung der großen Regelwerke, wie z.B. der MIFID einfügen. Viele der Vorhaben dort sind auch für unsere Branche von großem Interesse. Nur um ein Beispiel zu nennen – wir verfolgen natürlich die Debatte um die Einführung einer neuen Kundenkategorie, die zwischen professionellem und privatem Einzelanleger angesiedelt ist, sehr genau. Gäbe es hier eine Neuerung, könnte diese durchaus den Kapitalmarkt EU attraktiver machen und Investitionen in ein breites Spektrum an Assets für eine Vielzahl bereits sehr aktiver Anleger erleichtern.
