

Stellungnahme



Stellungnahme des Deutschen Gewerkschaftsbundes
zum Grünbuch der EU-Kommission zur
Schaffung einer Kapitalmarktunion

COM (2015) 63 final

11.05.2015

Inhalt des Grünbuchs / Position der EU-Kommission

Im Zusammenhang mit ihrer Investitionsinitiative hat die EU-Kommission das Grünbuch zur Kapitalmarktunion vorgelegt, auf dessen Grundlage bis Mitte Mai 2015 eine Konsultation durchgeführt wird. Die Kommission legt in dem Grünbuch keine konkreten Handlungsvorschläge zur Umsetzung der Kapitalmarktunion vor. Vielmehr soll mit dem Konsultationsverfahren ein Dialog angestoßen werden, um gemeinsam Vor- und Nachteile, Anregungen, Kritik und Verbesserungsvorschläge zu evaluieren. Alle Bürger und Organisationen sind eingeladen, hierzu Stellung zu nehmen. Dieser Einladung kommen der DGB und seine Mitgliedsgewerkschaften gerne nach.

Die Europäische Kommission vertritt die Auffassung, dass ein Binnenmarkt für Kapitalmärkte geschaffen werden muss, um Investitionen langfristig zu steigern. Mit der Initiative für eine Kapitalmarktunion will die EU-Kommission nun das Angebot an Unternehmensfinanzierungen erweitern, Kapitalmarktfinanzierung insbesondere zugunsten von kleinen und mittleren Unternehmen (KMUs)¹ fördern und die Abhängigkeit von Bankenfinanzierung verringern.

Die externe Unternehmensfinanzierung erfolgt in Europa vor allem durch Bankkredite. Die EU-Kommission betrachtet die europäische kapitalmarktbasiertere Finanzierung im Vergleich zum US-amerikanischen Markt als unterentwickelt, stärker fragmentiert und vorwiegend national ausgerichtet. Die nationale Ausrichtung der Kapitalmärkte habe sich im Zuge und im Nachklang der Finanz- und Wirtschaftskrise gar noch verstärkt. Die Kommission vertritt die Auffassung, dass in den Jahren 2008 bis 2013 zusätzliche 90 Milliarden Euro für die Unternehmensfinanzierung hätten bereitgestellt werden können, wäre der europäische Kapitalmarkt ähnlich ausgeprägt wie in den USA gewesen. Mit der Kapitalmarktunion soll nun die traditionelle Unternehmensfinanzierung durch Bankkredite mit kapitalmarktbasiertere Unternehmensfinanzierungsquellen ergänzt werden. Zudem sollen dadurch mehr

Deutscher Gewerkschaftsbund

Abteilung Wirtschafts-, Finanz- und
Steuerpolitik

Robby Riedel
Referatsleiter Marktregulierung und
Verteilungspolitik

robby.riedel@dgb.de

Telefon: +49 (0) 30 240 60-302
Telefax: +49 (0) 30 240 60-218

Henriette-Herz-Platz 2
10178 Berlin

¹ Als KMUs gelten unter Definition der EU Unternehmen, die unter 250 Mitarbeiter beschäftigen sowie einen Jahresumsatz von bis zu 50 Mio. Euro oder eine Bilanzsumme von bis zu 43 Mio. Euro.



Investitionen von außerhalb in die EU gelenkt und das Finanzsystem insgesamt stabilisiert werden.

Die Emission von Kapitalmarktprodukten ist in der Regel mit höheren Publizitätsanforderungen, hohe Kosten für Beratung und Raterstellung verbunden. Unter aktuellen Bedingungen steht sie laut Kommission aufgrund dieser Anforderungen und damit verbundenen Kosten de facto lediglich Großunternehmen und größeren Mittelständlern offen. Im Zuge der Kapitalmarktunion soll dies nun vereinfacht werden, um somit den KMUs die Möglichkeit der Kapitalmarktfinanzierung zu eröffnen. Hindernisse, die den Kapitalfluss zwischen Investoren und Investitionsmöglichkeiten behindern, sollen möglichst beseitigt werden.

- Um das Ziel zu erreichen, sollen zunächst 5 kurzfristige Maßnahmen ergriffen und EU-Regelungen vereinheitlicht werden: Bestehende Prospektrichtlinien sollen überarbeitet; der Markt für Privatplatzierungen gefördert; ein Markt für qualitativ hochwertige Verbriefungen geschaffen; Informationen über KMUs für Investoren verbessert sowie EU-Regeln für ELTIFs (European Long-Term Investment Funds) umgesetzt werden. Langfristige Maßnahmen betreffen die Verbesserung des Zugangs zu Finanzmitteln; Ausweitung und Diversifizierung der Finanzierungsquellen und Schaffung effizienterer, harmonisierter Märkte. Bis zum Jahr 2019, so das Ziel der EU-Kommission, soll eine funktionsfähige Kapitalmarktunion aufgebaut sein.

Bewertung der Maßnahmen seitens des DGB und der Mitgliedsgewerkschaften

Der Deutsche Gewerkschaftsbund (DGB) und die Mitgliedsgewerkschaften teilen die Ansicht der Kommission, dass eine große aktuelle Herausforderung darin besteht, vorhandenes, liquides und Anlage suchendes Kapital in dringend notwendige reale Investitionen zu lenken. In Europa sind massive Investitionen in Erneuerung und 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– notwendig. Darüber hinaus bedarf es Investitionen in den Aufbau und Erhalt industrieller Strukturen sowie deren ökologische Modernisierung und es braucht in vielerlei Hinsicht einen Ausbau hochqualitativer öffentlicher und privater Dienstleistungen. Dies erfordert in erster Linie eine Ausweitung entsprechender öffentlicher Ausgaben und ihre Finanzierung durch eine höhere Besteuerung großer Vermögen, finanzstarker Unternehmen und hoher Einkommen, sowie durch die Nutzung der gegenwärtigen Niedrigzinsphase für langfristige öffentliche Kreditaufnahme. Wachsende private Investitionen erfordern vor allem eine Stärkung der Nachfrage in den Ländern der Europäischen Union durch ein Ende der Austeritätspolitik und wieder höhere reale Lohnzuwächse. Dass die EU-Kommission die Absicht hat, die Beschäftigung in Europa zu befördern und wirtschaftliche Prosperität in allen Mitgliedsstaaten voranzutreiben, ist grundsätzlich zu begrüßen. Es muss genuines Anliegen der politischen Entscheidungsträger sein, die Lebenssituation und -umstände aller europäischen Bürger entscheidend verbessern zu wollen. Auch



unterstützen der DGB und die Mitgliedsgewerkschaften Initiativen, die den europäischen Integrationsprozess befördern können.

Der DGB und seine Mitgliedsgewerkschaften teilen allerdings nicht die Meinung der Kommission, dass eine Stärkung der Kapitalmarktfinanzierung zur Lösung der vorhandenen Investitionsschwäche beitragen kann. Die Ursache für einerseits niedrige Investitionen bei andererseits hohem Kapitalangebot liegt an grundsätzlichen ökonomischen Fehlentwicklungen der letzten Dekaden. Während insbesondere in Deutschland die Lohnentwicklung massiv hinter der wirtschaftlichen Entwicklung zurückgeblieben ist, sind die Gewinn- und Vermögenseinkommen geradezu explodiert. Da die Arbeitseinkommen aber maßgeblich für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sind, waren die Absatzmöglichkeiten für binnenmarktorientierte Unternehmen, zu denen bekanntlich ganz wesentlich die KMUs gehören, schlecht. Da Investitionen wiederum primär vom gegenwärtigen und erwarteten Absatz abhängen, führen auch noch so gute Finanzierungsmöglichkeiten nicht zu einem Anstieg fremdfinanzierter Investitionen. Die Tatsache, dass gegenwärtig die Finanzierungsbedingungen für Investitionen kaum besser sein könnten, sich dennoch kein durchgreifender Anstieg der Investitionen abzeichnet, unterstreicht diese Einschätzung. Insofern sind die realwirtschaftlichen Ursachen der Investitionsschwäche – die erfolgte Umverteilung von den Massen- zu den Gewinn- und Vermögenseinkommen – zu beseitigen. Die Einkommens- und Steuerpolitik ist hier in erster Linie gefordert. Eine Stärkung der kapitalmarkt-basierten Unternehmensfinanzierung würde nicht an den Ursachen ansetzen, sondern an den Symptomen einer falschen wirtschaftlichen Entwicklung kurieren.

Eine kapitalmarkt-basierte Unternehmensfinanzierung kann unter bestimmten Voraussetzungen (z. B. bei Kapitalknappheit) eine durchaus sinnvolle, ergänzende Alternative zur traditionellen bankenkreditbasierten Unternehmensfinanzierung sein und durchaus volkswirtschaftlichen Nutzen stiften. Eine Forcierung des kapitalmarkt-basierten Finanzsystems, wie unter der Kapitalmarktunion vorgesehen und die damit einhergehende weitere Liberalisierung der Finanzmärkte, ist weder notwendig noch wünschenswert. Die Möglichkeiten der kapitalmarkt-gestützten Unternehmensfinanzierung sind unter aktuellen Bedingungen hinreichend gegeben. Die Risiken einer Kapitalmarktunion würden nach Ansicht des DGB und seiner Mitgliedsgewerkschaften mögliche Vorteile übersteigen.

Die Gründe hierfür werden nachfolgend dargelegt.

Unterschiedliche Finanzierungsformen und Bedeutung der KMUs für die europäische Wirtschaft

Grundsätzlich können Unternehmen ihren Fremdkapitalbedarf über Bankkredite oder über am Kapitalmarkt durchgeführte Emissionen von Schuldpapieren, wie Anleihen, decken. Als Vorbild führt die EU-Kommission die entwickelten Kapitalmärkte in den angelsächsischen Ländern an. Es ist richtig, dass die kapitalmarkt-basierte Unternehmensfinanzierung in verschiedenen Jurisdiktionen recht unterschiedlich ausgeprägt ist. Allerdings lässt sich zum einen nicht feststellen, dass in angelsächsischen Ländern die Unternehmensfinanzierung erfolgreicher ist, zum zweiten sind die verschiedenen Systeme zum Teil historisch gewach-



sen und können nicht einfach von einem Land auf das andere übertragen werden, und zum dritten sind die Unternehmensstrukturen von Land zu Land auch unterschiedlich, was mit unterschiedlichen Finanzierungserfordernissen einher geht.

KMUs nehmen zwar in ganz Europa eine prägnante Rolle ein. Allerdings zeigen sich bei der relativen Bedeutung der KMUs für einzelne europäische Volkswirtschaften regionale Unterschiede. Der länderspezifische Beitrag an der Wertschöpfung aller KMUs sowie der Beschäftigungsumfang fällt dementsprechend von Land zu Land recht unterschiedlich aus. Insbesondere in Deutschland und Frankreich nehmen KMUs eine exponierte Rolle ein.

Umso wichtiger erscheint es, dass Risiken für KMUs, die aus einer Kapitalmarktunion erwachsen können, sorgsam analysiert werden müssen. Es ist zu erwarten, dass die EU-Mitgliedsstaaten durchaus unterschiedliche Interessenlage haben. Doch sollte insbesondere aus Sicht Deutschlands eine forcierte kapitalmarktbasierende Finanzierung und damit eine größere Kapitalmarkt-Abhängigkeit der KMUs gründlich abgewogen werden, da diese Unternehmen eine zentrale Rolle für die heimische Ökonomie einnehmen und etwaige zukünftige Verwerfungen auf den Kapitalmärkten zu erheblichen Konsequenzen für die deutsche Wirtschaft führen können.

Hausbankenprinzip hat sich bewährt

Wegen der jüngsten Instabilität und zum Teil Dysfunktionalität des Bankensektors in einigen EU-Ländern müssen zwar kurz- und mittelfristig auch alternative Wege organisiert werden, um liquide Mittel in notwendige Investitionen zu kanalisieren. Langfristig sollten Banken aber, aus Sicht des DGB und den Mitgliedsgewerkschaften, die wesentliche externe Quelle für langfristige Investitionsfinanzierung sein. Zwar spielt die Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung über den Kapitalmarkt eine wichtige Rolle. Es wäre aber eine falsche Schlussfolgerung aus der Krise, wenn nun eine weitere Abkehr vom bankbasierten System der Unternehmensfinanzierung hin zu einem verstärkt kapitalmarktbasierendem System in Europa gefördert würde. Das klassische „relationship-banking“ hat gegenüber einer Finanzierung über den Kapitalmarkt den grundsätzlichen Vorteil einer 1:1-Beziehung zwischen Kunde und Bank. Demgegenüber zeichnen sich kapitalmarktorientierte Finanzierungsformen, wie z. B. im Wege der Emission von Anleihen und Aktien, häufig durch eine größere Anonymität und damit auch durch die Auflösung klarer Verantwortlichkeiten aus.

Die Vorteile einer Unternehmensfinanzierung über Banken liegen auf der Hand. Die Hausbankenbeziehung zwischen Unternehmen und den Banken erlaubt ein besseres monitoring auch aufgrund langjähriger bestehender Geschäftsbeziehungen. Die flächendeckende Präsenz von Kreditinstituten und die damit einhergehenden Vor-Ort-Kenntnisse über die strukturellen Bedingungen und der konjunkturelle Lage ermöglichen es den Banken, Chancen und Risiken eines Geschäftseingagements besser abzuwägen. Sollten temporäre Schwierigkeiten bei einem Unternehmen auftreten, so lassen sich Bewältigungsstrategien durch direkte Kommunikationswege und Ansprechpartner zielgenauer adressieren. Zudem kann man davon ausgehen, dass die Gläubigerbank grundsätzlich ein genuines Interesse daran



hat, etwaige Probleme des Schuldners im Einvernehmen lösen zu wollen. Auch gibt es die Möglichkeit der Nachverhandlung über die Kreditkonditionen.

Diese, gerade für KMU, relevanten Vorteile und Möglichkeiten sind in der Regel bei einer kapitalmarktbasierter Finanzierung nicht vorhanden. Aufgrund eines Mangels an Informationen über die Unternehmen, wenngleich emittierende Unternehmen eine Pflicht zur Informationsweitergabe haben, und der daraus bedingten asymmetrischen Informationsverteilung würden temporäre Schwierigkeiten des Unternehmens dazu führen, dass die Kapitalmärkte unverzüglich auf die Entwicklungen reagieren, mit dem Ergebnis, dass die geforderten Renditeaufschläge die Finanzierungsbedingungen der betroffenen Unternehmen zusätzlich erschweren.

Bankenkreditbasierte Volkswirtschaften sind krisenresistenter

Die Finanzkrise hat die Ineffizienz der freien Finanzmärkte, deren Volatilität und deren Begünstigung von prozyklischem Herdenverhalten gezeigt. Zahlreiche Studien weisen auf das Problem hin, dass sowohl Aktionäre als auch alternative Investoren, wie Private Equity und Hedge Fonds, vor allem kurzfristig orientiert sind. Auch die „Bankenkrise“ ist nicht auf Fehlentwicklungen im klassischen Kreditgeschäft bzw. der Unternehmensfinanzierung zurückzuführen. Vielmehr sind die Probleme bei den Banken gerade dadurch entstanden, dass sie sich von diesem traditionellen Geschäftsmodell (Commercial Banking und Relationship Banking) verabschiedet haben und zunehmend selbst zu Akteuren auf den Finanzmärkten wurden, ihr Investment-Banking ausgeweitet und verstärkt Eigenhandel betrieben haben. Von anderen „Finanzintermediären“ unterscheiden sich die Banken durch ihre einzigartige Möglichkeit, sich über die Beleihung von markt- und nichtmarktfähigen Sicherheiten direkt bei der Zentralbank zu refinanzieren und so als Bindeglied zwischen Zentralbank und der Realwirtschaft zu agieren. Das überträgt ihnen eine besondere Funktion und eine besondere Verantwortung bei der Finanzierung von Investitionen. 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 und parallel die Banken zu stabilisieren und auf ihre Kernfunktion zurückzuführen. Dazu zählt auch, dass die Corporate Governance in Banken verbessert werden muss und insbesondere den Versuchen der Arbeitnehmerseite im Aufsichtsrat der Institute der Rücken gestärkt werden muss, überzogene Renditeziele einzudämmen. Eine stärkere Rolle von öffentlich-rechtlichen oder genossenschaftlichen Banken, wie den deutschen Sparkassen und Volks- und Raiffeisenbanken wäre vor diesem Hintergrund wünschenswert. So hat sich das deutsche Drei-Säulen-Modell als verhältnismäßig robust in der Finanzkrise erwiesen. Insbesondere Sparkassen und Genossenschaftsbanken trugen maßgeblich dazu bei, dass hierzulande in den Krisenjahren keine flächendeckende Kreditklemme einsetzte. In der Summe weiteten sie gar die Kreditvergabe an Unternehmen aus und nahmen somit eine stabilisierende Funktion ein. Dies ist auch dem Umstand geschuldet, dass Sparkassen und Genossenschaftsbanken in der Regel keine Handelsgeschäfte tätigen und daher keine oder kaum Verluste im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise verkraften



mussten, was es ihnen erlaubte, ihrem genuinen Geschäftsfeld, der Kreditvergabe und das Einlagengeschäft, nahezu problemlos nachzugehen.

Historisch betrachtet, hatte bisher keine Finanzkrise ihren Ursprung in der Kreditvergabe an Unternehmen, sondern immer in Preisübertreibungen an den Kapitalmärkten. Wie sich ebenso in der Krise offenbarte, erwiesen sich stärker bankkreditgestützte Finanzsysteme als resistenter gegenüber ökonomischen Verwerfungen. So fielen die Wachstumseinbrüche in den Krisenjahren 2008/09 in den eher kapitalmarkt-basierten Ökonomien stärker aus als in eher bankenbasierten Volkswirtschaften. Zudem zeigen Untersuchungen, dass das langfristige Wachstum nicht von dem Umstand abhängt, ob eine Volkswirtschaft eher kapitalmarkt- oder bankenbasiert ist.² Die Sichtweise der EU-Kommission, dass ein kapitalmarkt-basiertes Finanzsystem zu mehr Wachstum führt, hält somit nicht stand.

Keine Kostenvorteile bei Kapitalmarktprodukten gegenüber Bankkrediten

Auch ist die Finanzierung über den Kapitalmarkt für Unternehmen nicht kostengünstiger als über den traditionellen bankenkreditbasierten Finanzierungsweg, wie oftmals behauptet. Befürworter einer kapitalmarktgestützten Finanzierung verweisen hierbei gerne auf die niedrigeren Kapitalmarkttrenditen und die höheren Kreditzinsen. Dieser Vergleich berücksichtigt allerdings nicht, dass bei einer Kapitalmarktfinanzierung etwaige Emissionskosten sowie weitere mit der Emission entstehende Kosten, wie Publikations- und Ratingkosten, für die Unternehmen anfallen. Diese emissionsbedingten Kosten sollen zwar im Zuge der Kapitalmarktunion gesenkt werden, jedoch ist zu bezweifeln, ob sich kapitalmarkt-basierte Finanzierungsformen in Zukunft unter dem Strich als kostengünstiger erweisen. Die emissionsbedingten Kosten könnten und dürften allerdings nicht beliebig gesenkt werden. Im Gegenteil: Viele der entsprechenden Auflagen sind gerade zur Förderung von Finanzstabilität und Verbraucherschutz unabdingbar. So müsste nach wie vor gewährleistet werden, dass die Investoren ausreichend Informationen über das Investitionsvorhaben erhalten.

Negative Effekte auf die Corporate Governance durch Kapitalmarktfinanzierung

Darüber hinaus müssten für die Kapitalmarktprodukte jederzeit ausreichend Abnehmer gefunden werden, um einen stets liquiden Markt sicherstellen zu können. Dieses Platzierungsrisiko könnte im Rahmen einer Kapitalmarktunion zukünftig ein ernsthaftes Problem für die Unternehmen darstellen. Ferner unterliegen emittierende Unternehmen einem Zinsänderungsrisiko, da die geforderten Renditen am Markt je nach konjunktureller Lage aber auch betrieblicher Entwicklung des Unternehmens größeren Schwankungen unterliegen können. Jedoch ist die langfristige Planung über die Finanzierungskosten insbesondere für KMUs elementar und beeinflusst zukünftige Investitionsentscheidungen maßgeblich. Des Weiteren ist zu befürchten, dass Unternehmen zukünftig höheren Renditeerwartungen der

² Vgl. Levine, 2002: Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? NBER Working Paper Series, Nr. 9138 sowie Allard und Blavy, 2011: Market Phoenixes and Banking Ducks – Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems? IWF Working Paper, 11/213.



Marktteilnehmer unterliegen. Im Zuge einer zunehmenden Shareholder-Value-Orientierung müssten die Unternehmen mit größeren Zwängen der Kapitalmarktteilnehmer rechnen und mit möglichen Eingriffen in die Unternehmensführung bis hin zum Verlust der Kontrolle über die Unternehmensentwicklung rechnen.

Mit privatem Beteiligungskapital (Private Equity) haben Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer in Deutschland häufig negative Erfahrungen gemacht. Insbesondere im Zusammenhang mit „leveraged Buyouts“ kam es immer wieder zu einer Machtverschiebung zwischen Anteilseignern und den übrigen Stakeholdern im Unternehmen, die das Ziel einer nachhaltigen Entwicklung des Unternehmens erschwert hat. Solche Geschäftsmodelle von Private Equity Fonds sind ohnehin eher kurzfristig an einem Wiederverkauf von erworbenen Unternehmensanteilen orientiert und wirken prozyklisch.

Hohe Verluste auf Anlegerseite durch Kapitalmarktprodukte

Auch auf Anlegerseite, sowohl bei institutionellen als auch bei privaten Investoren, können hohe Verlustrisiken bei Verkauf der Kapitalmarktprodukte vor Endfälligkeit erwachsen. So erwachsen Verluste für Banken in der Finanzkrise hauptsächlich aus Kreditersatzgeschäften und Positionen im Handelsbuch, jedoch weniger aus dem klassischen Kreditgeschäft. Die Verluste für Banken während der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise sind zu 78 % auf das Handelsgeschäft und zu 22 % auf das Kreditgeschäft zurückzuführen.³ Die unterschiedliche Verlusthöhe ist auch dem Umstand geschuldet, dass Banken unterschiedliche regulatorische Pflichten erfüllen müssen und somit geneigter sind, vermehrt Risiken im Handelsbuch einzugehen. So werden Engagements im Handelsbuch mit geringen regulatorischen Eigenmittelunterlegungspflichten als Engagements des Kreditbuches versehen und somit regulatorisch privilegiert. Doch Tatsache ist, dass Marktpreisrisiken des Handelsgeschäfts deutlich unterzeichnet sind und deshalb Eigenkapitalanforderungen regulatorisch erhöht werden müssten.

Mit der Kapitalmarktunion soll privates Kapital mobilisiert und gezielt in die Kapitalmärkte transferiert werden - über Versicherungsunternehmen oder Pensionsfonds, die als Käufer der Kapitalmarktprodukte auftreten. Für diese finanziellen Unternehmen würde die Kapitalmarktunion somit, insbesondere vor dem Hintergrund einer Niedrigzinsphase, eine geeignete Alternative bieten, um höhere und auch vertraglich garantierte Renditen mit ihren Anlageprodukten erwirtschaften zu können. Dieser Umstand sollte die EU-Kommission aber nicht dazu veranlassen, etwaige Risiken von kapitalmarktbasierenden Produkten außer Acht zu lassen, insbesondere nicht vor dem Hintergrund, dass private Anleger und auch Versicherungskunden in der Regel ein hohes Sicherheitsbedürfnis ihrer Anlagen haben.

Falsche Analyse – KMU haben ein Nachfrageproblem, weniger ein Finanzierungsproblem

³ Vgl. Erlebach, Grasshoff und Berg, 2010: Die Effekte von Basel III; Die Bank: Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis, Vol. 10(10), S. 54-56; zitiert in: Schackmann-Fallis und Weiß, 2014: Finanzmarktregulierung und Unternehmensfinanzierung; mimeo.



Es kann davon ausgegangen werden, dass keine flächendeckende Kreditklemme in Europa existiert und auch nachhaltige und aussichtsreiche Investitionen von Mittelständlern eine Kreditfinanzierung bekommen. Das Hauptproblem, mit dem sich KMUs konfrontiert sehen, ist in erster Linie die fehlende Nachfrage nach ihren Produkten und Dienstleistungen. Dies wird auch in einer Studie der EU-Kommission anhand einer Umfrage unter KMUs bestätigt. So sehen 22,4 % der KMUs als Haupthemmnis ihrer Geschäftsaktivität die geringe Nachfrage, hingegen 15,4 % fehlende Finanzierungsmöglichkeiten. Bei kleinen und mittelgroßen KMUs ist die Divergenz zwischen der Nachfragesituation einerseits und den Finanzierungsmöglichkeiten andererseits noch stärker ausgeprägt.⁴ In den Krisenstaaten der EU ist dieses Problem besonders stark ausgeprägt.

70 % der KMUs agieren ausschließlich national, wohingegen 20 % auch innerhalb der EU und lediglich 10 % auch außerhalb der EU tätig sind. Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass etwaige konjunkturelle Erholungsphasen und damit einhergehende Nachfrageschübe in anderen Teilen Europas für einen Großteil der national ausgerichteten KMUs keine Relevanz hat. Das dringlichste Problem von Unternehmen ist die schwindende Nachfrage in weiten Teilen Europas, nicht der fehlende Zugang zu Finanzierungsquellen. Wer düstere Geschäftsaussichten hat, wird nicht investieren wollen und somit auch keine Finanzierungsmöglichkeiten nachfragen.

Das ist ein akutes Problem, was grundsätzlich durch eine adäquate Anti-Krisen-Politik bekämpft werden muss. Zum anderen muss dafür gesorgt werden, dass die Rezession in diesen Ländern bekämpft wird. Das muss durch eine Beendigung der verfehlten Austeritätspolitik und ein Ende der Politik einer internen Abwertung mittels Absenkung des Preis-, bzw. des Lohnniveaus sowie durch ein Investitionsprogramm geschehen.

Die Idee, neue Finanzprodukte, bzw. neue Finanzmärkte für KMU zu schaffen erscheint keine adäquate Lösung zu sein. Dasselbe gilt für neue Formen der Verbriefung. Damit werden grundlegende Probleme nicht gelöst, möglicherweise aber neue Instabilitäten geschaffen. Auch hinsichtlich alternativer Finanzierungsformen, wie Private-Equity, stellt sich aus Sicht des DGB grundsätzlich die Frage, ob sie für KMU geeignet sind, bzw. ob tatsächlich Interesse an solchen Instrumenten besteht. Die Wiederherstellung eines funktionierenden Bankensystems, sowie eine Rückkehr zum traditionellen Bankgeschäft um KMU mit Krediten zu versorgen, wäre die geeignetere Form, solche Unternehmen zu finanzieren. Wenn Finanzierungslücken entstehen, sollte verstärkt auf Förderbanken und Bürgschaftsbanken zurückgegriffen werden können. Hier könnte das deutsche Modell als Vorbild fungieren, indem Förderbanken, die mit langfristigen Refinanzierungslinien und Zinserleichterungen gezielt Banken dazu anregen, auch langfristig Kredite zu vergeben und somit Investitionen zu finanzieren.

⁴ EU-Kommission, 2014: "Annual Report on European SMEs 2013/2014 – A Partial and Fragile Recovery", S. 27.



Aufsichtsfrage ist ungeklärt

Die Frage einer adäquaten Aufsicht wird im Grünbuch der EU-Kommission nur unzureichend beantwortet. Der ESA (Europäische Aufsichtsbehörden) soll im Rahmen einer Kapitalmarktunion eine wichtige Rolle zuteilwerden. Doch insbesondere vor dem Hintergrund, dass mit der geplanten Kapitalmarktunion ein gemeinsames Binnenmarktprojekt vorangetrieben werden soll und dass Geschäftsbeziehungen verstärkt grenzüberschreitend stattfinden sollen, sind wirksame und flächendeckende Aufsichtsstrukturen umso wichtiger. Eine Kapitalmarktunion und eine damit notwendig werdende Konvergenz der Aufsicht droht zu einem Absinken der Aufsichts- und Kontrollbefugnisse zu führen. Grenzüberschreitende Insolvenzverfahren könnten erhebliche Probleme nach sich ziehen, da unterschiedliche Verfahrensweisen und Rechtslagen in den Jurisdiktionen die Gläubiger verschiedener Herkunft ungleich behandeln könnten.

Systemische Risiken würden zunehmen – Risiken ins Schattenbankensystem wandern

Die Kapitalmarktunion soll eine enge Vernetzung mit den globalen Kapitalmärkten fördern. Finanzinstitute werden zukünftig sowohl als Gläubiger als auch Intermediäre auf den Kapitalmärkten auftreten. Vor allem Großbanken würden verstärkt in einer Kapitalmarktunion partizipieren. Es ist zu befürchten, dass diese im Zuge dessen ihre Vormachtstellung weiter ausbauen und ihre Bedeutung im System zunimmt. Dies würde mit einem unerwünschten Konzentrationsprozess im Banken- und Finanzsystem einhergehen. Zudem ist zu erwarten, dass Risiken vermehrt in das Schattenbankensystem wandern. Dieser Bereich des Finanzmarktes unterliegt jedoch geringeren Aufsichtsmöglichkeiten und weniger Regulierungsvorschriften. Doch gerade Akteure des Schattenbankensystems, wie Hedgefonds und Private Equity, zeichnen sich oftmals dadurch aus, dass sie sehr kurzfristig und hoch spekulativ agieren. Die Politik sollte dafür Sorge tragen, dass Missstände, die im Schattenbankensystem entstehen können, wirksam regulatorisch und aufsichtsrechtlich begegnet werden. Jegliche Regulierung des Bankensektors würde ad absurdum geführt, wenn es Banken weiterhin möglich wäre, risikoreichere Geschäfte in das Schattenbankensystem zu transferieren. Zudem müsste sichergestellt werden, dass Schattenbanken keine systemischen Risiken aufbauen können, die im Ernstfall das ganze Finanzsystem kollabieren lassen. Um einer möglichen Risikomigration und Regulierungsflucht vorzubeugen, bedarf es daher, parallel zu einer wirksamen Bankenregulierung, umfangreicher regulatorischer Maßnahmen im Schattenbankensystem.

Zentrales politisches Anliegen und gesellschaftlicher Konsens nach der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise war es, systemische Risiken im Finanzsystem dauerhaft abzubauen zu wollen. Der DGB und die Mitgliedsgewerkschaften sehen allerdings in einer Forcierung der Kapitalmärkte eine Kehrtwende von diesem Ziel. Es sollte politisch darauf hingewirkt werden, systemische Risiken durch regulatorische Maßnahmen zu reduzieren, statt sie, wie durch die Kapitalmarktunion, weiter zu befördern. 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.

Bestehende Bankenregulierung könnte umgangen werden

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

Handlungsalternativen zur Kapitalmarktunion

Die Kreditfinanzierung über Banken ist mit Abstand die nach wie vor wichtigste Finanzierungsform für Unternehmen. Im Grünbuch der EU-Kommission existieren hingegen keine Vorschläge, wie die traditionelle Bankenkreditfinanzierung in Europa vorangebracht werden kann. Diese Finanzierungsform sollte unseres Erachtens weiter gestärkt werden. Hierzu bedarf es der Förderung einer lokalen und regionalen Bankenlandschaft, ähnlich wie in Deutschland. Dass von einer solchen Bankenstruktur Impulse für die Realwirtschaft ausgehen können, zeigt sich auch in Zahlen. So halbierte sich die Kreditversorgung von Großbanken an Unternehmen und Selbstständige seit dem Jahr 2000, während im gleichen Zeitraum die Kreditvergabe der Sparkassen und Genossenschaftsbanken um 25 % expandierte.

Ferner zeigt sich, dass die Rahmenbedingungen der Mitgliedsstaaten verbessert werden müssen. Die Unternehmen haben in erster Linie mit der wegbrechenden Nachfrage zu kämpfen und nicht mit fehlenden Finanzierungsmöglichkeiten. Dort wo Finanzierungsengpässe auftreten sollten, könnten Förderbanken verstärkt als Intermediäre auftreten.

Um der verzerrten Anreizwirkung zwischen Kapitalmarktgeschäften und der traditionellen Kreditversorgung der Banken an Unternehmen entgegenzuwirken, müssten einerseits Marktrisiken im Handelsgeschäft mit einer höheren Eigenkapitalunterlegungspflicht versehen werden. Andererseits ließe sich darüber nachdenken, den KMU-Skalierungsfaktor dauerhaft beizubehalten, der es Banken erlaubt, Ausfallrisiken für sichere KMU-Kredite mit weniger Eigenmitteln zu unterlegen.



Bewertung einzelner kurzfristiger Maßnahmen im Grünbuch

Vereinfachung der Prospektrichtlinie darf nicht zulasten des Anlegerschutzes erfolgen

Mit den kurzfristigen Maßnahmen will die EU-Kommission die Attraktivität für kapitalmarktgestützte Finanzierungsquellen und den Zugang an die Kapitalmärkte insbesondere für KMUs erleichtern. Hierfür sind Änderungen bei der Prospektrichtlinie vorgesehen. Damit soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Prospekterstellung mit Erstellungs- und Aufwandskosten sowie hohen Informationspflichten verbunden sind. Diese Kosten könnten sich insbesondere für KMUs als finanziell nicht leistbar erweisen.

Prospekte bieten wichtige Hinweise auf die Geschäftsentwicklung sowie weitere Informationen für Geschäftstätigkeit der emittierenden Unternehmen. Anhand von Prospekten können potentielle Investoren entscheiden, ob sie sich in dem Unternehmen finanziell engagieren. Zudem können sie als mögliche Grundlagen für rechtliche Auseinandersetzungen dienen. Prospekte bilden daher ein wichtiges Element für den Anlegerschutz. Es ist daher dringend davon abzuraten, Vereinfachung der Prospektrichtlinie vorzunehmen, die den Anlegerschutz unterminieren können.

Markt für Verbriefungen bedarf einer öffentlicher Aufsicht und Kontrolle (Finanzmarkt-TÜV)

Die ausufernde Anwendung des Instruments der Verbriefung hat zur Entstehung der anhaltenden Krise maßgeblich beigetragen. Verbriefungen ermöglichen es, Investitionsrisiken weiterzuverkaufen, sie undurchschaubar zu machen und zu verschleiern. Bei der Verbriefung von Krediten beispielsweise hat der letztendliche Gläubiger, der die Forderungen hält, oft überhaupt keine Kenntnisse über die konkrete Beschaffenheit der ursprünglichen Investitionen des Kreditnehmers mehr. Das Instrument der Verbriefung – und insbesondere entsprechende Derivate, strukturierte Kreditprodukte etc. – stellt damit das Gegenteil von „Relationship Banking“ dar, bei dem der Kreditgeber Sinnhaftigkeit und Risiko der von ihm finanzierten Investition genau prüfen und einschätzen kann. Ein deregulierter Markt für Verbriefungen kann – wie in der Subprime-Krise gesehen – einen Herdentrieb auslösen, der dazu führt, dass in der Hochphase die Preise für solche Papiere enorm steigen und eine Finanzblase verursachen und dass bei Marktturbulenzen ein Platzen der Blase zu Liquiditätsentzug für ganze Volkswirtschaften führt. Mit Verbriefungen sind viele unkalkulierbare Risiken verbunden.

Mit der Kapitalmarktunion soll dagegen als kurzfristige Maßnahme ein Markt für qualitativ hochwertige Verbriefungen geschaffen werden. In der jüngeren Vergangenheit hat sich allerdings gezeigt, dass Banken oftmals geneigt sind, Kredite nicht bester Qualität zu verbrieften, um diese dann an den Markt und die damit verbundenen Risiken weiterzugeben. Auch die sich später als toxisch herausgestellten ABS wurden im Vorfeld der Finanz- und Wirtschaftskrise auch mithilfe von Ratingagenturen als hochwertig eingestuft. Vor diesem Hintergrund muss die implizite Annahme der Kommission hinterfragt werden, dass Banken die Geschäftspraktiken der Vergangenheit nicht wiederholen und stattdessen hochwertige



Verbriefungen ausgeben werden. Aus bankenbetriebswirtschaftlichen Kalkül ist diese Vorgehensweise nicht rational. Banken behalten „gute“ Risiken lieber in den eigenen Büchern, statt sie weiterzugeben. Solide Banken sollten grundsätzlich in der Lage sein, ihre Kreditvergabe gänzlich über die eigenen Bilanzen laufen lassen zu können, statt eine Refinanzierung über Verbriefungen an den Kapitalmärkten in Betracht zu ziehen.

Eine Haftungspflicht des Originators der Verbriefungen besteht zudem nicht. Verluste müssen von den Käufern solcher Verbriefung zur Gänze getragen werden. Mehrfachverbriefungen sollten am Markt überhaupt nicht mehr gehandelt werden dürfen. Sie dienen keinem realwirtschaftlichen Zweck und gehören deshalb verboten. Statt Verbriefungen politisch zu fördern, bedarf es einer öffentlichen Aufsicht und Kontrolle, die über die Zulassung von Kreditverbriefungen und anderen Finanzprodukten entscheidet. Nur so kann erreicht werden, dass nicht hochriskante und spekulative Finanzprodukte produziert werden, die zu einer wesentlichen Ausdehnung und Verschärfung wirtschaftlicher und finanzieller Krisen und zur Vernichtung von darin angelegten Vermögen führen können, die dann möglicherweise auch wieder staatliche Rettungsmaßnahmen auf Kosten der Gesamtbevölkerung provozieren.