Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie

Universität St.Gallen

WPZ

Wirtschaftspolitisches Zentrum

Ein Kompetenzzentrum der FGN-HSG, Universität St. Gallen

# Finanzplatz Österreich*

## Eine Strategie für Wachstum und Stabilität - Langfassung

**Christian KEUSCHNIGG**

Wirtschaftspolitisches Zentrum Wien und Universität St. Gallen, FGN-HSG

Christian.Keuschnigg@unisg.ch

mit

**Michael KOGLER**[1]

Universität St. Gallen, FGN-HSG

20. Juli 2016

*Robustes Wachstum mit tragfähiger Verschuldung erfordert mehr risikotragendes Eigenkapital. Je innovativer die Investitionen, desto grösser sind die Risiken, und desto mehr Risikokapital braucht die Wirtschaft. Ein ausgewogener Finanzplatz ruht auf zwei Säulen: ein leistungsfähiger Bankensektor und liquide Kapitalmärkte. Die Finanzplatzstrategie verfolgt drei Stoßrichtungen: (i) Nachvollzug der internationalen Kapital-Regulierung und der Bankenunion, um eine Selbstversicherung und mehr Marktdisziplin zu ermöglichen und den Bankensektor krisenrobuster zu machen; (ii) Beseitigung der steuerlichen Anreize zur Verschuldung; (iii) Institutionelle Reformen, um mehr Finanzierung über die Kapitalmärkte zu ermöglichen. Damit kann der Finanzplatz Österreich seine wohlfahrtssteigernden Wirkungen besser entfalten, indem er innovatives Wachstum finanziert, mit Diversifikation Risiken abbaut, konjunkturelle Schwankungen stabilisiert und mehr wirtschaftliche Sicherheit schafft.*

[1] Wir danken Brigitte Tschudi, Linda Kirschner und Luise Breinlinger für Unterstützung mit Daten und anderen wichtigen Inputs. Linda Kirschner ist wissenschaftliche Mitarbeiterin und Brigitte Tschudi ist wissenschaftliche Hilfskraft an der Universität St. Gallen (FGN-HSG). Luise Breinlinger ist Inhaberin der Agentur LBMS in Wien.

* Wir danken dem breiten Konsortium von Finanzmarktteilnehmern, wie sie im Vorwort aufgezählt sind, für Auftrag und Finanzierung der Studie.

**WPZ - Wirtschaftspolitisches Zentrum**
WPZ - Wirtschaftspolitisches Zentrum – St. Gallen
Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie (FGN-HSG)
Universität St. Gallen, Varnbüelstrasse 19, CH-9000 St. Gallen
www.fgn.unisg.ch/wpz; office@wpz-fgn.com

WPZ - Wirtschaftspolitisches Zentrum – Wien
c/o Konrad & Partner
Rotenturmstrasse 13, A-1010 Wien
www.wpz-fgn.com; office@wpz-fgn.com
Tel.: +43 699 10494150

# Inhalt


Vorwort ..... IV
Executive Summary ..... V
1 Einleitung ..... 1
2 Finanzplatz Österreich: Ein Kurzporträt ..... 5
2.1 Finanzen der Haushalte ..... 6
2.2 Finanzierung der Unternehmen ..... 9
2.3 Finanzierung des Staates ..... 13
2.4 Banken ..... 14
2.5 Versicherungen und Pensionskassen ..... 22
2.6 Der österreichische Kapitalmarkt ..... 24
2.7 Resümee ..... 27
3 Rolle des Finanzsektors für Wachstum und Stabilität ..... 30
3.1 Aufgaben des Finanzsektors ..... 30
3.1.1 Banken ..... 30
3.1.2 Kapitalmärkte ..... 32
3.1.3 Wagniskapital ..... 35
3.1.4 Finanzierung durch Banken oder Kapitalmärkte? ..... 38
3.2 Finanzverhalten der Haushalte und Unternehmen ..... 40
3.2.1 Anlageentscheidungen der Privathaushalte ..... 40
3.2.2 Kreditbeschränkungen behindern Investitionen ..... 43
3.2.3 Die Besteuerung fördert Verschuldung ..... 45
3.3 Einzel- und gesamtwirtschaftliche Stabilität der Banken ..... 48
3.3.1 Einlagensicherung ..... 50
3.3.2 Interbankenmärkte ..... 52
3.3.3 Wertpapierhandel ..... 52
3.3.4 Gesamtwirtschaftliche Stabilität ..... 54
3.4 Finanzsektor und Wachstum ..... 58
3.4.1 Finanzmarktentwicklung und Wachstum ..... 58
3.4.2 Kreditvergabe an Unternehmen ..... 60
3.4.3 Finanzierung, Reallokation und Strukturwandel ..... 62
3.4.4 Banken versus Kapitalmärkte ..... 64
3.4.5 Institutionelle und gesetzliche Grundlagen des Finanzsektors ..... 65
4 Regulierung und Besteuerung ..... 69
4.1 Basel III und europäische Eigenkapitalrichtlinien ..... 69
4.1.1 Risikogewichtete Eigenkapitalanforderungen ..... 69
4.1.2 Neuerungen von Basel III und Auswirkungen ..... 71
4.1.3 Neuerungen von ‚Basel IV' ..... 74
4.2 Bankenunion ..... 77
4.2.1 Aufsicht und Abwicklungsmechanismus ..... 78

4.2.2 Europäische Einlagensicherung ... 80
4.2.3 Beitrag zu Stabilität und Wachstum ... 81
4.2.4 Der nächste Schritt: Kapitalmarktunion ... 85
4.3 Besteuerung ... 85
4.3.1 Lenkungssteuern für den Finanzsektor ... 86
4.3.2 Wer trägt die Steuern? ... 90
4.3.3 Lenkungssteuern versus Regulierung ... 93
5 Ein Finanzplatzkonzept für Österreich ... 95
5.1 Ausgangssituation in Österreich ... 95
5.2 Ein Gesamtkonzept mit 10 Reformen ... 98
5.2.1 Regulierung ... 98
5.2.2 Besteuerung ... 102
5.2.3 Institutionelle Reformen ... 104
5.3 Ausbau des Fondsgeschäfts und der Risikotransformation ... 110
5.4 Fazit ... 111
6 Finanzplatz Österreich 2030 ... 112
6.1 Vor der Abzweigung auf alternative Wege ... 112
6.2 Krisenrobustes Wachstum ... 113
6.3 Langanhaltende Stagnation ... 116
7 Schlussfolgerungen ... 119
Tabellenverzeichnis ... 130
Abbildungsverzeichnis ... 130

# Vorwort

Die zentralen Akteure des Finanzplatzes Österreich haben sich 2015 auf Initiative von Mag. Andreas Zakostelsky von politischer Seite sowie Dr. Franz Rudorfer von Seiten der Branche gemeinsam das Ziel gesetzt, Bedeutung, Attraktivität und Wettbewerbsfähigkeit des österreichischen Finanzplatzes zu stärken.

Voraussetzung dafür ist die entsprechende Wahrnehmung in der qualifizierten Öffentlichkeit. Daher wurde Univ.-Prof. Dr. Christian Keuschnigg, Universität St. Gallen und Wirtschaftspolitisches Zentrum Wien, beauftragt, eine wissenschaftliche Studie zu erstellen. Ziel dieser Studie ist es, die volkswirtschaftliche Bedeutung zu dokumentieren und die Notwendigkeit eines wettbewerbsfähigen Finanzplatzes für Wachstum, Beschäftigung und Stabilität der österreichischen Wirtschaft herauszuarbeiten. Gleichzeitig war es das Bestreben, daraus weitere Ansätze für eine nachhaltige Entwicklung des Finanzplatzes Österreich zu entwickeln.

Die Initiative „Finanzplatz Österreich“[*] bietet damit eine wissenschaftliche Studie auf international hohem Niveau. Sie soll eine Grundlage für Entscheidungsträger sowie Stakeholder sein und damit einen positiven Impuls für einen attraktiven Finanzplatz setzen.

Wien, im August 2016

[*] Mitglieder dieser Gruppe von Finanzmarktteilnehmern sind AIFM Federation Austria, Aktienforum, Bundessparte Bank und Versicherung, Fachverband der Pensionskassen, Österreichischer Genossenschaftsverband (ÖGV), Österreichischer Raiffeisenverband, Österreichischer Sparkassenverband, Plattform der Vorsorgekassen, Verband der Österreichischen Landes-Hypobanken, Verband der Versicherungsunternehmen Österreichs (VVO), Verband österreichischer Banken und Bankiers, Vereinigung ausländischer Investmentgesellschaften in Österreich (VAIÖ), Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften (VÖIG), Wiener Börse AG und Industriellenvereinigung.

# Executive Summary

Ein leistungsfähiger Finanzplatz ist entscheidend für Wachstum und Stabilität. Die Akteure des Finanzplatzes stellen Finanzierung bereit und verringern die Risiken, indem sie Erfolg und Misserfolg einer Vielzahl von Investitionen untereinander ausgleichen. Damit können sie den Anlegern eine wesentlich weniger riskante Rendite zahlen. Sie bringen den Wunsch der Sparer, ihre Mittel kurzfristig verfügbar zu haben, mit dem Bedarf der Unternehmen nach langfristiger Finanzierung für nachhaltige Investitionen in Übereinstimmung. Sie überwachen die Qualität der Kapitalverwendung, lenken die Finanzmittel dorthin, wo sie am meisten Einkommen schaffen, und steigern damit die Produktivität von Arbeit und Kapital. Sie stellen den Zahlungsverkehr sicher, der eine kostensparende und reibungslose Abwicklung der täglichen Geschäfte ermöglicht. So selbstverständlich diese Leistung ist, so unerlässlich ist sie auch für jedes Unternehmen und jeden Haushalt. Gerade die reichsten und innovativsten Länder brauchen am dringendsten ein hoch entwickeltes Finanzsystem.

Eine Strategie für den Finanzplatz soll mehr Wachstum, wirtschaftliche Sicherheit und Wohlfahrt in Österreich ermöglichen. Erstens gilt es, die Finanz- und Wirtschaftskrise auf einem wachstumsfreundlichen Weg der Entschuldung zurückzulassen. Aber Wachstum braucht Finanzierung. Der Abbau der Überschuldung soll durch Bildung von mehr risikotragendem Eigenkapital erfolgen, ohne Investition und Innovation zu beeinträchtigen. Überschuldete Unternehmen und Haushalte können keine weiteren Kredite aufnehmen. Wenn es nicht gelingt, neue Eigenmittel aufzutreiben, dann kann eine Entschuldung nur mehr mit geringerer Neuverschuldung erfolgen. Aber mit weniger Kredit können weniger Investitionen finanziert werden. Eine langanhaltende Wachstumsschwäche wäre die Folge. Zum zweiten soll eine Finanzplatzstrategie den Weg Österreichs zu einem führenden Innovationsland unterstützen. Aber mehr Innovation bedeutet mehr Risiko und braucht daher mehr Risikokapital. Fremdkapital ist auf sicheren Zinsertrag und vollständige Rückzahlung aus. Daher begünstigt es eher sichere Investitionen. Ein Innovationsland braucht eine Ergänzung der Bankkredite durch mehr Finanzierung über Kapitalmärkte.

Wachstum setzt stabile Finanzierung voraus, mit Krediten und mit risikotragendem Eigenkapital in einem ausgewogenen Verhältnis. Um Haushalten und Unternehmen ein breites Menu an passenden Finanzierungsalternativen zu sichern, soll der Finanzplatz auf zwei Säulen stehen: leistungsfähige Banken und ein liquider Kapitalmarkt. Daher gilt es erstens die Wettbewerbsfähigkeit und Stabilität der Banken zu festigen, die den Hauptteil der Finanzierung der österreichischen Wirtschaft leisten. Banken unterhalten enge und stabile Geschäftsbeziehungen mit ihren Kunden. Um „ihre“ Unternehmen und Privatkunden auch in schwierigen Zeiten sicher finanzieren zu können, brauchen sie selbst ausreichend Eigenkapital und Kapitalreserven. Das ist nur möglich, wenn trotz intensivem Wettbewerb eine angemessene Profitabilität gewährleistet ist. In das Bankgeschäft müssen alle damit verbundenen privaten und gesellschaftlichen Kosten eingehen. Aber Mehrfachbelastungen,

die darüber hinausgehen, sind kontraproduktiv und beeinträchtigen die Fähigkeit der Banken, Krisen abzufedern und nachhaltige Kreditfinanzierung bereitzustellen.

Zweitens gilt es, die Kapitalmärkte auszubauen. In Österreich ist das Finanzierungsvolumen der Kapitalmärkte zu gering, wie ein internationaler Vergleich deutlich zeigt. Ein Mangel an Risikokapital ist die Folge. Ein zu geringer Teil der Unternehmen kann Beteiligungsfinanzierung über die Börse, über Finanzdienstleister und Investment-Gesellschaften auftreiben. Private Wagnisfinanzierung von jungen Start-ups ist nicht selbsttragend und kann ohne staatliche Unterstützung kaum stattfinden. Nur die ganz großen Konzerne können sich über Anleihen auf dem Markt finanzieren. Der größte Teil der Unternehmen hat wenig Finanzierungsalternativen jenseits des Bankkredits. Die Wirtschaft braucht Finanzierung. Wenn sie nicht vom Kapitalmarkt kommt, dann muss sie von den Banken kommen. Dass die zweite Säule des heimischen Finanzplatzes so wenig zur Finanzierung beiträgt, drückt auf die langfristigen Wachstumsperspektiven der österreichischen Wirtschaft und ist auch der Stabilität abträglich. Eine krisenrobuste Wirtschaft braucht mehr Eigenkapital, und die Bereitstellung neuen Eigenkapitals ist primär eine Aufgabe der Kapitalmärkte. Besonders innovative Unternehmen und Branchen haben ein höheres Risiko und brauchen mehr Eigenkapital als andere. Deshalb spielen die Kapitalmärkte in führenden Innovationsländern eine stärkere Rolle als in anderen Ländern.

Die Finanzplatzstrategie verfolgt einen systemischen Ansatz, der anstatt punktueller Reformen verschiedene Politikfelder wie Regulierung, Besteuerung und institutionelle Reformen in ihrer Gesamtheit betrachtet und damit die gegenseitigen Abhängigkeiten berücksichtigt. Der Finanzplatz wird seine Leistungsfähigkeit dann voll entwickeln können, wenn alle gesellschaftliche relevanten Erträge und Kosten dem Finanzsektor angelastet werden, nicht mehr und nicht weniger. Gleichzeitig sollen bestehende Verzerrungen in der Besteuerung und auf anderen Politikfeldern abgebaut werden. Regulierung und Besteuerung dürfen dabei nicht übers Ziel hinausschießen. Sonst wäre nicht nur der Finanzsektor, sondern die gesamte Wirtschaft in ihrer Leistungsfähigkeit beeinträchtigt, denn jede wirtschaftliche Aktivität hat immer eine finanzielle Seite.

Konkret sieht das Finanzplatzkonzept zehn Punkte in drei Bereichen vor, nämlich Regulierung, Besteuerung und institutionelle Reformen. Erstens ist der Weg der Banken zu mehr Eigenkapital und höheren Liquiditätsreserven fortzusetzen und die Baselregulierung umzusetzen. Dadurch wird die Krisenrobustheit des Bankensektors nachhaltig gestärkt. Zweitens soll die Errichtung der Bankenunion mit einheitlicher Aufsicht, Abwicklungsmechanismus und harmonisierter Einlagensicherung eine Selbstversicherung der Banken verwirklichen. Damit trägt der Bankensektor alle gesellschaftlichen Kosten des Bankgeschäfts selbst. Drittens kann zur Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Banken auf einen speziellen Österreich Zuschlag zu den Kapitalanforderungen relativ zu anderen Ländern verzichtet werden. Die Ziele dieses „Austrian Finish“ werden bereits mit den neun anderen Reformvorschlägen verwirklicht.

Viertens sind Lenkungssteuern wie die Stabilitätsabgabe zu beseitigen bzw. auf die Versicherungsbeiträge zur Bankenunion anzurechnen. Sie wirken diskriminierend und kontraproduktiv, weil der Lenkungszweck bereits durch Regulierung erfüllt ist. Fünftens ist der steuerliche Verschuldungsanreiz in der Unternehmensbesteuerung durch Einführung eines Steuerabzugs einer normalen Eigenkapitalrendite zu beseitigen. Die steuerliche Diskriminierung des Eigenkapitals steht dem Anliegen der Regulierung, die Krisenrobustheit von Unternehmen und Banken zu fördern, diametral entgegen. Sechstens ist die steuerliche Diskriminierung riskanter Anlagen wie Aktien und Beteiligungen durch Einführung eines vollen Verlustausgleichs und Verlustvortrags zu beseitigen, um die Bereitschaft der Anleger zu fördern, Risiken zu übernehmen und Risikokapital bereitzustellen. Der Staat soll sich mit der Kapitalertragssteuer Gewinne und Verluste gleich behandeln und nicht die Anleger mit den Verlusten alleine lassen.

Siebtens soll ein moderater Ausbau einer kapitalgedeckten Säule des Pensionssystems erfolgen, um mehr Anlagekapital auf den Kapitalmarkt zu lenken. Der Hauptzweck ist, die Sicherung der Pensionseinkommen auf mehrere Beine zu stellen anstatt alles auf die einzige Karte des Umlagesystems zu setzen. Auf dem österreichischen Kapitalmarkt fehlen große institutionelle Anleger wie die Pensionskassen, die in anderen Ländern um ein Vielfaches bedeutender sind. Es ist unrealistisch zu erwarten, dass eine Änderung des Anlegerverhaltens einen auch nur annähernd gleich großen Effekt erzielen könnte. Achtens sollte eine groß angelegte Überprüfung des Investorenschutzes und der Unternehmenskontrolle feststellen, ob die österreichischen Regelungen dem internationalen „Best-Practice“ entsprechen. Ein klares Kapitalmarktrecht mit einem weitgehenden Investorenschutz ist eine Voraussetzung für das Vertrauen der Anleger und ist unerlässlich, um mit mehr Investitionssicherheit die Kapitalmarktentwicklung zu forcieren. Neuntens soll der Markt für privates Wagniskapital ausgebaut werden. Technologietransfer und Abbau bürokratischer Gründungshemmnisse können zusammen mit den Reformen fünf bis acht sowohl Angebot als auch Nachfrage nach Risikokapital multiplizieren. Zehntens soll mit einer Informationskampagne das Finanzwissen gesteigert werden. Damit können die Privatanleger für Anlagemöglichkeiten mit anderen Wertpapieren jenseits des Sparbuchs für eine bessere Ertrags- und Risikomischung sensibilisiert werden.

Dieses ehrgeizige Reformprogramm stärkt Wachstum und Krisenresistenz der Wirtschaft gleichermaßen. Angesichts der Ergebnisse der empirischen Forschung ist ein Anstieg der Wachstumsrate um einen halben Prozentpunkt bis 2030 realistisch. Die Wachstumseffekte kommen von den Investitionsanreizen, der Finanzierung mit mehr risikotragendem Eigenkapital, der Unterstützung der Innovationsfähigkeit der Wirtschaft und dem Beitrag des Finanzsektors zu einer höheren Kapitalproduktivität. Wenn Österreich über 15 Jahre um 0.5% schneller wächst als der Durchschnitt der Eurozone, dann könnten die kumulativen Wachstumsgewinne das BIP-Niveau 2030 relativ zur Eurozone um 8% steigern. Ein robuster Finanzsektor federt zudem Risiken besser ab und trägt zur Glättung der Konjunktur bei.

Firmen finanzieren sich mit mehr Eigenkapital und können leichter die Beschäftigung auch bei Unterauslastung weiterführen. Rezessionen fallen milder aus und haben geringere Einkommensverluste und einen kleineren Anstieg der Arbeitslosigkeit zur Folge. In der Vergangenheit betrugen die kumulativen Einkommensverluste über die gesamte Laufzeit einer „normalen“ Rezession etwa 4% und waren in Finanzkrisen ungleich höher. Sie könnten um 1 bis 2% geringer ausfallen. Das wäre ein großer Zugewinn an Stabilität und Sicherheit

# 1 Einleitung

Ein leistungsfähiger Finanzplatz ist entscheidend für Wachstum und Stabilität. Die Akteure des Finanzplatzes stellen stetige Finanzierung zu günstigen Konditionen bereit. Sie verringern die wirtschaftlichen Risiken, indem sie Erfolg und Misserfolg einer Vielzahl von Investitionen, die mit Krediten und Beteiligungen finanziert sind, untereinander ausgleichen. Damit können sie den Anlegern eine wesentlich weniger riskante Rendite zahlen. Sie bringen den Wunsch der Sparer, ihre Mittel kurzfristig verfügbar zu haben, mit dem Bedarf der Unternehmen nach langfristiger Finanzierung für nachhaltige Investitionen in Übereinstimmung. Sie überwachen die Qualität der Kapitalverwendung, lenken die Finanzmittel dorthin, wo sie am meisten Einkommen schaffen, und steigern damit die Produktivität von Arbeit und Kapital. Sie stellen den Zahlungsverkehr sicher, der eine kostensparende und reibungslose Abwicklung der täglichen Geschäfte ermöglicht. So selbstverständlich diese Leistung ist, so unerlässlich ist sie auch für jedes Unternehmen und jeden Haushalt. Wenn in einer Krise der Zahlungsverkehr zusammenbricht, steht die Wirtschaft still. Mit diesen Leistungen wird deutlich, dass ein Entwicklungsland eben auch einen unterentwickelten Finanzsektor hat, und die reichsten und innovativsten Länder ein hoch entwickeltes Finanzsystem brauchen. Das Wachstum der Realwirtschaft und die Entwicklung des Finanzsektors hängen voneinander ab und verstärken sich gegenseitig.

Eine Strategie für den Finanzplatz Österreich ist vom Anspruch auf mehr Wachstum, wirtschaftlicher Sicherheit und Wohlfahrt geleitet. Dabei sind zwei grundsätzliche Herausforderungen zu bewältigen. Erstens soll die Finanz- und Wirtschaftskrise mit einem wachstumsfreundlichen Weg der Entschuldung bewältigt werden. Die Umstellung der Banken und der Realwirtschaft auf niedrigere Verschuldungsquoten soll durch Bildung von mehr Risikokapital erfolgen, ohne Investition und Innovation zu beeinträchtigen. Wenn es nicht gelingt, mehr risikotragendes Eigenkapital zu mobilisieren, dann kann eine Entschuldung nur mit geringerer Neuverschuldung erfolgen, so dass weniger Investitionen finanziert werden können. Ein solches „Deleveraging“ mit langanhaltender Wachstumsschwäche gilt es zu vermeiden. Zum zweiten soll eine Finanzplatzstrategie den Weg Österreichs zu einem führenden Innovationsland unterstützen, um im globalen Wettbewerb eine Spitzenstellung im internationalen Einkommens- und Wohlfahrtsvergleich zu sichern. Aber mehr Innovation bedeutet mehr Risiko und braucht daher mehr Risikokapital und weniger Fremdkapital. Fremdkapital ist auf sicheren Zinsertrag und vollständige Rückzahlung aus und übernimmt weniger Risiko. Daher begünstigt es eher konservative, weniger innovative und damit sichere Investitionen. Die empirische Forschung zeigt, dass ein Land an der Spitze der technologischen Entwicklung ergänzend zu Bankkrediten mehr Finanzierung über Kapitalmärkte braucht. Dabei ist diese Entwicklung auch im Interesse der Banken, denn eine hohe Kreditwürdigkeit und geringe Kreditausfälle setzen eine robuste Eigenkapitalausstattung voraus.

In der Entwicklung einer Finanzplatzstrategie für Österreich verfolgt die Studie einen systemischen und marktwirtschaftskonformen Ansatz, der Regulierung, Besteuerung und institutionelle Reformen in ihrer Gesamtheit betrachtet und damit die gegenseitigen Abhängigkeiten berücksichtigt. Der Finanzplatz wird seine Leistungsfähigkeit dann voll entwickeln können, wenn alle gesellschaftliche relevanten Erträge und Kosten dem Finanzsektor angelastet werden, nicht mehr und nicht weniger. Gleichzeitig sollen bestehende Verzerrungen in der Besteuerung und auf anderen Politikfeldern abgebaut werden, die das reibungslose Funktionieren des Finanzplatzes behindern.

Die Finanzplatzstrategie verfolgt drei Stoßrichtungen. Erstens gilt es, den vom Basel-Komitee und den europäischen Richtlinien vorgezeichneten Weg zu mehr Eigenkapital und Liquidität sowie den Weg zur Selbstversicherung des Bankensektors im Rahmen der Bankenunion nachzuvollziehen. Die Herausforderung für die heimische Wirtschaftspolitik ist es, den Banken den Weg dahin erst zu ermöglichen und Doppel- und Mehrfachbelastungen abzubauen. Eine Marktstörung soll nur einmal behoben werden. Die Lenkungssteuern verlieren ihre Berechtigung und werden diskriminierend und kontraproduktiv, wenn der Lenkungszweck bereits durch regulatorische Vorschriften verwirklicht ist.

Zweitens soll der Staat nicht die Anliegen der Regulierung durch steuerliche Verzerrungen wieder aushebeln. Um den Schuldenüberhang bei Banken und Unternehmen wachstumsfreundlich abzubauen und auf der Finanzierungsseite die Innovationsfähigkeit der Realwirtschaft zu unterstützen, soll Fremdkapital mit mehr risikotragendem Eigenkapital ergänzt werden. Die steuerliche Diskriminierung des Eigenkapitals durch Nicht-Abzugsfähigkeit einer angemessenen Eigenkapitalverzinsung und durch die Begrenzungen beim Verlustausgleich und Vortrag wirken dem Anliegen der Regulierung diametral entgegen. Die Besteuerung setzt mächtige Anreize, dass Banken und Realwirtschaft ständig an der Untergrenze einer gerade noch tolerablen Eigenkapitalquote operieren. Mit diesen Fehlanreizen begünstigt der Staat selbst das Entstehen vermeidbarer wirtschaftlicher Risiken. Die vorgeschlagenen Maßnahmen wie der steuerliche Abzug einer Eigenkapitalverzinsung und eines vollen Verlustausgleichs entsprechen dem Anspruch, dass der Staat sich finanzierungsneutral verhält und sich an Erträgen und Verlusten gleichermaßen beteiligt, anstatt einseitig die Erträge zu besteuern und die Verluste auf die Eigenkapitalgeber abzuwälzen.

Drittens sollen die Barrieren für eine stärkere Rolle der Kapitalmärkte abgebaut werden, um mehr risikotragendes Eigenkapital zu mobilisieren und den Unternehmen mehr Möglichkeiten der Fremdfinanzierung zusätzlich zu Bankkrediten zu eröffnen. Die Kapitalmärkte in Österreich sind im internationalen Vergleich zu wenig liquide und tragen nicht ausreichend zur Finanzierung der Realwirtschaft bei. Isolierte Maßnahmen genügen sicherlich nicht, um eine wesentliche Änderung zu bewirken. Vielmehr braucht es eine konzertierte Aktion, die bei Anbietern und Nachfragern nach Finanzierung gleichzeitig ansetzt. Neben den erwähnten steuerlichen Maßnahmen sind auch institutionelle Reformen

im Bereich Investorenschutz, Unternehmenskontrolle, Insolvenzrecht und Transparenzvorschriften zu prüfen. Der Ausbau der Kapitalmärkte wird auch nur gelingen, wenn neben Privatinvestoren die institutionellen Anleger wie z.B. Pensionskassen eine größere Rolle spielen, die in Österreich im Vergleich zu anderen Ländern unbedeutend sind. Bereits ein kleiner Schritt in Richtung einer kapitalgedeckten Säule der Alterssicherung, wie sie allein im Hinblick auf eine Diversifizierung der Alterseinkommen und einer Teilhabe der Arbeitnehmer an den Kapitaleinkommen sinnvoll wäre, würde den Kapitalmarkt stark beleben. Eine solche Entwicklung würde Investmentfonds, Beteiligungsgesellschaften bis hin zur Wagnisfinanzierung stärken, deren Hauptaufgabe die Finanzierung der Wirtschaft mit risikotragendem Eigenkapital und die Risikoreduktion durch Diversifizierung ist. Damit wird die Finanzierung riskanter, aber ertragreicher Investitionen durch sicherheitsbewusste Anleger auf dem Umweg über das Fondsgeschäft möglich.

Gerade die ergiebigsten Investitionen in der Wirtschaft mit dem größten Wachstumspotential haben auch das größte Risiko. In einem Land an der Spitze der internationalen Einkommensentwicklung müssen die Unternehmen mehr Risiko eingehen und grundlegendere Innovationen tätigen als anderswo. Wer nichts Neues wagt, kann kein Innovationsführer sein und schwerlich eine dominierende Wettbewerbsposition für die nächsten Jahrzehnte aufbauen. Dazu ist ein leistungsfähiger Finanzplatz notwendig, der innovatives Wachstum finanziert, mit Diversifikation Risiken abbaut und tragbar macht, die Einkommensschwankungen im Zuge der Konjunktur glättet und damit mehr wirtschaftliche Sicherheit ermöglicht. Wachstum und Wohlstand sind untrennbar mit einer stabilen Entwicklung des Finanzsektors verbunden. Daher ist eine Strategie für den Finanzplatz 2030 immer auch eine Strategie für Österreich 2030.

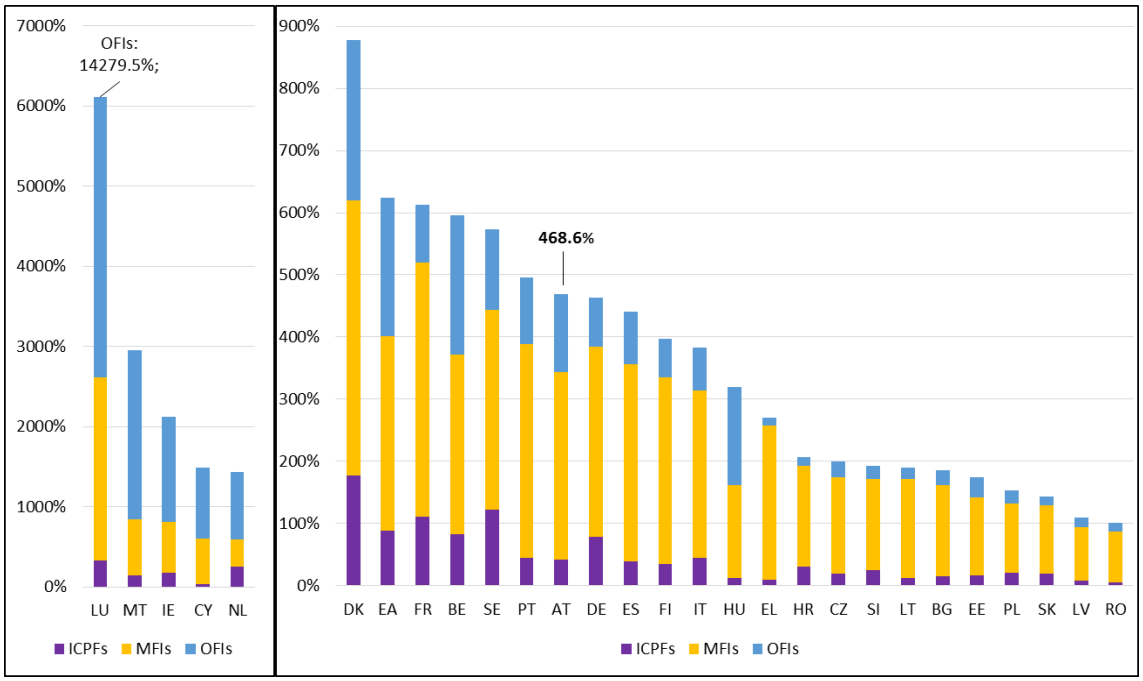
Die Bedeutung der Finanzmärkte und der Qualität der relevanten Institutionen für Wachstum, Stabilität und Wohlfahrt ist Gegenstand einer breiten empirischen und theoretischen Literatur. Diese Erkenntnisse der akademischen Forschung und der internationalen wirtschaftspolitischen Institutionen sollen stärker in die öffentliche Diskussion in Österreich einfließen. Das vorliegende Konzept für den Finanzplatz Österreich berücksichtigt eine ganze Reihe von einflussreichen wissenschaftlichen und wirtschaftspolitischen Studien und Konzepten für regulatorische Reformen, in denen viele Vorschläge zur Verbesserung der Stabilität und Funktionalität der Finanzsektors entwickelt werden: Beck (Hrsg., 2011, 2012), Brunnermeier u.a. (2009), Danielsson (Hrsg., 2015), French u.a. (2010), LSE (2010), Studien des Basel Komitees, der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich BIS, der Europäischen Kommission, der Europäischen Zentralbank EZB, des Internationalen Währungsfonds IWF, der OECD, der Österreichischen Nationalbank OeNB sowie eine umfangreiche wissenschaftliche Literatur zur empirischen und theoretischen Forschung. Auf dieser Grundlage aufbauend entwickelt die Studie ein Finanzplatzkonzept zugeschnitten auf österreichische Verhältnisse.

Der vorliegende Bericht zeichnet zunächst in **Teil 2** ein statistisches Porträt des heimischen Finanzplatzes, stellt bezüglich wichtiger Kennziffern internationale Vergleiche an und weist auf österreichische Besonderheiten hin. **Teil 3** arbeitet die Bedeutung des Finanzplatzes für Stabilität und Wachstum heraus und stellt die Ergebnisse einer umfangreichen empirischen Literatur dar. **Teil 4** leitet die Anforderungen im Hinblick auf Regulierung und Besteuerung ab, damit der Finanzplatz seine wachstums- und wohlfahrtsfördernden Aufgaben nachhaltig erfüllen kann. Die heimische Wirtschaftspolitik ist dabei nicht autonom, sondern muss die Entwicklungen auf europäischer und internationaler Ebene mitvollziehen. **Teil 5** stellt das Finanzplatzkonzept vor und begründet die Notwendigkeit einer ganzen Reihe von Maßnahmen auf unterschiedlichen Politikfeldern, die in einem systemischen Ansatz als Gesamtkonzept zu betrachten sind. **Teil 6** entwickelt zwei mögliche Szenarien für den Finanzplatz 2030 und sieht dabei Österreich vor einer Weggabelung. Um ein positives Szenario krisenrobusten Wachstums zu ermöglichen, braucht es grundlegende Reformen. Gelingen diese nicht, droht ein Szenario langanhaltender Wachstumsschwäche. Die Analyse macht deutlich, das Wachstum und Stabilität der Wirtschaft untrennbar mit der Entwicklung des Finanzsektors verknüpft sind.

# 2 Finanzplatz Österreich: Ein Kurzporträt

Dieser Abschnitt zeichnet ein statistisches Kurzporträt des Finanzplatzes Österreich im internationalen Vergleich und geht dabei von den Finanzierungsbedürfnissen von Haushalten, Unternehmen und Staat aus, die sich über Banken und Kapitalmärkte finanzieren. Banken nehmen vorwiegend Spareinlagen an und vergeben Kredite, sind aber auch auf den Kapitalmärkten aktiv. Sie finanzieren sich neben Spareinlagen teilweise auf den Kapitalmärkten, indem sie eigene Anleihen und Aktien begeben, und betreiben im Zuge des Kreditgeschäfts auch Eigenhandel, Verbriefungen und Sicherungsgeschäfte. Die Kapitalmärkte umfassen den Handel an der Börse und den außerbörslichen Handel. Neben Banken treten auf den Märkten vor allem Investmentfonds, Beteiligungsgesellschaften, Vermögensverwalter, Finanzdienstleister und andere Akteure als Finanzintermediäre auf, um die Anlagebedürfnisse der Haushalte mit den Finanzierungsbedürfnissen von Unternehmen und Staat zusammenzubringen.

*Abbildung 1: Größe des Finanzsektors, 2014 Q3, gesamte Aktiva in % des BIP[2]*




Quelle: Eurostat (2016), Europäische Sektorkonten, Finanzielle Vermögensbilanz.
Anmerkung: OFIs – andere Finanzinstitute, MFIs – monetäre Finanzinstitute, ICPFs – Versicherungen und Pensionsfonds.

[2] Länderkürzel: AT Österreich, BE Belgien, BG Bulgarien, CY Zypern, CZ Tschechien, DE Deutschland, DK Dänemark, ES Spanien, EA Eurozone, EE Estland, EU Europäische Union, EL Griechenland, FI Finnland, FR Frankreich, IE Irland, IT Italien, HR Kroatien, HU Ungarn, LT Litauen, LU Luxemburg, LV Lettland, MT Malta, NL Niederlande, PL Polen, PT Portugal, RO Rumänien, SE Schweden, SI Slowenien, SK Slowakei, UK Großbritannien.

Der Finanzplatz Österreich ist im Vergleich zu anderen Ländern Europas eher unterdurchschnittlich groß. Der Wert aller Aktiva entspricht etwas weniger als dem 5-fachen des BIP (469%), ähnlich wie in Deutschland (463% des BIP). Nach Abbildung 1 macht dagegen der Finanzsektor im Durchschnitt der Eurozone (19 Länder) mehr als das 6-fache (624% des BIPs) aus, in Luxemburg gar mehr als das 14-fache. Luxemburg, Malta und Irland sind Sonderfälle. Dort übersteigen die Finanzaktiva das BIP um jeweils mehr als das 20-fache, in Luxemburg um ein Vielfaches davon. Diese großen Unterschiede liegen neben den verschiedenen Finanzierungsbedürfnissen von Haushalten, Unternehmen und Staat auch darin, dass manche Länder sich als große internationale Finanzzentren etabliert haben. In absoluten Werten ist Großbritannien der größte Finanzplatz und vereint etwa 27% der Finanzaktiva in der EU28 auf sich.

## 2.1 Finanzen der Haushalte

Die Haushalte sind mit Abstand die größte Finanzierungsquelle der Gesamtwirtschaft. Individuen und Familien sparen, um für Notfälle und für das Alter vorzusorgen, und sie wollen der nächsten Generation ein Erbe hinterlassen. Andere brauchen jedoch Kredit, um die großen Investitionen wie den Erwerb von Wohneigentum oder die Ausbildung der Kinder zu finanzieren oder vorübergehende Ausgaben abzudecken. In Österreich macht das Finanzvermögen der Haushalte 2014 nach Eurostat etwa 180% des BIP bzw. 593 Mrd. Euro aus. Spitzenreiter in der EU sind die Niederlande mit einem Haushaltsvermögen von ca. 312% des BIPs, dann folgen Großbritannien mit 311%, Belgien (290%) und Dänemark (289%). Wieviel Finanzvermögen die Haushalte bilden, hängt u.a. stark von der Altersstruktur und der Organisation der Alterssicherung und anderen institutionellen Besonderheiten und Gewohnheiten ab. Je nach Großzügigkeit der staatlichen Alterssicherung sparen junge Haushalte, um für das Alter vorzusorgen. Daher ist für junge Haushalte das Finanzvermögen noch gering und ist kurz vor dem Ruhestand typischerweise am höchsten. In Ländern mit einem kapitalgedeckten Pensionssystem machen die Pensionsvermögen einen hohen Anteil am Finanzvermögen aus. In Österreich, wo das umlagefinanzierte Pensionssystem dominiert, fällt dieser Teil weg. Dementsprechend ist das finanzielle Haushaltsvermögen geringer.

Es kommt nicht nur auf das Volumen der Ersparnisbildung an, sondern auch auf die Zusammensetzung an. Wie in den meisten Ländern Europas dominieren Spareinlagen und Bargeldbestände, während der Anteil von Kapitalmarktpapieren sehr gering ist. Vom Gesamtvermögen der Haushalte (180% des BIPs) entfallen laut Eurostat in Österreich auf die Spareinlagen und Bargeldbestände 71% des BIPs, auf Beteiligungsvermögen 47%, auf Finanzvermögen in Form von Ansprüchen an (Lebens-) Versicherungen und Pensionskassen 37%, aber nur 13% des BIPs auf Anleihen und knapp 6% auf börsenkotierte Aktien. In Ländern, in denen das Finanzvermögen der Haushalte 150% des BIPs übersteigt, sind die Vermögensanteile von Pensionskassen und Anleihen höher.

Die Sparquote der Haushalte ist bei hohen Einkommen wesentlich höher als bei niedrigen, was zu einer starken Konzentration der Finanzvermögen führt. Nach Erhebungen der OeNB (HFCS Austria 2010, zitiert in: BMASK, 2012, S. 255)[3] besitzen die untersten 50% der Bevölkerung nur 4% des Bruttovermögens, während auf die obersten 20% der Haushalte 74% des Bruttovermögens entfallen und auf die obersten 5% sogar 45%. Angesichts der laufenden Konsumbedürfnisse des täglichen Bedarfs ist der Spielraum für Ersparnisbildung bei niedrigen Einkommensgruppen sehr gering. Dazu kommt, dass die Sozialversicherung und vor allem das Pensionssystem nach dem Umlageverfahren für die breite Masse der Haushalte wichtige Sparmotive ersetzen, so dass sie kein weiteres Finanzvermögen bilden wollen und angesichts der hohen Beitragsbelastung auch nicht können. Einkommensbestandteile über der Höchstbeitragsgrundlage sind nicht beitragspflichtig und begründen auch keine weiteren Ansprüche mehr, so dass bei hohen Einkommen der gewohnte Lebensstandard stärker mit privater Vermögensbildung gesichert werden muss. Unabhängig davon gibt es ökonomische Kräfte wie die Chancen aus Innovation und Globalisierung, die von den gutausgebildeten und unternehmerischen Teilen der Bevölkerung besser genutzt werden können und zu einer Spreizung von Einkommen und Finanzvermögen führen.

Die einkommensschwächeren Gruppen sind eher auf Sicherheit bedacht, haben tendenziell weniger Finanzwissen, und können nicht zuletzt wegen der kleinen Vermögen und hohen Fixkosten kaum in Aktien und andere, höher rentierliche, aber riskante Anlagen investieren. Wenn die Wirtschaft risikotragendes Eigenkapital benötigt, braucht es auf der anderen Seite risikofreudigere Investoren, die Risiko tragen können und bereit sind, Aktien und Unternehmensbeteiligungen in ihr Portfolio aufzunehmen. Diese Risikofähigkeit ist eher bei den reicheren Einkommensgruppen vorhanden, bei denen daher das Aktien- und Beteiligungsvermögen konzentriert ist. So halten z.B. 68% der Top 5% der vermögenden Haushalte Unternehmensbeteiligungen, aber nur knapp 2% der unteren Bevölkerungshälfte. Zwar haben 79% der unteren Hälfte ein Sparkonto, aber nur 0.5% von ihnen halten Anleihen und 1,6% Aktien (HFCS Austria 2010, in: BMASK, 2012, S. 256).

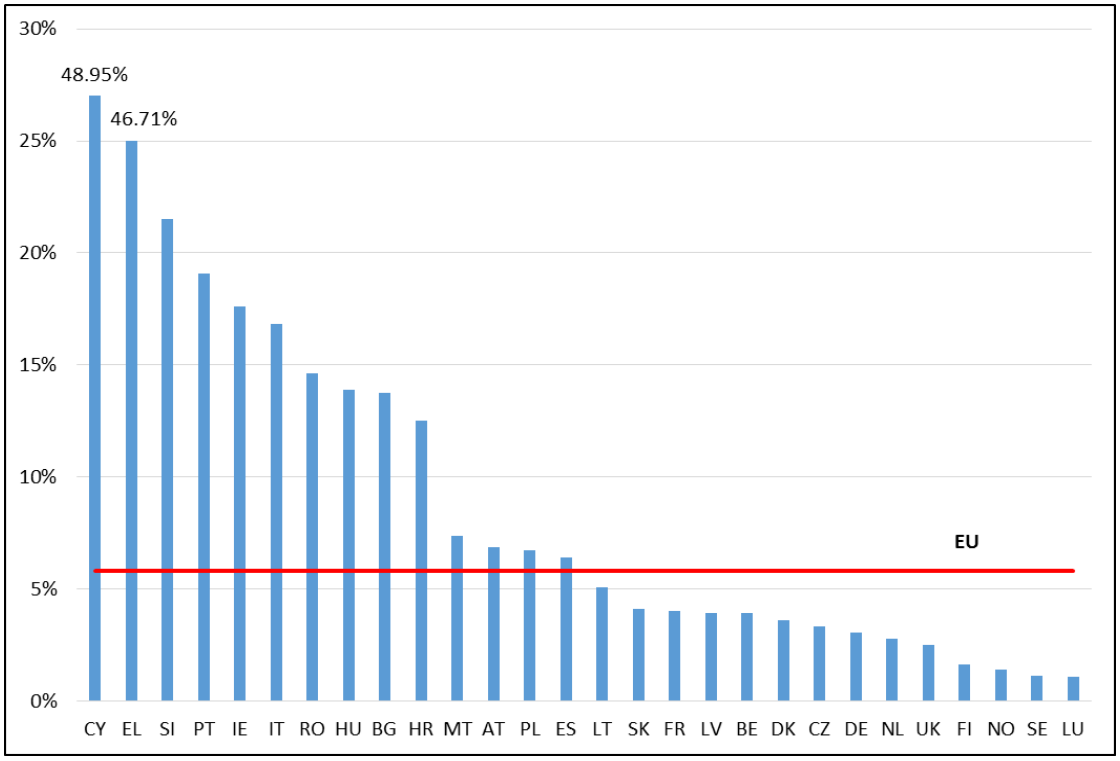
Spareinlagen, die mit dem gesetzlichen Einlagenschutz abgesichert und frei von Risiko sind, werfen die geringsten Zinsen ab. Wenn man aus den Ersparnissen mehr Einkommen und Konsum in der Zukunft erzielen will, braucht man höhere Erträge. Die Anlagen mit der höchsten Rendite sind jedoch auch die riskantesten. Die Risikobereitschaft der Anleger muss mit einer Risikoprämie entschädigt werden, damit diese in riskantere Anlagen investieren und Risikokapital bereitstellen. Die Sparer und Investoren wägen Ertrag und Risiko ab und erwerben ein Portfolio unterschiedlicher Anlagen, um die richtige Mischung zu erzielen. Je attraktiver die Renditen riskanter Anlagen sind, desto mehr werden die Anleger in solche Wertpapiere investieren.

[3] Der „Household Finance and Consumption Survey“ (HFCS) wurde auf Initiative der EZB im Jahr 2010 in allen Ländern des Euroraums von den jeweiligen Zentralbanken durchgeführt.

Auch wenn die Haushalte den größten Teil der gesamtwirtschaftlichen Ersparnisse bilden, sind sie auch wichtige Kreditnehmer: Der Erwerb eines Eigenheimes oder die Anschaffung langlebiger Konsumgütern wie Autos sind oft nur mit Kredit möglich. Per November 2015 betrugen die Kredite an private Haushalte 150.8 Mrd. Euro, wovon 64% für Immobilienerwerb, 13% für Konsumzwecke und 23% für andere Notwendigkeiten bestimmt waren (Statistische Datenbank der OeNB). Dabei bestimmt die Kreditwürdigkeit bzw. Bonität nicht nur den Zugang zu Kredit und die Zinskosten für den einzelnen Haushalt, sondern spielt auch für die gesamtwirtschaftliche Stabilität eine wichtige Rolle. Haushalte, die genügend Eigenmittel für die Selbstfinanzierung angespart haben, verwertbare Sicherheiten vorweisen können, ein besonders sicheres Gehalt beziehen und mit wenigen Unterhaltspflichten belastet sind, bekommen leichter einen Kredit zu günstigen Konditionen. Der verrechnete Zins drückt also die Bonität des Kreditnehmers bzw. das Risiko des Zahlungsausfalls aus. Je kreditwürdiger die privaten Schuldner sind, desto eher können sie den Kredit auch bei vorübergehenden Sonderbelastungen oder Einkommensausfällen weiter bedienen, und desto geringer sind die Kreditausfälle der Banken in schwierigen Zeiten.

Gerade in der Finanz- und Wirtschaftskrise haben sich Immobilienkredite als ein wichtiger Krisenherd erwiesen. Der Wert einer Immobilie dient als Sicherheit für die Bank. Wenn in einer Rezession der Kreditnehmer arbeitslos wird oder aus anderen Gründen den Kredit nicht mehr bedienen kann, muss die Bank diesen fällig stellen und das Haus verkaufen, um

*Abbildung 2: Anteil notleidender Forderungen im europäischen Vergleich, Q4 2015*




Quelle: EBA Interactive Dashboard, 2015Q4. Anmerkung: gew Quelle: EBA Interactive Dashboard, 2015Q4. Anmerkung: gewichtete Durchschnitte nach Ländern,
(Non-performing Loans + Advances) / (Total Gross Loans + Advances).

den ausstehenden Betrag zurückzubekommen. Ein anderer Käufer wird aber weniger Nutzen aus dem Haus ziehen und weniger bezahlen. Bei einem Notverkauf sind daher die erzielbaren Preise deutlich geringer, so dass die Veräußerungserlöse nicht mehr reichen, um den Kredit vollständig zu begleichen. Stark steigende Immobilienpreise sind wiederum ein Anzeichen sich aufbauender Risiken. Wenn die Preissteigerungen sich zu weit vom Fundamentalwert abkoppeln, ist die Gefahr groß, dass es zu einer drastischen Preiskorrektur und damit hohen Vermögensverlusten kommt. Die Miet- und Immobilienpreise haben zuletzt vor allem in Wien stark angezogen. Im Jahr 2014 überstiegen sie nach Schätzungen der OeNB den Fundamentalwert um bis zu 20% (vgl. OeNB 2016, S.1). Fallende Immobilienpreise verursachen selbst dann Probleme, wenn die Schuldner die Kredite zunächst noch bedienen könnten. Da der Wert der Sicherheit sinkt, verlangt die Bank zusätzliche Sicherheiten. Wenn ein Haushalt diese nicht mehr aufbringen kann, wird der Kredit notleidend. Daher tragen fallende Vermögenspreise zu einem Anstieg notleidender Kredite bei und zwingen die Banken zu Abschreibungen. Abbildung 2 zeigt, dass der Anteil notleidender Kredite in Österreich leicht über dem Durchschnitt der EU liegt. Aus diesen Gründen ist es wichtig, dass die Haushalte von vornherein genügend Eigenmittel aufbringen, damit die Banken auch in einer Krise das Geld vollständig zurückerhalten und absehbare Verluste verhindern können.

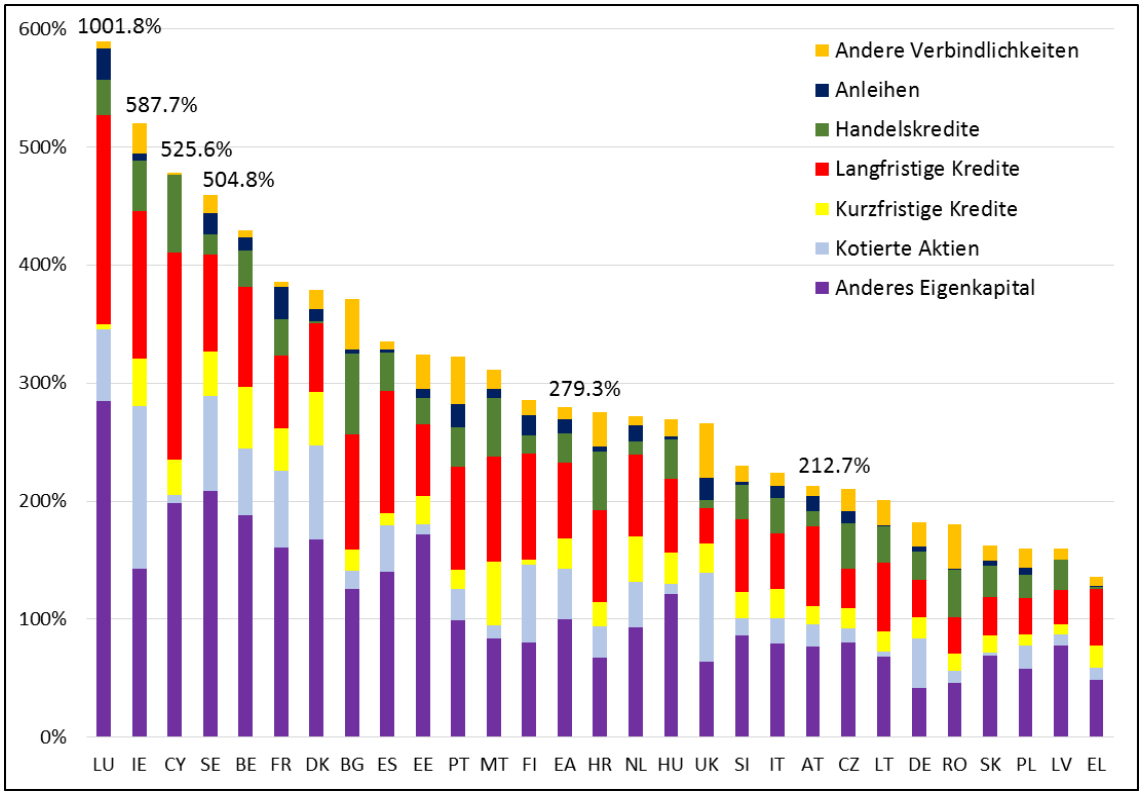
## 2.2 Finanzierung der Unternehmen

Auch Unternehmen sparen für ihre Eigentümer, indem sie Gewinne nicht ausschütten, sondern einbehalten, um damit einen Teil der Investitionen selbst zu finanzieren. Aber die Finanzierung mit Eigenkapital durch einbehaltene Gewinne und neu eintretende Eigentümer kann nur den kleineren Teil der Investitionsausgaben abdecken. Um mit neuen Investitionen und höherer Beschäftigung wachsen zu können, brauchen sie Fremdkapital und neues Eigenkapital von außen. Vor allem die kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) sind dabei vorwiegend auf Bankkredite angewiesen. Sie haben in den seltensten Fällen Zugang zum Kapitalmarkt, da dies mit beträchtlichen Fixkosten zur Erfüllung von Berichtspflichten und Transparenzvorschriften verbunden ist, die sich erst bei großen Finanzierungsvolumina auszahlen. Große Konzerne dagegen können Aktien und Anleihen auf in- und ausländischen Kapitalmärkten begeben.

Abbildung 3 zeigt im europäischen Vergleich, wie sich die Unternehmen der Realwirtschaft finanzieren. In Österreich beträgt das gesamte Finanzierungsvolumen etwa 213% des BIP und liegt damit im unteren Mittelfeld. Im Euroraum betragen dagegen die gesamten Passiva 279% des BIP. Die Unterschiede können beispielsweise in der Kapitalintensität oder der Bedeutung großer multinationaler Konzerne liegen. Interessanter sind hier die Unterschiede in der Finanzierungsstruktur. Im Durchschnitt der Eurozone (EA18) finanzieren sich die Unternehmen etwa zur Hälfte mit Eigenkapital einschließlich kotierter Aktien, in Österreich ist es signifikant weniger (45 anstatt 51% im Euroraum). Mehr als in anderen Ländern dominiert der Bankkredit (38.5 der gesamten Verbindlichkeiten anstatt 32.2% im Euroraum).

Die Finanzierung über den Kapitalmarkt spielt wie auch in den meisten anderen Mitgliedsstaaten der EU nur eine geringe Rolle. In manchen Ländern sind die Unternehmen auch Empfänger konzerninterner Kredite aus anderen Ländern wie z.B. Schweden, Belgien, Ungarn, Irland.

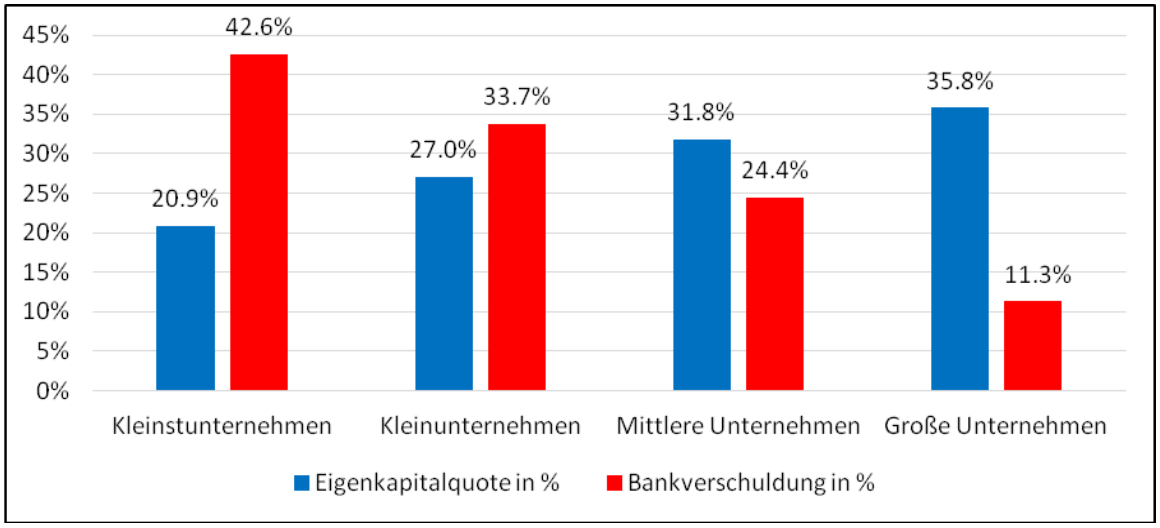
*Abbildung 3: Finanzierungsquellen nichtfinanzieller Unternehmen, 2014 Q3, % des BIP*




Quelle: Eurostat (2016), Europäische Sektorkonten, Finanzielle Vermögensbilanz.

Unternehmen bilden Eigenkapital durch einbehaltene Gewinne oder finanzieren sich mit externer Kapitalaufnahme entweder von Banken oder auf dem Kapitalmarkt. Betrachtet man nur die Außenfinanzierung anstatt wie in Abbildung 3 die gesamten Verbindlichkeiten, dann zeigt sich wieder, dass die Finanzierung mit Bankkrediten dominiert (Wiener Börse, Grafiken und Zahlen online, nach der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung der OeNB). Im Jahr 2013 machten die langfristigen Kredite 64% der Außenfinanzierung aus. Den kleineren Teil nehmen die Firmen auf dem Kapitalmarkt auf, wobei die Fremdfinanzierung durch Anleihen und Emissionen neuer Aktien je 18% beisteuern. Der Beitrag neuer Aktien ist stark von der Börsenentwicklung abhängig und hat sich nach der großen Korrektur im Jahr 2008 im Vergleich zu vorher in etwa halbiert (von 33% in 2007 auf 18%), während sich der Außenfinanzierungsanteil der Anleihen beinahe verdoppelte (von 10% in 2007 auf 18%).

*Abbildung 4: Finanzierung nach Betriebsgrößen, Österreich, 2012/13*



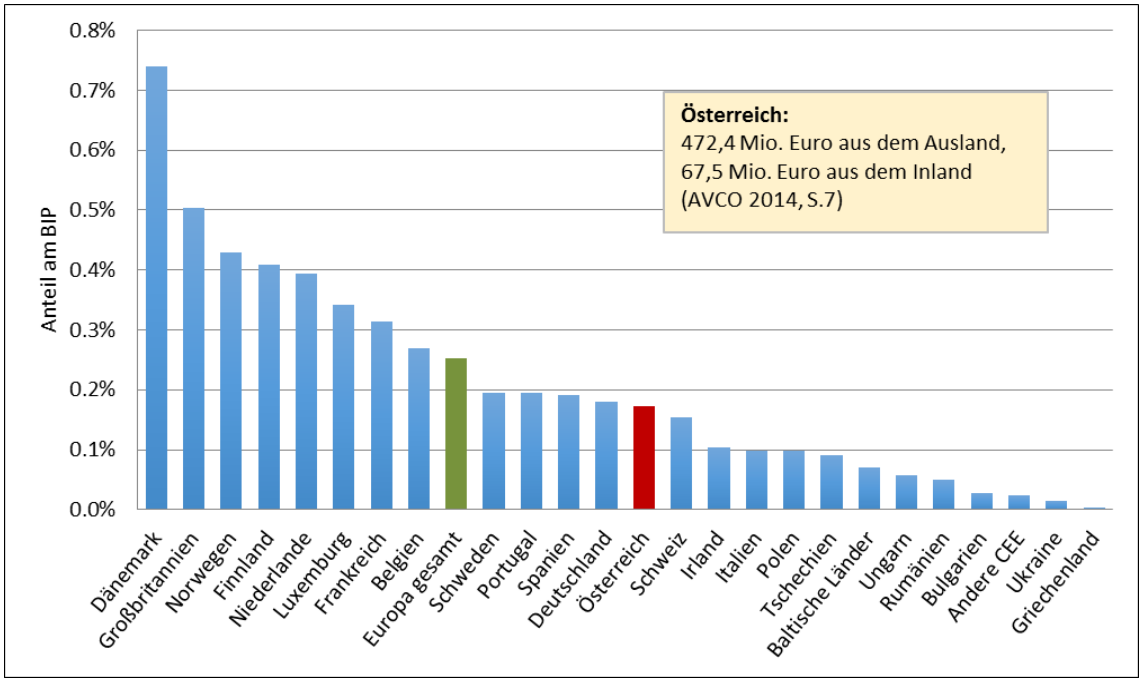

Quelle: KMU Forschung Austria, BMWFW (in: Mittelstandsbericht 2014, Tabelle 30, S. 52).
Anmerkungen: ohne Land- und Forstwirtschaft, persönliche Dienstleistungen, Realitätenwesen und Holdings;
Eigenkapitalquote = (buchmäßiges) Eigenkapital / Gesamtkapital * 100;
Bankverschuldung = Bankverbindlichkeiten / Gesamtkapital * 100;
Kleinstunternehmen: 9 Beschäftigte, EUR 2 Mio. Umsatz, EUR 2 Mio. Bilanzsumme,
Kleinunternehmen: 49 Beschäftigte, EUR 10 Mio. Umsatz, EUR 10 Mio. Bilanzsumme,
Mittlere Unternehmen: 249 Beschäftigte, EUR 50 Mio. Umsatz, EUR 43 Mio. Bilanzsumme.

Die Unternehmen sind sehr heterogen und haben ganz unterschiedliche Bedürfnisse und Möglichkeiten der Finanzierung. Ganze 92% der Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft sind Kleinstunternehmen mit bis zu 9 Mitarbeitern (vgl. BMWFW, Mittelstandsbericht 2014, Tabelle 44, S. 208). Ihr Anteil an der gesamten Beschäftigung beträgt allerdings nur 15%. Ein verschwindend kleiner Anteil der Betriebe sind Großunternehmen mit mehr als 250 Mitarbeitern, sie stehen jedoch für 39% der gesamten Beschäftigung. Die kleinen Unternehmen dominieren in der Zahl, die großen Konzerne haben aber das größte Gewicht. Vor allem die KMU sind auf die Finanzierung mit Bankkrediten angewiesen und haben wenige Alternativen, während große Unternehmen wesentlich leichteren Zugang zum Kapitalmarkt haben und auf Anleihen ausweichen können, wenn die Kreditvergabe restriktiv wird. Nach Abbildung 4 beträgt der Anteil der Bankkredite für Kleinstunternehmen mit bis zu 9 Beschäftigten und bis zu 2 Mio. Euro Umsatz etwa 43%, während jener in Firmen mit mehr als 250 Beschäftigten und einem Umsatz über 50 Mio. bei nur 11% liegt. Es zeigt sich auch, dass die Eigenkapitalquote eindeutig mit der Betriebsgröße zunimmt. Bei kleinen Finanzierungsvolumina kommt eine Finanzierung über den Kapitalmarkt wegen der hohen Fixkosten zur Erlangung der Kapitalmarktfähigkeit nicht in Frage.

Eigenkapital kommt vor Fremdkapital und ist eine Voraussetzung für den Zugang zu Kredit. Dabei ist der Bedarf nach Eigenkapital nicht einheitlich und hängt von strukturellen Eigenschaften von Unternehmen und Branchen ab. Je grösser das Risiko ist, desto mehr risikotragendes Eigenkapital ist notwendig. Daher unterscheidet sich der notwendige Eigenkapitalanteil je nach Alter und Branche. Junge Unternehmen sind riskanter und

brauchen mehr Eigenkapital als ältere. Etwa die Hälfte neuer Unternehmensgründungen ist nach 3-5 Jahren wieder ausgeschieden. Sie haben weder eine erfolgreiche Unternehmensgeschichte vorzuweisen, auf die sich externe Kapitalgeber verlassen könnten, noch verfügen sie über große Sicherheiten, die erst über einen längeren Zeitraum erworben werden müssen. Deshalb haben jüngere Unternehmen mehr Schwierigkeiten, an Fremdkapital zu kommen und brauchen mehr risikotragendes Eigenkapital.

*Abbildung 5: Wagniskapital für österreichische Unternehmen, 2013 in % des BIP*




Quelle: EVCA Yearbook (2015).
Anmerkung: Private Equity und Venture Capital Investitionen in österreichische Unternehmen.

Nirgendwo ist der Zusammenhang zwischen Risiko und Bedarf nach Risikokapital so deutlich wie bei jungen Technologieunternehmen in der Frühphase ihrer Entwicklung. Diese Unternehmen brauchen im sprichwörtlichen Sinne „Wagniskapital" (Venture Capital und Private Equity). Wagniskapitalfonds halten Beteiligungen an ihren Portfoliounternehmen und stellen damit Eigenkapital bereit, oder eigenkapitalähnliche Finanzierungsformen wie z.B. Wandelschuldverschreibungen.[4] Die verschwindend geringe Bedeutung des Risikokapitalsektors in Österreich ist ebenfalls ein Ausdruck der geringen Breite und Tiefe der heimischen Kapitalmärkte (vgl. Abbildung 5). Nicht nur ist der Beitrag des Wagniskapitals zur Finanzierung österreichischer Startups mit 0.17% des BIPs um ein Vielfaches geringer als in den kleinen nordischen Ländern (0.74% des BIPs in Dänemark, 0.25% in Gesamteuropa). Der überwiegende Teil davon stammt aus ausländischen Quellen anstatt heimischen

[4] Wandelschuldverschreibungen zahlen bei normalem Geschäftsgang feste Zinsen, können aber zu vorher vereinbarten Bedingungen in Eigenkapital umgewandelt werden, um die Kapitalgeber entweder an überdurchschnittlich hohen Gewinnen oder im Krisenfall an den Wertverlusten zu beteiligen.

Finanzierungsgesellschaften. Umgekehrt machen die Investitionen der heimischen Fonds im Jahr 2013 gar nur 0.03% des BIPs aus, davon wurden 67.5 Mio. Euro im Inland und 20.5 Mio. im Ausland investiert (AVCO 2014, S. 7). Gerade dort, wo es am dringendsten notwendig wäre, ist der heimische Kapitalmarkt faktisch nicht existent, so dass staatliche Institutionen wie die AWS die Lücke schließen müssen.

## 2.3 Finanzierung des Staates

Auch der Staat braucht Banken und Investoren zur Finanzierung neuer Staatsschulden. Er deckt seinen chronischen Finanzierungsbedarf, indem er Kredite aufnimmt und zum größeren Teil neue Staatsanleihen auf dem Kapitalmarkt begibt, wenn die Steuereinnahmen nicht reichen. Die Staatsschulden erfüllen drei wichtige Zwecke. Erstens ist die Staatsverschuldung das wichtigste Instrument, um die Verteilung des Wohlstands zwischen den Generationen zu steuern. Die Kosten zur Bewältigung großer Katastrophen übersteigen die Möglichkeiten einer einzelnen Generation und müssen daher einen längeren Zeitraum gestreckt werden. Einmalige große, öffentliche Investitionen, die über viele Jahrzehnte Nutzen stiften, werden sinnvollerweise wenigstens zum Teil mit Staatsschulden finanziert, um zukünftige Generationen neben den gesellschaftlichen Erträgen auch an den Kosten zu beteiligen. Zweitens helfen Staatsschulden, die Einkommens- und Beschäftigungs-schwankungen im Konjunkturverlauf zu dämpfen, und schaffen damit mehr wirtschaftliche Sicherheit. Indem in der Rezession mit Defiziten ein allzu starker Rückgang der Nachfrage verhindert und im Boom mit Überschüssen Kaufkraft abgeschöpft wird, erzielt der Staat eine automatische Stabilisierung, die sich in schwankender Neuverschuldung niederschlägt. Ein systematischer Anstieg der Staatsverschuldung wie in Österreich ist allerdings weder mit einer ausgewogenen intergenerativen Verteilung noch mit Stabilisierung vereinbar. Ende 2015 lag der Schuldenstand bei 290.5 Mrd. Euro bzw. 86.2% des BIPs.

Drittens deckt die Staatsverschuldung den Bedarf nach einem sicheren Wertpapier in der Wirtschaft. Pensionsfonds, Lebensversicherungen und risikoscheue Haushalte brauchen einen sicheren Ertrag, akzeptieren dafür einen niedrigen Zins und halten einen besonders großen Anteil von sicheren Staatsanleihen in ihren Portfolios. Staatsanleihen werden außerdem häufig als Sicherheiten für Kredite verwendet. Damit die Staatsschuld ihre positiven Zwecke erfüllen kann, darf sie allerdings nicht zu groß werden. Die Tragbarkeit der Staatsschulden ist in einer Währungsunion wie der Eurozone geringer als in Staaten wie den U.S.A. oder Japan, die über eine eigene Währung und eine autonome nationale Zentralbank verfügen. Diese kann immer als letzte Instanz die Rückzahlung garantieren, in dem sie die Schulden aufkauft („lender of last resort“). Diese letzte Garantie macht einen von Angst getriebenen Vertrauensschwund und damit spekulative Attacken auf die Staatsschuld mit sich selbst erfüllenden Erwartungen weniger wahrscheinlich. In der Eurozone fehlt jedoch diese Garantie, weil die Europäische Zentralbank (EZB) zu einer einheitlichen Geldpolitik für die gesamte Eurozone verpflichtet ist und nicht die Schulden eines einzelnen Mitgliedslandes

separat garantieren kann. Genau deshalb hat das Vertrauen der Investoren in die Sicherheit der Staatsschulden seine Grenzen, sodass spekulative Attacken in einer Währungsunion wahrscheinlicher sind. Die Grenzen der Tragbarkeit sind rascher erreicht als in souveränen Staaten. Dies gilt umso mehr, je mehr der Staatsschuld bei ausländischen Investoren platziert wird. Im Jahr 2015 sind etwa 70% der österreichischen Staatschuld bei ausländischen Investoren veranlagt, inländische Gläubiger halten nur 30%[5]. Auch diese Situation ist eine Folge des vergleichsweise geringen Kapitalmarktvolumens in Österreich. Umso wichtiger ist es, dass der österreichische Staat alle Garantien und Versprechen einhält und seine Kreditwürdigkeit über jeden Zweifel erhaben bleibt.[6]

## 2.4 Banken

Die Banken verwalten die Privat- und Geschäftskonten ihrer Kunden und vergeben aus diesen Mitteln Kredite. Zudem wickeln sie den Zahlungsverkehr ab, sind in der Vermögensverwaltung aktiv und bieten eine Reihe von Beratungs- und anderen Dienstleistungen an. Banken betreiben das Zinsdifferenzgeschäft, indem sie Spareinlagen zu niedrigeren Zinsen hereinnehmen und Kredite an Unternehmen und Privatkunden zu höheren Zinsen vergeben. Dabei wandeln sie kurzfristig abrufbare Sparguthaben in langfristig gebundene Kredite zur Investitions- und Immobilienfinanzierung um und bringen mit dieser Fristentransformation den Bedarf der Sparer nach kurzfristig abrufbarer Liquidität und der Unternehmen nach langfristiger Verfügbarkeit von Finanzierung zusammen. Indem sie eine Vielzahl von Krediten mit unabhängigen Risiken vergeben, gleichen sie das Risiko einzelner Investitionsprojekte nach dem Gesetz der großen Zahlen untereinander aus und reduzieren das Risiko der Sparer, denen sie einen sehr sicheren Zins zahlen. Die meisten Haushalte könnten ihre Ersparnisse niemals dem Risiko eines einzelnen Unternehmens aussetzen, dessen Geschäft sie nur mangelhaft verstehen.

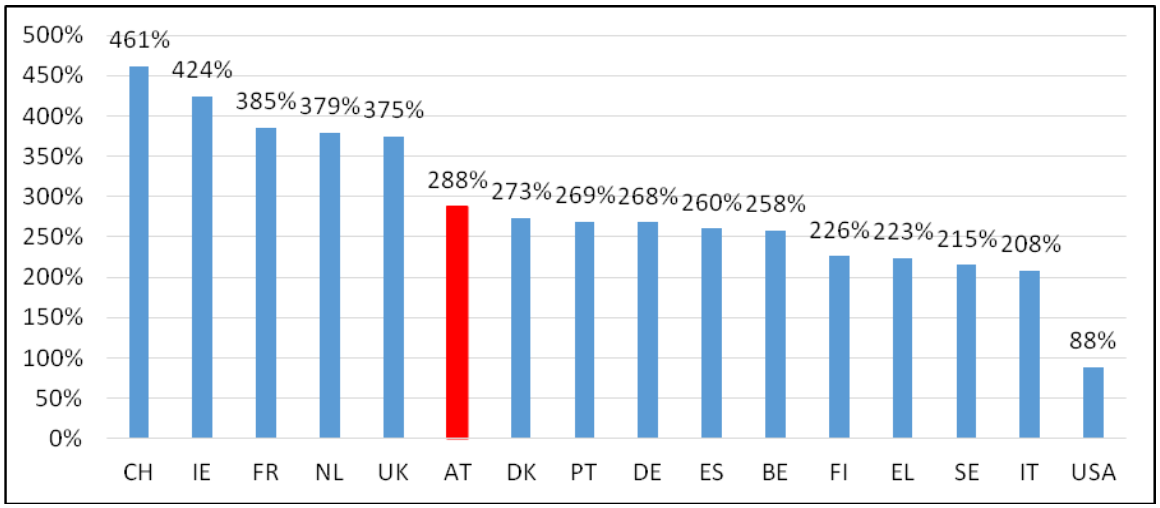
Eine der wichtigsten Aufgaben des Finanzplatzes im Allgemeinen und der Banken im Besonderen ist es, die gesamtwirtschaftlichen Ersparnisse auf jene Verwendungen zu lenken, wo sie unter Berücksichtigung des Risikos die höchsten Erträge erzielen. Etwa die Hälfte des Produktivitätswachstums ist darauf zurückzuführen, dass das Kapital nicht zufällig auf verschiedene Branchen und Unternehmen verteilt, sondern dort hingelenkt wird, wo es am meisten Einkommen erwirtschaftet (vgl. dazu Abschnitt 3, insbesondere 3.4.3). Gerade in einer innovationsgetriebenen Wirtschaft werden traditionelle Produkte und Anwendungen laufend durch neue Lösungen verdrängt. In diesem Prozess der „kreativen Zerstörung“

[5] Siehe Sovereign Investor Base Dataset for Advanced Economies des Internationalen Währungsfonds.

[6] Der Investor erhält mit einer Garantie Sicherheit und verlangt daher einen niedrigeren Zins als bei vergleichbaren Wertpapieren ohne Garantie. Mit dem HETA Moratorium im März 2015 sind jedoch die Garantien des Landes Kärnten für die Anleihen der ehemaligen Hypo-Alpe-Adria zweifelhaft geworden. Das Ereignis hat einen Vertrauensverlust der Investoren ausgelöst. Randl und Zechner (2016) haben danach einen Anstieg der Zinsen um etwa 9 Basispunkte für den Bund und 40 Basispunkte für die Banken festgestellt. Die Kosten dieses Vertrauensverlustes schlagen sich in einem geschätzten Anstieg der Finanzierungskosten beim Bund von 200 Mio. Euro und bei den österreichischen Banken von ungefähr 900 Mio. Euro nieder.

müssen Kapital und Arbeit ständig neu eingesetzt werden, durch die permanente Erneuerung der Produktpalette innerhalb von großen Konzernen und durch Marktzutritt und -austritt von Unternehmen. Der Finanzsektor muss also das Investitionskapital systematisch auf die Wachstumsbranchen zur Finanzierung der rentabelsten Investitionen hinlenken und von schrumpfenden Branchen und Unternehmen abziehen, wo es nur mehr unterdurchschnittliche Renditen erzielen kann. Das erfordert von den Banken eine strenge Kreditwürdigkeitsprüfung, die laufende Kontrolle und Überwachung der Kredite, und den Kreditstopp, wenn eine rentable Verwendung nicht mehr realistisch erscheint und die Rückzahlung in Gefahr ist. Dabei sammeln die Banken viele Informationen über die Unternehmen und anderen Kreditnehmer und erhalten einen Informationsvorsprung, mit dem sie diese Aufgabe besser erledigen können.[7]

*Abbildung 6: Größe des Bankensektors im internationalen Vergleich*




Quelle: HelgiLibrary (2016), online.

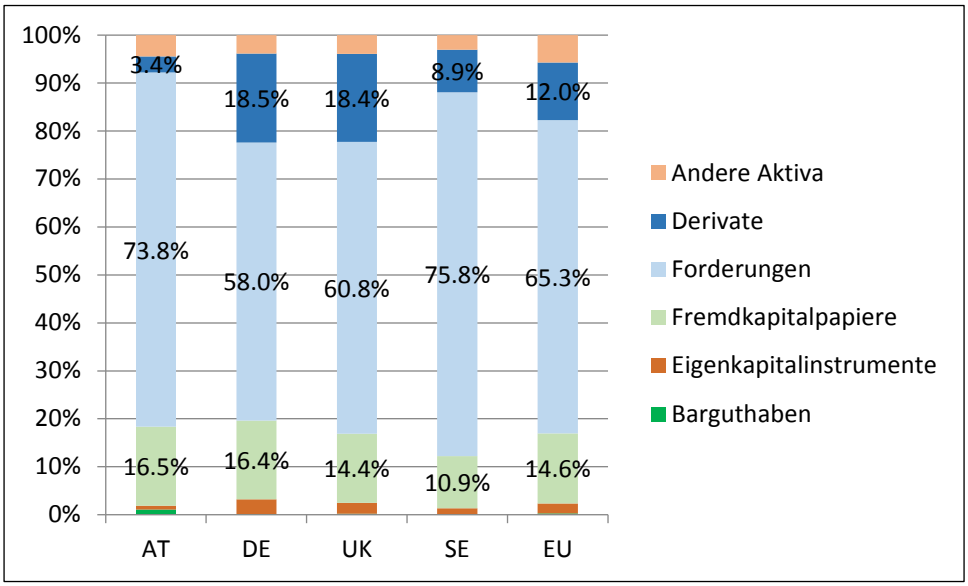
Gemessen an der Bilanzsumme im Verhältnis zum BIP ist die Grösse des österreichischen Bankensektors mit 288% leicht über dem Durchschnitt der EU und entspricht in etwa jener in Deutschland (268%, vgl. Abbildung 6). Diese Situation ist die logische Folge dessen, dass die österreichischen Kapitalmärkte eine derart geringe Rolle spielen und nur einen geringen Finanzierungsbeitrag leisten. Haushalte, Unternehmen und Staat brauchen Finanzierung, und wenn diese auf dem Kapitalmarkt nicht verfügbar ist, kann sie nur mehr vom Bankensektor kommen. In allen europäischen Ländern ist der Bankensektor zwei bis vier Mal so gross wie jener in den U.S.A. (88% des BIPs), wo die Kapitalmärkte eine wesentlich grössere Rolle in der Finanzierung der Wirtschaft spielen. In Österreich ist das Kapitalmarktvolumen noch

[7] Letzten Endes liegt darin eine wesentliche Existenzberechtigung von Banken und anderen Finanzintermediären. Die Fachliteratur spricht von „delegated monitoring", d.h., die Sparer delegieren an die Banken die Aufgabe, ihre Ersparnisse zu überwachen und damit das Risiko von Fehlinvestitionen oder gar des Missbrauchs zu verringern, vgl. Diamond (1984).

wesentlich geringer als im europäischen Durchschnitt. Daher muss der Anteil der Banken höher sein, wenn es Finanzierung geben soll.

Neben dem kommerziellen Kreditgeschäft, welches den bei weitem größten Teil der Aktiva österreichischer Banken ausmacht, tätigen Universalbanken auch Investmentgeschäfte, wie sie sonst von unabhängigen, spezialisierten Investmentbanken betrieben werden. Diese Geschäfte umfassen neben der Vermögensverwaltung und dem Handel von Wertpapieren im Auftrag der Kunden vor allem auch Dienstleistungen im Rahmen der Unternehmensfinanzierung. Sie unterstützen Unternehmen bei der Platzierung von neuen Aktien und Anleihen an der Börse. Sie begleiten den Beteiligungserwerb bei Firmenzusammenschlüssen, indem sie die Kaufprüfung durchführen („due diligence“) und die Finanzierung arrangieren. Im Rahmen des Investmentgeschäfts betreiben sie auch Eigenhandel, indem sie Risikopositionen mit Sicherungs- und Termingeschäften absichern oder auf kurzfristige Handelsgewinne durch Handel auf eigene Rechnung abzielen. Um ihren Vermögensbestand zu diversifizieren und die Zinserträge aus Kreditforderungen mit anderen Erträgen zu ergänzen, erwerben sie Anleihen und Wertpapiere als Anlage. Neben den Zinserträgen steuern die Gebühren für Kontoführung, Vermögensverwaltung und Investmentgeschäften erheblich zu den Gewinnen bei.

*Abbildung 7: Zusammensetzung der Bankaktiva im europäischen Vergleich*

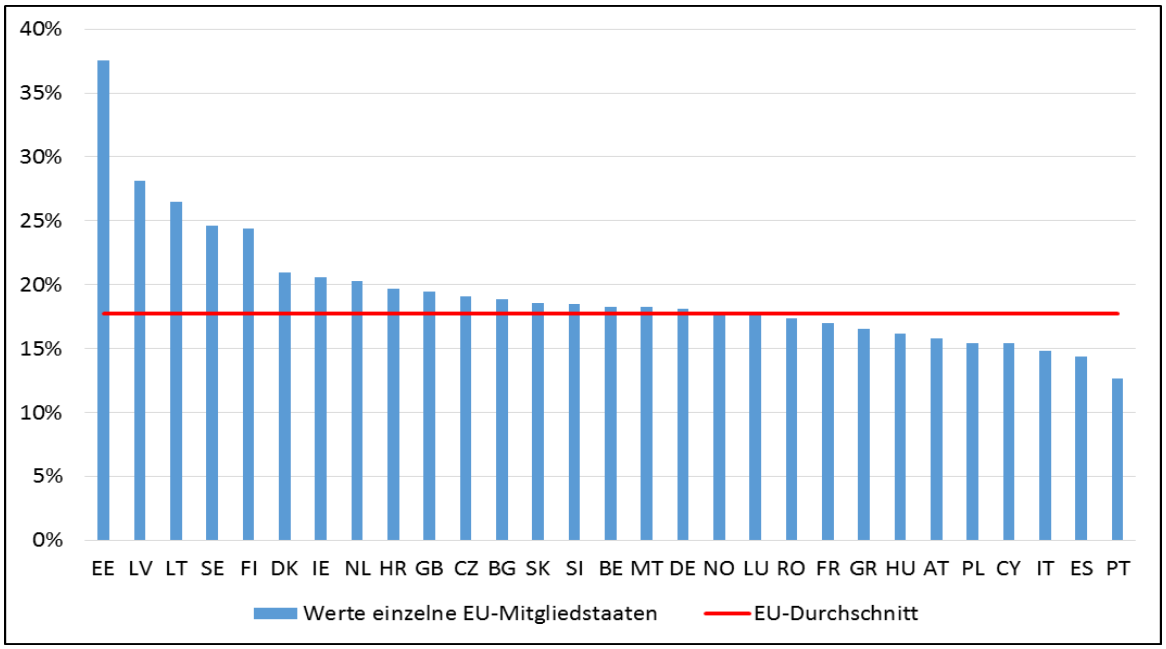



Quelle: EBA Interactive Dashboard, Q4 2015, eigene Darstellung.

Die viel thematisierten Handelsgeschäfte mit Wertpapieren und die davon ausgehenden Risiken spielen jedoch im österreichischen Bankensektor nur eine geringe Rolle. Abbildung 7 weist für das Jahr 2015 einen Bestand von Derivaten von nur 3.4% der gesamten Aktiva aus, in der EU sind es 12%, in Deutschland und Großbritannien mehr als 18%. Die dominierenden Bankaktiva sind mit 74% die Forderungen für ausstehende Kredite und mit 17% Fremdkapitalpapiere wie Anleihen. Oft wird der Wertpapierhandel mit hohen Risiken

assoziiert, aber zumindest bei österreichischen Banken kann darin kaum das größte Risiko liegen. Zudem sind die Handelsgeschäfte oft mit dem Kreditgeschäft verbunden. Zum Beispiel können ausstehende Kreditforderungen verbrieft und damit an andere Akteure verkauft werden, welche die Risiken besser in ihr Portfolio aufnehmen können. Damit können Banken rascher an anderer Stelle neue Kredite vergeben.

*Abbildung 8: Eigenkapitalquoten der Banken im EU Vergleich, 2015 Q4*




Quelle: EBA Interactive Dashboard, Q4 2015.
Anmerkung: Eigenkapital in % der risikogewichteten Aktiva (Total Capital Ratio). EU: gewichtete Durchschnitte.

Wie in allen anderen Branchen handelt das Management der Banken im Auftrag der Eigentümer. Diese wollen eine möglichst gute Rendite auf das bereitgestellte Eigenkapital erzielen, die wenigstens der Rendite auf alternative Anlagen unter Berücksichtigung einer Risikoprämie entspricht. Aufgrund des Informationsvorsprungs des Managements braucht es eine effektive Unternehmenskontrolle (Corporate Governance), um sicherzustellen, dass das Management nachhaltige Gewinne im Interesse der Eigentümer anstrebt und damit dem Eigentümerauftrag nachkommt, ohne unbequeme Entscheidungen aufzuschieben oder sich von anderem Eigeninteresse ablenken zu lassen. Selbst wenn das Problem der Unternehmenskontrolle gelöst ist, muss durch regulatorische Rahmenbedingungen sichergestellt werden, dass alle für die Gesellschaft relevanten Erträge und Kosten des Bankgeschäfts in die Entscheidungen des Managements einfließen und das Gewinnstreben nicht nur für die Eigentümer, sondern für die gesamte Gesellschaft die bestmöglichen Ergebnisse zeitigt. Dabei spielen die regulatorischen Mindestanforderungen für Eigenkapital und Liquidität eine zentrale Rolle. Abbildung 8 zeigt den Anteil Eigenkapitals an der risikogewichteten Aktiva im internationalen Vergleich. Wie in den anderen Ländern hat die Eigenkapitalquote in Österreich seit 2008 zwar deutlich zugenommen. Dennoch ist sie im

europäischen Vergleich niedrig und ist z.B. signifikant geringer als in Deutschland oder den nordischen Staaten. Es besteht weiterer Aufholbedarf aufzeigt.

Die Stabilität des Bankensektors hängt aber nicht nur vom Eigenkapital und von der Liquidität der Banken selbst ab, sondern auch von der Ausstattung der Unternehmen mit Eigenkapital und von den Eigenmitteln der Haushalte beim kreditfinanzierten Immobilienerwerb. Eine schlechte Zahlungsmoral oder eine mangelhafte Krisenrobustheit des Unternehmenssektors schlägt sich schlussendlich in einem höheren Anteil notleidender Krediten nieder. Die Stabilität der Banken fängt eben bei den Haushalten und Unternehmen an. In einem Land mit überschuldeten Haushalten und Unternehmen sind die Kreditausfälle häufiger. Daher müssen die Kreditzinsen steigen, damit die Zinserträge aus den profitablen Krediten die Abschreibungen und Verluste auf Problemkredite abdecken können. Abbildung 2 zeigt große Unterschiede in Europa, wobei in Österreich der Anteil notleidender Kredite zuletzt gestiegen ist, wenn auch von einem vergleichsweise niedrigen Niveau.

Auch Marktstruktur und Wettbewerbsgrad beeinflussen über die Profitabilität der Banken deren Stabilität. Eine ausreichende Profitabilität ist notwendig, damit Banken überhaupt in die Lage kommen, Eigenkapital zu bilden. Um neues Eigenkapital auf den Märkten durch Ausgabe neuer Aktien aufnehmen zu können, müssen sie den Investoren eine ausreichende Rendite bieten. Alternativ müssen sie genügend hohe Gewinne schreiben, um diese einzubehalten und so das Eigenkapital zu erhöhen. Zu viele Anbieter auf dem Markt mindern die Profitabilität und erschweren so die Befriedigung der Renditeansprüche der Eigentümer und die Einbehaltung von Gewinnen. In dieser Situation wird es schwierig, mehr Eigenkapital zu mobilisieren und die Krisenrobustheit des Bankensektors zu verbessern.

Produktivitätssteigerungen im Bankensektor wie z.B. Reduzierung des Filialnetzes und Nutzung des Internets sind im Gange und müssen weitergehen. Die Anzahl der Bankfilialen ist im internationalen Vergleich nach wie vor hoch und zuletzt nicht zurückgegangen: In Österreich bediente 2014 eine Bankfiliale durchschnittlich gut 2‘012 Einwohner; in Deutschland waren es knapp 2‘334 und  im Durchschnitt der Eurozone 2‘111. Während im Durchschnitt der Eurozone seit 2010 die Anzahl der Einwohner pro Bankfiliale um 17% zugenommen hat, und in einzelnen Ländern wie z.B. die Niederlande geradezu dramatisch, blieb sie in Österreich mehr oder weniger konstant. Das passt mit der überdurchschnittlich hohen Wettbewerbsintensität und der vergleichsweise geringen Profitabilität zusammen. Die Nettozinsmarge ist zuletzt mit knapp einem Prozent (unkonsolidiert, vgl. OeNB, 2014, S. 62) niedrig und die Marktkonzentration ist gemessen an der sogenannten CR5 Ratio, dem Anteil der fünf größten Banken an den gesamten Assets, mit 37 Prozent besonders niedrig. Eine gewisse, aber relativ begrenzte Marktbereinigung ist zwar im Gange. Der Prozess muss aber wohl weiter fortschreiten, damit Marktanteile für die verbleibenden Bankengruppen frei werden und diese sich besser entwickeln können.

*Tabelle 1: Wettbewerbsfähigkeit und Effizienz der Banken in der Eurozone*

| | CR5 Ratio | | Einwohner pro Bankfiliale | |
|---|---|---|---|---|
| | 2010 | 2014 | 2010 | 2014 |
| Österreich | 36 | 37 | 2'005 | 2'012 |
| Deutschland | 33 | 32 | 2'070 | 2'334 |
| Belgien | 75 | 66 | 2'739 | 3'093 |
| Niederlande | 84 | 85 | 5'800 | 9'096 |
| Spanien | 44 | 58 | 1'079 | 1'452 |
| Frankreich | 47 | 48 | 1'675 | 1'759 |
| Italien | 40 | 41 | 1'779 | 1'979 |
| Slowenien | 59 | 56 | 2'952 | 3'483 |
| Finnland | 84 | 80 | 3'636 | 4'598 |
| Eurozone | 47 | 47 | 1'808 | 2'111 |

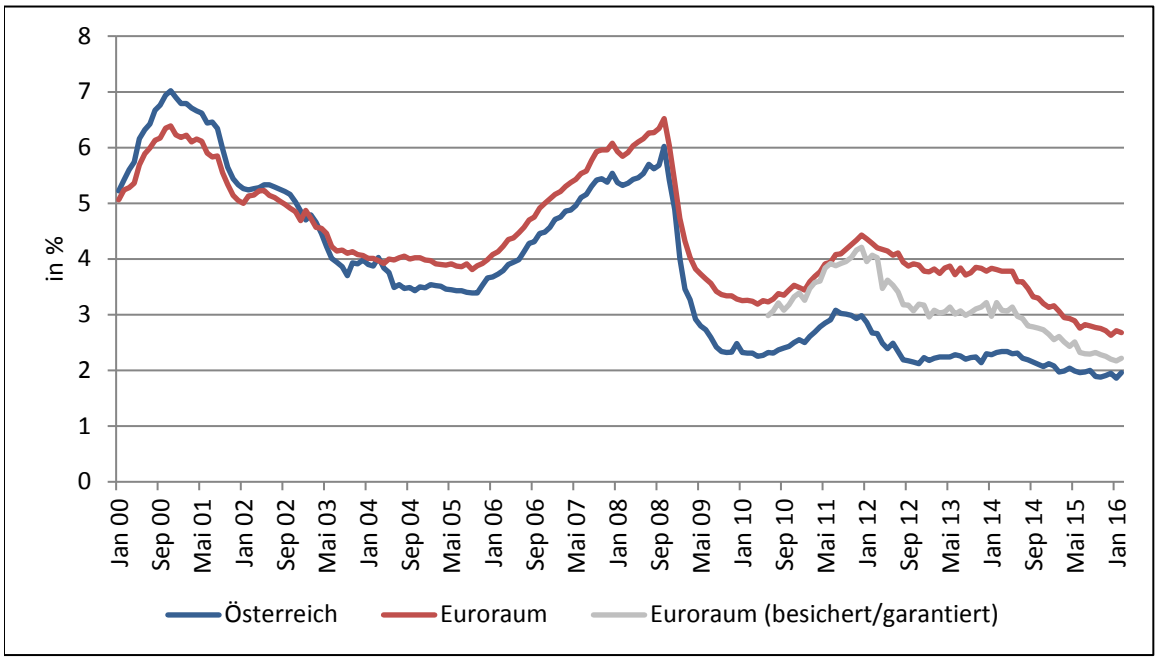
Anmerkung: CR5 Ratio gibt den Anteil der 5 größten Banken an den gesamten Aktiva an.
Quelle: Einwohner pro Filiale: ECB Report on Financial Structures October 2015, Tabelle 7, S. 65.
CR5 Ratio: ECB 2016 Statistical Data Warehouse.

Bisher hat die österreichische Wirtschaft von der hohen Wettbewerbsintensität profitiert. Wie Abbildung 9 zeigt, liegen die Kreditzinsen für österreichische Unternehmen seit über einem Jahrzehnt unter dem Durchschnitt der Eurozone. Niedrige Kreditzinsen sind zwar nicht nur, aber eben auch eine Folge intensiven Wettbewerbs. Zinsdifferenzen spiegeln zudem Produktivitätsunterschiede in den Bankensektoren und unterschiedliche Länderrisiken wider, wie z.B. die Krisenrobustheit und Kreditfähigkeit von Unternehmen, privaten Haushalten und Staat oder die institutionelle Qualität eines Landes gemessen an Rechtssicherheit und Gläubigerschutz. Unabhängig von länderweisen Zinsdifferenzen hat die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken seit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 zu einem Rückgang des Zinsniveaus in allen Ländern geführt.

Neben der hohen Wettbewerbsintensität drückt dieses niedrige Zinsumfeld zusätzlich auf die Profitabilität der Banken und macht es ihnen schwer, die notwendigen Erträge zu erwirtschaften. Während die Kreditzinsen angesichts der günstigen Liquidität so niedrig sind wie kaum je zuvor, ist eine parallele Absenkung der Einlagezinsen oder gar eine Belastung der Sparkonten mit Negativzinsen sehr schwer möglich, ohne die Spareinlagen angesichts der Möglichkeit der Bargeldhaltung zu gefährden. Die empirische und theoretische Literatur weist tendenziell auf tiefere Bankgewinne in einem Niedrigzinsumfeld hin: Demirgüç-Kunt und Huizinga (1999) untersuchen die Determinanten von Zinsmargen und Bankgewinnen. Sie stellen einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen dem Realzins (Rendite kurzfristiger Staatsanleihen) und der Nettozinsmarge bzw. dem Vorsteuergewinn fest. Je niedriger das Zinsniveau ist, desto geringer sind die Zinsspanne und damit die Profitabilität des Bankgeschäfts. Allerdings ist dieser Effekt in Ländern mit höherem Pro-Kopf Einkommen schwächer. Borio u.a. (2015) zeigen, dass die kurzfristigen Zinsen sowie die Zinsstrukturkurve den Bankgewinn im Wesentlichen über drei Kanäle beeinflussen:

Nettozinsertrag, Kreditrückstellungen und Nichtzinserträge. Höhere Zinsen steigern einerseits den Nettozinsertrag, führen aber anderseits auch zu höheren Rückstellungen, da Kreditausfälle als Folge der steigenden Zinslast häufiger werden, und zu einem geringen Nichtzinsertrag aufgrund sinkender Vermögenspreise. Die empirische Evidenz für 109 Banken aus 14 Ländern zeigt jedoch, dass der erste Effekt überwiegt und höhere Zinsen mit einem höheren Bankgewinn verbunden sind. Der Effekt ist in einem Niedrigzinsumfeld besonders ausgeprägt: Ein Anstieg der kurzfristigen Zinsen von 0% auf 1% erhöht die Unternehmensrendite (Return on Assets) um 0.4 Prozentpunkte, ein Anstieg von 6% auf 7% erhöht die Rendite nur mehr um 0.15 Prozentpunkte. Alessandri und Nelson (2015) betonen die Unterschiede zwischen kurz- und langfristigen Effekten: Zwar können höhere Zinsen die Zinsmarge auf lange Sicht erhöhen. Allerdings kann kurzfristig ein negativer Effekt eintreten, da die Banken die Kreditzinsen nicht umgehend anpassen können. Schließlich könnten niedrige Zinsen auch zu künftigen Verlusten führen, da sie eine Vermögenspreisinflation in Form von steigenden Aktien- und Immobilienpreisen begünstigen. Die Rückkehr des Zinsniveaus auf ein längerfristig normales Niveau dürfte eine Korrektur der Vermögenspreise auslösen. Wenn damit der Wert der Sicherheiten sinkt, droht eine neuerliche Zunahme notleidender Kredite mit Verlusten für die Banken.

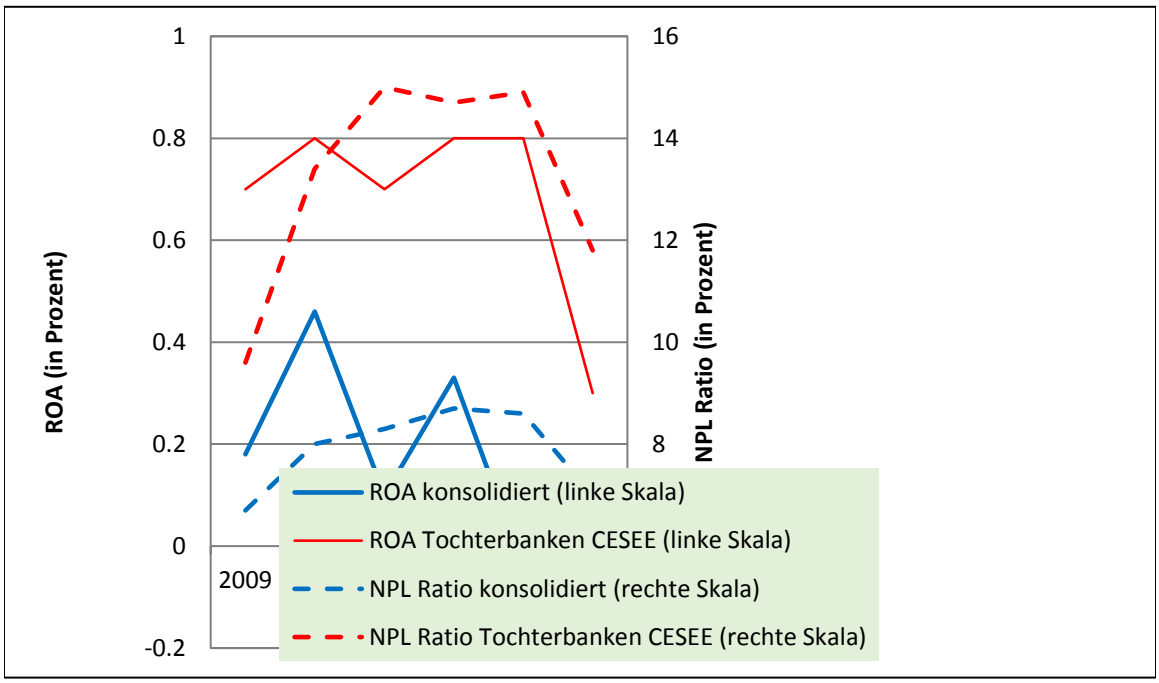
*Abbildung 9: Zinsen auf Neukredite an nicht-finanzielle Unternehmen*




Quelle: ECB Statistical Data Warehouse, OeNB Statistikdatenbank, eigene Darstellung.
Anmerkung: Beträge bis zu 1 Mio. Euro mit anfänglicher Zinsbindung bis zu 1 Jahr.

Diese Ergebnisse zeigen, dass die Margen und Gewinne der Banken in einem Niedrigzinsumfeld geringer sind.[8] Dies baut weiteren Druck im Hinblick auf die Konsolidierung des heimischen Bankensektors auf. Neben Übernahmen durch andere Institute ist eine Konsolidierung auch möglich, indem die großen Banken stärker auf das profitablere Auslandsgeschäft ausweichen und sich z.B. in Osteuropa engagieren, wenn im Inland nicht genügend profitable Geschäftsmöglichkeiten da sind. Anhand der konsolidierten Auslandsforderungen wird dieses Engagement sichtbar: Im Oktober 2015 hatten Banken in mehrheitlich österreichischem Besitz Forderungen gegenüber Schuldnern in Tschechien, der Slowakei und Rumänien in Höhe von 47.2 Mrd., 29.5 Mrd. und 20.2 Mrd. Euro. Die größten westeuropäischen Schuldner waren Deutschland und Großbritannien mit 30.8 Mrd. bzw. 10.3 Mrd. Euro (OeNB, 2015a, S. 24).

*Abbildung 10: Rendite und Risiko österreichischer Banken*




Quelle: OeNB (2015b) Financial Stability Report 29, S. 130-132.
Bemerkung: NPL – Non-Performing Loans, notleidende Kredite.

Jedes gewinnorientierte Unternehmen wird in profitable Märkte eintreten wollen, wobei höhere Erträge naturgemäß mit einem höheren Risiko verbunden sind. Mit ihrem Ostengagement konnten die heimischen Banken ansehnliche Wertschöpfung und Gewinne erzielen und ihre Profitabilität erhalten, die auf dem Heimmarkt nicht mehr zu erwirtschaften war. Sie erzielten 2014 insgesamt eine Rendite (Return on Assets nach Steuern) von 0.12% (2013: -0.04%), wogegen ihre Tochtergesellschaften in Osteuropa eine Rendite von 0.3%

[8] Allerdings basieren sie Ergebnisse auf der Annahme gegebener makroökonomischer Verhältnisse. Das bedeutet, es wird nur der direkte Effekt der Geldpolitik auf Bankgewinne geschätzt. Die Geldpolitik beeinflusst jedoch auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, welche wiederum Auswirkungen auf die Bankgewinne hat (z.B. Kreditnachfrage, Kreditausfälle).

(2013: 0.8%) erwirtschafteten (OeNB, 2015).[9] Auch während der Finanzkrise war das Ostgeschäft insgesamt stets profitabel, wie aus Abbildung 10 hervorgeht. Mit hohem Risiko winken allerdings nicht nur höhere Ertragschancen, sondern es steigen auch die Verlustgefahren. So mussten 2014 die heimischen Banken konzernweit 7% ihrer Kredite (8.6% in 2013) als notleidend einstufen, bei ihren osteuropäischen Tochterbanken lag dieser Anteil jedoch bei 11.8% (14.9% in 2013).

## 2.5 Versicherungen und Pensionskassen

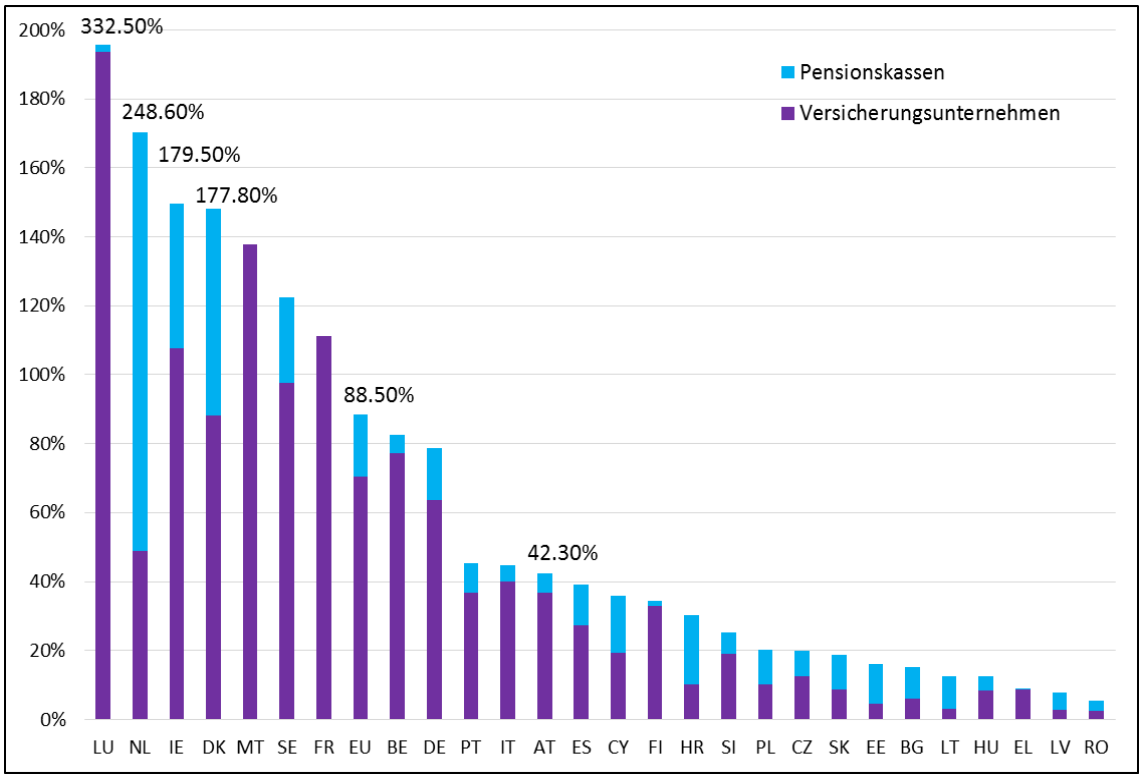
Zu den wichtigsten Institutionen einer reichen Volkswirtschaft zählen jene Unternehmen, Organisationen und Märkte, die mit der Streuung, Bewirtschaftung und Bewältigung von Risiken zu tun haben. Die Nachfrage nach Versicherung erwächst aus dem Wunsch, den Wohlstand in allen Lebenssituationen zu erhalten und einen gleichmäßigen Konsum zu ermöglichen. Wichtige persönliche Risiken wie Arbeitslosigkeit, Unfälle, Krankheit, Invalidität und Alter sind durch die gesetzlichen Sozialversicherungen abgedeckt. Etwa 38% des Bruttolohneinkommens werden in Österreich in Form von Arbeitnehmer- und Arbeitgeberbeiträgen für die Finanzierung der Sozialversicherungen aufgewendet. Besondere individuelle Bedürfnisse werden dabei ergänzend durch ein breites Angebot privater Zusatzversicherungen z.B. für Krankheit und Unfall, Lebensversicherungen, Pensionskassen der Unternehmen und Sparpläne zur Ergänzung der staatlichen Pension befriedigt. Andere Risiken wie z.B. Haftpflicht, Rechtsschutz, Eigentumsschutz (z.B. Feuer, Hagel und Wasser), Diebstahl, und Reiseschutz werden ausschließlich privat versichert, wobei oft eine staatlich verordnete Versicherungspflicht besteht.

Im Finanzbereich sind Einlagensicherung, Exportversicherung und neuere finanzielle Innovationen wie Kreditversicherungen und abgeleitete Finanzinstrumente für den Handel von Risiken bedeutend, wobei es hier einen fließenden Übergang in der Arbeitsteilung von Banken, Finanzmärkten und Versicherungsunternehmen gibt. Je reicher ein Land ist, desto mehr Risiken müssen versichert werden und desto umfangreicher ist das Versicherungswesen. Deshalb wächst diese Branche mit dem BIP mit, wobei es von Land zu Land strukturelle Unterschiede gibt wie z.B. die Risikoneigung der Bevölkerung, Gesundheitszustand und Alterung, Organisation der Sozialversicherung im Kapitaldeckungs- oder Umlageverfahren, oder größere Anteile von innovativen Branchen mit höheren Risiken. Nach Abbildung 11 verwaltete der österreichische Versicherungssektor 2014 insgesamt Aktiva von 42% des BIP und ist damit im internationalen Vergleich ziemlich klein, während in den Niederlanden der Sektor knapp 250% des BIP an Finanzvermögen verwaltet. Zu dieser Größe tragen die Pensionskassen der kapitalgedeckten Säule der Alterssicherung bei, die in Österreich eher unbedeutend ist. Im Durchschnitt der EU bewirtschaftet der

[9] Diese Rendite der Tochterbanken berücksichtigt grenzüberschreitende Kredite sowie Abschreibungen von Firmenwerten der Osttöchter nicht. Letztere fließen nur ins Gesamtergebnis ein, waren allerdings 2013 substanziell, was das Bild etwas verzerrt. Firmenwertabschreibungen bedeuten aber nicht, dass die Ertragskraft in Osteuropa schwach ist, sondern lediglich, dass bei der Expansion aus heutiger Sicht teils zu hohe Kaufpreise bezahlt wurden.

Versicherungssektor einschließlich Pensionskassen Aktiva von 88.5% des BIPs, das ist mehr als das Doppelte des österreichischen BIP-Anteils.

*Abbildung 11: Größe des Versicherungssektors, gesamte Aktiva, in % des BIP, 2014 Q3*




Quelle: Eurostat (2016), Europäische Sektorkonten, Finanzielle Vermögensbilanz.
Anmerkung: Keine Daten vorhanden für UK.

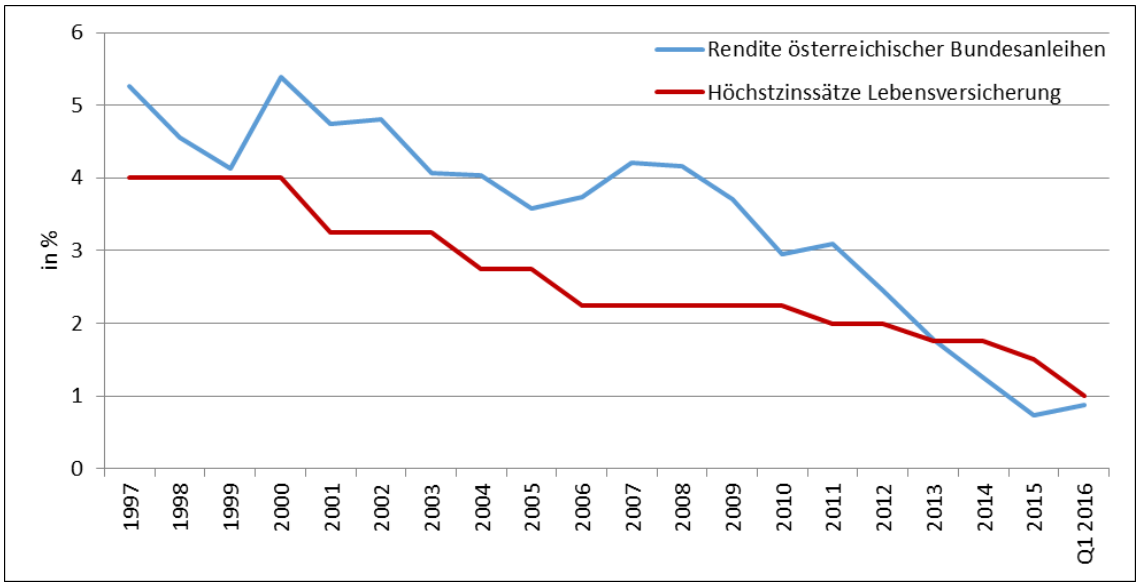
Der österreichische Versicherungssektor leistete 2014 Ausgaben für Versicherungsfälle von 14.2 Mrd. und tätigte einen Vertriebs- und Verwaltungsaufwand von 3.6 Mrd. Euro. Den allergrößten Teil der Erlöse erzielte der Sektor mit einem Prämienaufkommen von 17.1 Mrd. Euro. Bei Kapitalanlagen in der Höhe von 107.4 Mrd. steuern auch die Investitionserträge von 3.2 Mrd. ganz erheblich zum Ergebnis bei. Der größte Teil des Finanzvermögens ist in Anleihen im Wert von 41.7 Mrd. investiert, aber auch Aktien und andere Beteiligungspapiere von 12.7 Mrd. sowie Immobilienbesitz von 5.9 Mrd. Euro machen einen beträchtlichen Anteil aus (vgl. OeNB 2015a, Tabelle A20). Der Versicherungssektor ist zwar ein großer Investor, aber eben nur halb so groß wie im Durchschnitt der EU-Länder. Hier fehlt in Österreich ein großes Anlagevolumen, welches die heimischen Kapitalmärkte stark beleben könnte.

Die extrem niedrigen Zinsen bereiten neben Banken auch den Versicherungen Schwierigkeiten. Die privaten Lebens- und Pensionsversicherer erzielen auf ihre Kapitalanlagen nur mehr geringe Erträge und können daher auch den Versicherten nur ungenügende Renditen auf das mit ihren Beiträgen gespeiste Versicherungskapital bieten. Abbildung 12 zeigt, wie nun schon seit 1997 mit einigen Schwankungen das Zinsniveau und damit die garantierte Mindestverzinsung der Versicherungsverträge laufend gesunken sind.

Diese Entwicklung hat sich in den letzten fünf Jahren der Niedrigzinspolitik drastisch verschärft.

Ein Grund für die nationalen Unterschiede in der Größe des Versicherungssektors ist die Organisation der Alterssicherung nach dem Umlageprinzip: Die privaten Ersparnisse und Finanzvermögen fallen zu einem großen Teil weg, wenn die Altersvorsorge über die staatliche Pensionsversicherung erfolgt, wo nach dem Umlageprinzip kein Finanzvermögen entsteht (vgl. Abbildung 11). Wenn vorher schon, wie in Österreich, ein dominierender Teil der Risiken von der staatlichen Sozialversicherung abgedeckt wird, bleibt eben für die Pensionskassen und Lebensversicherungen nicht mehr viel übrig. Die Niederlande haben einen großen Teil der staatlichen Alterssicherung über die kapitalgedeckte Säule organisiert, so dass große Pensionsvermögen auf dem Kapitalmarkt investiert werden. Das weitgehende Fehlen der Pensionskassen als große institutionelle Anleger ist sicherlich eine der wichtigen Ursachen für das geringe Anlagevolumen und den geringen Finanzierungsbeitrag der österreichischen Kapitalmärkte.

*Abbildung 12: Investitionsrenditen und Mindestverzinsung im Versicherungssektor*




Quelle: OeKB, OeNB, OeBFA (in: OeNB Statistikdatenbank), FMA (Höchstzinssätze Versicherungsunternehmen, von: FMA-Website), eigene Darstellung.
Anmerkung: Rendite Bundesanleihen: Periodendurchschnitt für festverzinsliche Rentenwerte.

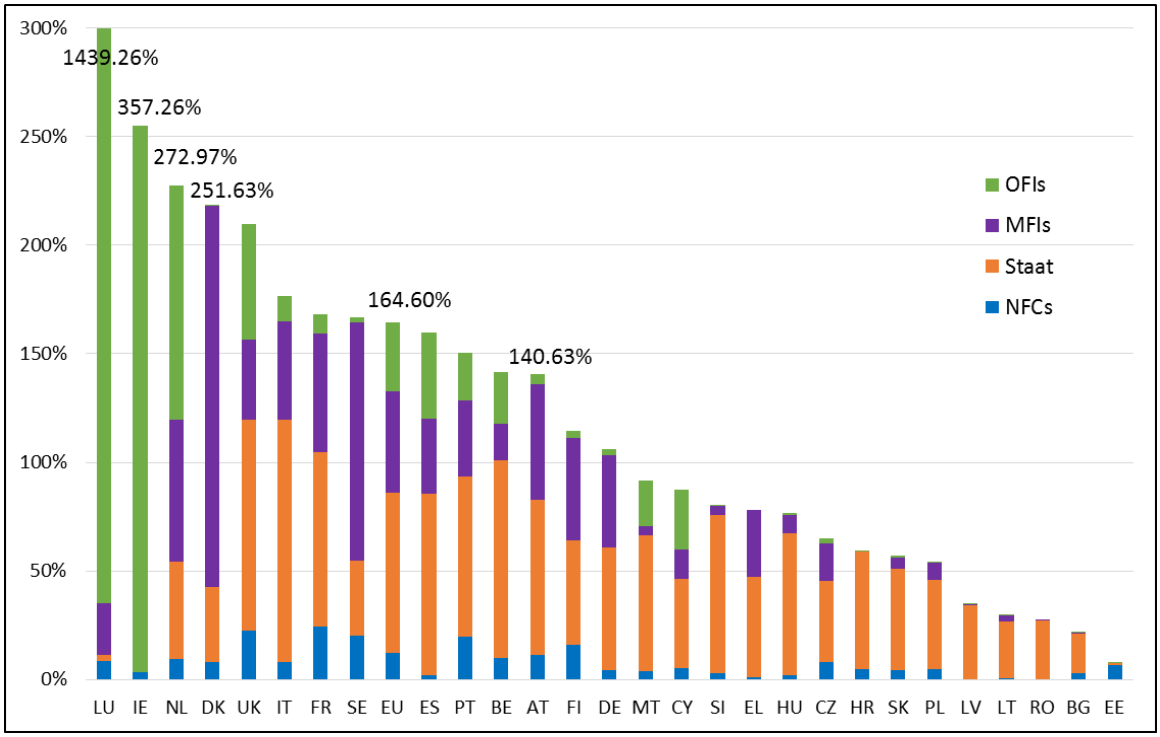
## 2.6 Der österreichische Kapitalmarkt

Der Finanzplatz besteht aus einer Reihe von Institutionen, die sich gegenseitig ergänzen und voneinander abhängig sind. Die europäische Wirtschaft ist sehr stark auf Bankkredite angewiesen. Aber das Kreditgeschäft der Banken hängt auch davon ab, dass die Bereitstellung von Risikokapital an der Börse und auf den außerbörslichen Kapitalmärkten gut funktioniert und die Finanzdienstleister, Wagniskapitalgeber und Private Equity Gesellschaften genügend Eigenkapital für die kleinsten und riskantesten Unternehmen mobilisieren. Dabei gibt es eine

klare Arbeitsteilung zwischen Banken und den anderen Akteuren auf den Kapitalmärkten, genauso wie verschiedene Haushalte, Investoren und Unternehmen mehr oder weniger guten Zugang zu den Kapitalmärkten als Alternative und in Ergänzung zu den Banken haben.

Im Vergleich zu den USA ist die europäische Wirtschaft sehr viel stärker von Bankenfinanzierung abhängig, während die Kapitalmärkte eine relativ untergeordnete Rolle spielen. In Österreich ist die Situation noch ungleichgewichtiger als im Durchschnitt der EU, besonders was die Märkte für Risikokapital betrifft. Am geringsten ist der Abstand noch bei den Anleihemärkten. Nach Abbildung 13 machen in Österreich die ausstehenden Anleihen 141% des BIP aus. Der Markt wird dabei von in- und ausländischen Staatsanleihen und den Anleihen der Banken dominiert, Unternehmensanleihen spielen nur eine geringe Rolle. Im Durchschnitt der Eurozone betragen die Anleihen 165% des BIP, in Dänemark sind es deutlich über 252% und in den Niederlanden beinahe 273% des BIP. Die Anleihenmärkte spielen also für die Unternehmensfinanzierung nur eine sehr geringe Rolle.

*Abbildung 13: Ausstehende Anleihen, in % des BIP, Dezember 2014*

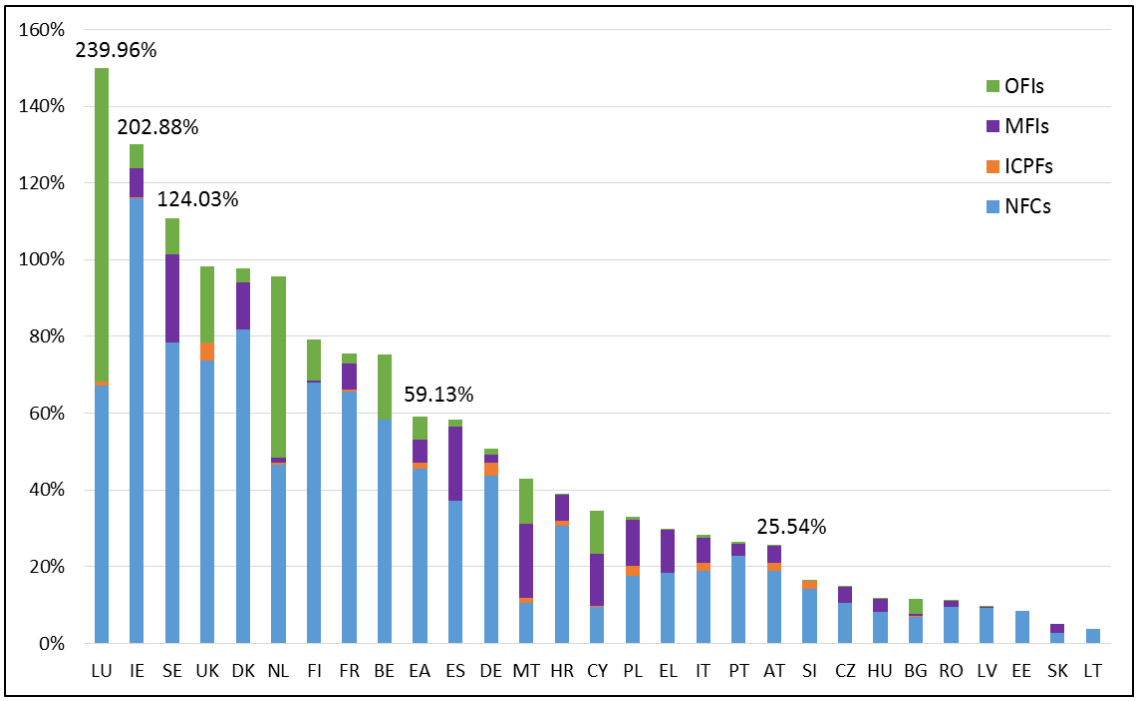



Quelle: ECB (2016), Monetary and financial statistics, Debt Securities.
Anmerkung: Die Grafik enthält sämtliche Wertpapierkategorien außer Aktien und Finanzderivate. NFCs: nicht-finanzielle Unternehmen; MFIs: Monetäre Finanzinstitute; OFIs: sonstige Finanzinstitute.

Noch ungleichgewichtiger stellt sich die Situation nach Abbildung 14 bei börsenkotierten Aktien dar. An der Börse dominieren vor allem die großen Unternehmen, während Banken und andere Finanzkonzerne weniger bedeutend sind. Ende 2014 betrug die Börsenkapitalisierung in Österreich nur 26% des BIP, im Durchschnitt der EU waren es dagegen 59%, das ist mehr als das Doppelte. Auch gegenüber Deutschland ist der Rückstand

erheblich. Eine geringere Börsenkapitalisierung verzeichnen nur mehr eine Reihe von osteuropäischen Staaten wie z.B. die baltischen Staaten, Rumänien und Bulgarien, die noch im wirtschaftlichen Aufholprozess sind. Die Börsenkapitalisierung hängt naturgemäß von der Entwicklung der Börsenkurse ab und kann von Periode zu Periode sehr stark schwanken. Der Börsenwert österreichischer Aktien ist von unter 40 Mrd. Euro zu Beginn der 2000er Jahre auf über 160 Mrd. im Jahr 2007 angewachsen, hat sich mit dem Ausbruch der Finanzkrise mehr als halbiert und hat 2008 nur mehr knapp 60 Mrd. betragen (laut OeNB Statistikdatenbank). Nach einer moderaten Erholung schwankt der Börsenwert österreichischer Aktien nunmehr seit einigen Jahren bei knapp über 80 Mrd. Euro. Die Schwankungen der Börsenkurse betreffen jedoch die meisten Länder in ähnlicher Weise, so dass der relative Vergleich davon weniger betroffen ist.

*Abbildung 14: Börsenwert gelisteter Aktien, in % des BIP, Dezember 2014*




Quelle: ECB (2016), Monetary and financial statistics, Listed Shares.
Anmerkung: NFCs - nicht-finanzielle Unternehmen; ICPFs - Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds; MFIs -Monetäre Finanzinstitute; OFIs - sonstige Finanzinstitute.

Ein Großteil des Handels läuft jedoch nicht über die Börse, sondern wird auf dem freien Kapitalmarkt abgewickelt. Dazu zählen die Geschäfte der Investmentfonds und Beteiligungsgesellschaften, Wagniskapitalfonds, Vermögensverwalter, Finanzdienstleister und neuerdings die Schwarmfinanzierung (Crowd-Financing). Die verschwindend geringe Bedeutung der Wagnisfinanzierung in Österreich wurde bereits mit Abbildung 5 dokumentiert. Das von Wertpapierdienstleistern verwaltete Kundenvermögen verzeichnet jedoch eine sehr dynamische Entwicklung und stieg von 44 Mrd. 2013 auf 53 Mrd. Euro im Jahr 2015 an. Das entspricht etwas mehr als der Hälfte der Börsenkapitalisierung. Allein auf

die Portfolioverwaltung entfielen 30.6 Mrd. Euro im Jahr 2015, das sind 58% der verwalteten Kundenvermögen.

Damit Kapitalmärkte gut funktionieren, müssen sie liquide sein, so dass für jeden gewünschten Handel rasch eine willige Gegenpartei verfügbar ist und nicht mit großem Zeitaufwand und hohen Kosten ein geeigneter Handelspartner gesucht werden muss oder wichtige Transaktionen gar nicht mehr möglich sind. Gerade die Finanz- und Wirtschaftskrise hat gezeigt, welche fatalen Folgen es haben kann, wenn Banken und andere Investoren sich keine Liquidität mehr beschaffen können, wenn sie Wertpapiere und andere Anlagen auch mit großen Preisabschlägen nicht mehr verkaufen können, weil Märkte aufgrund eines allgemeinen Vertrauensschwundes einfrieren. Auch zu normalen Zeiten sind die Zinsen auf liquiden Märkten niedriger und Wertpapiere können zu besseren Preisen ausgegeben werden. Eine solche Liquiditätsprämie verbessert die Finanzierungsmöglichkeiten von Haushalten, Unternehmen und Staat und fördert das Wachstum.

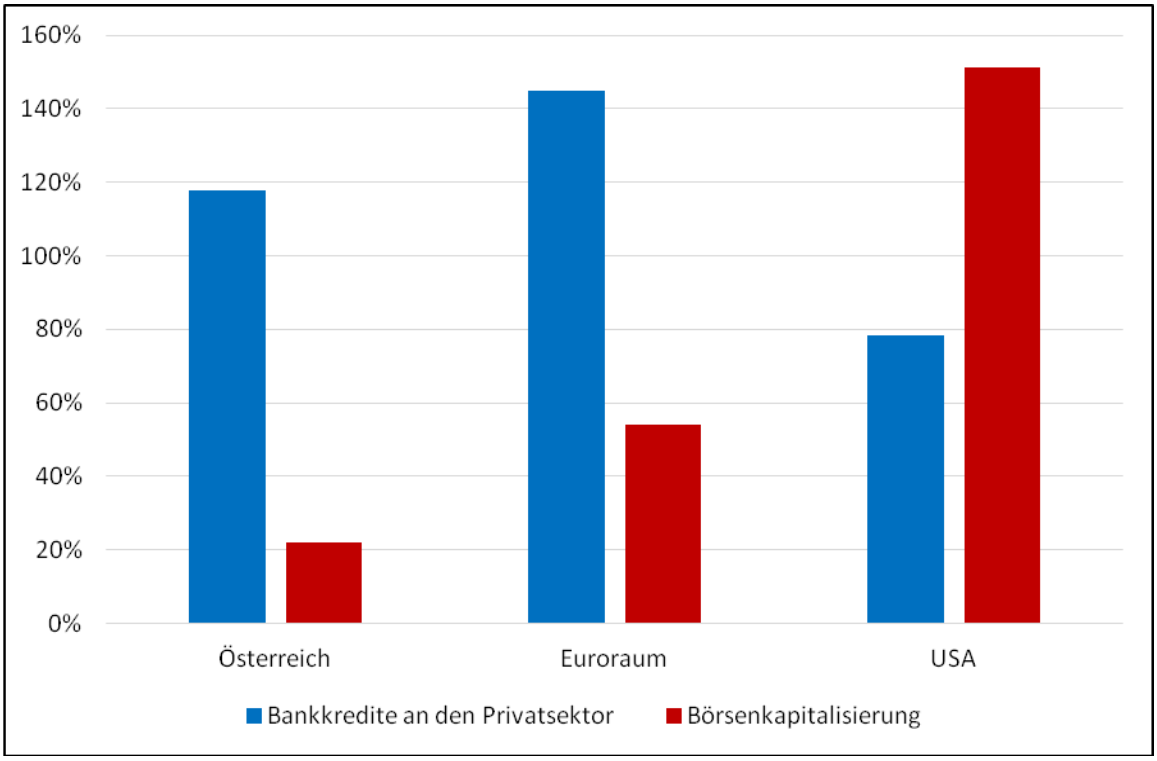
Die Liquidität hängt letzten Endes von der Anzahl der Marktteilnehmer und wird durch das Vorhandensein großer institutioneller Investoren wie z.B. Pensionskassen und Versicherungen begünstigt. Die Bereitschaft der Investoren, auf dem Markt zu investieren, hängt von institutionellen und rechtlichen Rahmenbedingungen ab wie z.B. Buchhaltungsstandards und Berichtspflichten, Transparenzvorschriften, Stellung der Anleihebesitzer im Insolvenzfall und andere Regeln des Investorenschutzes. Der Zugang der Unternehmen zur Börse und zu den außerbörslichen Beteiligungs- und Anleihenmärkten kommt meist erst ab einer gewissen Größe und nach einer erfolgreichen Unternehmensentwicklung in Frage und muss den Prospektpflichten Genüge tun, deren Sinn und Zweck es ist, ein Unternehmen gegenüber den Investoren transparent darzustellen und Vertrauen in die Kreditwürdigkeit zu schaffen. Auch auf der Anlegerseite ist klar, dass Kleinanleger kaum in Aktien und Anleihen investieren und diese Anlagen vor allem bei einkommensstarken Gruppen konzentriert sind. Steuerrechtliche Einschränkungen des Verlustausgleichs und Verlustvortrags hemmen die Bereitschaft der Anleger, in Aktien und riskantere Anleihen zu investieren, und die Neigung größerer institutioneller Anleger, riskantere Anlagen in ihr Portfolio aufzunehmen.

## 2.7 Resümee

Der gesamte Umfang des heimischen Finanzsektors ist eher unterdurchschnittlich. Österreich ist kein großer Player in der internationalen Finanzwirtschaft und hat abgesehen vom Ostgeschäft der Banken wenige komparative Vorteile im Bank- und Versicherungswesen. Je nach Entwicklungsstand, Struktur der Wirtschaft und institutionellen Besonderheiten spielt die Finanzierung über Banken und Kapitalmärkte von Land zu Land eine ganz unterschiedliche Rolle. Die vielleicht wichtigste Besonderheit des heimischen Finanzplatzes ist der geringe Finanzierungsbeitrag der Kapitalmärkte und, in Folge, eine große Abhängigkeit von Bankkrediten. Abbildung 15 zeigt, dass die Banken in Österreich noch mehr

als in der Eurozone die dominierende Rolle in der Finanzierung der Haushalte und Unternehmen spielen, während in den USA die Börsenfinanzierung bedeutender ist als Bankkredite. Diese Entwicklung spiegelt nicht nur eine starke Expansion der Banken wider, sondern folgt zwingend auch aus der beschränkten Finanzierungskapazität der Kapitalmärkte.

*Abbildung 15: Banken- und Kapitalmarktorientierung, 2014*




Quelle: Weltbank (2016), World Development Indicators.

Diese Situation dürfte eine Reihe von Gründen haben. Große Pensionskassen fehlen weitgehend als institutionelle Investoren in ähnlicher Größe wie im Ausland. Diese verwalten beispielsweise in der Schweiz und den Niederlanden ein Anlagevermögen von weit über 100% des BIPs, spielen aber in Österreich aufgrund einer unterentwickelten kapitalgedeckten Säule des Pensionssystems nur eine geringe Rolle. Der Zugang zum anonymen Markt und damit die Kapitalmarktfinanzierung ist vor allem für große Unternehmen eine relevante Option, so dass aufgrund der eher klein- und mittelständisch geprägten Wirtschaft der Kapitalmarkt tendenziell weniger in Anspruch genommen wird. Die Bedeutung großer multinationaler Konzerne, welche sich überdurchschnittlich stark über Kapitalmärkte finanzieren, ist in Österreich deutlich geringer als in ähnlichen Ländern wie Niederlande oder Schweiz. Dazu kommt, dass sie leicht auf ausländische Märkte ausweichen können, wenn dort attraktivere Bedingungen herrschen. Sowohl auf der Nachfrage- als auch auf der Angebotsseite gibt es also vergleichsweise wenige große Akteure, welche mit ihren Finanzierungsaktivitäten und Portfolioentscheidungen zur Liquidität und zum Volumen der

Kapitalmärkte beitragen könnten. Das Verhalten der Privatanleger ist eher konservativ und risikoscheu. Ihre Bereitschaft, im Rahmen der Portfoliodiversifikation auch riskantere Wertpapiere zu erwerben, ist gering, sodass auch von dieser Seite weniger Anlagevermögen auf die Kapitalmärkte fließt. Es ist daher nicht verwunderlich, dass die Marktkapitalisierung und damit die Liquidität und das Volumen der Wiener Börse im internationalen Vergleich so gering sind.

Die Wirtschaft braucht Finanzierung. Wenn der Zugang zu den Kapitalmärkten nicht entwickelt ist, dann muss sie eben von den Banken kommen. Der österreichische Bankensektor ist überdurchschnittlich wettbewerbsintensiv, die Zinsmargen sind kleiner und die Profitabilität ist geringer als in anderen vergleichbaren Ländern. Die Banken sind nicht annähernd so groß wie die internationalen, systemisch relevanten Großbanken. Ähnliches gilt für die Versicherungsbranche. Teilweise als Folge der Abwesenheit großer institutioneller Investoren wie z.B. Pensionskassen ist auch der Sektor Venture Capital und Private Equity nach wie vor unterentwickelt und von staatlichem Engagement abhängig. Solche institutionellen Investoren können mit geeigneter Diversifizierung auch riskantere Beteiligungen mit höherem Ertragspotential in ihre Portfolios aufnehmen und damit Finanzierung für junge Technologieunternehmen und Investment- und Wagniskapitalfonds bereitstellen, wie es für eine innovative Wirtschaft besonders wichtig wäre.

# 3 Rolle des Finanzsektors für Wachstum und Stabilität

Stetiges Wachstum erfordert einen leistungsfähigen Finanzsektor. Dabei sind Banken, Versicherungen und Kapitalmärkte auf unterschiedliche Aufgaben spezialisiert, die sich gegenseitig ergänzen. Dieser Abschnitt stellt die wichtigsten Ergebnisse der empirischen Forschung über die Bedeutung des Finanzsektors für Wachstum und Stabilität vor.

## 3.1 Aufgaben des Finanzsektors

### 3.1.1 Banken

Die Banken spielen eine zentrale Rolle, das Geld der Sparer auf die aussichtsreichsten Investitionsvorhaben zu lenken und von weniger rentablen Verwendungen fernzuhalten. In diesem Prozess der Kapitalvermittlung nehmen die Banken im Kreditgeschäft wenigstens vier wichtige Aufgaben wahr.[10] Ihre erste Aufgabe ist es, im Auftrag der Sparer *Informationen zu sammeln* und eine Kreditwürdigkeitsprüfung durchzuführen, um aus vielen Projekten die besten auszuwählen, wo die versprochene Rückzahlung sicher ist und die Gefahr von Kreditausfällen gering bleibt, und den wenig ergiebigen und riskanten Investitionsvorhaben den Kredit zu versagen. Dieses Auswahlverfahren ist entscheidend, damit die Ersparnisse für die Sparer und die Gesellschaft möglichst hohe Einkommen erzielen.

Angesichts der mangelnden Information über die Ergiebigkeit von Investitionen und den Informationsnachteilen gegenüber den Kreditnehmern könnten die meisten Sparer aus Angst vor Übervorteilung und Vermögensverlusten wohl niemals direkt einen Kredit an die Unternehmen vergeben. Ohne Banken kämen daher viele Investitionen nicht zustande. Wenn einmal der Kredit gesprochen wurde, besteht ein „moralisches Risiko" bzw. die Gefahr, dass die Kreditnehmer durch vermeidbare Managementfehler oder mangelnde kaufmännische Vorsicht die Rückzahlung der versprochenen Erträge gefährden. Anders als die Sparer selbst verfügen die Banken über die nötige Expertise, um Informationsnachteile abzubauen und durch anschließende Überwachung und Kontrolle möglichen Fehlentwicklungen vorzubeugen. Letzten Endes ist die Überwachungsfunktion zur Verhinderung solcher Kreditrisiken der zentrale Grund, warum es Banken als „Vermittler" zwischen Sparern und Kreditnehmern braucht, damit eine Finanzierung von profitablen Investitionsvorhaben möglich wird und diese überhaupt erst zustande kommen können.[11] Bei innovativen Start-ups, wo die Risiken der Finanzierung am größten sind, treten spezialisierte Wagniskapitalfirmen anstelle der Banken bzw. ergänzen diese.

Eine zweite Kernaufgabe der Banken ist die *Transformation von Vermögenswerten und Finanzkontrakten.* Die Verbindlichkeiten von Kreditnehmern weisen andere Eigenschaften (z.B. Stückelung, Risikoprofil, Fälligkeit) auf als die Vermögenswerte der Anleger. Der

[10] Einflussreiche Abhandlungen sind z.B. Dewatripont und Tirole (1994), Dewatripont, Rochet und Tirole (2010), Freixas und Rochet (1998) und neuere Arbeiten wie Levine (2005), Barth, Caprio und Levine (2006) und Freixas, Laeven und Peydro (2015).
[11] Die Sparer delegieren sozusagen die Überwachungsaufgabe an die Banken („delegated monitoring", vgl. Diamond, 1984).

Finanzierungsbedarf der Unternehmen übersteigt meist die Möglichkeiten von einzelnen Anlegern. Eine Bank sammelt kleine Beträge von vielen Sparern ein und gibt sie in großen Kreditbeträgen an die Unternehmen weiter. Vorrangig ist die *Fristentransformation*. Die Banken refinanzieren langfristige Kredite zu einem erheblichen Teil mit kurzfristigen, teils sogar täglich fälligen Spareinlagen. So bringen sie den Bedarf der Realwirtschaft nach einer stabilen Finanzierung von langfristigen Investitionen mit dem Wunsch der Haushalte nach kurzfristig abrufbarer Liquidität zusammen (vgl. Diamond und Dybvig, 1983). Damit gelingt es besser, die Ersparnisse der Haushalte für die Finanzierung der Unternehmen zu nutzen. Gleichzeitig macht die Fristentransformation die Banken anfällig für einen möglichen Bankensturm. Wenn aufgrund eines plötzlichen Vertrauensverlustes viele Sparer ihre Guthaben gleichzeitig abziehen, kann die Bank schnell zahlungsunfähig werden, da sie auf der anderen Seite typischerweise nur einen kleinen Teil der Spareinlagen in liquiden Anlagen verfügbar hat. Der größere Teil ist in langfristigen Krediten gebunden, die sie nicht spontan zurückrufen kann. Eine Einlagensicherung, welche einen Vertrauensverlust der Sparer verhindern soll, und ein funktionierender Interbankenmarkt, der einen Liquiditätsausgleich zwischen den Banken ermöglicht, können dieses Risiko erheblich verringern.

Eine dritte Kernaufgabe des Finanzsektors ist die *Diversifizierung von Risiken*. Ein besonders wichtiger Teil der vorhin erwähnten Transformation von Vermögenswerten ist es, riskante in sichere Vermögenswerte umzuwandeln, um das Risiko der Wirtschaft mit dem Sicherheitsbedürfnis der Sparer in Einklang zu bringen. Eine Bank hat im Normalfall Kreditbeziehungen mit hunderten von Unternehmen und Haushalten. Zwar ist jeder einzelne Kredit mit einem Ausfallsrisiko verbunden. Solange aber das Glück des einen ganz unabhängig vom Pech des anderen ist, heben sich die Risiken in Summe weitgehend auf, so dass eine Bank insgesamt ein durchaus sicheres und stabiles Ergebnis erzielen und den Sparern einen sicheren Zins zahlen kann. Die Bedeutung des Risikoausgleichs geht weit über den Bankensektor hinaus. Die Risikotransformation durch Diversifizierung ist das Kerngeschäft einer jeden Versicherung, von der Unfall-, Kranken, Gebäude- bis hin zur Rechtsschutzversicherung. Die verschiedenen Akteure des Finanzplatzes nutzen dabei die gleiche Gesetzmäßigkeit aus, nämlich: nach dem Gesetz der großen Zahlen heben sich statistisch weitgehend unabhängige Risiken gegenseitig auf.

Schließlich stellt der Bankensektor zahlreiche *Dienstleistungen* zur Verfügung, welche die Transaktionskosten senken und somit gleichermaßen Haushalten und Unternehmen dienen. Am Wichtigsten ist die Gewährleistung eines reibungslosen Zahlungsverkehrs. Was im Alltag als Dienstleistung selbstverständlich ist, bringt in einer Bankenkrise die Wirtschaft zum Stillstand, wenn die Geschäfts- und Privatkonten einfrieren und die laufenden Transaktionen nicht mehr abgewickelt werden. Neben dem Zahlungsverkehr, der Abwicklung von Transaktionen im Vermögensgeschäft, der Portfolioverwaltung und der Verwahrung von Wertpapieren bieten die Banken zahlreiche Beratungsdienstleistungen an. Die Einnahmen aus Gebühren und Kommissionen machen einen erheblichen Teil ihrer Erlöse aus.

### 3.1.2 Kapitalmärkte

Auf den Kapitalmärkten werden Aktien und Beteiligungen, Anleihen oder verschiedene Derivate gehandelt. Derivate sind Wertpapiere, mit denen Risiken in der einen oder anderen Form an andere Marktteilnehmer weitergegeben werden, welche diese Risiken besser tragen können. Damit können sich Banken und Unternehmen besser gegen den Zahlungsausfall von Geschäftspartnern und gegen Preis- oder Währungsschwankungen absichern, um die Investitions- und Planungssicherheit zu erhöhen und mehr finanzielle Stabilität zu erlangen. Die Wertpapiere sind mit den unterschiedlichsten Ertragsansprüchen, Sicherheiten und Entscheidungsrechten ausgestattet. Anleihen können vorrangig oder nachrangig sein. Eine vorrangige Anleihe wird im Insolvenzfall vor anderen Anleihen bedient und ist daher wesentlich sicherer. Nachrangige Anleihen haben mehr Risiko und müssen daher einen höheren Zins zahlen. Um die Sicherheit für die Anleger zu steigern, können Anleihen mit öffentlichen oder privaten Garantien versehen werden. Pfandbriefe sind mit den damit finanzierten Immobilien besichert. Wandelanleihen sehen ein Wahlrecht vor und können beim Eintritt von vorher vereinbarten Bedingungen in Eigenkapitalanteile umgewandelt werden. Solange die Anleihe nicht gewandelt wird, hat sie den Charakter von Fremdkapital und zahlt einen festen Zins. Das Recht zur Wandlung kann beim Investor liegen, damit er sich an den hohen Erträgen im Erfolgsfall beteiligen kann, was seine Bereitschaft stärkt, durch den Kauf eine Finanzierung zu niedrigeren Zinsen bereitzustellen. Das Recht zur Umwandlung kann auch beim Verkäufer liegen oder gesetzlich vorgeschrieben sein (z.B. bei Banken, wenn das Eigenkapital unter eine kritische Schwelle fällt), um Investoren am Verlustrisiko zu beteiligen. In diesem Fall muss das höhere Risiko durch höhere Zinsen abgegolten werden.

Kapitalmärkte sind unterschiedlich organisiert. Der Handel kann über eine Börse und andere zentrale Plattformen oder über den außerbörslichen Handel wie z.B. durch Vermittlung von Finanzdienstleistern abgewickelt werden. Anders als bei mehr oder weniger exklusiven Bankbeziehungen treffen auf den Finanzmärkten eine Vielzahl von Emittenten mit ihren Wertpapieren auf eine Vielzahl von Anlegern und Investoren. Ein gutes Funktionieren der Kapitalmärkte setzt ein ausreichendes Handelsvolumen und damit eine hohe Liquidität voraus, damit die Marktteilnehmer für einen gewünschten Handel jederzeit eine passende Gegenpartei finden. Ist ein Markt wenig liquide, dann dauert es meist unbotmäßig lange, bis eine passende Gegenpartei gefunden ist. Friert ein Markt ganz ein, dann kommen dringende Handelsgeschäfte mangels Gegenpartei auch mit noch so großen Preiszugeständnissen nicht mehr zustande. Liquide Märkte zeichnen sich durch eine Liquiditätsprämie und geringeren Zinsen aus, ähnlich wie intensiver Wettbewerb auf den Gütermärkten preissenkend wirkt. Ist die Liquidität hoch und damit der Wettbewerb intensiv, dann können die Emittenten bei der Ausgabe neuer Wertpapiere wie Aktien oder Anleihen bessere Preise erzielen, diese leichter platzieren und kommen so zu günstigerer Finanzierung. Die Käufer zahlen gerne einen besseren Preis und sind mit geringeren Renditen zufrieden, wenn sie im Bedarfsfall die Wertpapiere leicht wieder verkaufen können. Liquide Märkte sind wachstumsfördernd, weil

die Zinsen und damit die Finanzierungskosten geringer sind und ein intensiverer Handel die Qualität der Kapitalverwendung verbessert. Aufgabe der Kapitalmärkte ist es ja, das Anlagekapital bei vergleichbarem Risiko auf die ertragreichsten Verwendungen zu lenken anstatt es mangels Handel in weniger ertragreichen Verwendungen einzusperren.

Mit den unabhängigen Kauf- und Verkaufsentscheidungen fließt eine Vielzahl von Informationen und Einschätzungen der Werthaltigkeit in die Preisbildung ein. Allerdings kann die Preisbildung auch eine Quelle von Instabilität sein, wenn z.B. die Handelsentscheidungen durch Optimismus oder gar irrationalen Überschwang oder durch plötzlichen Vertrauensverlust beeinflusst werden und ein Herdenverhalten der Marktteilnehmer um sich greift. Instabile Preise, die in die eine oder andere Richtung überschießen und sich damit vom fundamentalen wirtschaftlichen Wert der Anlage entkoppeln (Immobilienpreisblasen, spekulativer Börsenboom, Preissturz durch Angst getriebene Notverkäufe etc.) sind daher eine potentielle Quelle für systemische Risiken. Sie führen zu volkswirtschaftlich kostspieligem Fehleinsatz von Kapital, indem sie unproduktive Überinvestitionen ermöglichen oder an sich rentable Investitionsprojekte blockieren.

Wovon hängt die Entwicklung liquider Kapitalmärkte ab? Die Aufgabe der Banken in der Projektauswahl durch Kreditwürdigkeitsprüfung und in der Kreditüberwachung ist auf den Kapitalmärkten in dieser Form nicht möglich und muss anderweitig gelöst werden. Die Finanzierung auf dem Kapitalmarkt ist nicht exklusiv, sondern auf eine Vielzahl von Investoren und Anleger verteilt, die in den meisten Fällen nur einen kleinen Anteil besteuern. Die allermeisten haben weder die Kapazität noch die Expertise und angesichts des geringen Anteils auch keine ausreichenden Anreize, um mit großem Aufwand die Schuldentragfähigkeit der Emittenten zu prüfen und durch Kontrolle das Risiko eines Zahlungsausfalls zu reduzieren. Am ehesten üben institutionelle Großanleger wie Pensionsfonds und Versicherungen und private Investoren mit großem Beteiligungsanteil eine aktive Unternehmenskontrolle aus.[12] Die meisten Anleger bleiben daher passiv und sind relativ wenig informiert. Um dennoch Vertrauen in die Qualität der Wertpapiere zu schaffen und ein ausreichendes Anlagekapital zu mobilisieren, braucht es einen Ersatz für die Informationsbeschaffung und Überwachung, um eine mögliche Übervorteilung durch die Unternehmensleitungen und durch einflussreiche Großaktionäre weitgehend zu verhindern. Dazu können erstens die Rechte der Anleger durch Ausgestaltung der Wertpapiere in unterschiedlichsten Formen geschützt werden, wie z.B. Besicherung, Garantien, Vorrangigkeit im Insolvenzfall, Wandelbarkeit von Wandelanleihen u.a. Dabei ist für die Entwicklung der Finanzmärkte auch ein leistungsfähiges Rechtswesen entscheidend, welches eine effiziente Durchsetzung von Eigentumsrechten gewährleistet. Zweitens dient die Prospektpflicht z.B. bei der Platzierung an der Börse dazu, Informationen für die Anleger

[12] CalPERS ist der größte öffentliche Pensionsfonds in den U.S.A. mit etwa 300 Mrd. USD an verwaltetem Vermögen und ist für seine aktive Investorenrolle berühmt. Es wird vom „CalPERS" Effekt gesprochen, wonach Aktien auf der CalPERS „Focus List" sich meist besser entwickeln als andere Aktien.

aufzubereiten, und unabhängige Rating-Agenturen können die Qualität der Wertpapiere zertifizieren. Drittens sind strenge Regeln der Unternehmenskontrolle (Corporate Governance) und des Investorenschutzes, Publizitätsvorschriften und Buchhaltungs- und Bilanzierungsstandards für die Entwicklung von liquiden Kapitalmärkten wichtig.

Im Wesentlichen haben nur große Unternehmen mit höherer Stabilität Zugang zur Börse und zu großen anonymen Kapitalmärkten, um sich dort über Ausgabe neuer Aktien und von Unternehmensanleihen Kapital zu beschaffen. Der Börsengang ist denn auch ein kritischer Schritt in der Unternehmensentwicklung und kommt erst in Frage, wenn die erste und besonders riskante Phase des Unternehmenswachstums bereits erfolgreich überstanden ist und das Geschäftsmodell hinreichend erfolgversprechend ist.

Banken und Kapitalmärkte stehen nicht in Konkurrenz, sondern sind komplementär zueinander und ergänzen sich. Eine ausreichende Eigenkapitalausstattung der Kreditnehmer ist eine Voraussetzung für die Kreditfähigkeit. Überschuldeten Unternehmen und Haushalten, denen es an ausreichendem Eigenkapital und Selbstfinanzierung mangelt, können vorsichtige Banken keine weiteren Kredite geben. Der Hebelung von Eigenkapital mit zusätzlichem Fremdkapital sind durch die Schuldentragfähigkeit Grenzen gesetzt. Ein angemessenes Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital hängt dabei wesentlich vom Risiko und anderen Eigenschaften der Branchen und Unternehmen ab. Kleine und mittlere Unternehmen sind vorwiegend auf Bankkredite angewiesen, weil der Zugang zum Kapitalmarkt schwierig, wenn nicht ganz versperrt ist. Große Unternehmen können sich dagegen auch über den Kapitalmarkt finanzieren. Eigenkapitalfinanzierung ist nicht das Kerngeschäft der Banken, vor allem nicht, wenn es sich um Unternehmen mit profitablen, aber riskanten Investitionen handelt. Besonders riskante und innovative Unternehmen brauchen mehr risikotragendes Eigenkapital, das entweder durch einen Börsengang im Segment der jungen Technologieunternehmen oder außerbörslich z.B. durch Wagniskapital- und Private Equity Gesellschaften beschafft wird. Innovative und wissensintensive Branchen, die von spezifischem Humankapital, Patenten, Markenrechten und Goodwill abhängen, sind eher auf Beteiligungs- und Marktfinanzierung angewiesen, während sich andere Branchen mit harten und übertragbaren Sicherheiten stärker für Kreditfinanzierung durch Banken eignen. Die empirische Analyse von Gambacorta u.a. (2014) bestätigt, dass Bankfinanzierung in innovativen Sektoren wie z.B. Information und Kommunikation eine signifikant geringere Rolle spielt, während Branchen mit typischerweise kleineren Betriebsgrößen wie Wohnungswesen, Tourismus oder Beratungs- und Dienstleistungen stärker von Bankkrediten abhängig sind.

Diese Ergebnisse bedeuten, dass die Struktur des Finanzplatzes von der Struktur und den Bedürfnissen der Realwirtschaft abhängt und umgekehrt. In hochentwickelten, innovationsgetriebenen Wirtschaften an der Spitze der technologischen Entwicklung müssen die Kapitalmärkte einschließlich Wagniskapital eine wichtigere Rolle spielen als in Ländern mit einer eher traditionellen Branchenstruktur. Umgekehrt sind ein aktiver Markt für

Wagniskapital, eine liquide Börse und andere Märkte für Beteiligungsfinanzierung eine günstige Voraussetzung für ein innovationsgetriebenes Wachstum.

### 3.1.3 Wagniskapital

Ein Land, das zu den technologisch führenden Ländern vorstoßen und im internationalen Einkommensvergleich einen Spitzenplatz besetzen will, darf sich nicht nur auf eine Nischenstrategie mit kleinen Verbesserungen beschränken, sondern muss mehr und grundlegendere Innovationen hervorbringen. Die radikalsten und riskantesten Innovationen liefern gleichzeitig die höchsten Erträge und Wachstumsimpulse und stammen oft von risikoreichen Start-ups. Wagniskapital (Venture Capital, Private Equity, Business Angels) ist auf die Finanzierung innovativer Wachstumsunternehmen spezialisiert. Angesichts des großen Ausfallsrisikos sind besonders viele Gründungen nötig, damit einige wenige durch anhaltende Innovation zu wirklich großen Unternehmen heranwachsen. Die Aufgabe der Wagnisfinanzierung liegt darin, höchst riskante, aber sehr rentable Investitionsprojekte zu finanzieren, die sonst mangels Finanzierung nicht zustande kämen, und den innovativen Wachstumsunternehmen zu helfen, ihr Potential für Beschäftigung und Einkommen besser auszuschöpfen, als es sonst möglich wäre.[13] Indem eine aktive Wagnisfinanzierung den Unternehmen über die ersten kritischen Phasen hinweghilft, bereitet sie die Kreditfinanzierung und den Zugang zum Kapitalmarkt in späteren Phasen vor. Wagniskapital vervollständigt den Finanzplatz und stellt Beteiligungsfinanzierung bereit, wo Banken und andere Akteure keine Kredite vergeben können.

Innovative Gründer sind auch dem größten Risiko ausgesetzt. Ein neues Angebot ist auf dem Markt noch nicht getestet. Innovative Start-ups sind in der ersten Phase meist auf die technologischen Herausforderungen der Produktentwicklung fokussiert. Aufgrund ihrer kurzen Geschichte hatten sie wenig Gelegenheit, unternehmerische Erfahrung zu sammeln und ein professionelles Management einzurichten. Dies ist umso verhängnisvoller, als die häufigste Ursache für das Scheitern in Managementfehlern unterschiedlichster Art liegt. Angesichts der kurzen Lebenszeit konnten junge Start-ups noch wenig Eigenkapital bilden. Daher ist es kein Zufall, dass innerhalb der ersten drei bis fünf Jahre etwa die Hälfte der Unternehmen scheitert und aufgeben muss.

Eine reine Kreditfinanzierung scheidet meist aus, wenn sich die Banken angesichts eines unerprobten Geschäftsmodells und fehlender Sicherheiten einem überaus hohen Risiko gegenüber sehen, und wenn der Unternehmenserfolg und damit die Bedienung des Kredits

[13] Vgl. Da Rin u.a. (2013) für eine Übersicht zum Stand der Forschung. Wagnisfinanzierung verstärkt das innovationsgetriebene Wachstum (Keuschnigg, 2004a) und fördert die Spezialisierung auf innovative Industrien (Egger und Keuschnigg, 2015). Kortum und Lerner (2000) schätzten für die USA, dass ein Dollar an F&E Ausgaben in wagnisfinanzierten Unternehmen mehr Patente und radikalere Innovationserfolge erzielten wie dieselben Ausgaben in Firmen ohne Wagnisfinanzierung. Demnach entfielen 1998 etwa 14 Prozent der industriellen Innovation in den U.S.A. auf wagnisfinanzierte Firmen, obwohl diese nur 3 Prozent der gesamten F&E Ausgaben tätigten. Lerner u.a. (2011) finden, dass Patente, die in den 3 folgenden Jahren nach Hinzutritt eines Wagnisfinanziers angemeldet werden, um 79% mehr Zitate erzielen wie jene Patente, die im selben Jahr der Wagnisbeteiligung angemeldet und daher davor erarbeitet wurden. Das wirtschaftliche Potential der Patente steigt.

so sehr von der zentralen Idee und der Kompetenz des Gründers abhängt. Die Banken haben nicht die Kapazität, um neben der Finanzierung auch intensive strategische Beratung und Managementkontrolle zu leisten, um den Erfolg und damit die sichere Rückzahlung der Kredite positiv zu beeinflussen. Banken müssen viele Unternehmen betreuen, während Wagnisfinanziers wegen der hohen Beratungsintensität nur ganz wenige Firmen finanzieren. Innovative Gründungen brauchen risikotragendes Beteiligungskapital sowie aktive strategische Beratung und Überwachung aus einer Hand. Die Marktlösung dafür ist Wagniskapital.

Die Finanzierung erfolgt typischerweise mit Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Instrumenten wie Wandelschuldverschreibungen und wird auf mehrere Runden aufgeteilt, wobei die nächste Finanzierungstranche vom Erreichen wichtiger Meilensteine der Unternehmensentwicklung abhängt. Indem sie Eigenkapital zur Verfügung stellen, nehmen die Wagnisfinanziers den Unternehmern einen erheblichen Teil des Risikos ab. Mehr Eigenkapital und das Engagement eines professionellen Investors ermöglichen den Unternehmen meist zusätzliche Finanzierung mit Bankkrediten, die sonst nicht verfügbar wäre, und damit umfangreichere Investitionen. Angesichts des Risikos vereinbaren die Finanziers mit den Beteiligungsanteilen zusätzliche Mitspracherechte und sichern sich mit speziellen Vertragsklauseln weitere Rechte, damit sie im Notfall tatsächlich eingreifen und ihre Rendite retten können.[14] Indem sie mit Eigenkapital sich anteilig an den Gewinnen und Verlusten beteiligen, erhalten sie starke Anreize, sich mit wertsteigernden Beratungs- und Kontrolltätigkeiten zu engagieren und aktiv auf den größtmöglichen Unternehmenserfolg hinzuarbeiten, um so ihren eigenen Beteiligungsertrag weiter zu steigern und Fehlentwicklungen vorzubeugen. Ein Partner einer Finanzierungsgesellschaft kann nur wenige Portfoliounternehmen betreuen, wenn die Qualität der begleitenden Unterstützung erhalten bleiben soll.[15] Die aktive Unterstützung und Begleitung der Beteiligungsunternehmen macht die Wagnisfinanzierung zu einem zeitintensiven und teuren Geschäft. Aus diesen Gründen ist sie wesentlich teurer als ein Bankkredit, aber die Unternehmen erhalten auch weit mehr als nur Kapital.

Wagnisfinanzierung entschärft zwei Marktstörungen in der Finanzierung von innovativen Start-ups: Zugang zu Kapital und Managementunterstützung bei mangelnder unternehmerischer Erfahrung. Erstens ermöglicht Wagniskapital die Realisierung von potentiell sehr rentablen Projekten, die sonst keine Finanzierung erhalten würden. So können Einkommens- und Beschäftigungsmöglichkeiten realisiert werden, die sonst brach liegen würden. Zweitens hilft die strategische Beratung und Managementkontrolle den Beteiligungsunternehmen, besser ihr Potential auszuschöpfen und mehr Wachstum zu realisieren. Firmen, die Wagniskapital erhalten, wachsen schneller, werden grösser und

[14] Die Studie von Kaplan und Strömberg (2000) ergab für die U.S.A., dass Wagnisfinanziers oft 50% der Gewinnanteile halten und die Gründer selbst etwa 30%. Die Risikokapitalisten sitzen regelmäßig im Aufsichtsrat und haben in 25% der Fälle die Mehrheit der Stimmen. Die Finanzierungsverträge sehen meist zusätzliche Eingriffs- und Kontrollrechte vor.

[15] Vgl. die Diskussion in Kanniainen und Keuschnigg (2004) und Keuschnigg (2004b).

schaffen mehr Jobs als andere vergleichbare Unternehmen. Der wertsteigernde Einfluss macht sich bemerkbar, indem wagnisfinanzierte Unternehmen radikalere Innovationsstrategien verfolgen und mehr Patente anmelden; den Markteintritt beschleunigen, um eine dominierende Marktstellung zu erlangen; und schneller Management, Marketing und Personalwesen professionalisieren.[16] Die Gründer nehmen häufig einen Verlust an Unabhängigkeit durch unbequemen Fremdeinfluss wahr, wenn die Wagnisfinanziers ihre Kontrollrechte und Eingriffsmöglichkeiten nutzen. Dies hat jedoch die positive Folge, frühzeitig vermeidbare Ausfälle verhindern und mögliche Fehlentwicklungen bezüglich des weiteren Wachstums korrigieren zu können.

Der wertsteigernde Einfluss eines erfahrenen Wagnisfinanziers, der seine unternehmerische Erfahrung, Marktkenntnisse, Kontakte und Netzwerke einbringt, wirkt auch auf andere Kapitalgeber vertrauensbildend und ermöglicht oft zusätzliche Bankkredite. Hochberg u.a. (2014) zeigen empirisch, dass Wagniskapital den Zugang zu Bankkrediten verbessert. Nach der ersten Beteiligung eines Wagnisfinanziers steigt der Finanzierungsanteil von anderen Krediten von 4.6 auf 8.3 Prozent an, also beinahe auf das Doppelte. Bei Wagnisfinanziers mit besonders hoher Reputation ist dieser Effekt noch wesentlich stärker. [17] Je grösser die eigene unternehmerische Erfahrung, Marktkenntnisse und Reputation der Wagnisfinanziers ist, desto eher macht sich der wertsteigernde Einfluss in den Unternehmen bemerkbar, und desto eher gelingt es den Finanzierungsgesellschaften, die Projekte mit besonders hohem Potential aufzuspüren. Sorensen (2007) zeigt, dass der Wagnisfinanzier mit der geringsten Erfahrung in seinem Datensatz ein Portfoliounternehmen mit einer Wahrscheinlichkeit von 21.4% an die Börse bringt, während der Investor mit der größten Erfahrung dasselbe mit einer Wahrscheinlichkeit von 38.9% schafft, das ist ein Anstieg um 82%. Die bessere Performance von wagnisfinanzierten Firmen im Vergleich zu anderen Start-ups lässt sich nach Sorensen (2007) zu etwa einem Drittel auf strategische Beratung und Kontrolle und zu zwei Drittel auf eine bessere Projektauswahl zurückführen, indem Wagnisfinanziers von vornherein innovativere Projekte aufspüren und finanzieren. Das sind starke Hinweise, dass ein aktiver Markt für Wagniskapital den Gründungen zu mehr Erfolg und der Wirtschaft zu mehr Wachstum und Produktivität verhelfen kann.

Ein aktiver Markt für Wagniskapital vervollständigt den Kapitalmarkt in seiner Fähigkeit, Unternehmen zu finanzieren. Wagnisfinanzierung steht nicht in Konkurrenz, sondern in einer natürlichen Arbeitsteilung zur Kreditfinanzierung der Banken. Die Wagnisfinanzierung bereitet das zukünftige Bankgeschäft vor. Die Schwierigkeiten im Zugang zu Kapital und der

[16] Hellmann und Puri (2000) zeigen empirisch, dass aktive Wagnisfinanziers starken Einfluss auf die Entwicklung der Firma nehmen. Nach dem Eintritt eines Wagnisfinanziers steigt im Vergleich zu anderen Firmen die Wahrscheinlichkeit, dass professionelles Personal eingestellt wird, im Marketing um 26%, im Finanzwesen und administrativen Bereich um 44% und im Management um 15%. Es wird etwa 2.3 Mal so wahrscheinlich, dass eine Firma den Gründer durch einen professionellen Manager ersetzt, wenn das weitere Wachstum es erfordert. Die Wahrscheinlichkeit, als erste Firma ein neues Produkt auf dem Markt einzuführen, erhöht sich um den Faktor 1.8. Die Ergebnisse von Puri und Zarutskie (2012) gehen in dieselbe Richtung.

[17] Hellmann u.a. (2008) zeigen, dass Banken eher Kredite an Firmen geben, in die sie schon in der Wagnisphase investiert haben, und auch zu deutlich besseren Bedingungen als bei jenen Unternehmen, die niemals Wagnisfinanzierung hatten.

strategische Beratungsbedarf sind in der risikoreichen Anfangsphase am größten und lösen sich im Laufe einer erfolgreichen Firmenentwicklung immer weiter auf. Die Unternehmen bauen Risiken ab, professionalisieren sich und werden besser von außen überprüfbar, bilden mehr Eigenmittel und können zunehmend Sicherheiten für eine Kreditfinanzierung bereitstellen. Die teure Wagnisfinanzierung kann durch Kapitalmarktfinanzierung und Bankkredite abgelöst werden. Aus diesen Gründen werden Beteiligungsfonds von vornherein nur mit beschränkten Laufzeiten aufgelegt. Der Ausstieg erfolgt bei besonders erfolgreichen Beteiligungen im Zuge eines Börsengangs, womit die Gesellschaften am ehesten gute Preise für ihre Anteile erzielen. Eine liquide Börse für junge Technologieunternehmen begünstigt die Entwicklung einer aktiven Wagniskapitalbranche.[18] Alternativ wird die Beteiligung an andere Unternehmen oder Investoren verkauft oder muss ganz abgeschrieben werden.

### 3.1.4 Finanzierung durch Banken oder Kapitalmärkte?

Die Akteure des Finanzplatzes sind unterschiedlich auf die Aufgaben des Finanzsystems spezialisiert. Angesichts dessen braucht jedes Land eine Finanzierung sowohl über Banken als auch über Kapitalmärkte. Die Finanzierungsbedürfnisse von Unternehmen, Haushalten und Staaten können sich jedoch länderweise erheblich unterscheiden, so dass Banken und Kapitalmärkte in unterschiedlichem Ausmaß benötigt werden. Dennoch ist es sehr auffällig, dass in den U.S.A. und in Europa die Struktur des Finanzsektors so entgegengesetzt ist und Banken und Kapitalmärkte eine so unterschiedlich große Rolle spielen.[19] Die Abhängigkeit der österreichischen Wirtschaft von Bankenkrediten ist sogar noch deutlich grösser als im Durchschnitt des Euroraums, wie Abbildung 15 verdeutlicht.

Was sind die Vor- und Nachteile eines stärker banken- oder kapitalmarktorientierten Finanzsystems? Banken und Kapitalmarktinvestoren haben unterschiedliche Anreize und Möglichkeiten, Unternehmenskontrolle auszuüben. Unabhängige Investoren haben allerdings eher geringe Anreize, Informationen über Unternehmen zu sammeln, da diese Kenntnisse mit den Kauf- und Verkaufsentscheidungen schnell öffentlich werden und damit von anderen Anlegern ebenfalls genutzt werden können. Dieses Trittbrettfahrerverhalten mindert die Anreize einzelner Investoren, großen Aufwand in die Unternehmensanalyse und in effektive Kontrolle zu stecken. Am Ehesten leisten diese Arbeit Großaktionäre mit einer Blockbeteiligung, die jedoch die Eigentümerinteressen eher einseitig zu ihren eigenen Gunsten wahrnehmen. Das schafft neue Probleme wie z.B. eine mögliche Übervorteilung von Kleinanlegern. Die Kontrolle durch den Aufsichtsrat funktioniert angesichts des Informationsvorsprungs des Managements ebenfalls nicht perfekt.

[18] Eine liquide Börse erleichtert den Ausstieg bei reiferen Unternehmen und setzt Kapital und Managementressourcen der Wagnisfinanziers für Reinvestitionen bei neuen Startups frei. Da Rin u.a. (2006) zeigen, dass der Zugang zu einem aktiven Börsensegment für junge Technologieunternehmen die Wagniskapitalinvestitionen besonders in der Frühphase und im Hochtechnologiebereich im Vergleich zu anderen Standorten um etwa 10% steigern könnte.

[19] Allen und Gale (2000) vergleichen im Detail die Vor- und Nachteile verschiedener Strukturen des Finanzsystems.

Banken mit langjährigen Geschäftsbeziehungen haben dagegen stärkere Anreize, Informationen zu sammeln, weil sie diese exklusiv für ihr eigenes Kreditgeschäft nützen können und nicht mit anderen teilen müssen. Sie haben also gewisse Vorteile in der Ausübung der Unternehmenskontrolle. Allerdings erlangen sie mit den Informationsvorteilen aus einer exklusiven Geschäftsbeziehung auch eine gewisse Machtstellung, mit der sie leichter für sie günstige Finanzierungskonditionen durchsetzen können und damit die Finanzierungskosten für Unternehmen verteuern. Im Vergleich dazu stehen die Investoren auf dem Kapitalmarkt in einem starken Wettbewerb, der zu tendenziell günstigeren Finanzierungskonditionen führt. Dazu kommt, dass den Banken bei besonders innovativen Firmen mit völlig neuen Geschäftsideen oft die unternehmerische Expertise fehlt, um Informationen zu verwerten und effektive Kontrolle auszuüben. In diesen Fällen liegt der komparative Vorteil bei den Wagniskapitalgebern.

Die Kundenbindung der Banken führt zu stabileren Kreditbeziehungen als bei Kapitalmarktfinanzierungen. Banken halten Kreditlinien an Unternehmen, mit denen sie langjährige Geschäftsbeziehungen pflegen, oft auch bei vorübergehenden Schwierigkeiten aufrecht. Dies trägt zur Stabilisierung von Konjunkturschwankungen bei und ist positiv zu bewerten, solange die damit finanzierten Aktivitäten der Unternehmen grundsätzlich profitabel sind. Allerdings liegt darin auch ein strukturkonservierendes Element. In Perioden mit Bankenkrisen hat sich gezeigt, dass schwach kapitalisierte Banken nahe an der regulatorischen Untergrenze von Eigenkapitalanforderungen oft auch notleidende Kredite an wenig profitable Unternehmen nicht fällig stellen, um kostspielige Abschreibungen und weitere Verluste auf das knappe Eigenkapital zu vermeiden. Damit können sie auch keine neuen Kredite an gewinnträchtige Unternehmen vergeben. Ein solches Verhalten bremst den notwendigen Strukturwandel in der Krise und verzögert die Erholung, so dass der Aufschwung nach einer Finanzkrise langsamer erfolgt als bei „normalen“ Rezessionen.[20] Auf dem Kapitalmarkt fallen dagegen raschere und drastischere Entscheidungen. Eine Rezession geht mit größeren Einkommensverlusten einher, aber die anschließende Erholung setzt rascher ein und fällt kräftiger aus als in bankorientierten Finanzsystemen.

Ein weiterer Unterschied ist, dass Banken vorwiegend Kreditfinanzierung bereitstellen, während Kapitalmärkte neben Anleihen vor allem auch dem Handel von Eigenkapitalanteilen dienen. Indem die Banken am Unternehmensertrag lediglich im Ausmaß der Kreditzinsen beteiligt sind, können sie nicht an den überdurchschnittlich hohen Gewinnen von innovativeren, aber riskanteren Investitionen teilhaben. Ihr Interesse ist daher vorwiegend auf eine sichere Rückzahlung gerichtet, so dass sie die Kreditvergabe eher konservativ handhaben und tendenziell sichere Investitionen mit oft geringerer Rendite bevorzugen. Das

[20] Antizyklische Kapitalpuffer können das Problem verringern. Im Boom werden die Kapitalanforderungen automatisch strenger. Es müssen Kapitalpolster gebildet werden, die den Aufbau eines Schuldenüberhangs vorbeugend begrenzen. Dagegen lockern sich in einer Rezession die Kapitalvorschriften. Zudem können angesichts der höheren Reserven Verluste leichter verkraftet werden, so dass notleidende Kredite schneller abgeschrieben werden. Das erleichtert die neue Kreditvergabe an profitable Unternehmen und beschleunigt die Erholung.

begünstigt traditionell ausgerichtete Unternehmen und benachteiligt die innovativen und riskanten Branchen, die mehr risikotragendes Eigenkapital benötigen und damit stärker von den Kapitalmärkten abhängen.

Beide Systeme sind mit Vor- und Nachteilen verbunden. Die Aufgaben von Banken und Kapitalmärkten sind komplementär zueinander, so dass es auf eine ausgewogene Mischung ankommt. Eine Kreditfinanzierung ist nur möglich, wenn die Unternehmen mit genügend Eigenkapital ausgestattet und nicht überschuldet sind. Deshalb brauchen Unternehmen eine Mischung von Eigen- und Fremdkapital. Das setzt ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Banken und Kapitalmärkten voraus. Dabei nimmt die Bedeutung von Kapitalmärkten zu, wenn ein Land wirtschaftlich aufholt und sich der Technologiegrenze annähert, die von den führenden Innnovationsländern gesetzt wird. Innovative Länder haben einen höheren Anteil innovativer und riskanterer Branchen, die mehr Eigenkapital brauchen. Deshalb spielen in diesen Ländern Aktienmärkte, Investmentfonds, Private Equity, Venture Capital und Finanzdienstleister, die Beteiligungsfinanzierung vermitteln, eine wichtigere Rolle. Parallel zur Bildung von Eigenkapital kann auch die Kreditfinanzierung mitwachsen, ohne dass die Verschuldungsquote in der Realwirtschaft steigt. Wenn im Zuge anhaltender Innovation junge Wachstumsunternehmen zu großen Konzernen heranwachsen, dann werden sie „kapitalmarktfähig“ und können sich neben Bankkrediten zunehmend auch mit Anleihen finanzieren. Innovation steigert auf die lange Sicht den Anteil großer Unternehmen in einer Wirtschaft und schafft auch auf diesem Weg mehr Nachfrage nach Kapitalmarktfinanzierung.

## 3.2 Finanzverhalten der Haushalte und Unternehmen

### 3.2.1 Anlageentscheidungen der Privathaushalte

Die theoretische und empirische Forschung beschäftigt sich schon lange mit den Gesetzmäßigkeiten des Spar- und Anlageverhaltens der privaten Haushalte (vgl. den Überblick von Campbell, 2006). Die Haushalte stehen in ihrer Portfolioentscheidung vor dem Zielkonflikt zwischen Sicherheit bei niedriger Rendite und höheren Erträgen bei größerem Risiko. Sie werden daher je nach Risikoscheu und Risiko ihres übrigen (Arbeits-) Einkommens das angesparte Anlagevermögen in ein gemischtes Portfolio von sicheren und riskanten Wertpapieren investieren. Die Zusammensetzung hängt vom Grad der persönlichen Risikoscheu, vom Vermögen, vom Rendite- und Risikoprofil der verfügbaren Anlageformen sowie vom Investitionshorizont ab. Eine wichtige Erkenntnis der empirische Forschung ist jedoch, dass Haushalte oft nicht alle relevanten Anlagen berücksichtigen, die Portfolios oft unvollständig bleiben und daher die Möglichkeiten für eine günstige Ertrags-Risiko-Mischung nicht ausgeschöpft werden. Der Aktienanteil ist selbst in Ländern mit stark entwickelten Kapitalmärkten niedrig. Auch in den USA hält nur knapp die Hälfte der Haushalte überhaupt Aktien. Die Teilnahmeraten steigen zwar mit dem Einkommen, jedoch besitzen mehr als ein Viertel der besser verdienenden Haushalte zwischen dem 50. und 90. Einkommensperzentil und acht Prozent der Topverdiener (Einkommen über dem 90. Perzentil) keine Aktien, weder

direkt noch indirekt über Investmentfonds (Federal Reserve, 2014, S. 18). Für die Eurozone zeigt die Erhebung des *Eurosystem Household Finance and Consumption Survey* weit niedrigere Werte. Im Durchschnitt halten nur zwischen 5.3 Prozent der Haushalte Anleihen, 10.1 Prozent Aktien und 11.4 Prozent Investmentfonds. Die Teilnahmeraten steigen zwar ebenfalls mit dem Einkommen, sie überschreiten aber selbst bei Topverdienern kaum dreißig Prozent. In Österreich besitzen mit 5.3 bzw. 3.5 Prozent besonders wenige Haushalte Aktien bzw. Anleihen. Investmentfonds besitzen nur rund zehn Prozent der Haushalte. Im Gegensatz zu den amerikanischen Daten berücksichtigen allerdings die europäischen Zahlen nicht den indirekten Aktienbesitz. Über die private Pensionsvorsorge und über die Lebensversicherungen sind in Europa rund ein Drittel und in Österreich 17.7 Prozent der Haushalte indirekt an Aktien und anderen riskanten Wertpapieren beteiligt.

Die niedrigen Teilnahmeraten bei Aktien sind im Hinblick auf die Zielsetzung, mehr Eigen- und Risikokapital zu mobilisieren und die Finanzierung über Kapitalmärkte auszubauen, eine Herausforderung. Außerdem entgehen vielen Haushalten Chancen auf höhere Erträge und erhebliche Wohlfahrtsgewinne, indem sie die Möglichkeiten der Vermögensbildung durch Portfoliomischung nach Risiko- und Ertragsgesichtspunkten nicht ausschöpfen. Cocco u.a. (2005) schätzen diesen Wohlfahrtsverlust auf 1.5 bis zwei Prozent des Jahreskonsums. Der geringe Aktienbesitz von Haushalten hat eine ganze Reihe von Gründen: (i) Arbeits- und andere nichtfinanzielle Einkommen der Haushalte sind ebenfalls riskant und somit ein „Hintergrundrisiko“ dar. Das macht die Haushalte vorsichtiger und hemmt ihre Bereitschaft, mehr in riskante Wertpapiere zu investieren. (ii) Die Teilnahme am Aktienmarkt ist mit Gebühren als auch mit Zeit und Aufwand verbunden, das Funktionieren des Aktienmarktes zu verstehen und die Kursentwicklung laufend zu beobachten (Vissing-Jorgensen, 2002). Solche Transaktionskosten sind oft einmalige Fixkosten und hemmen besonders den Marktzugang ärmerer Haushalte, da erst ein größeres Aktienportfolio genügend Einnahmen generiert, um die Fixkosten zu decken. (iii) Der Mangel an Finanzwissen ist ein weiterer Grund. Umfragen bei italienischen Haushalten in den späten neunziger Jahren zeigen, dass rund 35 bzw. 50 Prozent dieser potenziellen Investoren keine Kenntnis von Aktien und Investmentfonds als Anlagemöglichkeiten hatten (Guiso und Jappelli, 2005). Die Forschung zu ‚Financial Literacy‘ findet, dass bessere Finanzkenntnisse sich signifikant positiv auf die Teilnahme am Aktienmarkt auswirken würden (vgl. z.B. Van Rooij, Lusardi, und Alessie, 2011). (iv) Kreditbeschränkungen können ebenfalls den Anreiz schwächen, in Aktien zu investieren. Es besteht das Risiko, dass die Aktien-Performance gerade dann schlecht ist, wenn die Haushalte Kredit benötigen und ohnehin Schwierigkeiten haben, einen solchen zu bekommen. (v) Steuern verzerren die Anlageentscheidungen (Poterba und Samwick, 2002). Die Anleger halten weniger riskante Wertpapiere, wenn diese steuerlich benachteiligt werden. (vi) Schließlich können auch psychologische Gründe die geringe Teilnahme erklären. Guiso u.a. (2005) finden zum Beispiel, dass Personen, die geringes Vertrauen gegenüber anderen haben, signifikant seltener am Aktienmarkt investieren. Dieser negative Vertrauenseffekt ist jedoch bei Personen mit höherer Bildung schwächer ausgeprägt.

Wenigstens drei dieser Faktoren - Teilnahmekosten, Finanzkenntnisse und Steuern - könnten von der Wirtschaftspolitik beeinflusst werden und hätten das Potential, mehr risikotragendes Eigenkapital zu mobilisieren und die Rolle der Kapitalmärkte zur Finanzierung der Wirtschaft zu stärken. Nach einer Untersuchung von Vissing-Jorgensen (2002) für die U.S.A. können bereits kleine laufende Kosten wie z.B. für die Kursbeobachtung die Absenz von der Hälfte der Haushalte erklären. Ein sicheres, nichtfinanzielles Einkommen (meist Arbeitseinkommen) begünstigt dagegen den Aktienerwerb. Erhöht sich das Arbeitseinkommen von $18'700 (20. Perzentil der Einkommensverteilung) auf $56'400 (80. Perzentil), dann nimmt die Wahrscheinlichkeit, dass ein Haushalt Aktien hält, um 12.6 Prozentpunkte zu und der Portfolioanteil der Aktien steigt von 0.55 auf 4.55 Prozent. Steigt dagegen das Risiko des Arbeitseinkommens, so sinken sowohl die Teilnahmewahrscheinlichkeit als auch der Aktienanteil im Portfolio.

Van Rooij u.a. (2011) konstruieren aus einer Befragung von 1’500 niederländischen Haushalten in 2005-06 einen Index des Finanzwissens (Financial Literacy Index). Das Finanzwissen korreliert stark mit der Bildung, ist bei Männern und bei den 40 bis 60-jährigen tendenziell höher und kann den Aktienbesitz signifikant steigern. Im Durchschnitt halten 23.8% der befragten Haushalte Aktien. Die Teilnahmerate am Aktienmarkt beträgt im untersten Quartil der Verteilung des Finanzwissens nur 7.5 Prozent, steigt im 2. Quartil auf 15 und im 3. Quartil auf 26.5 Prozent an und ist im obersten Quartil mit 44.4 Prozent mit Abstand am höchsten. Nimmt das Finanzwissen um eine Standardabweichung zu, dann erhöht sich die Teilnahmerate am Aktienmarkt um neun Prozentpunkte.

Guiso und Jappelli (2005) untersuchen, wie sich die mangelnde Bekanntheit von Wertpapieren als Anlagemöglichkeit auf den Wertpapierbesitz bei rund 8'000 italienischen Haushalten (1995, 1998) auswirkt. Umfragen zeigen, dass 35 bzw. 50 Prozent der befragten Haushalte Aktien bzw. Investmentfonds unbekannt waren. Die Bekanntheit hängt positiv von Bildung, Einkommen bzw. Vermögen, der Länge einer Bankbeziehung sowie von sozialer Interaktion ab. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Haushalt Aktien und Investmentfonds kennt, steigt z.B. um 17 bzw. 25 Prozentpunkte, wenn dessen Oberhaupt über einen universitären Abschluss verfügt. Die Autoren betonen auch die Bedeutung der Information über Medien und der sozialen Lerneffekte. Eine hohe Dichte von Zeitungsverkäufen in einer Region senkt die Kosten der Informationsverbreitung, da ein Inserat mehr Leser erreicht. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Haushalt über die genannten Wertpapiere Bescheid weiss, ist in jener Region mit der höchsten Zeitungsdichte (Ravenna) um 5.4 (Aktien) bzw. 25 (Investmentfonds) Prozentpunkte höher als in jener mit der niedrigsten (Agrigento auf Sizilien). Mehr Information könnte den Wertpapierbesitz erheblich steigern. Wenn alle Haushalte über Wertpapiere informiert wären, dann würden 7.5 statt 5.6 Prozent der Haushalte Aktien, 12 statt 7.6 Prozent Investmentfonds und 5.5 statt 3.8 Prozent Unternehmensanleihen besitzen.

In den U.S.A. werden verschiedene Wertpapiere unterschiedlich besteuert. Bei Aktien unterliegen nur Dividenden der normalen Einkommensteuer, während Kapitalgewinne mit einem ermässigten Satz besteuert werden. Anleihezinsen sind voll steuerpflichtig. Jedoch sind die Zinsen gewisser staatlicher Anleihen (state und municipal bonds) steuerfrei. Poterba und Samwick (2002) haben die Einflüsse auf die Portfolioentscheidungen untersucht und finden, dass höhere Grenzsteuersätze nicht nur eine grössere Anzahl von Haushalten dazu veranlassen, überhaupt erst in steuerlich bevorzugte Wertpapiere zu investieren, sondern auch die Anteile der verschiedenen Assets im Portfolio verändern. Ein um 10 Prozentpunkte höherer Grenzsteuersatz steigert den Portfolioanteil von nicht-besteuerten Anleihen über die Jahre zwischen 20 und 55 Prozent. Dagegen sinkt der Anteil von verzinsten Konten, welche den normalen Steuersätzen unterliegen, um zwei bis sechs Prozent. Die Portfolioanteile von Aktien und Aktienfonds, die durch niedrige Steuersätze auf Kapitalgewinne begünstigt sind, steigen in drei der fünf betrachteten Jahre signifikant: Bei einem um zehn Prozentpunkte höheren Steuersatz steigt der Portfolioanteil von Aktien zwischen 10 und 23 Prozent und derjenige von Aktienfonds zwischen 17 und 43 Prozent. Steuerliche Anreize können also die Portfolioentscheidungen der Haushalte erheblich beeinflussen.

### 3.2.2 Kreditbeschränkungen behindern Investitionen

Wachstum braucht Finanzierung und kann nur stattfinden, wenn es Finanzierung gibt. Für den Zugang zu Kapital ist dabei nicht so sehr die Unterscheidung zwischen Eigenkapital und Fremdkapital, sondern zwischen Selbstfinanzierung und Außenfinanzierung wichtig. Externe Kapitalgeber haben Informationsnachteile über die Profitabilität und Schuldentragfähigkeit und werden kein neues Kapital geben, wenn sie wegen bestehender Überschuldung daran zweifeln, dass die versprochene Rendite und die Rückzahlung des Kapitals sicher sind.[21] Kreditbeschränkungen treten dann auf, wenn Investitionen rentabel sind, aber die Unternehmen dennoch keine Finanzierung erhalten. Sie können entstehen, wenn es an Eigenmitteln und Selbstfinanzierungsmöglichkeiten mangelt. Sie verhindern rentable Investitionen und das sich daraus ergebende Wachstumspotential.

Für den Zugang zu externer Finanzierung sind neben Eigenmitteln eine Reihe von anderen Faktoren wichtig wie z.B. vorhandene Sicherheiten für Bankkredite; Produktivität, Patente und andere Anhaltspunkte für das künftige Erlöspotential; und die institutionelle Qualität eines Landes. Die Qualität von Buchhaltungs- und Bilanzierungsstandards, Investoren- und Gläubigerschutz, Insolvenzrecht, Publizitätsvorschriften und die Regeln der Unternehmenskontrolle (corporate governance) beeinflussen ebenfalls den Zugang zu Kapital. Sie ermöglichen eine bessere Transparenz und Kontrolle, beugen einem möglichen Fehlverhalten des Managements vor, und schaffen damit bei den Investoren mehr Sicherheit und Vertrauen bezüglich der ordnungsgemäßen Verzinsung und Rückzahlung des Kapitals.

[21] Tirole (2006) enthält eine umfassende Analyse von Kreditbeschränkungen. Vgl. auch den Überblick in Tirole (2001).

Kreditbeschränkungen hängen eben nicht nur von der Fähigkeit der Banken ab, neue Kredite zu vergeben, sondern auch von der Schuldentragfähigkeit der Unternehmen.

Auch in führenden Industrieländern mit einem hoch entwickelten Finanzsektor gibt es immer Unternehmen und Branchen, die selbst in einer Hochkonjunktur auf Kreditbeschränkungen treffen. Sie verschärfen sich typischerweise in der Rezession sehr stark, weil die Schuldentragfähigkeit der Unternehmen und auf der anderen Seite auch die Fähigkeit der Banken zur Kreditvergabe abnehmen. Kreditbeschränkungen treten dort auf, wo große Investitionsmöglichkeiten und damit ein besonders hoher Finanzierungsbedarf auf eine geringe Selbstfinanzierungskraft treffen. Daher sind Kreditbeschränkungen besonders bei jungen und innovativen Wachstumsunternehmen anzutreffen, die einem hohen Risiko ausgesetzt sind, erst eine kurze Erfolgsgeschichte vorweisen und oft wenig Sicherheiten anbieten können. Da innovative Jungunternehmen sehr humankapitalintensiv und von der Persönlichkeit des Gründers abhängen, sind auch die Informationsnachteile externer Kapitalgeber hoch, so dass sie in ihrer Finanzierungsbereitschaft vorsichtig und zurückhaltend werden. Gleichzeitig sind diese Unternehmen für ein innovationsgetriebenes Wachstum besonders wichtig, weil sie zwar sehr riskant, aber auch überdurchschnittlich rentabel sind. Finanzierungsbeschränkungen bremsen daher gerade die Expansion von innovativen Wachstumsbranchen, während reife Industrien und schrumpfende Branchen wenig neuen Investitions- und Finanzierungsbedarf haben und daher auch weniger von solchen Beschränkungen betroffen sind. Die Lockerung von Kreditbeschränkungen lenkt Kapital auf produktivere Verwendungen und schafft neue Wachstumsmöglichkeiten.

Beck u.a. (2005) zeigen anhand von Daten der Weltbank aus vielen Ländern, wie Finanzierungsprobleme, gesetzliche und regulatorische Hindernisse (z.B. mangelhafte Durchsetzung von Eigentumsrechten) sowie Korruption das Unternehmenswachstum bremsen. Ein besser entwickelter Finanzsektor und eine höhere institutionelle Qualität können diese Wachstumsbarrieren deutlich entschärfen. Finanzierungsprobleme wie z.B. hohe Zinsen oder Zugang zu Kredit erweisen sich als die grössten Wachstumshindernisse, wobei kleine und mittlere wesentlich stärker als große Unternehmen davon betroffen sind. Die meisten Firmen starten klein und die innovativsten unter ihnen wachsen zu grossen Konzernen heran. Aghion u.a. (2007) zeigen mit Daten aus 16 Ländern, dass die Finanzmarktentwicklung, gemessen anhand der BIP-Anteile der Privatkredite und der Börsenkapitalisierung, den Marktzutritt neuer Firmen und das anschliessende Unternehmenswachstum positiv beeinflusst, und zwar umso mehr für jene Unternehmen und Branchen, die stark von externer Finanzierung abhängen. Demnach sind z.B. die Markteintrittsraten (Anzahl neuer Firmen/Gesamtzahl der Firmen) im Land mit der höchsten Kreditvergabe um 1.4 Prozentpunkte höher als im Land mit der niedrigsten. Das Land mit der höchsten Börsenkapitalisierung weist eine um 1.1 Prozentpunkte höhere Zutrittsrate auf als jenes mit der niedrigsten. Dieser Unterschied in der Finanzmarktentwicklung entspricht einem Anstieg der Eintrittsrate neuer Firmen um etwa

26%. Beim anschliessenden Unternehmenswachstum profitieren besonders kleinere Unternehmen (bis 50 Mitarbeiter) von einem besser entwickelten Finanzsektor, bei grösseren Unternehmen verschwindet der positive Einfluss bzw. wird insignifikant.

Kreditbeschränkungen können auch die langfristigen Investitionen in Forschung und Entwicklung beeinflussen. Unternehmen nutzen oft eine Rezession für Reorganisation, Reallokation und Innovation, weil gerade weniger Ressourcen in der laufenden Produktion gebunden sind. Damit rüsten sie sich für den folgenden Aufschwung. Aghion u.a. (2012) argumentieren daher, dass Unternehmen F&E dann betreiben, wenn ihr Absatz niedrig ist. Dies wird allerdings ins Gegenteil verkehrt, sobald Kreditbeschränkungen binden. Anhand der Daten von rund 13‘000 französischen Unternehmen zeigen sie, dass F&E-Investitionen antizyklisch sind, solange keine Kreditbeschränkungen greifen. Für Unternehmen, die in der Vergangenheit finanzielle Verpflichtungen nicht erfüllt haben (Zahlungsprobleme kommen bei 7% aller Firmen pro Jahr vor und führen zu einem Eintrag in ein Kreditregister), ist es jedoch signifikant schwieriger, Kredite zu erhalten, sodass Kreditbeschränkungen binden. In diesem Fall werden die F&E Ausgaben prozyklisch, weil die Unternehmen ihre F&E Investitionen bei rückläufigem Absatz reduzieren müssen. Dieser prozyklische Effekt ist bei Unternehmen besonders ausgeprägt, die stark von externer Finanzierung abhängen oder wenig materielle Vermögenswerte haben, die als Kreditsicherheit dienen könnten. Ausserdem verhalten sich F&E Investitionen bei stark kreditbeschränkten Unternehmen asymmetrisch. Sie brechen während einer Rezession regelrecht ein, steigen aber im Aufschwung weniger stark an und können nicht vollständig nachgeholt werden.

### 3.2.3 Die Besteuerung fördert Verschuldung

Eine zentrale Ursache für Kreditbeschränkungen liegt in der mangelnden Eigenkapitalausstattung und Selbstfinanzierungskraft. Letzten Endes gibt es eine begrenzte Schuldentragfähigkeit und damit ein begrenztes Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital, damit die ausstehenden Kredite bei der nächsten Rezession nicht notleidend werden. Wenn eine höhere Verschuldungsquote nicht mehr möglich ist, dann kann es zusätzliche Investitionen nur dann geben, wenn mehr Eigenkapital gebildet wird. Denn erst damit werden weitere Kredite möglich, ohne dass die Verschuldungsquote ansteigt. Das Problem ist, dass der Staat selbst mit der Besteuerung die Eigenkapitalbildung diskriminiert, damit einen kräftigen Anreiz zur Überschuldung setzt, die Krisenresistenz des Unternehmenssektors untergräbt und damit letztendlich zur Instabilität des Finanzsektors mit beiträgt. Während die Zinsen auf Fremdkapital bei der Körperschaftssteuer und im Fall von Personenunternehmen bei der Einkommensteuer abzugsfähig sind, können die Kosten des Eigenkapitals steuerlich nicht berücksichtigt werden. Damit verbilligt der Staat das Fremdkapital und verteuert das risikotragende Eigenkapital.

Aus der steuerlichen Diskriminierung des Eigenkapitals ergeben sich zwei Probleme: Erstens wollen Unternehmen ihre Steuerbelastung mindern, indem sie mit Fremdkapital anstatt mit

Eigenkapital finanzieren. Der Anreiz zur Überschuldung ist umso stärker, je höher der Körperschaftssteuersatz ist, und zwar in der Realwirtschaft genauso wie im Bankensektor. Dieser steuerliche Anreiz fördert die Überschuldung und beeinträchtigt die Krisenrobustheit der Real- und Finanzwirtschaft. Zweitens muss eine Investition, die mit Eigenkapital finanziert wird, vor Steuern einen höheren Ertrag erzielen, damit nach Abzug der Steuern die Investoren wie bei allen anderen Veranlagungen den marktüblichen Zins auf das Eigenkapital erzielen können. Die investitionshemmende Wirkung ergibt sich also vor allem, weil es anders als beim Fremdkapital für die Finanzierungskosten des Eigenkapitals keine steuerliche Entlastung gibt. Daher ist die investitionshemmende Wirkung der Körperschaftssteuer umso grösser, je höher die Eigenkapitalquote der Unternehmen ist. Die steuerliche Diskriminierung des Eigenkapitals schadet dabei vor allem jenen Unternehmen und Branchen, die mehr Eigenkapital brauchen, also vor allem innovative und daher risikoreichere Branchen und jüngere Wachstumsunternehmen.

Die Frage ist, wie sehr die Besteuerung das Verschuldungsverhalten der Unternehmen beeinflusst. Eine oft zitierte Arbeit von Gordon und Lee (2001) schätzt eine Semi-Elastizität von -0.36, d.h. eine Absenkung Körperschaftssteuer um 10 Prozentpunkt würde die Verschuldungsquote (Anteil der Schulden am gesamten Anlagevermögen) um etwa 3,6 Prozentpunkt absenken, wobei in ihrem Datensatz von U.S. Unternehmen die durchschnittliche Verschuldungsquote 19,4% beträgt. Insbesondere reagieren kurzfristige Schulden wesentlich elastischer auf Steuern, der Effekt ist um etwa 50 Prozent grösser als bei langfristigen Schulden. Multinationale Unternehmen reagieren sensibler auf Steuern, weil sie im Vergleich zu nationalen Firmen zusätzlich über konzerninterne Verschuldung Gewinne von Hoch- zu Niedrigsteuerländern verschieben können. Daher finden Egger u.a. (2010) mit einem europäischen Datensatz, dass Filialbetriebe von multinationalen Unternehmen eine um etwa 2 Prozentpunkte höhere Verschuldungsquote haben als vergleichbare nationale Firmen. De Mooij und Ederveen (2008) geben als Konsenswert der Literatur eine Semi-Elastizität von 0.3 an, das entspricht der Untergrenze der Schätzung von Gordon und Lee (2001). Würde man in Österreich mit einem KÖSt-Satz von 25% den Steuervorteil aus der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen beseitigen, dann könnte die Verschuldungsquote der Unternehmen um 7.5 Prozentpunkte (=0.25*0.3) fallen.

Auch die Kapitalstruktur der Banken, welche eine wesentlich höhere Verschuldungsquote aufweisen, ist zum Teil durch die steuerliche Begünstigung von Fremdkapital beeinflusst. Keen und De Mooji (2016) zeigen mit einem Datensatz von 14‘000 Banken aus 82 Ländern, dass die Körperschaftssteuer den Verschuldungsgrad einer Bank signifikant erhöht. Ein um 10 Prozentpunkte höherer Steuersatz, führt zu einem Anstieg des Verschuldungsgrades (Durchschnitt: 88%) im Umfang von kurzfristig 1.8 und langfristig 2.7 Prozentpunkten. Allerdings schwächt sich der Effekt auf 1.5 Prozentpunkte ab, sobald für Kapitalvorschriften kontrolliert wird. Wenn die regulatorischen Mindestanforderungen für die Eigenkapitalquote binden, gibt es eben keinen Spielraum mehr für einen weiteren Anstieg der

Verschuldungsquote. Ein höherer Steuersatz verringert also vor allem den über die Kapitalvorschriften hinausgehenden, freiwilligen Eigenkapitalpuffer. Der steuerliche Einfluss ist vorwiegend bei Banken ausgeprägt, die über ausreichend Eigenkapital verfügen, während die Kapitalstruktur von Banken mit knappem Eigenkapital in erster Linie durch Regulierung bestimmt und nur wenig mit steuerlichen Anreizen beeinflussbar ist. Aus diesem Grund ist der Effekt bei den 5 Prozent grössten Banken, deren Eigenkapitalquoten meist niedrig sind, insignifikant. Alles in allem setzt die Besteuerung einen Anreiz, dass die Banken sich hart an der regulatorischen Mindestquote bewegen.

Eine stärkere Gleichbehandlung von Eigen- und Fremdkapital ist im Prinzip auch erzielbar, indem man die steuerliche Absetzbarkeit von Schuldzinsen bei der Körperschaftssteuer mit einer anderen speziellen Bankensteuer auf Fremdkapital wieder aufhebt. Empirische Evidenz für europäische Banken von Devereux u. a. (2015) zeigt, dass eine solche Steuer tatsächlich die Eigenkapitalquote erhöht. Der quantitative Effekt durch die Bankensteuer ist vergleichbar zu einer Senkung des Körperschaftssteuersatzes um fünf Prozentpunkte (Ergebnisse nach Keen und De Mooij, 2016). Als wirtschaftspolitischer Ansatz erscheint es jedoch zweifelhaft, zuerst mit der Körperschaftssteuer eine Begünstigung der Fremdfinanzierung für alle Unternehmen einzuführen, um diese nachher wieder mit einer speziellen Steuer auf Verbindlichkeiten nur für Banken zu kompensieren. Dies verursacht eine Sonderbelastung für Banken, die nur mit einem Lenkungszweck begründet werden kann.

Bankenkrisen verursachen meist große Belastungen für die öffentlichen Finanzen, die mehrere Prozentpunkte des BIP ausmachen können. Wenn in einer Krise die eintretenden Verluste das gesamte Eigenkapital und die übrigen Risikovorsorgen der Bank übersteigen, dann entstehen hohe Kosten für die Allgemeinheit, entweder für die Abwicklung oder Rekapitalisierung der Bank. Diese Verluste werden erstens umso wahrscheinlicher und zweitens umso grösser, je niedriger die Eigenkapitalquoten und Reserven einer Bank sind. Indem der Staat mit der Körperschaftssteuer einen Anreiz zur Fremdfinanzierung schafft und damit die Krisenrobustheit der Banken wie der Realwirtschaft beeinträchtigt, trägt er selbst zu diesen möglichen Verlusten bei. Langedijk u.a. (2015) quantifizieren den Beitrag dieses Steueranreizes zu den nicht gedeckten Verlusten wie folgt. Im ersten Schritt schätzen sie den Einfluss der Körperschaftssteuer auf das Verschuldungsverhalten und finden im Einklang mit anderen Schätzungen, dass ein Anstieg des gesetzlichen Steuersatzes um einen Prozentpunkt zu einem Anstieg der Verschuldungsquote (leverage ratio) von 0.2 bis 0.3 Prozentpunkten führt. Da der Steuervorteil aus der Absetzbarkeit von Fremdkapitalzinsen gleich der Höhe des gesetzlichen Steuersatzes ist, können bei einem Steuersatz von 25 Prozent wie in Österreich konservativ gerechnet 5 Prozentpunkte (=0.2 x 25) der Verschuldungsquote der Banken auf die Begünstigung der Fremdfinanzierung zurückgeführt werden.

Im zweiten Schritt berechnen die Forscher mit einem Verlustmodell für Banken ähnlich wie bei einem Stresstest die in einer Bankenkrise auftretenden möglichen Verluste und die verursachten fiskalischen Kosten. Sie kommen zum Ergebnis, dass eine Abschaffung des

Steuervorteils für Fremdkapital die potentiellen Verluste bei Bankenkrisen sehr stark reduzieren würde. Damit würden bei einer Bankenkrise ähnlich wie jener zwischen 2008-2012 in Europa - selbst bei einer konservativen Annahme über die Steuerelastizität der Verschuldungsquote mit einem Wert von 0.1 anstatt 0.2-0.3 wie oben - die Nettoverluste deutscher Banken um 39 Mrd. EUR bzw. 89% der gesamten potentiellen Verluste niedriger ausfallen. Die Nettoverluste entsprechen jenem Teil der gesamten Verluste, der das Eigenkapital und andere Reserven übersteigen und daher von den Banken selbst nicht mehr getragen werden kann. In Spanien wären die Nettoverluste um 68.7 Mrd. (65% der gesamten Verluste) geringer, in Frankreich um 98.5 Mrd. (82%), in UK um 53.5 Mrd. (61%), in Italien um 49.6 Mrd. (64%) und in den Niederlanden um 25.2 Mia EUR bzw. 75% (vgl. Langedijk u.a., 2015, S. 23). Diese Nettoverluste bleiben entweder beim Staat als fiskalischen Kosten liegen oder werden auf andere Akteure abgewälzt, z.B. künftig durch eine stärkere Gläubigerbeteiligung bis hin zu den Sparern mit Einlagen über 100‘000 Euro und durch eine Inanspruchnahme der von allen Banken finanzierten Insolvenzfonds. Die Abschaffung des Steuervorteils für Fremdkapital z.B. durch die Berücksichtigung der Eigenkapitalverzinsung könnte nach diesen Berechnungen die Kosten von Bankenkrisen für den Staat und die Allgemeinheit wesentlich verringern.

## 3.3 Einzel- und gesamtwirtschaftliche Stabilität der Banken

In einer bankenzentrierten Wirtschaft ist die Stabilität der Banken prioritär. Ein robuster Bankensektor kann wie ein Stoßdämpfer die wirtschaftlichen Schwankungen abfedern und damit zu einem nachhaltigen und stabilen Wachstum beitragen. Wie alle anderen wirtschaftlichen Aktivitäten ist das Bankgeschäft erheblichen Risiken ausgesetzt. Der Bankensektor kann daher selbst zu einer Quelle von Unsicherheit und Risiko werden, wenn die Risikovorsorge nicht ausreichend ist. Die Risiken entstehen sowohl auf der Erlös- als auch auf der Kosten- bzw. Refinanzierungsseite. Im Unterschied zu anderen Branchen kann sich die Schieflage einer Bank zu einem systemischen Risiko ausweiten, welches schnell den ganzen Sektor und die Realwirtschaft in Mitleidenschaft zieht. Ein systemisches Risiko ist immer auch mit externen Kosten verbunden, d.h. die mangelnde Risikovorsorge einer Bank verursacht über Ansteckungskanäle Folgeschäden bei den Konkurrenten, beim Staat oder bei Haushalte und Unternehmen. Diese Kosten sollen nach dem Verursacherprinzip angelastet werden, damit es zu volkswirtschaftlich richtigen Entscheidungen kommt.

Vor der Finanzkrise dominierte eine einzelwirtschaftliche (mikro-prudentielle) Stabilitätsbetrachtung, wonach Banken ihr individuelles Risiko durch Diversifikation, Verbriefung und durch den Entscheid über den Aufbau von Eigenkapital und Liquiditätsreserven kontrollieren könnten. Die Regulierung fokussierte auf risikoadjustierte Mindestanforderungen für Eigenkapital und Liquidität, damit das Profitstreben der Banken zu einer gesamtwirtschaftlich richtigen Abwägung zwischen Ertrag und Risiko führt. Es sollte verhindert werden, dass implizite Staatsgarantie und mangelnde Marktdisziplin die Banken

zum Eingehen übermäßiger Risiken verleiten würden, z.B. als Folge von riskanter Anlagenpolitik und von Überschuldung zur Erzielung einer Hebelwirkung auf das Eigenkapital. Die Rückwirkungen auf das Marktgeschehen wurden dabei oft ausgeblendet. Während der Krise zeigte sich jedoch, dass Banken über gegenseitige Kreditbeziehungen auf dem Interbankenmarkt sowie über den Handel auf Wertpapiermärkten stark miteinander verbunden sind. Diese Verflechtungen werden in einer Krise zu Ansteckungskanälen und führen zu systemischen (makro-prudentiellen) Risiken. Diese entstehen dadurch, dass ein ähnliches Verhalten vieler Akteure zusammen die Marktpreise beeinflusst, was negativ auf die Banken zurückwirken und ihre Situation weiter verschärfen kann. Die einzelwirtschaftliche Stabilitätsbetrachtung ist daher unzureichend und die Regulierung muss stärker auf das systemische Risiko abstellen, welches zu einer starken Verwundbarkeit von Banken gegenüber Schocks und einer raschen Ausbreitung der Risiken führt.

Der am häufigsten untersuchte Ansteckungsmechanismus liegt im Interbankenmarkt. Banken sind untereinander über Interbankkredite verbunden, die zumeist der kurzfristigen Refinanzierung dienen. Dieser Markt ist bedeutend: In Österreich betragen die Forderungen an andere Kreditinstitute 25% der Aktiva des gesamten Bankensektors (OeNB Statistikdatenbank, Jahresabschlüsse österreichischer Kreditinstitute 2014). Banken sind daher sehr viel stärker verflochten als Unternehmen anderer Branchen. Das hat zur Folge, dass sich die Zahlungsunfähigkeit einer Bank sehr negativ und viel stärker auf andere Banken auswirkt als die Insolvenz eines Unternehmens in der Realwirtschaft. Der Kreditausfall einer einzelnen Bank kann die mit ihr über Interbankkredite verbundenen Banken in Liquiditätsengpässe und Zahlungsrückstände bringen. Dies könnte zu einem Dominoeffekt führen, der große Teile des Interbankenmarktes in Zahlungsschwierigkeiten bringt und im Extremfall zu einem Einfrieren des Marktes führt.

Ein zweiter Ansteckungsmechanismus liegt im Wertpapierhandel. Banken, die in Zahlungsschwierigkeiten geraten, verfügen theoretisch über zwei Möglichkeiten, Kapital zu beschaffen. Sie können neues Eigenkapital aufnehmen oder Wertpapiere verkaufen. In der Praxis gestaltet sich die erste Möglichkeit kurzfristig sehr schwierig, weil gerade in einer Krise die Anleger sehr risikoscheu sind, und ist zudem mit hohen Kosten verbunden. Der Verkauf von Wertpapieren ist daher kurzfristig oft die einzig verfügbare Alternative. Sobald jedoch die liquiden Wertpapiere abgestoßen sind, werden Banken gezwungen sein, weniger liquide Papiere zu verkaufen. Hier kann der Verkauf zu einem schnellen Preisverfall führen. Davon sind alle Banken betroffen, die diese Wertpapiere in ihrer Bilanz halten und sie daraufhin wertberichtigen müssen, nicht nur jene, die mit der ursprünglich in die Krise geratenen Bank verbunden sind.

Das Vertrauen der Kapitalgeber hängt von der Verwundbarkeit von Banken bei sinkenden Vermögenspreisen, Kreditausfällen und anderen Verlusten im Zuge einer Rezession ab. Die folgenden Unterabschnitte erörtern, wie sich Finanzierungsrisiken bei den Spareinlagen und Interbankenkrediten auswirken und welche Folgen der Verfall von Vermögenspreisen hat.

### 3.3.1 Einlagensicherung

Eine zentrale Ursache für die Instabilität der Banken liegt in der Fristentransformation, also der Investition von kurzfristig abrufbaren Spareinlagen in langfristig gebundene Kredite. Unter normalen Verhältnissen entwickeln sich Spareinlagen sehr stabil. Die Liquiditätsbedürfnisse der Sparer sind weitgehend unabhängig voneinander, so dass sich die Abhebungen der einen mit den Neueinlagen der anderen aufheben. Dafür ist das Vertrauen in die Sicherheit der Einlagen entscheidend. Wenn eine Bank gering kapitalisiert ist und auf der Anlageseite plötzliche Verluste im Handelsgeschäft oder hohe Kreditausfälle bekannt werden, kann dieses Vertrauen sehr schnell verschwinden. Wenn die Sparer um ihr Geld fürchten, dann wollen sie es in Sicherheit bringen und ziehen es ab. Es kommt für die Sparer darauf an, schnell zu handeln: Jene, die sich frühzeitig anstellen, erhalten die Einlagen noch ganz zurück, während die langsamen zu spät kommen und ihre Ersparnisse teilweise oder ganz verlieren, weil vom Eigenkapital und den Reserven der Bank nichts mehr übrig ist. Dabei kommt es zu einer extremen Marktstörung in Form eines Koordinationsversagens der Sparer. Der Vertrauensschwund verwandelt ein stabiles Anlagerverhalten, bei dem das Risiko von Abhebungen auf viele Sparer unabhängig voneinander verteilt ist, in ein systemisches Risiko, bei dem alle gleichzeitig handeln und eine Kapitalflucht einsetzt. Was zunächst ein bewältigbarer Liquiditätsengpass ist, schwillt durch den panikartigen Ansturm der Sparer zu einem nicht mehr beherrschbaren Abfluss von Liquidität an und zwingt die tatsächliche Insolvenz herbei.

Die Einlagensicherung ist das traditionelle Instrument, einem Marktversagen durch panikgetriebene Bankenstürme vorzubeugen und damit die Stabilität der Banken abzusichern. Zum Schutz von Sparern werden die Spareinlagen, die den Banken als zentrale Finanzierungsquelle dienen, durch Regierungsgarantien besichert. In Österreich wie in den meisten Ländern Europas sind bis zu 100‘000 Euro pro Sparer und Bank garantiert. Die Einlagensicherung wird durch Beiträge der Banken gespeist. Wie bei jeder Versicherung entstehen dabei neue Anreizprobleme. Sparer könnten die notwendige Vorsicht vermissen lassen und mit ihren Ersparnissen die Finanzierung von Banken ermöglichen, die bei näherer Prüfung wenig vertrauensvoll und riskant erscheinen. Allerdings haben die Kleinanleger kaum die nötige Expertise, um die Sicherheit von Banken beurteilen zu können, und sind daher besonders anfällig für Gerüchte und panikartiges Verhalten. Einzelne Banken könnten mit dieser günstigen Finanzierung eine riskante Expansionsstrategie fahren, die im Erfolgsfall hohe private Gewinne ermöglicht, aber im Falle des Scheiterns zu großen Verlusten in der Einlagensicherung führt, weil die Eigenmittel und die Verlustbeteiligung der anderen Gläubiger nicht mehr ausreichen.[22]

[22] Klassisches Beispiel in Österreich ist die Hypo Alpe Adria, die eine riskante Expansion mit billigen Anleihen mit Landesgarantien finanzieren konnte. Garantien schaffen Zugang zu günstiger Finanzierung, wenn sie kostenlos oder mit zu niedriger Garantieentschädigung vergeben werden, und stellen eine Wettbewerbsverzerrung dar.

Wieweit eine solche Verzerrung eintreten kann, hängt davon ab, ob die Beiträge zur Einlagenversicherung risikoadäquat berechnet sind. Eine Bank mit einem riskanteren Geschäftsmodell sollte höhere Versicherungsprämien auf ihre Einlagen zahlen als eine sichere Bank mit wenigen Risikopositionen. Ist dies nicht möglich, kommt es zu Quersubventionierung und damit zu einer Wettbewerbsverzerrung unter den Banken. Solche Befürchtungen spielen auch in der Diskussion um eine harmonisierte, europäische Einlagensicherung eine große Rolle. Wenn in den schlimmsten Fällen auch die Einlagensicherung nicht mehr ausreicht, müssen letzten Endes die Steuerzahler haften. Ziel der Einlagensicherung zusammen mit den regulatorischen Mindestanforderungen bezüglich Eigenkapital und Liquiditätsreserven ist es, die potentiellen Verluste den Banken nach dem Verursacherprinzip anzulasten, um ein übertrieben risikobehaftetes Verhalten zu vermeiden und die Wahrscheinlichkeit, dass die Einlagensicherung und zuletzt der Steuerzahler einspringen muss, so gering wie möglich zu halten.

Die Ergebnisse der empirischen Literatur zeigen insgesamt, dass Sparer auf die Krise einer Bank mit dem Abzug von Guthaben reagieren bzw. an einem Bankensturm teilnehmen. Die Einlagensicherung kann dieses Phänomen zwar entschärfen, aber nicht vollständig verhindern. Für das Verhalten der Bankkunden spielen auch ihr Wissen über die betroffene Bank sowie die Kosten eines Bankwechsels eine entscheidende Rolle. Davenport und McDill (2006) analysieren die Krise der amerikanischen Geschäftsbank Hamilton 2001-02 und zeigen, dass der aggregierte Abfluss ungesicherter Einlagen zwar deutlich grösser (Rückgang um 50%) war als jener von gesicherten Einlagen (24%), aber dass eben dennoch ein großer Teil der abgezogenen Einlagen durch die Einlagensicherung gedeckt war. Iyer und Puri (2012) untersuchen den Run auf eine indische Genossenschaftsbank im Jahr 2001 als Folge des Ausfalls einer anderen, großen Bank in derselben Stadt. Der stabilisierende Effekt der Einlagensicherung zeigt sich darin, dass die Wahrscheinlichkeit, Guthaben teilweise oder ganz abzuziehen, bei Sparern mit nicht vollständig gesicherten Einlagen um über 30 Prozentpunkte höher ist.

Brown et al. (2014) analysieren Geldabflüsse von Sparern bei Schweizer Banken während der Finanzkrise 2008-09. Ihre Ergebnisse zeigen, dass diese Abflüsse sowohl vom Risiko einer Bank als auch von der Verfügbarkeit von Alternativen für die Sparer abhängig sind. Bei den zwei Schweizer Großbanken, welche aufgrund starker Verluste im US-Immobilienmarkt angeschlagen waren, ist die Wahrscheinlichkeit, dass ein Sparer während der Finanzkrise in großem Umfang Geld abzieht, um 11.4 Prozentpunkte und jene, dass ein Konto ganz aufgelassen wird, um 7.3 Prozentpunkte höher, wohingegen die Wahrscheinlichkeit bei soliden, nicht betroffenen Banken 0.8 bzw. 0.4 Prozent beträgt. Das Verhalten der Sparer hängt jedoch stark von den Anpassungskosten (‚Switching Costs') ab, also davon, wie leicht sie Zugang zu alternativen Anlagemöglichkeiten haben und ihr Vermögen tatsächlich auf andere Banken umschichten können. Die Abzugsrate ist z.B. um rund 80 Prozent niedriger,

wenn ein Kunde nur über ein einziges Bankkonto verfügt und daher zunächst ein neues bei einer anderen Bank eröffnen müsste.

### 3.3.2 Interbankenmärkte

Auf dem Interbankenmarkt nehmen die Banken untereinander Kredite auf, um Liquiditätsschwankungen auszugleichen und kurzfristige Finanzierungsbedürfnisse zu befriedigen. Auf diesem Weg entsteht, anders als in anderen Branchen, eine starke Verflechtung im Bankensektor, so dass der Ausfall einer Bank hohe Schäden bei anderen Banken verursacht. Über diesen Ansteckungsmechanismus kann sich eine Krise schnell ausbreiten und systemisch werden. Allerdings sind diese Beziehungen eher schlecht dokumentiert, so dass es wenige empirische Studien dazu gibt. Unter anderem konnten Iyer und Peydró (2011) die Ansteckung durch Interbankkredite untersuchen, indem sie Daten aus dem Zusammenbruch einer grossen indischen Genossenschaftsbank (MMCB) als Folge eines Betrugsskandals im Jahr 2001 auswerteten. Andere Banken, die Interbankenkredite an die notleidende MMCB vergeben haben, müssen nach deren Zusammenbruch einen Kreditausfall verbuchen. Eine Ansteckung wäre gegeben, wenn dieser Schaden einen Vertrauensverlust und damit einen Abfluss von Einlagen bei diesen anderen Banken auslöst.

Das zentrale Ergebnis ist, dass eine Bank mit hohen Interbankkrediten an die MMCB ein signifikant geringeres Wachstum ihrer Spareinlagen verzeichnet oder sogar einen starken Abzug der Einlagen hinnehmen muss. In diesem Fall erhöht sich die Wahrscheinlichkeit für einen Sturm auf die betroffene Bank um rund 34 Prozentpunkte. Ein Bankensturm liegt dann vor, wenn in grossem Umfang (um mehr als 12.75% der Spareinlagen, das betrifft 20% der Banken) Geld abgezogen wird. Banken, welche selbst stark von Interbankkrediten abhängig sind, erleiden bei einem hohen Exposure gegenüber der notleidenden Bank einen signifikant stärkeren Rückgang ihrer Einlagen. Dies kann etwa dadurch erklärt werden, dass andere Banken ihre Interbankkredite zurückrufen, wenn sie selbst mehr Liquidität benötigen oder einen weiteren Zahlungsausfall befürchten müssen. Der Ansteckungseffekt ist allerdings schwächer, wenn eine Bank gut kapitalisiert ist und über starke Fundamentaldaten verfügt. Vom Regulator als schwach klassifizierte sowie kleine Banken erleiden dagegen einen stärkeren Rückgang ihrer Einlagen. Zudem hat die Ansteckung durch Interbankkredite reale Effekte, indem das Kreditwachstum einer betroffenen Bank geringer bzw. negativ wird und ihre Gewinne fallen.

### 3.3.3 Wertpapierhandel

In einer Krise sehen sich Banken mit Liquiditätsproblemen oder Verlusten infolge von Kreditausfällen oder Schwankungen von Wertpapierpreisen oft gezwungen, rasch Vermögenswerte zu veräußern. Mit den Verkaufserlösen können sie ihre Verbindlichkeiten reduzieren, bis ihr Eigenkapital ausreicht, die Kapitalvorschriften zu erfüllen (sog. Deleveraging). Die Alternative, zusätzliches Eigenkapital aufzunehmen, ist in einer Krisensituation oft schwierig und teuer. Für viele Vermögenswerte von Banken (z. B. Kredite,

Sicherheiten) gibt es nur wenige Käufer, so dass kein liquider Markt existiert. Deshalb kann der Verkauf zu einem raschen Preisverfall führen. Davon sind auch andere Banken, welche dieselben Vermögenswerte in ihrer Bilanz halten, betroffen; sie müssen ihre Positionen wertberichtigen oder realisieren Verluste. Es kommt zur Ansteckung, da krisenbedingte Verkäufe einer Bank Verluste bei anderen Banken verursachen, sodass diese möglicherweise auch Notverkäufe durchführen müssen. Diese Abwärtsspirale von Notverkäufen (*Fire Sales*) beschreibt die rasche, oft unkontrollierbare Ausbreitung eines Schocks über Vermögenspreise.

Greenwood u.a. (2015) untersuchen die Folgen von Notverkäufen. Der Anstoß ist, dass Banken in einer Krise aufgrund eines Preiseinbruchs bei bestimmten Wertpapieren Verluste erleiden, die ihr Eigenkapital schmälern. In Ermangelung anderer gangbarer Alternativen liquidieren sie Teile ihrer Aktiva, um mit den Erlösen ihre Verbindlichkeiten zu verringern und die Eigenkapitalquote wieder herzustellen. Besonders wenn die Vermögenswerte illiquid sind, führen Verkäufe zu einem Preisverfall und zu Verlusten bei anderen Banken. Dieser Ansatz ermöglicht es, sowohl die Verwundbarkeit einzelner Banken gegenüber systemweiter Entschuldung (Deleveraging) als auch ihre Systemrelevanz, d.h., ihren Beitrag zu den Gesamtverlusten des Sektors, zu quantifizieren.

Aufbauend auf diesen Ansatz simulieren die Autoren die Auswirkungen eines 50 prozentigen Schuldenschnitts auf Staatsanleihen der GIIPS-Staaten. Dazu verwenden sie Bilanzdaten der 90 größten europäischen Banken aus dem EBA Stresstest 2011, als die Banken stärker als heute in den betroffenen Staaten investiert waren. Anhand dieser Daten berechnen sie die Verwundbarkeit jeder einzelnen Bank. Bei einer durchschnittlichen Bank verursacht der Schuldenschnitt unmittelbare Wertberichtigungen von 111 Prozent des Eigenkapitals. Diese lösen Notverkäufe und einen Preisverfall mit weiteren Verlusten von 302 Prozent aus. Der indirekte Effekt ist also deutlich grösser als der direkte Effekt des Schuldenschnitts. Zudem sind jene Banken, die am stärksten vom Schuldenschnitt betroffen sind, nicht identisch mit jenen, die am stärksten unter den Notverkäufen leiden. Bei den *Österreichischen Volksbanken* z.B. ermittelten die Forscher Verluste von 483 Prozent des Eigenkapitals aus indirekten Effekten, während der Schuldenschnitt selbst nur 20 Prozent des Eigenkapitals vernichtet.

Für den Bankensektor im Aggregat ergeben sich als Folge des Schuldenschnitts direkte Verluste von EUR 381 Mrd. bzw. rund 40 Prozent des Eigenkapitals. Die damit angestoßenen Verkäufe lösen Verluste im Umfang von 245 Prozent des gesamten Eigenkapitals aus. Die aggregierten Verluste durch Notverkäufe sind also mehr als sechsmal höher als die unmittelbaren Verluste infolge des Schuldenschnitts. Die Systemrelevanz besteht aus drei Komponenten: Größe, Umfang der Notverkäufe und Verknüpfungen mit anderen Instituten. Eine große Bank ist speziell dann systemrelevant, wenn sie aufgrund des Schuldenschnitts ein starke Entschuldung (Deleveraging) durchführen muss und diese vorwiegend durch den Verkauf illiquider Vermögenswerte realisiert, die auch von vielen anderen Banken gehalten werden. Diese Verknüpfungseffekte erklären, warum die *HSBC* als größte Bank der EU nicht

zu den zehn systemrelevantesten Banken zählt, Banken mit bestenfalls durchschnittlicher Größe hingegen schon. Die Systemrelevanz einer Bank gemessen an ihrem Beitrag zu den aggregierten Verlusten hängt nicht nur von Größe, Verschuldungsgrad und Preisverfall ab, sondern auch ganz besonders von der Art der Verflechtung mit anderen Banken, welche dieselben illiquiden Vermögenswerte halten und darauf Verluste einstecken müssen.

Eine spürbare Reduktion des systemischen Risikos kann durch eine Begrenzung der Verschuldung erreicht werden. Zum Beispiel verringert ein maximaler Verschuldungsgrad von 15 – dies entspricht einer Eigenkapitalquote von knapp sieben Prozent – das systemische Risiko um 28 Prozent. Allerdings erfordert dies eine drastische Erhöhung des aggregierten Eigenkapitals um EUR 480 Mrd. Einen ähnlichen Effekt könnte man wesentlich effizienter erreichen, indem gezielt systemrelevante Banken rekapitalisiert werden. Dabei wären nur EUR 200 Mrd. notwendig, um eine vergleichbare Verringerung zu. Eine gezielte Rekapitalisierung systemrelevanter Banken wäre das geeignetste Instrument, das systemische Risiko zu reduzieren.

### 3.3.4 Gesamtwirtschaftliche Stabilität

Wie stark die Wirtschaft Konjunktureinbrüche abfedern kann, hängt dabei sehr von der Verfassung und Struktur des Finanzplatzes und von der Art der Rezession ab. Das Finanzsystem kann banken- oder kapitalmarktorientiert sein, und eine Rezession kann mit einer Finanzkrise zusammenfallen oder nicht. Wenn man alle Rezessionen betrachtet, egal ob mit oder ohne Finanzkrise, dann ist die Schärfe eines Konjunktureinbruchs in banken- und marktorientierten Volkswirtschaften ziemlich ähnlich. Gambacorta u.a. (2014) beziffern den Output Verlust im Durchschnitt der Rezessionen mit knapp 4% des BIPs, ohne nennenswerten Unterschied zwischen den Finanzsystemen. Betrachtet man jedoch nur solche Rezessionen, die nicht mit einer Finanzkrise zusammenfallen, dann erweisen sich bankorientierte Wirtschaften als widerstandsfähiger und kommen mit geringeren Einkommensverlusten (BIP) 1.7% durch die Rezession, während derselbe Nachfrageausfall in einem marktorientierten System etwa 3.6% signifikant stärker ausfällt. Wenn also Banken nicht selbst in Schwierigkeiten sind, können sie Kreditlinien weiterführen und ihren Kunden über vorübergehende Schwierigkeiten hinweghelfen. Auf den Kapitalmärkten fehlen die engen Kundenbeziehungen, so dass Finanzierungsentscheidungen härter getroffen werden.

Ganz anders stellt sich jedoch die Situation dar, wenn Wirtschafts- und Finanzkrisen zusammenfallen. In diesem Fall sind die wirtschaftlichen Einbrüche generell grösser, aber in bankenzentrierten Ländern fallen sie nun mit 7.5% wesentlich stärker aus als mit 4.2% in den kapitalmarktorientierten Staaten. Außerdem erholen sich die Länder wesentlich langsamer, so dass der gesamte BIP-Verlust in den bankenorientierten mit 12.5% beinahe dreimal so stark ausfällt wie in den kapitalmarktorientierten Ländern mit 4.2%. Offensichtlich findet die Bereinigung einer Finanzkrise in marktorientierten Ländern wie den USA deutlich schneller statt und die Erholung setzt rascher und stärker ein.

Bankenorientierte Länder durchleben daher in einer Finanzkrise schärfere Rezessionen als Länder mit umfangreicheren Kapitalmärkten, weil Banken aufgrund der höheren Ausfälle Eigenkapital verlieren und gerade in einer Rezession Mühe haben, es wieder aufzustocken. Damit wird es schwierig, die Kreditvergabe zu refinanzieren, ohne sich selber mit Spareinlagen, Anleihen und anderen Fremdmitteln zu überschulden. Deshalb wirken die Folgen von Finanzkrisen in bankenorientierten Ländern oft lange nach, so dass die Erholung mit neuen Investitionen und mehr Beschäftigung nur sehr langsam gelingt. Jimenez u.a. (2012) haben die Ursache der Kreditklemme in Spanien 2008 untersucht und einen klaren Zusammenhang zwischen der Kapitalausstattung der Banken und der Kreditvergabe festgestellt. Demnach verringert eine Rezession die Wahrscheinlichkeit, dass ein Kreditantrag genehmigt wird. Der negative Effekt auf die Kreditvergabe ist bei schlecht kapitalisierten Banken deutlich grösser. In einer Rezession gelingt es den Unternehmen auch kaum, den versagten Kredit von anderen Banken zu erhalten. Eigenkapitalverluste der Banken in einer Krise begünstigen also eine Kreditklemme und verschärfen den Investitionseinbruch.

Der Boden für die Probleme wird dabei schon in einem Boom gelegt, wo der Zugang zu Finanzierung leicht ist und eine Überschuldung aufgebaut wird, welche in der Rezession zu hohen Kreditausfällen und Kapitalverlusten führt. Die Begründung für antizyklische Kapitalpuffer ist, übertriebene Schwankungen in der Kreditvergabe (Exzesse im Boom und Kreditklemme in der Rezession) zu vermeiden (Peydro, 2016). Zwar führen höhere Kapitalanforderungen im Boom zu einer restriktiveren Kreditvergabe, doch soll diese gerade eine Überinvestition vermeiden. Zudem können die Unternehmen im Boom leichter alternative Finanzierungsquellen auftreiben. Erst in der Krise zeigen sich die Vorteile, wie Jimenez u.a. (2015) in einer neuen empirischen Untersuchung mit spanischen Firmendaten zeigen. Firmen mit Krediten bei einer Bank, die um 1 Prozentpunkt höhere (antizyklische) Kapitalreserven hat, erhalten um 9 Prozentpunkte mehr Kredite, verzeichnen um 6 Prozentpunkte höheren Beschäftigungszuwachs und haben eine um 1 Prozentpunkt geringere Insolvenzwahrscheinlichkeit. Firmen bei schlecht kapitalisierten Banken erhalten mehr Kreditabsagen und sind in einer Rezession auch kaum bei einer anderen Bank erfolgreich.

Wie stark sich eine Kreditverknappung auf Investitionen und Wachstum auswirkt, hängt vom Zugang zu alternativen Finanzierungsquellen ab. Eine Möglichkeit ist die grenzüberschreitende Kreditvergabe durch ausländische Banken, wenn die heimischen Banken unterkapitalisiert sind und Kredite nur sehr restriktiv vergeben können.[23] Typischerweise sind KMUs vorwiegend lokal finanziert und erhalten im Vergleich zu grossen Unternehmen weniger oft direkte Kredite aus einem anderen Land der Eurozone. Ein Land mit einem hohen Anteil von KMUs weist daher eine hohe lokale Kreditabhängigkeit auf.

[23] Dies ist ein Weg der Risikoteilung in der Eurozone und kann dazu beitragen, die Konjunkturschwankungen wenigstens teilweise zu glätten. Ein anderer Weg ist die Refinanzierung der heimischen Banken durch Kreditaufnahme bei ausländischen Banken, um die lokale Kreditvergabe aufrechtzuhalten. Die grenzüberschreitende Kreditvergabe zwischen Banken hat in der Eurozone bis 2008 stark zugenommen und ist seitdem ähnlich stark wieder zurückgegangen (Hoffmann und Sorensen, 2015).

Würde die grenzüberschreitende Kreditvergabe zunehmen und damit auch mehr kleinere Unternehmen erreichen, dann wäre die Investitionsfinanzierung stärker diversifiziert. Diversifikation wird mit dem Anteil ausländischer Kredite an den gesamten Krediten gemessen. Hoffmann und Sorensen (2015) zeigen, dass Länder und Sektoren mit einem hohen Anteil von KMUs und daher hoher lokaler Kreditabhängigkeit besonders stark von einer besser diversifizierten Finanzierung profitieren könnten. Sie schätzen, dass ein Land mit besonders vielen KMUs nach der Krise im Zeitraum von 1999-2013 um 2.5% weniger gewachsen ist, wenn die lokale Kreditabhängigkeit überdurchschnittlich hoch war.[24] Mit anderen Worten, ein besonders KMU intensives Land hätte stärker wachsen können, wenn die lokale Kreditabhängigkeit niedriger und die Kreditfinanzierung international besser diversifiziert gewesen wäre. Die grenzüberschreitende Kreditvergabe kann also die wachstumshemmenden Folgen einer restriktiven Kreditvergabe des heimischen Bankensektors teilweise ausgleichen.

Schliesslich ist neues Eigenkapital eine offensichtliche alternative Finanzierungsquelle in einer Bankenkrise, welche die Kreditvergabe blockiert. Indem Eigenkapital an die Stelle von Bankkrediten tritt, federt es die Auswirkungen einer Kreditklemme auf Investitionen und Beschäftigung in der Krise ab und kann den wirtschaftlichen Einbruch entschärfen. Diese Alternative ist allerdings nur dann realistisch, wenn ein Land die notwendigen juristischen Rahmenbedingungen für neues Eigenkapital von externen Investoren entwickelt hat. Neue Investoren sind zunächst gegenüber Management und Grossaktionären im Informationsrückstand und müssen sich vor Übervorteilung schützen. Deshalb braucht es einen gut ausgebauten Investorenschutz, eine wirksame Unternehmenskontrolle (Corporate Governance) und weitest gehende Transparenz (Prospektpflicht, Buchhaltungsstandards, Berichtspflichten etc.). Eine solche juristische Infrastruktur schafft Vertrauen bei den Investoren, dass sie ihr Geld zurückerhalten und die Ertragserwartungen nicht willentlich enttäuscht werden, und verbessern die Voraussetzungen für die externe Eigenkapitalfinanzierung der Unternehmen, sei es über die Börse oder im ausserbörslichen Handel (La Porta u.a., 2013, für eine Übersicht). Ein häufiger Indikator für die Qualität des Investorenschutzes ist ein Index für den Schutz von Minderheitsaktionären (Anti-Self-Dealing Index eingeführt von Djankov u.a., 2008).

Ein Land mit einer besseren Qualität des Investorenschutzes hat also besseren Zugang zu neuem externem Eigenkapital und wird in einer Bankenkrise eher die Verknappung von Krediten durch neues Eigenkapital ersetzen können. Levine u.a. (2015) zeigen anhand von Daten über 3‘600 Unternehmen und 279 Banken aus 36 Ländern zwischen 1990 und 2011, dass Unternehmen in einer Bankenkrise mehr externes Eigenkapital im Umfang von zusätzlichen 0.8% ihrer Aktiva aufnehmen können, wenn die Qualität des Investorenschutzes

[24] Der KMU-Anteil ist überdurchschnittlich hoch, wenn er eine Standardabweichung gleich 0.06 über dem europäischen Durchschnitt liegt. Die lokale Kreditabhängigkeit ist überdurchschnittlich hoch, wenn der Anteil der heimischen an den gesamten Krediten den Durchschnitt um 1 Standardabweichung gleich 0.13 übersteigt.

um eine Standardabweichung höher ist als im Durchschnitt der Länder (das entspricht einem Anstieg des Indexwertes um 0.21 vom Mittelwert 0.44 auf 0.65, oder z.B. dem Unterschied zwischen Ungarn mit 0.18 und Norwegen mit 0.42). Die zusätzliche Eigenkapitalfinanzierung Dank besserem Investorenschutz macht etwa 26% der durchschnittlichen externen Eigenkapitalaufnahme aus. Mit dieser zusätzlichen Finanzierung können Unternehmen in diesen Ländern den Einbruch von Investitionen, Beschäftigung und Gewinnen in einer Bankenkrise besser abfedern, was mit dazu beiträgt, die Schärfe der Rezession zu mildern. So fallen in einer systemischen Krise die Gewinne um etwa 3.35% der gesamten Aktiva. In einem Land mit gut ausgebautem Investorenschutz beträgt der Gewinnrückgang nur 2.16% und fällt damit um 35% geringer aus.

Der bessere Zugang zu externem Eigenkapital reduziert auch die Beschäftigungsverluste in einer Krise, zumindest in jenen Ländern mit flexiblen Arbeitsmärkten und unterdurchschnittlichem Kündigungsschutz. Die Forscher ermitteln, dass eine systemische Krise die Beschäftigung in privaten Unternehmen im Durchschnitt dieser Länder um 17,4% reduziert, aber in Ländern mit überdurchschnittlichem (1 Standardabweichung besserem) Investorenschutz nur um 14,8%, d.h., die Beschäftigungsverluste fallen um 15% weniger dramatisch aus. Bei überdurchschnittlich hohem Kündigungsschutz kann die Beschäftigung nur schwer und oft nur über Insolvenzen reduziert werden. In solchen Ländern ist daher der Einfluss auf die Beschäftigung insignifikant. Wohl aber bleibt ein positiver Einfluss auf Gewinne und Investitionen. Diese Schätzungen über die Auswirkungen auf Gewinne und Beschäftigung verbergen eine erhebliche Heterogenität. Viele Firmen und Branchen sind sehr stark von externer Finanzierung abhängig, andere können sich überwiegend selbst finanzieren. Es ist klar, dass im Falle einer Kreditverknappung eine alternative Aussenfinanzierung nur in jenen Firmen besonders dringlich wird, die von vornherein stark von externer Finanzierung abhängig sind. Die Forscher schätzen, dass sich in diesen Unternehmen eine Verbesserung des Investorenschutzes etwa dreimal so stark auswirkt wie in Firmen, die nur wenig von externer Finanzierung abhängig sind.

Bessere Rahmenbedingungen für die Kapitalmarktfinanzierung sind auch deshalb wachstumsfördernd, weil sie eine höhere Produktivität der Investitionen begünstigen. Der Kapitalmarkt soll Investitionen dorthin lenken, wo sie den höchsten Ertrag erzielen und am meisten Wertschöpfung bewirken. Die Kreditverknappung in einer Bankenkrise führt jedoch dazu, dass auch Projekte mit hoher Wertschöpfung keine Finanzierung mehr finden, wenn alternative Finanzierungswege versperrt sind. Die Autoren zeigen nun, dass in Ländern mit gut ausgebautem Investorenschutz die Investitionen auch in einer Bankenkrise stärker auf Renditesignale (z.B. Tobin's Q) reagieren als in Ländern mit rechtlichen Defiziten, weil Unternehmen bei knappen Bankkredit leichter auf neues Eigenkapital ausweichen können.

## 3.4 Finanzsektor und Wachstum

Die Rolle von Banken und Kapitalmärkten für Wachstum und Stabilität ist Gegenstand einer umfangreichen Forschung. Die Studie kann nur besonders wichtige Arbeiten besprechen.

### 3.4.1 Finanzmarktentwicklung und Wachstum

Wachstum braucht Finanzierung und Finanzierung ermöglicht Wachstum. Der Finanzsektor wirkt wachstumsfördernd, wenn der Zugang zu passender Finanzierung mit günstigen Konditionen gut ist und die Investitionsmittel gezielt zu den profitabelsten Verwendungen hingelenkt werden. Eine umfangreiche empirische Forschung untersucht diese Zusammenhänge zwischen Wachstum und Finanzmarktentwicklung. Als Maß für die Finanzmarktentwicklung dient meist das Volumen der privaten Kreditvergabe und der Börsenkapitalisierung als Anteile am BIP. Zusammenfassend kann man festhalten, dass ein steigender Anteil des Finanzierungsvolumens am BIP ausgehend von niedrigem Niveau wachstumsfördernd wird, aber dieser Effekt ab einer kritischen Schwelle wieder verschwindet und sich sogar ins Gegenteil verkehrt. Wenn bei gleichgewichtigem Wachstum Investitionsquoten und Kapitalstock im Verhältnis zum BIP jeweils konstant bleiben, dann gibt es auch eine natürliche Größe des Finanzsektors in Prozent des BIP. Wenn dieses überschritten wird, dann kann auch das weitere Wachstum des Finanzsektors nicht mehr produktiv sein. Die Wachstumseffekte der Finanzmarktentwicklung sind heterogen und sind wesentlich stärker in jenen Branchen, die stark von externer Finanzierung abhängig sind (vgl. die einflussreiche Arbeit von Rajan und Zingales, 1998). Nachdem sowohl bei Unternehmen als auch Haushalten die Schuldentragfähigkeit begrenzt ist, müssen Eigenmittel und Kredite im richtigen Verhältnis zueinander stehen. Die Finanzmarktentwicklung erfordert also Bankkredite und Kapitalmarktfinanzierung in einem ausgewogenen Verhältnis.

Beck, Levine und Loyaza (2000) ermitteln einen statistisch signifikanten und ökonomisch bedeutsamen Zusammenhang zwischen Wachstum und Finanzmarktentwicklung, gemessen am Anteil des Finanzierungsvolumens am BIP. Die Stärke des Effektes kann man am Beispiel Mexiko veranschaulichen, wo in der Periode 1960-1995 der Anteil privater Kredite am BIP bei etwa 23% des BIP lag. Ein Anstieg auf den Medianwert der untersuchten Länder von 27.5% hätte nach diesen Schätzungen ein zusätzliches Wachstum des BIPs pro Kopf von 0.4 Prozentpunkten pro Jahr ausgelöst. Die Forscher unterscheiden zwischen dem Wachstumsbeitrag des Finanzsektors selbst und des Beitrags durch Bereitstellung von Finanzierung und anderen Dienstleistungen. Sie finden, dass die Größe des Finanzsektors - gemessen an Wertschöpfung und Beschäftigung - keinen robusten, langfristigen Effekt auf die Wachstumsrate hat, und die Volatilität sogar erhöhen kann. Es kommt aber weniger darauf an, wieviel Wertschöpfung und Beschäftigung der Finanzsektor selbst generiert, sondern wieviel Finanzierung er mit diesen Ressourcen für die Wirtschaft bereitstellen kann. Der Beitrag über ein höheres Kreditvolumen steigert das Wirtschaftswachstum und verringert die Volatilität. Eine Zunahme des Kreditvolumens um 0.78 Prozentpunkte (eine

Standardabweichung) hebt die reale Wachstumsrate um 0.6 Prozentpunkte, was angesichts einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 1.7 Prozent erheblich ist. Gleichzeitig verringert sie die Volatilität (Heftigkeit der wirtschaftlichen Schwankungen) um 0.8 Prozentpunkte (Durchschnitt: 3.5%) und übt damit einen stabilisierenden Effekt aus.

Cecchetti und Kharroubi (2012) schätzen jedoch, dass die Finanzmarktentwicklung gemessen am BIP-Anteil der Kreditvergabe an den privaten Sektor zwar das Wachstum ausgehend von niedrigen Werten fördert, aber nur bis zu einem Schwellenwert von etwa 100% des BIPs, jenseits dessen die negativen Effekte überwiegen. Exzessive Kreditvergabe führt zu Fehlinvestitionen, die nicht mehr nachhaltig produktivitätssteigernd sind, und zu Überschuldung, die nach einer Finanzkrise mit erheblichen Abschreibungen und Kapitalverlusten wieder mühsam korrigiert werden muss. Eine Expansion des Finanzsektors entzieht zudem der Realwirtschaft überdurchschnittlich gut qualifiziertes Personal und bindet Kapital, das anderswo eingesetzt werden könnte. Drei Beispiele verdeutlichen die Bedeutung des kritischen Schwellenwertes. In Neuseeland lag das private Kreditvolumen in der ersten Hälfte der 90 Jahre bei 90% des BIPs und wuchs bis zur Finanzkrise auf 150% des BIPs an. Nach den Schätzungen der Autoren könnte diese überschiessende Expansion das langfristige Produktivitätswachstum um einen halben Prozentpunkt reduzieren. Bis zur Asienkrise 1997-98 ist in Thailand der BIP-Anteil privater Kredite auf 150% angewachsen und fiel anschliessend wieder auf 95% des BIPs zurück. Diese Korrektur und die damit verbundene Strukturbereinigung hätten demnach zu einer Steigerung des Produktivitätswachstums um einen halben Prozentpunkt geführt. In den USA wuchsen bis zur Finanzkrise 2008 die privaten Kredite auf 200% des BIPs an. Eine Reduktion auf etwa 100% könnte nach den Schätzungen der Autoren das Produktivitätswachstum um etwa 1.5 Prozentpunkte steigern. Auch Beck u.a. (2014) bestätigen diesen nicht-linearen Zusammenhang und schätzen den Schwellenwert, ab dem sich die positiven zu negativen Wachstumsbeiträgen wenden, je nach Szenario zwischen 80 und 130% des BIPs. Der Überblick in Beck (2012) sieht den Schwellenwert bei etwa 110% des BIPs, wobei die negativen Effekte ab 150% des BIPs zunehmend gravierend werden.

Aghion u.a. (2005) untersuchen, wie die Finanzmarktentwicklung die wirtschaftliche Konvergenz beeinflusst. Länder mit einem schwach entwickelten Finanzsektor haben es schwer, zur Technologiegrenze aufzuholen. Ein gut entwickelter Finanzsektor lockert Kreditbeschränkungen auf, die bei innovativen Firmen besonders stark konzentriert sind, und erleichtert die notwendigen Investitionen, damit ein Land neue Technologien adaptieren kann. Die Wachstumseffekte der Finanzmarktentwicklung entfalten sich dann, wenn ein Land im Aufholprozess ist, und lassen nach, sobald es zur Technologiegrenze aufgeschlossen hat (vgl. auch Aghion, 2016, zu China). Die Schätzungen (1960-95 für 71 Länder) zeigen, dass ein entwickelter Finanzsektor gemessen am Kreditvolumen in Prozent des BIP dann einen positiven Wachstumseffekt hat, wenn ein Land (anfangs) weit von der Technologiegrenze (USA) entfernt ist. Länder unterhalb einer kritischen Schwelle wachsen dauerhaft langsamer.

Nur solche mit einem Kreditvolumen von über 25% des BIPs haben eine Chance aufzuholen. Dies trifft bei 37 der 71 untersuchten Länder zu, darunter auch Österreich. Befindet sich ein Land bereits an oder nahe der Technologiegrenze, dann lässt der Wachstumseffekt einer weiteren Finanzmarktentwicklung nach und verschwindet schliesslich ganz.

### 3.4.2 Kreditvergabe an Unternehmen

Bolton u.a. (2013) untersuchen, wie Hausbanken und passive Geschäftsbanken die Kreditvergabe im Laufe des Wirtschaftszyklus anpassen. Hausbanken sammeln laufend Informationen über ihre Kreditnehmer und haben daher höhere Betriebskosten als passive Geschäftsbanken. Daher verlangen sie in normalen Zeiten höhere Gebühren. Weil sie über bessere Informationen über die Unternehmen verfügen, können sie jedoch in Krisenzeiten weiter Kredit bereitstellen, bessere Konditionen bieten und müssen weniger Kreditausfälle hinnehmen als ihre passiven Konkurrenten. Die Autoren belegen diese Aussagen mit Daten von italienischen Banken und Firmen in 2007-2010. Von den Firmen beziehen 10% Kredite nur von Hausbanken, 44% nur von anderen Banken, und eine Mehrheit von beiden Bankentypen (46%). Hausbanken sind mit einer höheren Eigenkapitalquote ausgestattet und besitzen damit einen größeren Puffer in Krisenzeiten. Normale Geschäftsbanken sind ca. viermal größer als eine durchschnittliche Hausbank (100 gegenüber 25 Mrd. Euro) und sind über das Kreditrisiko relativ schlechter informiert. Daher haben diese Kredite eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit. Der maximale Unterschied in der Ausfallswahrscheinlichkeit beträgt 0.3 Prozentpunkte, wenn ein Unternehmen ausschließlich von passiven Geschäftsbanken finanziert wird. Nachdem die gesamte Ausfallquote bei 1% liegt, ist dies ökonomisch sehr bedeutend.

Sichere Unternehmen erhalten von passiven Geschäftsbanken angesichts des geringeren Überwachungs- und Kontrollaufwands in guten als auch in schlechten Zeiten bessere Konditionen. Hausbanken mit starken Beziehungen zu ihren Firmenkunden verleihen mehr an riskante Unternehmen und passen die Zinsen der Konjunkturlage an, indem sie höhere Zinsen in guten und niedrigere in schlechten Zeiten verlangen. Darüber hinaus vergeben Hausbanken in Krisenzeiten 4% mehr Kredite als andere Geschäftsbanken. Sie benötigen einen größeren Puffer, um die Kreditbeziehung in schlechten Zeiten aufrecht zu erhalten. Ihr Kapitalpuffer ist daher um 3 Prozentpunkte höher, und je höher er ist, desto besser kann die Bank ihre Unternehmenskunden durch eine Rezession steuern. Während einer Krise bietet eine Hausbank mit einer um 5 Prozentpunkte höheren Kapitalquote um 12% mehr Kredite zu einem um 27 Basispunkte niedrigeren Zinssatz an. Dagegen sind es bei einer passiven Geschäftsbank nur 3% mehr Kredite bei 19 Basispunkten niedrigeren Zinsen.

Caballero u. a. (2008) erklären die jahrzehntelange Wachstumsschwäche der japanischen Wirtschaft nach dem Platzen der Vermögenspreisblase im Jahr 1990 mit Problemen in der Kreditvergabe. In wenigen Jahren fielen die Aktienpreise um etwa 60% und die Immobilienpreise um 50%. Als viele schwach kapitalisierte Banken mit einer zunehmenden

Zahl notleidender Firmenkredite konfrontiert wurden, hätte ein marktwirtschaftlicher Prozess der Strukturbereinigung einsetzen müssen, um eine rasche Rückkehr zu neuem Wachstum zu ermöglichen. Die Banken sollten entweder unproduktive Firmen in die Insolvenz schicken, indem sie notleidende Kredite nicht mehr verlängern, oder bei überschuldeten, aber wettbewerbsfähigen Firmen einer Restrukturierung mit teilweisem Schuldenerlass zustimmen, um ihnen neue Wachstumsperspektiven zu ermöglichen. Beides wäre mit hohen Kreditabschreibungen und Verlusten verbunden gewesen. Angesichts schwacher Kapitalausstattung wollten offensichtlich viele Banken weitere Verluste durch hohe Kreditabschreibungen vermeiden, um nicht unter die regulatorischen Mindestkapitalanforderungen zu fallen und selber in Schwierigkeiten zu geraten, und haben viele Kreditlinien an wenig wettbewerbsfähige und überschuldete Unternehmen weitergeführt, anstatt neue Kredite an wettbewerbsfähige Unternehmen zu vergeben.[25] So wurden viele unproduktive („kranke") Firmen künstlich am Leben erhalten, die Marktanteile stehlen und damit das Wachstum der wettbewerbsfähigen und produktiven („gesunden") Unternehmen bremsen und den Markteintritt neuer Anbieter behindern, mit ungünstigen Auswirkungen auf Investitionen, Beschäftigung und Produktivität. Die Autoren berechnen, dass in einigen besonders betroffenen Branchen der starke Anstieg der künstlich weiterfinanzierten Unternehmen über 10 Jahre nach dem Krisenjahr 1990 einen kumulativen Investitionsverlust von 17 Prozent des Kapitals, das entspricht den Investitionen eines ganzen Jahres, verursacht hätte. Die Beschäftigung der wettbewerbsfähigen Unternehmen wäre am Ende der 10-Jahresperiode um 9.5 Prozentpunkte höher gewesen, wenn der Anteil der unproduktiven Firmen nicht gestiegen wäre. Die Weiterfinanzierung der unproduktiven Firmen hat dabei gerade die Entwicklung der jungen und besonders produktiven Wachstumsunternehmen am stärksten gebremst. Die japanische Erfahrung lehrt also, dass eine schwache Kapitalausstattung der Banken einen notwendigen Strukturwandel behindern, die Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit in wichtigen Branchen stark beeinträchtigen, die wirtschaftliche Erholung verzögern und damit eine lange Phase schwachen Wachstums zementieren kann.

Eine restriktive Kreditvergabe von Banken wirkt sich auch deshalb sehr uneinheitlich auf die Wirtschaft aus, weil verschiedene Branchen in ganz unterschiedlichem Ausmaß von Kreditfinanzierung abhängen. Finanziell abhängige Branchen sind oft gerade die innovativen Sektoren mit vielen jüngeren und rasch wachsenden Unternehmen mit hohem Investitionsbedarf und geringer Selbstfinanzierungskraft. Die Unterschiede in den Brancheneffekten fallen in jenen Ländern besonders stark aus, die einen hohen Anteil der privaten Kreditvergabe am BIP und damit einen umfangreichen, dominanten Bankensektor aufweisen. Kroszner u.a. (2007) zeigen, dass vor allem in bankendominierten Ländern die

[25] In Japan mussten die Banken bei einer einfachen Verlängerung die Kredite als „risikobehaftet" einstufen und darauf 70% des Kredites als Reserve halten, nach einer Restrukturierung waren nur Reserven von 15% notwendig. Um Kapital zu sparen, wurden Kredite oft falsch bewertet, indem Restrukturierungen nur vorgetäuscht wurden. So konnten mit geringeren Kapitalanforderungen die Kredite in subventionierter Form an wenig wettbewerbsfähige Firmen weiterverlängert werden.

finanziell abhängigen Branchen vor einer Bankenkrise überdurchschnittlich stark expandieren und daher während einer Krise sich umso mehr entschulden und eine wesentlich schärfere Schrumpfung hinnehmen müssen. Konkret ermitteln die Autoren, wie stark Sektoren im obersten Viertel der finanziellen Abhängigkeit und im obersten Viertel der Länder mit dem höchsten BIP-Anteil privater Kreditvergabe im Vergleich mit den am wenigsten finanziell abhängigen Sektoren in Ländern mit der geringsten Bankenabhängigkeit (jeweils im untersten Viertel) betroffen sind. Demnach wirkt sich eine Bankenkrise so aus, dass in einem überdurchschnittlich exponierten Sektor der Wachstumseinbruch in der Wertschöpfung um 1.6% stärker ausfällt als in einer wenig exponierten Branche. Bei einem durchschnittlichen Wachstumsverlust von 3.5% ist dieser differenzielle Effekt sehr hoch. Ähnliches gilt für andere Messgrößen. Bei den exponierten Sektoren bricht das Umsatzwachstum um 1% stärker ein (durchschnittlicher Wachstumsverlust von 2.4%), und das Wachstum der Gewinne (EBIT) geht um 2.7% stärker zurück als in den wenig exponierten Sektoren (durchschnittlicher Rückgang 6.6%). Gerade in finanziell abhängigen Sektoren, die oft zu den innovativen Wachstumsbranchen gehören, kann ein robuster Bankensektor die wirtschaftlichen Schwankungen dämpfen, indem die Banken weder eine übermässige Kreditexpansion im Boom noch eine scharfe Kreditverknappung in der Rezession zulassen.

### 3.4.3 Finanzierung, Reallokation und Strukturwandel

Wirtschaftliches Wachstum wird nicht nur vom Niveau der Kapitalbildung, sondern auch von der Qualität des Kapitaleinsatzes getrieben. Darauf, wer welche Investitionen tatsächlich realisieren kann, hat das Finanzsystem erheblichen Einfluss. Aber die Länder und ihre Finanzsektoren unterscheiden sich sehr stark in der Fähigkeit, das Investitionskapital von den schrumpfenden in die expandierenden Branchen zu lenken. Ein hochentwickelter Finanzplatz, gemessen am Anteil des gesamten Kreditvolumens und der Börsenkapitalisierung am BIP (Index der Finanzmarktentwicklung), kann diese Reallokation der Investitionen und damit die Qualität des Kapitaleinsatzes wesentlich verbessern. Dabei sind Länder mit geringem Staatseigentum, mit liquiden Aktienmärkten und mit einem ausgebauten Investorenschutz in der produktivitätssteigernden Reallokation des Kapitals deutlich erfolgreicher. Nach Wurgler (2000) steigen in der Periode 1963-1995 die Investitionen in einer Branche im Durchschnitt der betrachteten Länder um 0.43 Prozent, wenn die Wertschöpfung dieser Branche um 1 Prozent wächst. In Deutschland mit einem hochentwickelten Finanzplatz (Index 1.22, gleich dem BIP-Anteil des Finanzierungsvolumens von 122%) nehmen die Investitionen in den expandierenden Branchen jedoch um 0.99 Prozent zu. Mit einem BIP-Anteil von 86% ist der österreichische Finanzsektor im Untersuchungszeitraum merklich weniger leistungsfähig. Die Investitionselastizität bezüglich der sektoralen Wertschöpfung beträgt nur mehr 0.83. In Indonesien, wo die Finanzmärkte stark unterentwickelt sind (Index 0.28), nehmen sie dagegen nur um 0.22 Prozent zu, wenn die Wertschöpfung der Branche um 1 Prozent wächst.

Pang und Wu (2009) verwenden neuere Daten (1963-2002) für 27 Branchen und 45 Länder. In ihren Daten weist Ägypten mit einer Investitionselastizität von 0.24 die geringste und Hong Kong mit einer Elastizität von 1.7 die höchste Investitionseffizienz auf. Wenn in einem Sektor die Wertschöpfung um 10% zunimmt, dann würden in Ägypten die Investitionen in diesem Sektor nur um 2.4%, im Durchschnitt der Länder um 7.4% und in Hong Kong um 17% zunehmen. Die Finanzmarktentwicklung führt dazu, dass die Investitionen eines Landes stärker auf sektorale Wachstumsmöglichkeiten reagieren. Die Elastizität der Investitionen nimmt aber nicht einheitlich, sondern überdurchschnittlich stark in den finanziell abhängigen Branchen mit geringer Selbstfinanzierungskraft zu. Der Unterschied zwischen den Sektoren mit der höchsten und niedrigsten Investitionselastizität beträgt etwa ein Viertel der durchschnittlichen Elastizität von 0.74. Auch dieses Ergebnis zeigt, dass die Entwicklung des Finanzplatzes nicht für alle Sektoren gleich wichtig ist, sondern vorwiegend den finanziell abhängigen Branchen hilft, ihr Wachstumspotential auszuschöpfen. Diese gehören meist zu den innovativen Sektoren mit vielen jungen Wachstumsunternehmen.

Pagano und Pica (2012) untersuchen die Auswirkungen auf die Arbeitsmärkte, wenn sich mit zunehmender Finanzmarktentwicklung der Zugang zu externer Finanzierung verbessert und damit mehr Investitionen möglich werden. Dies wirkt sich günstig auf Beschäftigung, Arbeitsproduktivität und Löhne aus. Sie unterscheiden zwei Sektoren mit hoher und niedriger Produktivität. Ein gut entwickelter Finanzmarkt unterstützt die Reallokation von Arbeit und Wertschöpfung hin zum produktiveren Sektor. Steigende Löhne im produktiven Sektor infolge eines höheren Kapitaleinsatzes erhöhen die Beschäftigung und lassen den anderen Sektor schrumpfen. Die Finanzmarktentwicklung unterstützt die Reallokation, weil damit die Investitionen im produktiven Sektor wesentlich stärker auf die zunehmende Profitabilität und die besseren Wachstumschancen reagieren. Die Evidenz (1970-2003) zeigt, dass Finanzmarktentwicklung (gemessen an den BIP-Anteilen der privaten Kreditvergabe und der Börsenkapitalisierung) das Wachstum von Wertschöpfung und Beschäftigung positiv beeinflusst. Stark von externer Finanzierung abhängige Branchen wachsen stärker in Ländern mit einem gut entwickelten Finanzsektor.[26] In Ländern mit gut entwickeltem Finanzsektor (oberstes Viertel, z.B. Irland) ist das Differential der Wachstumsraten zwischen finanziell stark und schwach abhängigen Branchen zwischen 0.16% und 0.52% (Wertschöpfung) bzw. zwischen 0.23 und 0.83% (Beschäftigung) höher als in Ländern mit schwach entwickeltem Finanzsektor (unterstes Viertel, z.B. Panama). Allerdings können kaum positive Wachstumseffekte für die reicheren OECD-Länder festgestellt werden, sodass die Ergebnisse vorwiegend durch die weniger entwickelten Nicht-OECD Länder getrieben sind. Die positiven Effekte hängen von der Ausgangssituation ab und werden bei zunehmender Expansion des Finanzsektors immer weniger ergiebig bzw. drehen ab einer gewissen Schwelle sogar ins Negative.

[26] Die produktiven und finanziell stark abhängigen Sektoren profitieren überdurchschnittlich stark von besseren Finanzierungsbedingungen. Allerdings sind sie auch stärker von plötzlicher Kreditverknappung in Bankenkrisen betroffen.

Eine bessere Reallokation des Kapitals und damit auch der Arbeit hat ziemlich starke Folgen für das Produktivitätswachstum. Lentz und Mortensen (2008) erklären etwa 53% des aggregierten Produktivitätswachstums damit, dass innovativere und produktivere Firmen rascher wachsen, Marktanteile besetzen und weniger produktive verdrängen. Bartelsman u.a. (2013) berechnen, dass bei einer gezielten Zuteilung von Arbeit und Kapital auf die produktivsten Unternehmen in einer Branche die Arbeitsproduktivität um 50% höher ist als bei einer zufälligen Zuteilung. Die Aufgabe des Finanzsektors ist es, die Finanzierung zu stoppen, wenn die Rendite unterdurchschnittlich und die Rückzahlung zweifelhaft wird, und die Finanzmittel dorthin zu lenken, wo ein grösserer Ertrag möglich ist. Je besser dies gelingt, desto eher kann sich ein Land in der internationalen Arbeitsteilung auf jene innovativen und wissensintensiven Produktionen spezialisieren, wo die höchste Wertschöpfung möglich ist (vgl. z.B. Egger und Keuschnigg, 2015).

### 3.4.4 Banken versus Kapitalmärkte

Welche Bedeutung hat es für Wachstum und Stabilität, ob die Finanzierung der Wirtschaft stärker von Banken oder Kapitalmärkten bereitgestellt wird? In Europa verfügen die Banken über Aktiva im Wert von 42 Billionen Euro, dies entspricht 334% des BIPs. Japanische Banken besitzen Aktiva im Wert von 8 Billionen Euro oder 196% des BIPs, amerikanische im Wert von 14,5 Billionen Euro oder 115% des BIPs. Diese Unterschiede haben sich vor allem in den letzten zwei Jahrzehnten herausgebildet, in denen der europäische Bankensektor sehr schnell gewachsen ist und relativ zum privaten Aktien- und Anleihenmarkt drastisch zugenommen hat. Nach Langfield und Pagano (2016) ist diese Expansion ausschließlich auf das Wachstum der zwanzig größten Banken zurückzuführen. Die implizite Staatsgarantie ließ Banken eine Vergrößerung ihrer Bilanzsumme anstreben, da sie ihnen niedrigere Finanzierungskosten ermöglichte. Sie kommen zum Ergebnis, dass diese überaus starke Bankenorientierung relativ zur Kapitalmarktfinanzierung das Wachstum hemmt, die Konjunkturschwankungen akzentuiert und das systemische Risiko erhöht.

Die einflussreiche Arbeit von Levine und Zervos (1998) ermittelt den Einfluss von liquiden Aktienmärkten und Bankenfinanzierung auf langfristiges Wachstum. Nachdem beide Finanzierungswege sich gegenseitig ergänzen und komplementär zueinander sind, sollten daher beide gleichzeitig einen signifikanten Einfluss haben. Die Forscher messen die Entwicklung von Banken und Aktienmärkten anhand der Bankkredite bzw. der Kapitalisierung und jene der Liquidität anhand des Handelsvolumens oder Umschlags jeweils in Prozent des BIP. Die empirischen Ergebnisse für 47 Länder ergibt, dass eine Erhöhung der Aktienmarktliquidität (Umschlag) um eine Standardabweichung (gleich 0.3, das entspräche einer Verdoppelung ausgehend vom Mittelwert) eine Steigerung des Pro Kopf Wachstums um 0.8 Prozentpunkte nach sich zieht. Eine Erhöhung von Bankenkrediten um eine Standardabweichung (0.5, der Mittelwert beträgt 0.8) führt ebenfalls zu einem erheblichen Anstieg des Produktionswachstums um 0.7 Prozentpunkten. Anhaltende Unterschiede in den Wachstumsraten können sich über längere Zeiträume zu erheblichen Einkommensgewinnen

akkumulieren. Wenn also der Aktienmarkt als auch der Bankensektor im Jahr 1976 jeweils um eine Standardabweichung weiter entwickelt gewesen wäre, dann könnte das entsprechende Land nach 18 Jahren im Jahr 1994 ein um 31% höheres Pro-Kopf-Einkommen, einen um 29% höheren Pro-Kopf-Kapitalstock und eine um 24% höhere Produktivität realisieren. Beck und Levine (2004) wiederholen die empirische Analyse mit einem neueren Datensatz für 40 Länder zwischen 1976-1998 und kommen zu ähnlichen Ergebnissen, die am Beispiel Ägyptens deutlich werden. Selbst in einer konservativen Schätzvariante würde ein Anstieg der Bankkredite von 24% auf den Durchschnittswert von 44% des BIPs die jährliche Wachstumsrate um 0.7 Prozentpunkte steigern. Gleiches gilt für Ägyptens Umschlagsquote (Handelsvolumen in % der Aktienmarktkapitalisierung) als Liquiditätsindikator für die Aktienmarktentwicklung. Läge dieser bei dem durchschnittlichen Wert von 37% statt der tatsächlichen 10%, dann wäre die jährliche Wachstumsrate um 1 Prozentpunkt höher.

Greenwood u. a. (2013) assoziieren einen entwickelten Finanzplatz mit einer niedrigen Zinsspanne. Wenn im Zuge der Finanzmarktentwicklung die Zinsspanne fällt, sinken die Finanzierungskosten der Unternehmen und steigen Investitionen und Output. Auch die Faktorproduktivität steigt, weil Innovationen die Produktion erst verbessern können, wenn entsprechende Ausrüstungsinvestitionen getätigt werden. Die Zinsspanne sinkt mit zunehmendem Wettbewerb und mit den Kosteneinsparungen als Folge des technologischen Fortschritts im Bankensektor. Die Autoren berechnen, dass in den USA zwischen 1974 und 2004 ohne technologischen Fortschritt im Bankensektor das BIP nur um 1.5% jährlich gewachsen wäre, anstatt der tatsächlichen 2%. Die Innovation im Finanzsektor steuert demnach etwa 29% des Wachstums bei. Ebenso führen sie etwa 10% des Wachstums der totalen Faktorproduktivität in den U.S.A. auf die Innovation im Finanzsektor zurück. Fehlende Innovation und mangelnde Produktivitätssteigerungen im Finanzsektor bremsen also das Wachstum der Gesamtwirtschaft. In Taiwan können beinahe 45% der Wachstumsrate von 6.3% im Zeitraum 1974-2004 auf die solcherart gemessene Finanzmarktentwicklung zurückgeführt werden. Uganda weist den rückständigsten Finanzsektor auf und könnte in diesem Zeitraum den Output um 116% und die gesamte Faktorproduktivität um 23% steigern, wenn sein Finanzsektor den besten Entwicklungsstand aufweisen würde. Der Weltoutput könnte um 53% zunehmen, wenn alle Länder den besten Stand der Finanzmarktentwicklung übernehmen könnten. Die Streuung des Outputs zwischen den Ländern könnte um 15 Prozentpunkte von 77% auf 62% fallen. Die Entwicklung des Finanzsektors erklärt damit etwa 23% der Output-Streuung zwischen den Ländern.

### 3.4.5 Institutionelle und gesetzliche Grundlagen des Finanzsektors

Die gesetzlichen und institutionellen Rahmenbedingungen eines Landes prägen die Entwicklung des Finanzsektors und seine Fähigkeit, Stabilität und Wachstum zu fördern. La Porta u.a. (2013) fassen die Ergebnisse der empirischen Forschung wie folgt zusammen: (i) Besserer Investorenschutz vor möglicher Übervorteilung durch Management und kontrollierende Großaktionäre verbessert den Zugang zu externer Finanzierung, trägt zu

breiterer Eigentümerstreuung bei, und fördert die Entwicklung des Finanzsektors; (ii) Geringeres Staatseigentum und weniger dichte Regulierung begrenzen Korruption und Ausbreitung der Schattenwirtschaft und tragen zu besserer Funktionsweise der Arbeits- und Kapitalmärkte bei; (iii) Ein starkes, unabhängiges Justizwesen sichert besseren Eigentumsschutz, erleichtert die Durchsetzung von Vertragsansprüchen und begünstigt Finanzmarktentwicklung und Wachstum durch mehr Rechts- und Investitionssicherheit.

Anhand einiger zentraler Arbeiten wird nun die Bedeutung der „juristischen Infrastruktur" für die Entwicklung des Finanzsektors herausgearbeitet. Beck und Levine (2002) gehen der Frage nach, ob forschungsintensive und finanziell abhängige Branchen in Banken- oder Kapitalmarkt-dominierten Ländern stärker wachsen. Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass diese Wachstumsbranchen stärker in Ländern mit einem hoch entwickelten Finanzsektor wachsen. Dabei kommt es weniger darauf an, ob das Finanzsystem banken- oder kapitalmarktorientiert ist. Vielmehr sind Rechtssicherheit, die Qualität des Investorenschutzes und ein leistungsfähiges Justizwesen für die Durchsetzung von Vertragsansprüchen entscheidend.

Beck u.a. (2005) untersuchen, wie sich die finanzielle und institutionelle Entwicklung auf das Wachstum von kleinen und großen Firmen auswirken. Sie messen auf einer Skala von 1-4 die Schärfe von finanziellen, gesetzlichen und Korruptions-Hindernissen für das Unternehmenswachstum, wobei niedrige Werte das beste finanzielle und juristische Umfeld anzeigen. Die Umfrageergebnisse von mehr als 4000 Firmen in 54 Ländern zeigen, dass in den meisten Ländern Finanzierungsprobleme (wie z.B. hohe Zinsen, Zugang zu Kredit, Anforderungen an Sicherheiten) die wichtigsten Wachstumsbarrieren sind, und dass insbesondere kleine Firmen darunter leiden. Ein Grund mag sein, dass kleine Firmen vorwiegend von Bankkrediten abhängen, während große Firmen auf den Kapitalmarkt ausweichen können und mehr Alternativen haben. Je höher der finanzielle und institutionelle Entwicklungsstand eines Landes ist, desto geringer sind die Finanzierungsprobleme. Um die Bedeutung der institutionellen Entwicklung zu veranschaulichen, berechnen die Autoren, dass ausgehend von einem Mittelwert von 2.17 eine vollständige Beseitigung der gesetzlichen Hindernisse das Wachstum großer Firmen (über 500 Beschäftigte) um 2.8 Prozentpunkte, mittelgroßer Firmen (51-500 Beschäftigte) um 5.7 und kleiner Unternehmen um 8.5 Punkte steigern würde.[27] Nachdem das Firmenwachstum über den gesamten Untersuchungszeitraum durchschnittlich 13% beträgt, erweisen sich also die rechtlichen Rahmenbedingungen als sehr bedeutend. Die kleinen Firmen leiden am meisten unter Rechtsunsicherheit. Ähnliches gilt für Korruption. Ausgehend von einem Mittelwert[28] von

[27] Das Maß für gesetzliche Barrieren beträgt 2.17 im Durchschnitt aller Länder, und z.B. 1.41 in Schweden, 2.14 in Deutschland und 3.09 in Ecuador. Die Effekte wären also in Schweden kleiner und in Ecuador am größten.

[28] Das Maß für Korruption als Investitionshindernis beträgt 2.43 im Durchschnitt aller Länder, und z.B. 1.19 in Schweden, 1.86 in Deutschland und 3.52 in Ecuador.

2.43 könnte eine vollständige Beseitigung der Korruption das Wachstum großer Firmen um 1.6 Prozentpunkte, mittelgroßer um 4.1 und kleiner Unternehmen um 7.5 Punkte steigern.

Djankov u.a. (2008) entwickeln auf der Basis von Umfrageergebnissen bei spezialisierten Rechtsanwaltskanzleien in 72 Ländern einen „Anti-Self-Dealing-Index", der nach dem Gesetzesstand von 2003 den juristischen Schutz von Minderheitsaktionären gegen Übervorteilung durch Management und Großaktionäre misst. Der Index stellt vor allem auf die Möglichkeiten der privaten Durchsetzung von Ansprüchen ab und erhebt, welche Genehmigungen Großaktionäre einholen und welche Dokumente und Fakten sie vor und nach einem Geschäft veröffentlichen müssen, das sie im Eigeninteresse tätigen. Solche Mechanismen dienen nicht nur der internen Kontrolle zum Schutz der Minderheitsaktionäre, sondern erzeugen auch externen Druck.

Der Investorenschutz ist in Ländern mit Englischem Recht („Common Law") mit einem Index von 0.66 im Durchschnitt der Länder wesentlich besser ausgeprägt wie in Ländern nach französischem Recht („Civil Law") mit einem durchschnittlichen Indexwert von 0.33 (deutsches Recht 0.38, skandinavisches Recht 0.39). Im Vergleich zu Ländern in französischer Rechtstradition weisen daher die Länder in britischer Tradition eine wesentlich höhere Aktienmarktkapitalisierung auf (85.5% anstatt 43% des BIP), einen geringeren Preisaufschlag für Aktien mit Kontrollrechten (4% anstatt 16%, bei starkem Investorenschutz ist die Kontrollprämie weniger wert), mehr an der Börse kotierte Unternehmen pro 1 Mio. Einwohner (32.6 anstatt 19.6), mehr Börsengänge mit größerem Volumen (3.7% statt 1.7%) und eine weniger konzentrierte Eigentümerstruktur auf (44% statt 55% der Anteile gehören den drei größten Aktionären in den zehn größten Firmen). Diese Unterschiede mögen viele Ursachen haben. Die ökonometrischen Schätzungen unter Berücksichtigung anderer Einflussgrößen ergeben, dass eine Verbesserung des Index für den Investorenschutz im Ausmaß von zwei Standardabweichungen die Marktkapitalisierung zwischen 32 und 34 Prozentpunkte des BIP bewirkt. Angesichts einer Marktkapitalisierung von 59% des BIPs im Durchschnitt der Länder ist das ein relativ mächtiger Effekt.

La Porta u.a. (2006) untersuchen die Auswirkungen von Wertpapiergesetzen, die die privatrechtliche Durchsetzung von Ansprüchen erleichtern, auf die Aktienmarktentwicklung in 49 Ländern. Aus den Umfrageergebnissen unter spezialisierten Rechtsanwälten ermitteln sie einen Transparenz-Index, der die Strenge der Offenlegungspflichten bei Ausgabe neuer Wertpapiere misst. Der Index erhebt, (1) ob eine Prospektpflicht besteht, und ob zusätzliche Angaben notwendig sind bezüglich (2) Entlohnung des leitenden Managements (Insider); (3) Identität von großen Aktionären (mit Beteiligung von mehr als 10%); (4) Beteiligungen des leitenden Managements; (5) existierende Verträge außerhalb des normalen Geschäftszwecks; und (6) Transaktionen mit nahestehenden Personen. Aus dem Durchschnitt dieser sechs Komponenten wird der Transparenz-Index berechnet. Zudem ermitteln die Forscher einen Haftungs-Index, der anhand der Nachweis- und Beweispflichten bezüglich irreführender oder

fehlender Information misst, wie leicht und mit welchem Aufwand gegen die Ausgeber der Wertpapiere, die Zwischenhändler und die Rechnungsprüfer vorgegangen werden kann.

Um den Einfluss der privatrechtlichen Durchsetzung der Gesetze auf die Entwicklung der Aktienmärkte zu isolieren, kontrollieren sie auch für andere Einflussgrößen wie das BIP Wachstum und die Leistungsfähigkeit des Justizwesens. Die empirische Analyse ergibt, dass sowohl ein höheres BIP Wachstum als auch eine höhere Effizienz des Rechtswesens mit höher entwickelten Aktienmärkten verbunden sind. Die Transparenz- und Haftungsindizes sind positiv mit größeren Aktienmärkten korreliert. Der geschätzte Koeffizient zeigt, dass ein Anstieg des Transparenz-Index um zwei Standardeinheiten (entspricht der Distanz zwischen den Niederlanden mit einem Indexwert von 0.5 und den USA mit 1.0) einen Anstieg der Aktienmarktkapitalisierung um 27 Prozentpunkte des BIP erklärt, einen Anstieg der Anzahl börsennotierter Unternehmen pro Kopf um 52%, einen Anstieg des IPO Volumens um 2.22 Prozentpunkte des BIP, einem Rückgang der Blockprämie (Preisunterschied zwischen normalen Aktien und Aktien als Teil eines kontrollierenden Blocks) um 13 Prozentpunkte, eine Reduktion der Eigentümerkonzentration um 9 Prozentpunkte, und eine Zunahme des Handelsvolumens um 45.9 Prozentpunkte des BIPs. Ähnliches gilt für den Haftungs-Index. Ein Anstieg um 2 Standardeinheiten (Distanz zwischen Dänemark mit einem Indexwert von 0.55 und USA mit 1.0) ist verbunden mit einem Anstieg der Aktienmarktkapitalisierung um 23 Prozentpunkte des BIP, einer Zunahme der Zahl börsennotierter Unternehmen pro Kopf um 28%, einem Anstieg des IPO-Volumens um 1.88 Prozentpunkte des BIP, einem Rückgang der Block-Prämie um 6.6 Prozentpunkte, einer Reduktion der Eigentümerkonzentration um 6.6 Prozentpunkte und einer Zunahme des Handelsvolumens um 45.8 Prozentpunkte des BIP. Diese Ergebnisse illustrieren die hohe Bedeutung günstiger rechtlicher Rahmenbedingungen für die Entwicklung von Kapitalmärkten.

# 4 Regulierung und Besteuerung

Banken und Kapitalmärkte bauen wirtschaftliche Risiken ab, indem sie unabhängige Risiken bündeln und untereinander ausgleichen. Banken und Beteiligungsfonds geben vielen verschiedenen Unternehmen Finanzierung. Der Erfolg des Einen wiegt den Misserfolg des Anderen auf, so dass die gesamten Erträge einer Bank oder einer Beteiligungsgesellschaft wesentlich weniger riskant sind als der Ertrag jedes einzelnen Unternehmens. Zudem trägt ein leistungsfähiger Finanzplatz dazu bei, Konjunkturschwankungen zu dämpfen, damit Beschäftigung und Einkommen über die Zeit verlässlicher und stetiger fließen. Richtige Rahmenbedingungen machen es dem Finanzplatz möglich, durch Diversifikation und zeitliche Einkommensglättung Risiken zu reduzieren, ohne selber zur Quelle neuer Risiken und Instabilitäten zu werden. Dann müssen Staat und Sozialversicherung nicht im Nachhinein mit großem Aufwand etwas reparieren, was von vornherein vermeidbar gewesen wäre.

Wie in allen Bereichen der Wirtschaft müssen Wettbewerb und Markt richtig spielen, damit gute Ergebnisse erzielt werden. Adäquate regulatorische Rahmenbedingungen sollen sicherstellen, dass (i) alle Akteure gleich behandelt werden (Wettbewerbsneutralität), und (ii) alle gesellschaftlich relevanten Erträge und Kosten in die individuellen Entscheidungen eingehen. Wenn die Entscheidungen des Managements zwar alle Erträge, aber nur einen Teil der Kosten berücksichtigen, kommt es unweigerlich zu Fehlentwicklungen und zur Überwälzung von Kosten auf andere. Wettbewerbsneutralität und Anlastung aller Erträge und Kosten nach dem Verursacherprinzip sind letztlich der tiefere Sinn der internationalen Regulierungsinitiativen wie Basel III und seiner Weiterentwicklung, der Bankenunion und der Lenkungssteuern für den Finanzsektor. Dabei kommt es darauf an, Regulierung und korrigierende Besteuerung nicht isoliert, sondern in ihrer Gesamtheit zu betrachten, weil sie sich gegenseitig ergänzen und in ihrer Wirkung verstärken.

## 4.1 Basel III und europäische Eigenkapitalrichtlinien

### 4.1.1 Risikogewichtete Eigenkapitalanforderungen

Die Finanzkrise deckte die Schwächen des bisherigen regulatorischen Ansatzes (Basel II) wie zu geringes Eigenkapital, prozyklische Effekte der Regulierung und Vernachlässigung systemischer Risiken auf, wie sie sich aus der starken Verflechtung der Banken untereinander und von Vermögenspreisänderungen ergeben. Deshalb wurde im Rahmen des Basler Ausschusses eine Reform der Bankenregulierung - Basel III - ausgearbeitet, welche in der Europäischen Union Anfang 2014 in Kraft trat und nun schrittweise umgesetzt wird. Basel III sieht höhere Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen für Banken vor mit dem Ziel, ihre Krisenrobustheit zu stärken und einer systemischen Ausbreitung einer Krise über den Markt

für Interbankenkredite oder über Rückwirkungen von Notverkäufen (‚Fire Sales') auf Vermögenspreise vorzubeugen.[29]

Das zentrale Regulierungsinstrument sind Eigenkapitalvorschriften, die eine minimale Eigenkapitalquote definieren. Eigenkapital erhöht die Stabilität einer Bank, indem ein Puffer zur Verfügung steht, um Verluste und Abschreibungen aufzufangen. Zudem betont die Forschung positive Anreize von mehr Eigenkapital wie zum Beispiel die Verringerung der Risikoneigung von Banken.[30] Geht eine Bank höhere Risiken ein, braucht sie mehr Eigenkapital. Im Rahmen der Basler Vorschriften ist daher die Mindestkapitalquote jeweils als Eigenkapital im Verhältnis zu den *risikogewichteten Aktiva* definiert. Diese berechnen sich, indem alle Bilanzpositionen der Aktiva (z.B. Hypotheken, Unternehmenskredite, Staatsanleihen) mit Risikogewichten multipliziert werden, welche das jeweilige Risiko widerspiegeln sollen. Riskantere Anlagen haben ein höheres Risikogewicht und erhöhen daher die risikogewichteten Aktiva und damit die notwendige Kapitalunterlegung. Die Risikogewichte können entweder anhand des Ratings des Schuldners durch eine Ratingagentur (Standardansatz) oder anhand des internen Ratings durch das Risikomodell der Bank (IRB Ansatz, ‚Internal Ratings Based') ermittelt werden. Die Wahl des Ansatzes ist zwar im Prinzip jeder Bank selbst überlassen. Allerdings ist die Entwicklung eines eigenen Risikomodells komplex, sodass diese Option meist nur von größeren Banken genutzt wird.

Der Vorteil risikobasierter gegenüber einfachen Kapitalvorschriften ist, dass das erforderliche Eigenkapital nicht nur auf die Größe der Bank, sondern auch auf das Risikoprofil ihrer Anlagen abstellt. Allerdings steht dieser Ansatz zunehmend in der Kritik. Der Hauptkritikpunkt ist, dass die Risikogewichte das tatsächliche Risiko eines Bankportfolios oft nur unzureichend abbilden, was ein Grund für die schwache Kapitalausstattung von Banken vor der Krise war.[31] Zudem sind die Risikogewichte eine zentrale Ursache für die prozyklischen Effekte der Kapitalregulierung. Die derzeitigen Vorschriften verstärken makroökonomische Schwankungen anstatt sie zu mildern. Angesichts des geringen Kreditrisikos während der Hochkonjunktur fallen viele Kredite in Klassen mit niedrigen Risikogewichten. Die risikogewichten Eigenkapitalanforderungen sind daher niedrig, was den Kreditboom zusätzlich anheizt und damit den Aufbau systemischer Risiken begünstigt. Umgekehrt steigen in einer Krise die Eigenkapitalanforderungen infolge des höheren Kreditrisikos und schlechterer Ratings gerade dann, wenn es für Banken besonders schwierig ist, die notwendigen Gewinne zur internen Aufstockung des Eigenkapitals zu erzielen oder sich mit Aktienemissionen neues Eigenkapital auf dem Kapitalmarkt zu beschaffen. Die

[29] Rochet (2010) erörtert die Entwicklung der Basel-Regulierung und notwendige Reformen. Allen und Gale (2000) und Shleifer und Vishny (2011) zeigen, wie Notverkäufe von Banken systemische Risiken erzeugen.

[30] Für einen Überblick über verschiedene Anreizeffekte, siehe Gale (2010).

[31] Evidenz für die geringe Sensitivität der Risikogewichte bezüglich des tatsächlichen Risikos findet sich z.B. in Vallascas und Hagendorff (2013). Le Leslé und Avramova (2012) zeigen, dass die Einführung des IRB Ansatzes im Rahmen von Basel II die RWA (risk weighted assets) und damit die Kapitalisierung von Banken verringerte. Nach Acharya et al. (2013) verzerren die Risikogewichte auch die Ergebnisse der Stresstests, welche deshalb einen zu niedrigen Kapitalbedarf anzeigen.

prozyklischen Effekte haben auch negative Konsequenzen für das Wachstum. Sie führen im Boom zu Überinvestitionen und in der Rezession zu Kreditrestriktionen. Beide Effekte mindern die Qualität des Kapitaleinsatzes und bremsen das Produktivitätswachstum, indem sie unrentable Investitionen im Boom begünstigen und rentable Investitionen in der Rezession verhindern.

Schließlich ist der Umgang mit Staatsanleihen, welche de facto mit einem Risikogewicht von null in die Berechnung eingehen, angesichts der jüngsten Staatsschuldenkrisen zweifelhaft. Dadurch entsteht ein starker Anreiz für Banken, eher in Staatsanleihen zu investieren als Unternehmenskredite zu vergeben, da riskante Staatsanleihen höhere Zinsen zahlen, aber nicht mit teurem Eigenkapital unterlegt werden müssen. Die Begünstigung von Staatsanleihen fördert die Entwicklung eines Teufelskreises zwischen notleidenden Staaten und unterkapitalisierten Banken, der die Entwicklung der Eurokrise geprägt hat. Basel III entschärft einige Kritikpunkte, indem es z.B. die risikobasierten Eigenkapitalvorschriften durch antizyklische Kapitalpuffer und eine Verschuldungsquote (definiert als Verhältnis von hartem Kernkapital zu ungewichteten Aktiva) ergänzt.

### 4.1.2 Neuerungen von Basel III und Auswirkungen

Konkret beinhaltet Basel III vier zentrale Neuerungen: Erstens werden die Qualitätsanforderungen an das Eigenkapital erhöht, indem die Vorschriften zu einem größeren Teil durch ‚hartes' Kernkapital (‚Common Equity Tier 1') erfüllt sein müssen. Dieses besteht vorwiegend aus Aktienkapital sowie Kapital- und Gewinnrücklagen, welche Verluste voll absorbieren können. Das harte Kernkapital beträgt neu mindestens 4.5 Prozent (statt 2%) der risikogewichteten Aktiva, die weiter gefasste Tier 1 Kernkapitalquote[32] steigt auf mindestens sechs Prozent. Das gesamte Eigenkapital bestehend aus Kern- und Ergänzungskapital liegt weiterhin bei mindestens 8 Prozent, hat aber höhere Qualität.

Zweitens sieht Basel III zwei neue Kapitalpuffer vor: Der Kapitalerhaltungspuffer von zusätzlich 2.5 Prozent hartem Kernkapital dient dazu, Verluste aufzufangen, und kann in diesem Fall temporär verringert werden. Wird er nicht eingehalten, kann die Bank zwar weiterarbeiten, jedoch sind ihre Gewinnausschüttungen stark eingeschränkt, um den Aufbau neuen Eigenkapitals durch Gewinneinbehaltung zu forcieren. Zudem kann die nationale Regulierungsbehörde einen antizyklischen Kapitalpuffer von bis zu 2.5 Prozent hartem Kernkapital verlangen, um exzessives Kreditwachstum zu bremsen. Geht das Kreditwachstum wieder zurück, verringert der Regulator den Puffer.[33] Die beiden Puffer haben zur Folge, dass das ‚harte' Kernkapital insgesamt bis zu 9.5 Prozent und das Eigenkapital bis zu 13 Prozent der risikogewichteten Aktiva beträgt (siehe Tabelle 2).

Angesichts der exzessiv hohen Verschuldung vieler Banken vor der Krise wird drittens eine Verschuldungsquote (Leverage Ratio) eingeführt, definiert als Eigenkapital in Form von

[32] Dazu zählen z.B. auch nachrangige Schuldverschreibungen, die in Eigenkapital umgewandelt werden können (CoCo Bonds).

[33] Der Puffer ist eine Funktion des Kreditwachstums, muss aber von einer nationalen Behörde aktiviert und gemeldet werden.

hartem Kernkapital im Verhältnis zur Summe aus den gesamten ungewichteten Aktiva und der außerbilanziellen Risiken (z.B. Derivate, Verbriefungen). Das harte Kernkapital muss demnach mindestens 3 Prozent der ungewichteten Aktiva betragen. Dieses neue Instrument ergänzt die risikobasierten Eigenkapitalvorschriften und bietet zusätzliche Sicherheit im Hinblick auf Modellrisiken und Messfehler bei der Berechnung der risikogewichteten Aktiva.

*Tabelle 2: Eigenkapitalvorschriften nach Basel II und Basel III*

| | **Basel III** | **Basel II** |
|---|---|---|
| Harte Kernkapitalquote (CET1) | 4.5% | 2.0% |
| Kernkapitalquote | 6.0% | 4.0% |
| Eigenkapitalquote | 8.0% | 8.0% |
| Kapitalerhaltungspuffer | bis 2.5% | - |
| Antizyklischer Kapitalpuffer | bis 2.5% | - |
| Hartes Kernkapital gesamt | 4.5-9.5% | 2.0% |
| Eigenkapital gesamt | 8.0-13.0% | 8.0% |

Quelle: BCBS, 2011.

Schließlich zielt Basel III auf die Verringerung des Illiquiditätsrisikos ab. Die Banken sollen ausreichend über liquide und frei verfügbare Anlagen hoher Qualität verfügen, die auch in Krisenzeiten verkäuflich sind. Zu diesem Zweck werden zwei neue Liquiditätsvorschriften eingeführt, die Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio) und die strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio). Die Mindestliquiditätsquote erfordert, dass hoch liquide Aktiva[34] die (Netto-) Zahlungsverpflichtungen der Bank in einem Stressszenario während mindestens 30 Tagen abdecken können. Die strukturelle Liquiditätsquote zielt auf eine ausgewogenere Fristenstruktur ab, damit sich die Fälligkeiten von Forderungen und Verbindlichkeiten stärker entsprechen. Sie soll verhindern, dass Banken langfristig investieren und sich zu stark auf kurzfristige Finanzierung verlassen, die bei einem Vertrauensschwund der Kapitalgeber schnell zu hohen Mittelabflüssen und Illiquidität führen kann. Die strukturelle Liquiditätsquote verlangt daher, dass die tatsächlich vorhandene stabile Finanzierung der Bank (z. B. Eigenkapital, Verbindlichkeiten mit Restlaufzeit von mindestens einem Jahr) grösser ist als die aufgrund der Fälligkeit und Liquidität der Aktiva erforderliche stabile Finanzierung.[35] Eine Bank, die stärker in gebundene und wenig liquide Vermögenswerte investiert, muss daher stärker auf langfristig stabile Refinanzierungen abstellen (vgl. McNamara et al., 2014a).

Zusätzlich sieht Basel III die Möglichkeit eines Kapitalaufschlags für systemrelevante Banken vor, wobei zwischen globaler und nationaler Systemrelevanz unterschieden wird. In

[34] Bargeld, Zentralbankreserven und staatlich garantierte Wertpapiere werden voll als hoch liquide Aktiva angerechnet. Weitere, weniger liquide Wertpapiere können ebenfalls herangezogen werden, dürfen aber insgesamt höchstens 40% der hoch liquiden Aktiva ausmachen.

[35] Dazu werden Aktiva und Passiva nach Fälligkeit bzw. Fristigkeit gewichtet, das Verhältnis der so errechneten beiden Indizes muss mindestens hundert Prozent betragen.

Österreich verlangt die FMA[36] stattdessen ab 2016 von 13 Banken je nach Größe und Risikoprofil einen Systemrisikopuffer in Höhe von bis zu zwei Prozentpunkten hartem Kernkapital, um deren Stabilität in Bezug auf strukturelle Risiken des österreichischen Bankensektors zu erhöhen (sog. ‚Austrian Finish').

Nutzen und Kosten von Basel III wurden in verschiedenen Studien geschätzt, deren Ergebnisse exemplarisch zusammengefasst werden. Der ökonomische Nutzen besteht vorwiegend in der geringeren Häufigkeit und Intensität von (systemischen) Bankenkrisen. Zudem soll der neue antizyklische Puffer die konjunkturellen Schwankungen dämpfen und damit die Risiken für Haushalte und Unternehmen reduzieren. Kosten entstehen dadurch, dass die strengeren Eigenkapitalanforderungen einen Anstieg der Zinsspanne bzw. eine geringere Kreditvergabe bewirken. Dies dämpft die Investitionstätigkeit, verlangsamt das Wachstum und führt damit zu weniger Beschäftigung und niedrigerem Einkommen. Eine Studie des Basler Ausschusses für Bankenregulierung (2010) quantifiziert den Nutzen strengerer Eigenkapitalanforderungen und vergleicht ihn mit den Kosten. Sie kommt zum Ergebnis, dass der langfristig erwartete Nettonutzen für eine Vielzahl möglicher Eigenkapitalquoten positiv ist. Dies hängt stark davon ab, inwieweit systemische Bankenkrisen permanente Effekte haben. Der Nutzenzuwachs nimmt allerdings bei höheren Werten ab und wird ab Eigenkapitalquoten von über 15 Prozent negativ, da die Kosten aufgrund einer höheren Zinsspanne überwiegen.

Zudem führe die Reform zu geringeren makroökonomischen Schwankungen. Die Erhöhung des ‚harten Kernkapitals' um zwei Prozentpunkte allein reduziert die Standardabweichung des Einkommens um durchschnittlich 2.5 bis 4.2% (abhängig davon, wieweit die Liquiditätsvorschriften berücksichtigt sind). Der antizyklische Kapitalpuffer hat mit einem Rückgang der Standardabweichung von über 16 Prozent einen wesentlich stärker stabilisierenden Effekt. Auf der Basis mehrerer ökonomischer Modelle schätzt die Macroeconomic Assessment Group (2010), dass die Erhöhung der Kernkapitalquote um 1 Prozentpunkt, welche über einen Zeitraum von acht Jahren umgesetzt wird, am Ende (nach 35 Quartalen) eine um 15.5 Basispunkte (Median) höhere Zinsspanne, ein um 1.38 Prozent niedrigeres Kreditvolumen sowie ein um 0.17 Prozent niedrigeres BIP zur Folge hat. Das bedeutet, dass die für Basel III notwendige Erhöhung der Eigenkapitalquote von durchschnittlich 1.3 Prozentpunkten zu diesem Zeitpunkt das BIP um rund 0.22 Prozent senkt. Slovik und Cournède (2011) schätzen, dass Banken in der Eurozone ihre Kernkapitalquote bis 2019 um 3.8 Prozentpunkte erhöhen müssen, um Basel III zu erfüllen. Dies führt wiederum zu einem Anstieg der Zinsspanne um 54 Basispunkte, was einen Rückgang der jährlichen Wachstumsrate von 0.42 Prozentpunkten zur Folge hat.

[36] Siehe Kapitalpufferverordnung der FMA vom 21.12.2015, BGBl II Nr. 435/2015.

### 4.1.3 Neuerungen von ‚Basel IV'

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht arbeitet an einer als ‚Basel IV' bezeichneten Reform des Kreditrisiko-Standardansatzes. Diesen Ansatz zur Berechnung der Risikogewichte verwenden vorwiegend kleinere Banken, während Großbanken die Risikogewichte meist anhand ihrer internen Modelle (sog. IRB-Ansatz) berechnen. Die geplante Reform betrifft die Berechnung und tatsächliche Höhe der Eigenkapitalunterlegung. Der Standardansatz stützte sich bisher vor allem auf Bewertungen von Schuldnern durch Ratingagenturen sowie auf fixe Risikogewichte für bestimmte Forderungskategorien und Vermögenswerte. Der Basler Ausschuss stellte im Dezember 2014 ein erstes, sehr weitgehendes Reformpapier vor. Nach zahlreichen Stellungnahmen wurde im Dezember 2015 ein überarbeiteter Reformvorschlag veröffentlicht (zweites Konsultationspapier; BCBS, 2015). Die Hauptziele sind, dass die Risikogewichte nicht mehr in einer mechanischen Art von externen Ratings abhängen und das tatsächliche Risiko der jeweiligen Vermögenswerte besser abbilden. Die Reform stärkt die Anreize für eine genauere Bonitätsprüfung, da diese nun das Risikogewicht beeinflusst.

Allerdings erscheinen mehrere Vorschläge bedenklich: Die geplante starke Anhebung der Risikogewichte bei Aktien von 100 auf 250 Prozent macht Unternehmensbeteiligungen für Banken unattraktiv. Ein Euro, der in Aktien investiert wird, muss neu grundsätzlich mit mehr als 26 Cent[37] Eigenkapital unterlegt werden. Österreichs Banken sind derzeit wichtige Eigenkapitalgeber: Im Jahr 2014 hielten sie Aktien und nicht fest verzinsliche Wertpapiere im Wert von insgesamt 10 Mrd. und Beteiligungen an Unternehmen außerhalb des Bankensektors im Wert von 8.65 Mrd. Euro (laut OeNB Statistikdatenbank).

Banken beteiligen sich oft an jenen Unternehmen, für die sie auch wichtige Kreditgeber sind. In diesem Sinne ist der Kauf von Aktien eine Ergänzung des Hausbankenmodells und deutet auf eine besonders stabile Geschäftsbeziehung hin. Wenn eine Bank sowohl Eigentümer als auch Gläubiger eines Unternehmens ist, sind Interessenkonflikte sowie Anreiz- und Informationsprobleme zwischen Eigen- und Fremdkapitalgeber weniger ausgeprägt. Entgegen dem Interesse der Kreditgeber neigen überschuldete Unternehmen oft zu übermäßig riskanten Investitionen, weil sie im positiven Fall hohe Gewinne erzielen, während sie bei ungünstigem Ausgang wegen beschränkter Haftung nicht mehr als das ohnehin sehr geringe Eigenkapital verlieren können und die Verluste hauptsächlich bei den Kreditgebern landen (Risk Shifting). Bei finanziellen Schwierigkeiten sind solche Friktionen besonders problematisch und können zu höheren Kosten führen.

Empirische Evidenz von Hoshi u.a. (1990) zeigt, dass in Japan Unternehmen mit starken Bankbeziehungen (Hausbank, Bankbeteiligungen) bei finanziellen Schwierigkeiten noch vergleichsweise höhere Umsätze und Investitionen realisieren können als andere. Indem Bankbeteiligungen eben auch dringend benötigtes, risikotragendes Eigenkapital bereitstellen

[37] Die Eigenkapitalquote nach Basel III beträgt 8% zuzüglich des Kapitalerhaltungspuffers von 2.5%. Bei einem Risikogewicht von 250% muss ein Euro Aktien mit 0.105*2.5=26.25 Cent Eigenkapital unterlegt werden. Wird der antizyklische Kapitalpuffer von 2.5% vollständig angewendet, erhöht sich die Unterlegung auf 0.13*2.5=32.5 Cent.

und so die Kreditfähigkeit der Firmen stärken, können sie Finanzierungsbeschränkungen lockern und zusätzliche Investitionen ermöglichen. Hoshi u.a. (1991) zeigen zudem, dass die Investitionen von Unternehmen, die Teil eines Bankenkonglomerats sind, weniger stark vom Cashflow abhängen. Dies deutet auf schwächere Finanzierungsbeschränkungen hin. Andererseits könnten Banken als Eigentümer Entscheidungen des Unternehmens herbeiführen, welche für sie als Kreditgeber günstig sind, aber den Interessen der anderen Aktionäre zuwider laufen (z.B. risikoarme Investitionen mit geringer Rendite).

**‚Basel IV': Reformvorschläge**

Die geplante Reform hat mehrere Hauptinhalte: Erstens soll bei Unternehmenskrediten neu auch die Bonitätsprüfung durch die Bank (Due Dilligence) für die Berechnung des Risikogewichts relevant werden. Das Rating des Schuldners definiert nur mehr ein minimales Risikogewicht. Für Kredite an KMUs (Umsatz weniger als 50 Mio. Euro), die in der Regel über kein Rating verfügen, gilt ein Risikogewicht von 85 statt wie bisher 75 Prozent. Kleine KMU-Kredite im Rahmen des Mengengeschäfts (Retail) behalten das niedrigere Risikogewicht von 75 Prozent. Dafür müssen die gesamten Kredite an einen einzelnen Schuldner aber neu niedriger sein als EUR 1 Mio. und weniger als 0.2 Prozent des gesamten Retail-Kreditportfolios der Bank ausmachen. Diese Regelung dürfte besonders kleine Banken betreffen, wo ein größerer Kredit dieses Kriterium sehr leicht übersteigen kann.

Auf Hypotheken ist bisher ein fixes Risikogewicht von 35 bei Wohn- bzw. 50 Prozent bei Gewerbeimmobilien anzuwenden. Neu sollen sich diese Gewichte mit dem Fremdfinanzierungsanteil (Verhältnis des Kreditbetrags zum Wert der Immobilie, sogenannte Loan-to-Value Ratio) stärker am tatsächlichen Risiko auszurichten. Bei Wohnimmobilien mit einem Fremdfinanzierungsanteil zwischen 60 und 80 Prozent bleibt das Risikogewicht unverändert bei 35 Prozent; schwächer belehnte Immobilien haben ein niedrigeres, stärker belehnte ein höheres Risikogewicht (zwischen 25% und 55%). Allerdings sind zusätzliche Anforderungen vorgesehen: Insbesondere muss die Immobilie bereits fertig gestellt sein (Ausnahme: Eigenheim mit bis zu vier Wohnungen). Trifft dies nicht zu, steigt das Risikogewicht auf 100 Prozent. Zudem wird unterschieden, ob die Kreditrückzahlung von Erträgen der Immobilie abhängt oder nicht. Im ersten Fall, steigt das Risikogewicht selbst bei niedriger Belehnung auf mindestens 70 Prozent.

Derzeit gilt ein Risikogewicht von 100 Prozent für Unternehmensaktien und 100 oder 250 Prozent für Aktien von Banken und Wertpapierfirmen abhängig vom Eigenkapitaltyp. Neu sollen Aktien und sowie nachrangige Verbindlichkeiten höhere Risikogewichte von 250 bzw. 150 Prozent unabhängig vom Emittenten erhalten. Der Vorschlag bedeutet daher für Unternehmensbeteiligungen eine massive Erhöhung der Risikogewichte.

Aufgrund der deutlich höheren Risikogewichte besteht nicht nur die Gefahr, dass Banken zukünftig kaum neue Beteiligungen erwerben wollen, sondern dass sie auch ihre bestehenden Anteile veräußern, zumal alternative Anlagen wie Staatsanleihen immer noch

und nicht ganz risikogerecht mit einem Gewicht von 0% zu günstig behandelt werden. Die geplante Reform dürfte dazu führen, dass zumindest jene Banken, welche den Standardansatz verwenden, als Eigenkapitalgeber und Kernaktionäre österreichischer Unternehmen weitgehend ausfallen. Inwieweit in Österreich ausreichend Eigenkapital aus anderen Quellen mobilisiert werden kann, um den Status quo der Beteiligungsfinanzierung zu erhalten, ist angesichts des geringen Finanzierungsvolumens der österreichischen Kapitalmärkte mehr als unsicher (vgl. Abschnitt 2). Besonders schwierig wird es, wenn nicht nur die Banken als Eigenkapitalgeber ersetzt werden müssen, sondern insgesamt der Bedarf an Risikokapital zunimmt, wie es bei einer Spezialisierung der österreichischen Wirtschaft auf innovative, aber risikoreichere Produktionen zu erwarten ist. Institutionelle Investoren als klassische Eigenkapitalgeber fehlen weitgehend. Pensionskassen spielen aufgrund der Dominanz des Umlagesystems nur eine sehr untergeordnete Rolle. Die Vermögenswerte der Pensionskassen betrugen in Österreich nur 5.8 Prozent des BIP (oder USD 26 Mrd.) im Vergleich zu 84.4 Prozent im gewichteten Durchschnitt der OECD-Staaten (OECD, 2015). Österreichische Pensionskassen investieren zwar knapp ein Drittel in Aktien, was aber aufgrund ihrer geringen Größe weniger ist als allein der einfache Aktienbesitz von Banken (ohne Beteiligungen). Eigenkapital kann auch direkt von Haushalten bereitgestellt werden. Österreichs Haushalte weisen im internationalen Vergleich aber niedrige Partizipationsraten auf; nur 5.3 Prozent besitzen direkt Aktien und 10 Prozent besitzen Aktien indirekt über Investmentfonds (HFCS, 2013).

Alternativ könnten Banken versuchen, ihre Aktien und Unternehmensbeteiligungen auszugliedern bzw. abzuspalten. Dann wären sie als Finanzholding organisiert, mit einer Tochtergesellschaft, welche das Bankgeschäft betreibt und den Kapitalvorschriften unterliegt, und einer separaten Tochter, welche die Beteiligungen bewirtschaftet. Freixas u.a. (2007) zeigen, dass eine solche Holding-Organisation sowohl im Vergleich zu alleinstehenden Gesellschaften als auch zu integrierten Finanzkonzernen mit einer gemeinsamen Bilanz vorteilhaft sein kann. Die strengen Kapitalvorschriften gelten dann nur für die Banktochter, welche sich mit Spareinlagen refinanziert. Die separate Beteiligungsgesellschaft als Teil des Konzerns unterliegt dieser Regulierung nicht, weil sie keine gesicherten Spareinlagen annehmen darf. Sie muss sich neben der Kapitalausstattung durch die Muttergesellschaft über den Kapitalmarkt finanzieren. Sie unterliegt daher der Marktdisziplin und trägt die korrekten Kapitalkosten, sodass weniger Fehlanreize bestehen, ein übermäßiges Risiko einzugehen. Der Finanzkonzern kann dennoch die Synergien zwischen den verschiedenen Töchtern nutzen und zudem einen internen Kapitalmarkt betreiben, mit dem der Konzern Eigenkapital oder andere Finanzierung jenen Töchtern zuteilt, die am dringendsten Kapital benötigen und die höchste Rendite erwirtschaften.

Auch eine vollständige Abspaltung nach dem Vorbild der B&C Stiftung, welche aus den Industriebeteiligungen der Bank Austria hervorgegangen ist, wäre denkbar. Jedoch sind beide Varianten, Holding-Struktur oder Abspaltung, eher für größere Banken mit einem

umfangreichen Beteiligungsportfolio relevant. Von den höheren Risikogewichten sind allerdings hauptsächlich kleinere Banken betroffen, welche den Standardansatz verwenden. Angesichts des geringen Beteiligungsportfolios (z.B. Aktien von wenigen KMU-Kunden) stellen Ausgliederung und Abspaltung keine realistischen Optionen dar, sodass sich diese Banken wahrscheinlich zur Gänze aus der Beteiligungsfinanzierung zurückziehen werden.

Mit Beteiligungen übernehmen Banken mehr Risiko als mit Krediten, so dass ein höheres Risikogewicht und in der Folge eine etwas höhere Eigenkapitalausstattung der Bank angebracht erscheint. Ein Risikogewicht für Beteiligungen von 250% erscheint allerdings mehr als problematisch. Bevor ein Ausstieg der Banken aus der Beteiligungsfinanzierung provoziert wird, sollte vorher sichergestellt werden, dass die Unternehmen tatsächlich einen Ersatz dafür finden. Das ist in Österreich angesichts des geringen Finanzierungsvolumens der Kapitalmärkte mehr als zweifelhaft. Eine Reform sollte auf alle Fälle zwischen bereits bestehenden und neu eingegangenen Beteiligungen unterscheiden und damit einen längeren Übergangszeitraum ermöglichen. Erstens sind im Hinblick auf Vertrauensschutz und Investitionssicherheit rückwirkende Maßnahmen zu vermeiden, welche die Geschäftsgrundlagen von in der Vergangenheit getätigten Geschäften im Nachhinein verändern. Zweitens sollten Banken die entstehenden Lasten auf einen längeren Übergangszeitraum strecken können und Unternehmen sollten einen Ersatz finden können, wenn Banken vermehrt aus dem Beteiligungsgeschäft aussteigen sollten.

Eine weitere Kritik, wenn auch nicht mit derselben Priorität, betrifft die Reform der Risikogewichte von Hypotheken. Wenn die Kreditrückzahlung zu einem größeren Teil aus den Erträgen der Immobilie erfolgt, sollen deutlich höhere Risikogewichte, mindestens 70% abhängig vom Fremdfinanzierungsanteil statt bisher 35%, zur Anwendung kommen. Diese Vorgabe, die noch eher undeutlich formuliert ist, dürfte die Finanzierung von privaten Miet- und Vorsorgewohnungen verteuern. Angesichts des raschen Bevölkerungswachstums in den Städten und besonders in Wien besteht ein hoher Bedarf nach zusätzlichen Wohnungen. Diese geplante Maßnahme steht daher den Bemühungen entgegen, rasch zusätzlichen Wohnraum zu schaffen. Sie dürfte vor allem jene treffen, die sich kein Eigenheim leisten können und auf eine bessere Verfügbarkeit von Mietwohnungen angewiesen sind.

## 4.2 Bankenunion

Mit der Einführung des Euro und der Vertiefung des gemeinsamen Kapitalmarktes haben die grenzüberschreitenden Bankgeschäfte stark zugenommen. Seit dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 ist aber wieder eine Desintegration festzustellen. So stieg der Anteil der Aktiva österreichischer Banken, welche im Ausland, vorwiegend in anderen europäischen Ländern, investiert werden, von 28% im Jahr 2000 auf 39% in 2007. Im 4. Quartal 2014 sind nur mehr 32% der Aktiva österreichischer Banken im Ausland investiert (davon 33% Eurozone, 80% EU und 56% Osteuropa, BIS, OeNB). Die Staatsanleihen eines Landes werden von Banken und Investoren in allen Ländern der Eurozone gehalten. So

hielten ausländische Investoren im 4. Quartal 2014 rund 73% der österreichischen, 58% der deutschen und 34% der italienischen Staatsschulden (IMF 2015).[38]

Die Bankenunion besteht aus drei zentralen Pfeilern, nämlich aus der einheitlichen zentralisierten Aufsicht, aus dem einheitlichen Abwicklungsmechanismus, und aus der harmonisierten, europäischen Einlagensicherung.[39] Sie soll einerseits die weitere Entwicklung und Vertiefung des europäischen Kapitalmarkts begünstigen. In diesem Ziel wird das Projekt Bankenunion durch die neue Initiative der Kapitalmarktunion ergänzt. Andererseits soll sie helfen, dem Entstehen neuer Finanzkrisen vorzubeugen und eine einmal eingetretene Krise mit geringeren Schäden zu bewältigen. Dabei ergänzen sich die Mechanismen der Bankenunion und die Mindestanforderungen für Eigenkapital und Liquidität gemäß dem Regulierungswerk nach Basel III. Sie sind daher gemeinsam in ihrer gesamten Wirkung zu betrachten. Mit diesen beiden Stoßrichtungen setzt die Bankenunion wichtige Rahmenbedingungen, die eine nationale Finanzplatzstrategie berücksichtigen muss.

### 4.2.1 Aufsicht und Abwicklungsmechanismus

Am 15. Oktober 2013 hat der Ecofin-Rat die Verordnung über den einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM, Single Supervisory Mechanism) mit der Übertragung der Aufsichtsaufgaben an die EZB verabschiedet. Die EZB beaufsichtigt direkt etwa 130 Großbanken, die fast 85% der Bankaktiva im Euroraum halten, und in jedem Land wenigstens die drei größten Institute. Die kleineren Institute unterstehen weiter der nationalen Aufsicht. Die wichtigen Entscheidungen trifft ein Aufsichtsgremium bestehend aus dem Vorsitzenden, einem stellvertretenden Vorsitzenden aus dem EZB-Direktorium, vier Vertretern der EZB und Vertretern der nationalen Aufsichtsbehörden. Es nehmen alle Mitgliedsstaaten der Eurozone am SSM teil. Die EU-Länder mit eigener Währung können freiwillig teilnehmen.

Die EZB hat zum Jahresende 2013 die 130 größten Banken mit Stresstests geprüft, eine Bewertung ihrer Aktiva-Qualität vorgenommen und die Ergebnisse zum Start der Aufsicht im November 2014 veröffentlicht. Die Prüfung der EZB zeigte, dass eine Korrektur der Buchwerte der Bankaktiva um 48 Mrd. Euro notwendig war, und dass die notleidenden Engagements der Banken um 136 Mrd. auf insgesamt 879 Mrd. Euro zugenommen haben. Bei 25 Banken wurde eine Kapitallücke von insgesamt 25 Mrd. Euro festgestellt, wobei 12 der betroffenen Banken ihr Eigenkapital im Jahr 2014 um 15 Mrd. Euro erhöhten und damit ihre Kapitallücken bereits geschlossen haben. Im strengen Szenario des Stresstests hätten die Banken zu diesem Zeitpunkt rund 263 Mrd. Euro an hartem verlusttragendem Eigenkapital (Common Equity Tier CET 1) verloren, was die Eigenkapitalquote von 12.4 auf 8.3% reduziert hätte. Schon seit der Ankündigung der Prüfung im Juni 2013 haben die 30 größten Banken vorausschauend ihre Bilanzen um mehr als 200 Mrd. Euro gestärkt, unter anderem durch

[38] 2. Quartal 2015: 70% der österreichischen, 55% der deutschen und 34% der italienischen Staatsschulden.

[39] Ein Einstieg in die Diskussion findet sich z.B. in Allen et al. (2013), Beck (2012), CESifo (2012) und IMF (2013b) sowie Schoenmaker (2016), und speziell zur Einlagensicherung Schoenmaker und Wolff (2015) und Gros (2016).

Aufnahme von 60 Mrd. an neuem Eigenkapital. Bei den teilnehmenden österreichischen Banken (Erste Bank, RZB, BAWAG, RH NÖW, RLB OÖ, Volksbanken-Verbund) betrugen die Anpassungen der Buchwerte rund EUR 3 Mrd. Mit Ausnahme des Volksbanken-Verbunds (Kapitallücke EUR 865 Mio.) bestanden alle österreichischen Banken den Stresstest und erfüllten selbst im strengen Szenario die Kapitalvorschriften. [40]

Nachdem der Rat am 18. Dezember 2013 sich auf allgemeine Prinzipien des einheitlichen Abwicklungsmechanismus (SRM, single resolution mechanism) geeinigt hat, stehen nunmehr die Eckpunkte der Bankenunion fest. Die Verordnung zum SRM wurde am 15. Juli 2014 durch das europäische Parlament verabschiedet und ist seit 1. Januar 2016 in Kraft.[41] Der SRM umfasst alle Banken unter dem einheitlichen Aufsichtsmechanismus SSM. Es wird ein Abwicklungsfonds (SRF, Single Resolution Fund) eingerichtet, der aus nationalen Bankenbeiträgen gespeist wird und als Zielgröße 1% der garantierten Einlagen bzw. ca. 55 Mrd. Euro erreichen soll.[42] Die Beiträge sollen sich am Risikoprofil der Banken orientieren. Die Abgaben fließen zunächst in „nationale Kammern" des Fonds und werden über 8 Jahre schrittweise vergemeinschaftet.[43] Aus den Fonds werden die Kosten der Abwicklung und Sanierung finanziert, wobei eine strikte Haftungsreihenfolge einzuhalten ist. Zuerst sind Verluste von Eigentümern, Gläubigern und ungeschützten Einlegern zu tragen, bevor der Insolvenzfonds oder gar der Steuerzahler belastet werden. Wenn in der Aufbauphase die Mittel nicht ausreichen, dann erfolgt zunächst eine Brückenfinanzierung aus nationalen Quellen, die im Nachhinein durch zusätzliche Bankabgaben wieder eingetrieben wird. Im Notfall kann ein Staat einen Kredit des Rettungsschirms ESM beantragen. Die nationalen Kammern können sich auch gegenseitig Kredite geben. Nach 8 Jahren soll ein gemeinsamer Backstop entstehen, der dem SRF eine Kreditaufnahme auf dem Markt ermöglicht.

Der SRM wird von einem Board geleitet, der aus einem Exekutivdirektor, einem Stellvertreter, vier gewählten Mitgliedern und Vertretern aller nationalen Abwicklungsbehörden besteht. EZB und Kommission haben Beobachterstatus. Der Board bereitet Abwicklungspläne für die von der EZB beaufsichtigten Großbanken nach der EU-Richtlinie zur Bankenabwicklung[44] vor. Die nationalen Behörden arbeiten Abwicklungspläne für kleinere Institute aus. Der Board entscheidet jedoch immer, wenn Finanzmittel des Abwicklungsfonds benötigt werden. Die EZB als Aufsichtsbehörde stellt die drohende Insolvenz einer Bank fest und meldet dem Board, der Kommission und den nationalen Behörden. Der Board entscheidet dann, ob eine Bank saniert wird, oder leitet das Abwicklungsverfahren ein. Wenn die Verlustbeteiligung der

[40] EZB (2014), Aggregate Report on the Comprehensive Assessment, und OeNB (2014, S. 54-58).

[41] Siehe http://ec.europa.eu/finance/general-policy/banking-union/single-resolution-mechanism/index_de.htm.

[42] Im November 2013 betrugen die gesicherten Einlagen in der Eurozone ca. 5'910 Mrd. Euro, davon Österreich ca. 180 Mrd. Der Abwicklungsfonds sollte langfristig 55 Mrd. Euro akkumulieren, davon entfallen 1,8 Mrd. auf Österreich (berechnet nach IMF, 2013b, Technical Background Notes, S. 43, European Commission, 2010, und aktualisiert mit ECB MFI Statistiken).

[43] Siehe http://www.consilium.europa.eu/de/policies/banking-union/single-resolution-mechanism/ und Verordnung zum einheitlichen Abwicklungsmechanismus Art. 52 Abs. 3.

[44] Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen.

Aktionäre, Gläubiger und Großeinleger nicht ausreicht, wird über Finanzhilfen aus dem SRF entschieden. Entscheidungen des Board treten innerhalb von 24 Stunden in Kraft. Auf Vorschlag der Kommission kann der Ecofin-Rat mit einfacher Mehrheit ein Veto einlegen oder Änderungen verlangen.

### 4.2.2 Europäische Einlagensicherung

Die Bankenunion sieht auch eine Reform der Einlagensicherung vor. Diese wird mittels einer entsprechenden Richtlinie über Einlagensicherungssysteme (Richtlinie 2014/49/EU, DGSD) in der EU umgesetzt. Die Reform vereinheitlicht die Deckungssumme auf 100‘000 Euro und verkürzt die Entschädigungsfristen. Zudem müssen nationale Einlagensicherungsfonds eingerichtet werden, die aus risikogerechten Beiträgen der Banken vorfinanziert werden. Für Österreich bedeutet das eine Umstellung des derzeitigen Systems, welches die Kosten im Nachhinein finanziert, und ist mit einer Zusatzbelastung in der Aufbauphase verbunden. Die Fonds bleiben national, sollen schrittweise über 8 Jahre aufgebaut werden und 2024 einen Zielwert von 0.8% der gesicherten Einlagen erreichen. Nach den Daten der Bankbilanzen von 2011 entspricht dieser Umfang einem Betrag von 43 Mrd. Euro. Im November 2015 stellte die Europäische Kommission einen weitergehenden Vorschlag[45] mit dem Ziel einer gemeinsamen Einlagensicherung für die Eurozone vor. Dadurch soll die Bankenunion vollendet werden. Konkret ist der Übergang zu einem Europäischen Einlagesicherungssystem (EDIS) mit einem gemeinsamen Fonds vorgesehen, welcher sich noch in Diskussion befindet.

Der Aufbau von EDIS soll in drei Schritten erfolgen. In einer Übergangsphase bis 2020 wird EDIS zunächst die Aufgabe einer Rückversicherung für die nationalen Systeme einnehmen. Diese kommt zum Tragen, sobald einer der nationalen Fonds die gesicherten Einlagen einer ausfallenden Bank nicht mehr aus eigenen Mitteln abdecken kann und ein Liquiditätsdefizit aufweist. Jedoch stellt die Rückversicherung nur in begrenztem Umfang (20% des Liquiditätsdefizits) Mittel zur Verfügung. Um einem eigennützigen Verhalten der Mitgliedsstaaten vorzubeugen, leistet EDIS die Beiträge auch nur dann, wenn das betroffene Land die Regeln vollumfänglich eingehalten hat, d.h. den nationalen Einlagensicherungsfonds adäquat vorfinanziert und Beiträge an EDIS geleistet hat. Das Rückversicherungssystem schwächt zwar die Verflechtung von Banken und Staaten, da im Krisenfall der gemeinsame Fonds einen Teil der Verluste abdeckt und so den Sitzstaat der ausfallenden Bank entlastet. Es bietet aber keinen vollständigen Versicherungsschutz. Ab 2020 soll deshalb die Einlagensicherung schrittweise vergemeinschaftet werden und sich zu einer Mitversicherung wandeln, indem EDIS einen immer größeren Anteil des Liquiditätsdefizits übernimmt. Bis 2024 soll das System zu einer Europäischen Vollversicherung ausgebaut sein. Danach kann EDIS die nationalen Einlagensicherungsfonds vollständig versichern, deren Verluste ganz abdecken und so die nationalen Staatshaushalte ganz entlasten.

[45] Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Rates und Parlaments zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 806/2014 im Hinblick auf die Schaffung eines europäischen Einlagenversicherungssystems.

Die Europäische Einlagensicherung wird über risikogerechte Beiträge der Banken finanziert. Um eine zusätzliche Belastung der Banken zu vermeiden, werden ihre Beiträge an EDIS von jenen an die nationalen Einlagensicherungsfonds abgezogen, sodass der Aufbau des gemeinsamen Fonds für die Banken gegenüber dem Status quo kostenneutral erfolgen soll. Dies bedeutet auch, dass der gemeinsame Umfang von EDIS und der nationalen Fonds dem Zielwert von 0.8 Prozent der gesicherten Einlagen entspricht.

### 4.2.3 Beitrag zu Stabilität und Wachstum

Die Bankenunion ergänzt die Regulierung nach Basel, um die Wahrscheinlichkeit neuer Finanzkrisen zu reduzieren und ihre Auswirkungen zu entschärfen. Sie soll auch zur Vertiefung des gemeinsamen Kapitalmarktes beitragen und die Freiheit des Kapitalverkehrs als ein Grundprinzip der EU sicherstellen. Das grenzüberschreitende Bankgeschäft spielt dabei eine große Rolle. Damit das Kapital in der Eurozone wachstumsfördernd eingesetzt wird, muss es dorthin fließen, wo es unter Berücksichtigung des Risikos die höchsten Erträge erzielt. Die Bankenaufsicht, der Abwicklungsmechanismus und die Einlagensicherung nach einheitlichen Regeln stellen sicher, dass einzelne Mitgliedsstaaten ihre Banken nicht mehr länger durch abweichende nationale Regulierungen mit Folgekosten in anderen Ländern bevorzugen oder benachteiligen. Die Berücksichtigung grenzüberschreitender Politikfolgen in einem integrierten Kapitalmarkt ist die Begründung dafür, die Regulierung auf europäische Ebene zu heben und einheitlich zu gestalten. Wenn dabei regulatorische Unterschiede eingeebnet werden, verbessert sich die Kapitalproduktivität in Europa.

Während Basel III höhere Kapitalanforderungen stellt, soll die Bankenunion eine Selbstversicherung des Bankensektors einrichten und eine Sanierung oder kontrollierte Abwicklung von notleidenden Banken ermöglichen, ohne eine systemische Krise zu riskieren. Dadurch entfällt auch die implizite Staatsgarantie, von der vor allem Großbanken profitiert haben, was die Wettbewerbsneutralität zwischen großen und kleinen Banken fördert. Risikoadäquate Versicherungsbeiträge zum Abwicklungsmechanismus und zur Einlagensicherung haben zudem die Funktion, dem Bankensektor nach dem Verursacherprinzip die Kosten der Finanzstabilität anzulasten. Das ist notwendig, damit tatsächlich alle gesellschaftlich relevanten Kosten und Erträge im Bankgeschäft berücksichtigt werden und die privaten Entscheidungen in der Abwägung zwischen Risiko und Ertrag volkswirtschaftlich richtig sind. Das betrifft letzten Endes auch den Marktzutritt und Austritt und damit den Wettbewerbsgrad und die Profitabilität des Bankgeschäfts. Profitable Banken können sich neues Eigenkapital auf dem Kapitalmarkt beschaffen oder dieses durch Gewinneinbehaltung bilden. Beide Wege sind unrentablen Banken versperrt. Der Abwicklungsmechanismus macht kontrollierte Insolvenzen und damit eine Strukturbereinigung überhaupt erst möglich, ohne die eine nachhaltige Erholung des Bankensektors nicht passieren kann oder übermäßig lange dauern wird. Eine drohende Insolvenz ist die schärfste Form der Marktdisziplin und setzt einen mächtigen Anreiz, weniger riskante Strategien zu verfolgen.

Der Preis für die höhere Stabilität und für die Sicherheit des Steuerzahlers sind höhere Bankenbeiträge, welche erst erwirtschaftet werden müssen. Neben Gebührenerhöhungen werden entweder die Kreditzinsen steigen, oder die Zinsen für Einlagen oder anderes Fremdkapital fallen, oder die Eigenkapitalrendite wird sinken. Höhere Kreditzinsen hemmen das Wachstum. Wenn die Banken die Zinsen für Spareinlagen und anderes Fremdkapital senken, dann bekommen sie Schwierigkeiten, sich mit Einlagen und anderem Fremdkapital zu refinanzieren, und können in der Folge weniger Kredite vergeben. Eine niedrigere Eigenkapitalrendite wäre gerechtfertigt, wenn die Banken sicherer werden und die Risiko tragenden Eigenkapitalgeber sich mit einer geringeren Risikoprämie begnügen. In Europa sind jedoch die Profitabilität der Banken und die Eigenkapitalrendite schon sehr niedrig und die Banken müssen zudem eine höhere Eigenkapitalquote bilden. Wenn angesichts einer niedrigen Rendite die Aufstockung des Eigenkapitals schwer möglich ist, dann ist eine höhere Eigenkapitalquote nur mit einer Verringerung der Ausleihungen zu erzielen, was das Wachstum hemmt. In allen Fällen müssen die Kosten der Finanzstabilität korrekt eingepreist werden. Aber man sollte den Preis nicht übertreiben, um nachher nicht mit unnötigen Wachstumsverlusten bezahlen zu müssen. Es ist beides nötig, Stabilität und Wachstum.

Ziel der Regulierung ist es, die Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen zu senken. Manche Ökonomen haben bezweifelt, dass ein Abwicklungsfonds in der Höhe von 1% der garantierten Einlagen ausreichend groß ist. Wenn die Kapazität des SRF nicht ausreicht, müssen die Beiträge erhöht werden. Das hängt davon ab, ob die höhere Sicherheit der Banken die Anzahl der Insolvenzen oder Sanierungen genügend stark reduziert und wie oft die private Verlustbeteiligung ausreicht. Allerdings sind alle Politikänderungen in ihrer Gesamtheit zu berücksichtigen, Basel-Regulierung, Selbstversicherung durch Abwicklungsfonds und die verstärkte Einlagensicherung, die alle vorbeugend wirken. Je nach Wirtschaftsgang könnten allenfalls in der ersten Phase, in der die Aufarbeitung der Altlasten und eine Strukturbereinigung des Bankensektors stattfinden müssen, Belastungen entstehen, da zunächst die gemeinsamen Fonds noch nicht in vollem Umfang zur Verfügung stehen und die nationalen Fonds erst mit Beiträgen aufzufüllen sind. Im Notfall, wenn die Belastung zu groß wird, müssten die betroffenen Staaten den ESM-Rettungsschirm in Anspruch nehmen.

Unter dem Gesichtspunkt der Krisenprävention ist auch die europäische Einlagensicherung zu sehen, die mehrere Ziele verfolgt. Erstens soll sie die enge Verflechtung von Staaten und Banken auflösen, welche in einem Negativkreislauf die Krise der Eurozone eskalieren ließ. Wenn es in einem Land zu einer systemischen Bankenkrise kommt, dann sind die Verluste so hoch, dass das vorfinanzierte Volumen der nationalen Einlagensicherung nicht mehr ausreicht und der Staat einspringen muss. Eine Bankenkrise kann damit eine Staatsschuldenkrise auslösen oder diese verschärfen, wenn der Staat die Einlagensicherung mit seinen Steuereinnahmen garantieren muss. Umgekehrt richtet eine Staatsschuldenkrise mit dem Preisverfall bei Staatsanleihen hohe Verluste bei den Banken an. Auch die

europäische Einlagenversicherung ist Teil der Selbstversicherung des Bankensektors und setzt der Beanspruchung der Staatsfinanzen ein Ende.

Zweitens ermöglicht die gemeinsame Einlagensicherung eine bessere Risikostreuung in Europa. Solange Bankenkrisen unabhängig voneinander auftreten, ist eine Versicherung unter den Mitgliedsstaaten möglich. Wenn in einem Land eine Bankenkrise auftritt, wird es zum Nettoempfänger aus dem gemeinsamen Einlagensicherungsfonds, und die übrigen Länder sind Nettozahler. Dadurch werden die Einkommensverluste im betroffenen Land geringer und die Belastung wird auf alle Mitgliedsstaaten verteilt. Ist die Krise bewältigt und kommt ein anderes Land in Schwierigkeiten, drehen sich die Zahlungsströme wieder um. So können alle Länder über die Zeit große Einkommensschwankungen vermeiden und mehr wirtschaftliche Stabilität erzielen. Allerdings müssen die Versicherungsbeiträge tatsächlich risikoadäquat sein, damit es nicht zu systematischer Quersubventionierung unter den Banken und unkontrollierter Umverteilung zwischen den Mitgliedsstaaten kommt.

Drittens schließlich stärkt eine gemeinsame Lösung das Vertrauen der Sparer in die Einlagensicherung und erhöht die Finanzstabilität. Die Glaubwürdigkeit einer rein nationalen Einlagensicherung hängt davon ab, dass der Staat tatsächlich mit seinen Steuereinnahmen den Einlagenschutz in vollem Umfang garantieren kann. Aber gerade in einer systemischen Finanzkrise sind die Verluste so groß, dass der Staat sehr schnell an die Grenzen der Belastbarkeit kommt und in die Nähe des Staatsbankrotts rückt, womit die Glaubwürdigkeit der Garantie zweifelhaft wird. Der Hauptzweck der Einlagensicherung ist es aber, Bankenstürme und Kapitalflucht zu verhindern. Spekulative Kapitalflucht aus den Krisenländern und ein Rückzug verunsicherter Investoren in die sicheren Häfen des Nordens sind nicht nur für die Finanzstabilität, sondern auch für das Wachstum schädlich. Die Kapitalflucht gefährdet die Existenz der Banken, weil sie die Refinanzierung mit Einlagen und Krediten blockiert, und lässt eine kontrollierbare Krise eskalieren. Ein Rückzug in die sicheren Häfen führt zu künstlich niedrigen Zinsen und Überinvestitionen, die bei normalen Zinsen nicht mehr rentabel sind. In den Krisenländern dagegen finden selbst hochproduktive Investitionen keine Finanzierung mehr. Das mindert die Kapitalproduktivität und das Wachstum in Europa. Indem die Einlagensicherung auf die europäischer Ebene gehoben und damit eine Rückversicherung unter den Mitgliedsstaaten möglich wird, nimmt die Fähigkeit Verluste zu tragen um ein Vielfaches zu. Diese um ein Vielfaches gehärtete Garantie stärkt das Vertrauen der Sparer in den Einlagenschutz und damit die Stabilität der Banken.

Kritiker befürchten, dass wirtschaftlich vorsichtige Länder, die über einen robusten Bankensektor verfügen, mit ihren Beiträgen die gemeinsamen Fonds finanzieren, die hauptsächlich von Ländern mit schwachen Banken beansprucht werden. Und sie fürchten, dass robust aufgestellte Staaten womöglich für die Altlasten der Krisenstaaten zahlen, was erst recht den Willen zu einer schwierigen Korrektur erlahmen lässt. Wenn eine solidarische Umverteilung in der Eurozone gewollt ist, dann soll sie nicht intransparent durch länderweise Quersubventionierung der Bankensektoren stattfinden, mit Verzerrungen des Wettbewerbs

und des Risikoverhaltens der Banken, sondern von Steuerzahler zu Steuerzahler. Wenn die Beiträge nicht versicherungstechnisch fair bemessen sind, wird eine Versicherung tatsächlich zu Quersubventionierung und übermäßig riskanten Aktivitäten bei den begünstigten Banken führen. Um das zu vermeiden, müssen Banken mit riskanteren Aktivitäten und weniger Eigenkapital höhere Versicherungsbeiträge leisten. Das Konzept der Bankenunion sieht daher vor, dass sich die Beiträge am Risikoprofil der Banken[46] orientieren. Je besser es gelingt, in der Beitragsbemessung das Risiko der Banken zu erfassen, desto weniger kann es Quersubventionierung und Umverteilung geben. In der Praxis mag dies nicht in jedem Fall ganz exakt und einwandfrei gelingen. Aber deshalb auf die Gewinne an wirtschaftlicher Sicherheit und Stabilität in Europa zu verzichten, ist wohl eher nicht ratsam.

Die Beiträge sollen nicht nur zwischen den Banken innerhalb eines Landes, sondern auch zwischen den Ländern variieren. In Staaten mit höheren Kredit- und Einlagenrisiken sollten die Banken höhere Prämien zahlen. Das ist aber gerade dann wenig opportun, wenn sich ein Land in der Krise befindet. Das Versicherungsprinzip ohne Umverteilung kann nur funktionieren, wenn die Kreditrisiken nicht systematisch einseitig auf einzelne Staaten verteilt sind. Das ist erst nach Aufarbeitung der Altlasten und breiter Entschuldung bei Kreditnehmern möglich, um Bankrisiken durch notleidende Kredite abzubauen. Das rechtfertigt die schrittweise Vergemeinschaftung der Einlagensicherungs- und Insolvenzfonds. Eine Versicherung kann nur zukünftige, und nicht vergangene Risiken versichern. Daher müssen die Kosten einer Bankenabwicklung, die bereits in der ersten Phase anfallen und ihre Ursache in der Vergangenheit haben, zunächst vom betroffenen Staat finanziert werden, notfalls unter Inanspruchnahme des Rettungsschirms ESM. Im Laufe der Zeit werden die Altlasten abgebaut, so dass die neuen Kosten immer weniger von den nationalen Fonds und zunehmend aus dem gemeinsamen Insolvenzfonds finanziert werden.

Die Bankenunion kann dazu beitragen, den Teufelskreis zwischen Banken und Staaten zu unterbrechen. Dem steht entgegen, dass Staatsanleihen bei der Berechnung des Eigenkapitals nach Basel III effektiv mit einem Risikogewicht von 0% zählen, während Firmenkredite zu 100% eingehen. Entgegen den Erfahrungen der Eurokrise werden sie als absolut sicher eingestuft, griechische genauso wie deutsche. Die bevorzugte Behandlung der Staatsschulden könnte für die Kreditverknappung in den Krisenländern mit verantwortlich sein. Gerade dort haben die Banken große Probleme mit der Erfüllung der Eigenmittelstandards. Sie investieren daher gerne in heimische Staatsanleihen, da diese wegen der hohen Risikoprämie eine hohe Rendite versprechen, aber bei der Berechnung des notwendigen Eigenkapitals als sicher gelten und nicht mitzählen. Es wäre empfehlenswert, Staatsschulden mit ihrem tatsächlichen Risiko in der Berechnung der Eigenmittelstandards anzusetzen.

[46] Siehe Verordnung 806/2014 EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juli 2014, Art. 70 Abs. 2.

### 4.2.4 Der nächste Schritt: Kapitalmarktunion

Banken und Kapitalmärkte sind auf unterschiedliche Aufgaben spezialisiert und komplementär zueinander. Im Vergleich zu den U.S.A. ist die europäische Wirtschaft übermäßig stark von Bankkrediten abhängig, während die Märkte für risikotragendes Eigenkapital und Anleihen nur eine untergeordnete Bedeutung haben, in Österreich sehr viel mehr als in anderen Ländern Europas. Um zur Ergänzung des Bankensektors die Kapitalmarktfinanzierung auszubauen und den gemeinsamen europäischen Kapitalmarkt zu vertiefen, hat die europäische Kommission eine neue Initiative gestartet, nämlich die Entwicklung einer „Kapitalmarktunion" (Europäische Kommission, 2015a, b).[47]

Im Wesentlichen verfolgt die Kapitalmarktunion drei Ziele. Erstens soll ein einheitlicher und stärker integrierter europäischer Kapitalmarkt geschaffen werden, um Hindernisse für den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr abzubauen, den Wettbewerb zu verstärken, ein besseres Menu von Anlage- und Finanzierungsmöglichkeiten für Haushalte und Unternehmen zu schaffen und damit Kapitalallokation und Wachstum in Europa zu verbessern. Zweitens sollen der Zugang zu risikotragendem Eigenkapital über Börsen, Beteiligungsgesellschaften und Finanzdienstleister verbessert und neben Bankkrediten alternative Finanzierungswege aufgetan werden. Eigenkapital bestimmt die Finanzierungskapazität und Schuldentragfähigkeit der Unternehmen. Der Abbau der Überschuldung im Bankensektor und in der Realwirtschaft soll wachstumsverträglich mit mehr Eigenkapital anstatt weniger Fremdkapital erfolgen, um die Finanzierung der Investitionen aufrecht zu erhalten und eine langanhaltende Investitionsschwäche zu vermeiden. Schließlich soll eine stärkere grenzüberschreitende Verflechtung von Kapitalmärkten und Banken eine bessere Risikoteilung zwischen den Staaten Europas bewirken und damit die konjunkturellen Schwankungen dämpfen, um mehr Einkommens- und Beschäftigungssicherheit zu schaffen. Nachdem die Bankenunion auf dem Weg ist, ist die Kapitalmarktunion der logische nächste Schritt.

## 4.3 Besteuerung

Anstelle regulatorischer Vorgaben können auch spezifische Lenkungssteuern Fehlentscheidungen korrigieren und Marktstörungen beseitigen. Diese treten auf, wenn Unternehmen nur einen Teil der Kosten (oder Erträge) berücksichtigen. Lenkungssteuern haben daher einen positiven Zweck jenseits der Einnahmenerzielung, indem sie externe Kosten nach dem Verursacherprinzip anlasten und private Entscheidungen so beeinflussen, dass sie zu einem besseren Ergebnis für die Gesellschaft führen. Im Finanzsektor geht es darum, dass Banken und Investoren zu hohe Risiken eingehen, wenn im Erfolgsfall hohe Erträge möglich sind, aber im Falle einer Insolvenz ein Teil der Kosten auf die Steuerzahler abgewälzt wird (externe Kosten). Spezielle Steuern wie z.B. Banken- und

[47] Vgl. dazu Anderson u.a. (2015), Sachverständigenrat (2015), Veron und Wolff (2015) und Veron (2014).

Finanztransaktionssteuern sollen solche externen Kosten den Verursachern anlasten und die Finanzakteure zu einem weniger riskanten Verhalten anhalten. Da ihr Ziel die Korrektur des privaten Verhaltens ist, haben sie nur eine Berechtigung, wenn ein Lenkungseffekt vorliegt und die Korrektur nicht bereits mit Regulierung erfolgt.

Zusätzlich unterliegen Banken und Versicherungen wie alle anderen Unternehmen auch der Körperschaftssteuer. Die steuerliche Bevorzugung des Fremdkapitals stellt hier die wohl schwerwiegendste Beeinträchtigung für die Finanzstabilität dar. Denn sie trägt erheblich zur Überschuldung sowohl von Unternehmen als auch von Banken bei, wie Abschnitt 3.2.3 anhand der empirischen Evidenz dokumentiert. Die Tendenz zur Überschuldung erhöht die Krisenanfälligkeit von Realwirtschaft und Finanzsystem. Dadurch steigen in der Rezession die Insolvenzen und notleidenden Kredite sehr viel stärker. Da der steuerliche Fehlanreiz auch die Überschuldung von Banken fördert, wirkt sich ein Anstieg notleidender Kredite umso verhängnisvoller aus und hat in der Vergangenheit hohe Kosten verursacht.

### 4.3.1 Lenkungssteuern für den Finanzsektor

Eine weit verbreitete Forderung ist, dass der Finanzsektor mit speziellen Bankensteuern mithelfen müsse, die fiskalischen Kosten der Finanzkrise wieder abzutragen. Nach ökonomischen Kriterien sollen spezielle Lenkungssteuern wie z.B. die Stabilitätsabgabe oder die Finanztransaktionssteuer dazu beitragen, eine Marktstörung im Hinblick auf das Eingehen nicht gerechtfertigter Risiken zu korrigieren und den Finanzsektor sicherer zu machen. Jedoch war ein ‚fairer und substanzieller Beitrag des Finanzsektors' auch ein zentrales Motiv für die Regierungen der G-20, als sie 2009 den Internationalen Währungsfonds mit einem Bericht zur Besteuerung des Finanzsektors beauftragten. Dieser Bericht (IMF, 2010) analysiert verschiedene Lenkungssteuern mit den Hauptzielen eines Beitrags des Finanzsektors zu den Krisenkosten sowie der Internalisierung externer fiskalischer Kosten, um die Finanzstabilität zu erhöhen. Die folgenden Abschnitte stellen zwei Steuern, welche in zahlreichen Ländern bereits eingeführt wurden bzw. in Umsetzung sind, näher vor: die Stabilitätsabgabe und die Finanztransaktionssteuer.

**Stabilitätsabgabe:** Die Bankensteuer oder Stabilitätsabgabe ist eine Steuer auf die Verbindlichkeiten der Banken. Ihr Zweck ist es, die auf die Allgemeinheit abgewälzten, externen Kosten der Kreditvergabe den Banken nach dem Verursacherprinzip anzulasten. Diese Kosten entstehen, indem (implizite) Staatsgarantien für systemrelevante Banken einen Finanzierungsvorteil schaffen, der zu Fehlanreizen wie übermäßiger Verschuldung und riskanter Kreditvergabe und Anlagepolitik führt und so die Finanzstabilität schwächt. Der IWF (2010) schätzt diesen Finanzierungsvorteil auf durchschnittlich 20 Basispunkte, Acharya u.a. (2016) zeigen, dass er in Krisen wesentlich höher sein kann. Durch eine Steuer auf Verbindlichkeiten sollen diese Fehlanreize korrigiert und Fremdkapitalfinanzierung weniger attraktiv gemacht werden. Die Höhe der Steuer ist so anzusetzen, dass der auf die Allgemeinheit abgewälzte Schaden gerade abgedeckt wird und der Steuerzahler für die

Kosten der impliziten Staatsgarantie kompensiert wird. Der Zweck einer Lenkungssteuer liegt aber nicht in der Einnahmenerzielung, auch wenn dies ein nützlicher Nebeneffekt sein mag. Die allein zulässige Begründung liegt im Lenkungszweck. Wenn dieser nicht gegeben ist, dann sind die Staatsaufgaben besser, d.h. mit weniger wohlfahrtsschädlichen Nebenwirkungen, aus dem allgemeinen Steuersystem zu finanzieren.

Seit 2009 führten 15 EU-Staaten, darunter Deutschland, Großbritannien, Frankreich und Österreich, eine Bankensteuer ein. Tabelle 3 fasst diese in ausgewählten Ländern zusammen. Die Bemessungsgrundlage sind in der Regel die Verbindlichkeiten, wobei bestimmte Finanzierungen wie gesicherte Einlagen von der Steuer ausgenommen sind. Für diese leisten die Banken bereits Versicherungsprämien an die Entschädigungsfonds. Die Steuersätze sind fix oder variieren je nach Höhe (z.B. Deutschland, Österreich) oder Laufzeit der Verbindlichkeiten (z.B. Großbritannien, Niederlande). Kleine Banken sind in zahlreichen Ländern durch einen Freibetrag von der Steuer ausgenommen. Dies kann mit der fehlenden impliziten Staatsgarantie für nicht systemrelevante Banken begründet werden.

*Tabelle 3: Bankensteuern im europäischen Vergleich*

| | **Steuerbasis** | **Steuersätze** | **Abzüge und Begrenzungen** |
|---|---|---|---|
| **Österreich**<br>*Eingeführt am 1.1.2011* | Bilanzsumme | < EUR 20 Mrd.: 0.09%<br>> EUR 20 Mrd.: 0.11% | Eigenkapital und Reserven, gesicherte Einlagen,<br>Freibetrag EUR 1 Mrd.,<br>2012-2017: Aufschlag 45% |
| **Deutschland**<br>*Eingeführt am 1.1.2011* | Gesamte Verbindlichkeiten,<br>Derivate | < EUR 10 Mrd.: 0.02%<br>EUR 10 -100 Mrd.: 0.03%<br>EUR 100 -200 Mrd.: 0.04%<br>EUR 200 -300 Mrd.: 0.05%<br>>EUR 300 Mrd.: 0.06%<br>Derivate: 0.0003% | Eigenkapital und Reserven, Einlagen<br>Freibetrag EUR 300 Mio.,<br>Höchstbetrag der Steuer: 20% des Jahresergebnisses; im Verlustfall: Mindestbetrag von 5% der ermittelten Bankensteuer |
| **Frankreich**<br>*Eingeführt am 1.1.2011* | Regulatorisches Mindestkapital | 0.5% | Freibetrag EUR 500 Mio. |
| **Niederlande**<br>*Eingeführt am 1.10.2012* | Bilanzsumme | 0.022% für kurzfr. Verbindlichkeiten<br>0.011% für langfr. Verbindlichkeiten | Eigenkapital (Tier 1+2), gesicherte Einlagen,<br>Freibetrag EUR 20 Mrd. |
| **Ungarn**<br>*Eingeführt am 27.9.2010* | Bilanzsumme | < HUF 50 Mrd. (~EUR 165 Mio.): 0.15%,<br>>HUF 15 Mrd.: 0.53% | Interbankenkredite, Wertpapiere von und bestimmte Kredite an Finanzunternehmen |
| **Großbritannien**<br>*Eingeführt am 1.1.2011* | Gesamte Verbindlichkeiten | 0.142% für kurzfr. Verbindlichkeiten,<br>0.071% für langfr. Verbindlichkeiten und übriges Eigenkapital | Eigenkapital (nur Tier 1), gesicherte Einlagen, sichere liquide Anlagen,<br>Freibetrag GBP 20 Mrd. |

Quelle: Devereux u.a. (2015), Anhang. Österreich: Abgabenänderungsgesetz 2014, Erläuterungen

In Österreich wird die Stabilitätsabgabe auf die Bankverbindlichkeiten mit Ausnahme der gesicherten Spareinlagen erhoben. Der Freibetrag liegt bei 1 Mrd. Euro, sodass Banken mit

geringeren steuerbaren Verbindlichkeiten ausgenommen sind. Die Steuersätze sind progressiv und wurden jüngst angehoben (von 0.055% auf 0.09% bzw. von 0.085% auf 0.11%), dafür wurde die Besteuerung des Derivatgeschäfts aufgegeben, da sich dies als schwierig erwies.[48] Zudem wird bis 2017 eine Sonderabgabe in Höhe von 45% auf die Stabilitätsabgabe erhoben. Ein zentrales Problem der österreichischen Bankensteuer war anfänglich, dass bis 2013 die Bankbilanz des Jahres 2010 als Steuerbasis herangezogen wurde; erst danach folgt die Umstellung auf die Vorjahresbilanz. Dadurch war der Lenkungseffekt hin zu mehr Eigenkapital sehr schwach, da ein höherer Eigenkapitalanteil die Steuerlast zumindest vorerst nicht verringerte.

Österreichs Banken sind z.B. im Vergleich zu Deutschland stark von der Steuer belastet. Die Sätze sind einschließlich der Sonderabgabe wesentlich höher und die Bemessungsgrundlage ist schmäler als in Deutschland, wo alle Spareinlagen ausgenommen sind (siehe Tabelle 3). Die Mehrbelastung wird offensichtlich, wenn man die Steuereinnahmen vergleicht: 2014 erzielte die Bankensteuer Einnahmen von 586 Mio. Euro in Österreich und 516 Mio. Euro im zehn Mal so großen Deutschland (vgl. Budgetdienst, 2015; FMSA, 2014). Schließlich sind in Österreich größere Banken überproportional stark belastet. Gerade jene sind oft in Osteuropa tätig und tragen dort z.B. die hohe ungarische Bankensteuer.

Die Lenkungseffekte der Bankensteuer wurden von Devereux u.a. (2015) daraufhin untersucht, wie die Steuer Kapitalstruktur und Risikoverhalten von Banken beeinflusst. Die Evidenz für 2‘754 Banken aus 27 EU-Staaten für den Zeitraum 2004-2012 zeigt, dass eine spezielle Bankensteuer die regulatorische Eigenkapitalquote (regulatorisches Eigenkapital / risikogewichtete Aktiva) um ca. sechs Prozent erhöht. Die normale Eigenkapitalquote steigt sogar um 14 Prozent. Für Österreich zeigen Devereux u.a. (2015) aber, dass der Lenkungseffekt hin zu mehr Eigenkapital wohl aufgrund der anfangs starr auf das Jahr 2010 festgelegten Bemessungsgrundlage weitgehend ausblieb. Allerdings erhöht die Bankensteuer auch das Risiko des Bankenportfolios gemessen anhand des durchschnittlichen Risikogewichts, welches um sieben Prozent steigt. Indem die Bankensteuer das Eigenkapital erhöht, können Banken unter den gegenwärtigen Kapitalvorschriften ihre risikogewichteten Aktiva vergrößern, das heißt, entweder zusätzliche oder riskantere Kredite vergeben.

**Finanztransaktionssteuer:** In einigen Europäischen Staaten wird derzeit die Einführung einer Steuer auf Finanztransaktionen diskutiert. Damit werden zwei Ziele verfolgt. Erstens sollen kurzfristige Spekulation weniger attraktiv gemacht werden. Dies sollte das Risiko von Preisblasen auf den Wertpapiermärkten und die Volatilität der Marktpreise verringern. Das Volumen der Finanztransaktionen stieg z.B. zwischen 1995 und 2007 vom 25fachen auf das 70fache des weltweiten BIP, wofür vor allem das Wachstum der Derivatemärkte verantwortlich war (Matheson, 2011, S. 19). Zweitens soll der Finanzsektor dadurch einen

[48] Vgl. Erläuterungen zum Abgabenänderungsgesetz 2014.

Beitrag zur Deckung der Krisenkosten leisten. Aufgrund der breiten Bemessungsgrundlage kann bereits mit niedrigen Steuersätzen ein erhebliches Aufkommen erzielt werden.

In Ländern wie Großbritannien, Schweiz und Brasilien existieren bereits seit längerem Varianten einer Finanztransaktionssteuer (siehe Matheson, 2011, S. 8). Allerdings sind meist nur einzelne Wertpapierkategorien betroffen und das Steueraufkommen ist niedrig. Erst nach der Finanzkrise rückte diese Steuer vermehrt ins Zentrum. Der Bericht des Internationalen Währungsfonds (2010) untersuchte auch die Finanztransaktionssteuer. Sie wurde jedoch als weniger geeignet gesehen, um die Finanzstabilität zu verbessern und die Krisenkosten anzulasten. Denn das Transaktionsvolumen stellt ein eher schlechtes Maß für die Finanzierungsvorteile von Banken aufgrund impliziter Staatsgarantien dar, die es zu kompensieren gilt. Die zentrale Ursache mangelnder Finanzstabilität sind nicht die kurzfristige Spekulation, sondern die Überschuldung der Banken, die Ansteckungsgefahren etwa über Interbankkredite, und ihre Systemrelevanz.

Dennoch einigten sich 2012 elf EU Staaten, darunter Österreich, Deutschland, Italien und Frankreich, prinzipiell auf die Einführung der Steuer. Die endgültige Entscheidung soll 2016 fallen. Der Vorschlag der EU-Kommission[49] sieht eine Finanztransaktionssteuer von 0.1% des Marktpreises auf Aktien- und Anleihenhandel und 0.01% auf andere Produkte (z.B. Derivate) vor. Die Steuer geht zulasten der Käufer und Verkäufer (der kombinierte Steuersatz beträgt also 0.2% bzw. 0.02%), sofern es sich dabei um Finanzinstitute, Fonds, oder Vermögensverwalter handelt. Sie ist breit gefasst: Sowohl der Börsenhandel als auch der außerbörsliche Handel fallen darunter, während Neuemissionen ausgenommen sind. Die Steuer wird fällig, sobald eine am Geschäft beteiligte Partei ihren Sitz in einem EU-Staat mit einer Finanztransaktionssteuer hat oder das Finanzprodukt dort herausgegeben wurde. Dies erschwert die Steuervermeidung. Es werden Einnahmen von 0.35 bis 0.5% des BIP erwartet.

Die Finanztransaktionssteuer kann einerseits kurzfristige Spekulation eindämmen. Die empirischen Ergebnisse zeigen relativ klar, dass eine Transaktionssteuer - oder allgemein höhere Transaktionskosten - das Handelsvolumen verringern (siehe z.B. Umlauf, 1993; Becchetti u.a., 2014). Um ein Prozent höhere Transaktionskosten reduzieren das Volumen um 0.5 bis 1.7 Prozent (siehe Matheson, 2011, S. 17). Allerdings bleibt offen, inwieweit die Steuer tatsächlich zu einer geringeren Volatilität der Wertpapierpreise führt. Zum einen wird das Risiko einer Preisblase vermindert, zum anderen ist der Markt weniger liquide, sodass einzelne Transaktionen zu stärkeren Preisausschlägen führen. Die empirische Evidenz dazu ist nicht eindeutig.[50] Bierbrauer (2014) betont zudem, dass die geringere Liquidität höhere Verluste bei Notverkäufen von Wertpapieren angeschlagener Banken (Fire Sales) verursachen kann, sodass die Kosten einer Bankenrettung steigen. Andererseits kann die Finanztransaktionssteuer die Bereitstellung von Risikokapital beeinträchtigen, die

[49] Siehe Europäische Kommission (2013)

[50] Becchetti u.a. (2014) finden z. B. für Frankreich einen signifikant negativen Effekt der Steuer auf die Volatilität der Aktienpreise, während Umlauf (1993) und Baltagi u.a. (2006) für Schweden und China Gegenteiliges feststellen.

Kapitalkosten von Unternehmen erhöhen und ihre Investitionen verteuern. Da für den Besitzer eines Wertpapiers bei dessen Verkauf zusätzliche Kosten anfallen, senkt die Transaktionssteuer die Wertpapierpreise und erhöht dadurch die Finanzierungskosten von Unternehmen. Matheson (2011) zeigt, dass dieser Effekt vor allem bei kurz- und mittelfristiger Haltedauer ausgeprägt ist. Ein Steuersatz von 0.1% z.B. verringert den Preis um 11.7%, wenn ein Wertpapier drei Monate gehalten wird, aber nur um 1.1% bei einer Haltedauer von drei Jahren.

Eine wichtige Frage ist schließlich die internationale Koordination. Beispiele zeigen, dass es zwar für einzelne Länder möglich ist, eine Finanztransaktionssteuer zu erheben. Jedoch ist in diesem Fall die Steuerbelastung gering. Oft konnten sich diese Länder bereits als internationale Finanzzentren etablieren (z.B. Großbritannien, Schweiz, Singapur, Hong Kong), und müssen daher weniger einen Kapitalabfluss befürchten. In anderen Fällen birgt eine unilateral oder nur in wenigen Ländern eingeführte, umfassende Finanztransaktionssteuer das Risiko einer Verlagerung des Wertpapierhandels in andere Länder (siehe z.B. Umlauf, 1993, für Schweden und Chou und Wang, 2006, für Taiwan). Der Finanzplatz Österreich ist kein internationales Finanzzentrum und der Kapitalmarkt spielt eine vergleichsweise geringe Rolle. Eine Finanztransaktionssteuer in Österreich allein wäre daher leicht zu umgehen und stünde den Bemühungen, den Kapitalmarkt zu stärken, entgegen. Eine solche Steuer scheint höchstens als Teil einer geschlossenen europäischen Lösung vorstellbar, und würde auch in diesem Fall die Entwicklung des heimischen Kapitalmarkts erschweren.

### 4.3.2 Wer trägt die Steuern?

Die Banken und ihre Eigentümer zahlen Steuern auf die Gewinne wie andere Unternehmen. Daneben gibt es steuerliche und regulatorische Sonderbelastungen des Bankensektors wie die Beiträge zu den aufzubauenden Insolvenzfonds und die Stabilitätsabgabe. Zusätzlich wird eine Finanztransaktionssteuer diskutiert. Dadurch entsteht eine erhebliche Mehrbelastung für Österreichs Banken, die grob geschätzt rund EUR 1 Mrd. jährlich betragen dürfte.[51] Die Mehrbelastung ist kritisch, da die Banken – besonders die Großbanken, die vergleichsweise schwach kapitalisiert, aber von der Stabilitätsabgabe stark betroffen sind - im Rahmen von Basel III ihr Eigenkapital erhöhen müssen. Nicht mitgezählt sind die zusätzlichen Berichts- und Kontrollkosten (Compliance Kosten), um die Erfüllung der komplexen regulatorischen Vorschriften zu dokumentieren. Und sie operieren in einem Niedrigzinsumfeld, was ihre Profitabilität zusätzlich beeinträchtigt. Die Einbehaltung von Gewinnen ist der günstigste Weg, neues Eigenkapital zu bilden, und benötigt einen längeren Zeitraum. Die kumulativen Belastungen erschweren deshalb die Bildung neuen Eigenkapitals.

[51] Aufkommen Bankensteuer derzeit ca. EUR 590 Mio., Beiträge an den Abwicklungsfonds SRF ca. EUR 200 Mio. jährlich (12.5% des Gesamtbeitrags über 8 Jahre), Beitrag Einlagensicherung EUR 270 Mio. nach Kopp u.a. (2010) mit niedrigerer Dotierung (0.8% statt 1.5% der gesicherten Einlagen).

Man kann sechs Wege ausmachen, wie die Banken diese Belastungen erwirtschaften können: (i) Senkung der Einlagezinsen. Da ist jedoch wegen der extrem niedrigen Zinsen der Spielraum in naher Zukunft ausgereizt; (ii) Geringere Eigenkapitalrenditen. Allerdings sind Zinsspanne und Profitabilität von Banken in Österreich aufgrund der hohen Wettbewerbsintensität vergleichsweise gering (siehe Abschnitt 2). Zudem sind angemessene Renditen notwendig, um Eigenkapital von Investoren zu erhalten. Der Aufbau des Eigenkapitals wird außerdem durch das Steuersystem behindert, das mit der Abzugsfähigkeit von Zinsen die Fremdfinanzierung verbilligt und Eigenkapital verteuert; (iii) Produktivitätssteigerungen im Bankensektor. Das hat bereits zu Anpassungen wie z.B. Zusammenlegung kleiner Banken, Schließung von Filialen, Internetbanking etc. geführt, jedoch besteht ein Spielraum für weitere Verbesserungen. So gibt es in Österreich eine Vielzahl besonders kleiner Banken und die Anzahl der Bankfilialen und Mitarbeiter im Verhältnis zur Einwohnerzahl ist eine der höchsten in der Eurozone (vgl., IMF, 2013a, S. 20-21); (iv) Höhere Kreditzinsen und Gebühren für Bankleistungen, die Unternehmen und Haushalte belasten; (v) Höhere Erträge durch mehr Risiko. Nachdem riskantere Anlagen einen höheren erwarteten Ertrag versprechen, könnten Banken versucht sein, verstärkt in solche Geschäftsfelder vorzustoßen, um die erforderlichen Renditen noch zu erwirtschaften. Das würde aber der Absicht, mit schärferen Regulierungen und Lenkungssteuern den Finanzsektor sicherer zu machen, diametral widersprechen; und (vi) Verlagerung der Geschäftstätigkeit in Länder mit niedrigeren (Steuer-)Belastungen.

Die Frage der Steuerüberwälzung ist empirisch untersucht worden. Ergebnisse zu Bankensteuern sind aber selten, da bis Dato nur wenige Beobachtungen vorliegen. Für Österreich stellt das IHS (2012) noch wenig Anzeichen für eine Überwälzung fest. Die vergleichsweise hohe Wettbewerbsintensität österreichischer Banken verhindert eine kurzfristige Veränderung von Zinsspannen. Auch für Deutschland stellen Buch u.a. (2014a) zunächst kaum einen allgemeinen Effekt auf Zinssätze und Kreditvergabe fest. Sie ermitteln jedoch eine signifikante Überwälzung bei Banken mit höherem Marktanteil (Proxy für Marktmacht) oder bei Banken mit größerer Bilanzsumme, die aufgrund der gestaffelten Sätze von einer höheren Steuerlast betroffen sind. Für Ungarn zeigen Capelle-Blancard und Havrylchyk (2013), dass vor allem Kreditnehmer von Überwälzungen betroffen sind, welche einen laufenden Kredit bei der Bank haben und daher kaum ausweichen können. Die Zinserhöhungen, welche der Bankenabgabe zugerechnet werden, betragen bei Hypotheken zwischen 0.57 und 1.08 und bei Konsumkrediten 1.29 Prozentpunkte.

Auch die empirischen Ergebnisse zur Überwälzung der Körperschaftssteuer bei Banken sind bezüglich der zu erwartenden Auswirkungen der Bankensteuer aufschlussreich. Nach Demirgüç-Kunt und Huizinga (1999) findet eine vollständige Überwälzung statt, wobei der Effekt in reichen Ländern schwächer ist. Albertazzi und Gambacorta (2010) zeigen, dass die Steuer zu geringerem Kreditvolumen und höheren Kreditzinsen führt, stellen aber kaum einen Effekt auf den Markt für Spareinlagen fest. Demnach können Banken bis zu 90% der

Steuerlast auf die Kreditnehmer überwälzen. Ein Anstieg des Körperschaftssteuersatzes um 10 Prozentpunkte würde die Zinsspanne um 70 Basispunkte erhöhen. Dagegen gibt es keinen signifikanten Effekt auf den Einlagezins. Chiorazzo und Milani (2011) schätzen für europäische Banken eine Überwälzung von kurzfristig 45% und langfristig bis zu 80% der Steuerlast. Capelle-Blancard und Havrylchyk (2014) finden hingegen wenig Evidenz für eine Überwälzung. Als Grund für dieses abweichende Ergebnis nennen sie die Endogenität bzw. Fehlspezifikation des Maßes für die Steuerbelastung in oft verwendeten Regressionen.

Insgesamt deutet die Evidenz darauf hin, dass Banken die Steuerlast zumindest teilweise auf die Kunden und besonders auf Kreditnehmer überwälzen müssen, um ihre Profitabilität zu erhalten. In Österreich hängt die Realwirtschaft stark von Bankkrediten ab. Eine Überwälzung dürfte deshalb die KMUs stark treffen. Zudem ist die kumulative Belastung der Banken erheblich. Andererseits ist der Bankenwettbewerb vergleichsweise intensiv (siehe Abschnitt 2.4), was die Möglichkeit einer Steuerüberwälzung wiederum einschränkt.

Wie die Stabilitätsabgabe das Risiko im Bankensektor beeinflusst, hängt nicht nur von ihrem Effekt auf Verschuldung und risikogewichtete Aktiva, sondern auch von einer möglichen Überwälzung ab. Wenn die Steuer dauerhaft von den Banken getragen wird, reduziert sie deren zukünftige Gewinne. Diese haben einen großen Einfluss auf die Risikoentscheidung der Bank. Höhere zukünftige Gewinne machen das Scheitern und damit das Eingehen großer Risiken für deren Eigentümer teuer. Deshalb ist die Risikostrategie einer Bank mit Aussicht auf hohe Gewinne tendenziell vorsichtiger, um diese auch tatsächlich erzielen zu können (vgl. z.B. Hellmann u.a., 2000, für das theoretische Argument). Andererseits ist im Fall einer Überwälzung auf Kreditnehmer denkbar, dass Steuern das Risiko in der Realwirtschaft steigern. Stiglitz und Weiss (1981) zeigen, dass bei asymmetrischer Information zwischen Bank und Schuldner höhere Kreditzinsen zu einer schlechteren Qualität von Investitionsprojekten führen. Denn für Unternehmen mit sicheren, aber weniger rentablen Projekten sind Investitionen bei höheren Kreditzinsen nicht mehr profitabel, wohingegen riskante Projekte dank einer hohen Rendite im Erfolgsfall profitabel bleiben. Der Zinsanstieg führt im Aggregat zu einer risikoerhöhenden Negativauswahl von Investitionsprojekten. Ob die Steuer das Bankenrisiko tatsächlich reduzieren kann, hängt folglich von ihrer Ausgestaltung (d.h., bietet sie einen Anreiz für mehr Eigenkapital der Banken?), dem regulatorischen Rahmen und den Überwälzungsmöglichkeiten ab.

Unabhängig von diesen nachteiligen Verhaltensanpassungen dürfte eine Bankensteuer, die an Bestandsgrößen wie Fremdkapital anknüpft, auch auf einem anderen Weg das Bankenrisiko steigern. Bestandsgrößen ändern sich im Konjunkturverlauf nur sehr träge, während Gewinne stark schwanken. Damit wirkt die Steuer prozyklisch: Im Boom, wenn die Banken die Steuer leicht zahlen könnten, macht die Steuerschuld nur einen geringen Anteil der Gewinne aus. In der Rezession, wenn die Gewinne einbrechen oder Verluste auftreten, muss immer noch eine ähnlich hohe Steuer geleistet werden. Die Steuer verschärft die Konjunkturschwankungen und kehrt die Stabilisierungsaufgabe des Staates in ihr Gegenteil

um. Letzten Endes wird so auch der Grundsatz einer Besteuerung nach dem Leistungsfähigkeitsprinzip auf den Kopf gestellt. Wenn Banken und ihre Eigentümer die wirtschaftliche Belastung leicht tragen könnten, ist die Steuer gering, wenn sie in Nöten sind, schlägt sie besonders stark zu. Die richtigen Steuern sind daher die Körperschafts- und die Kapitalertragssteuer, die proportional zum tatsächlich erzielten Gewinn anfallen. Wesentlich wirksamer als mit einer Stabilitätsabgabe könnten die Risiken im Banken- und Finanzsektor abgebaut werden, indem die steuerliche Diskriminierung des Eigenkapitals beseitigt und die Finanzierungsneutralität der Körperschaftssteuer sichergestellt wird.

Schließlich könnten Banken in andere Länder mit geringen oder gar keinen Bankensteuern abwandern. Allerdings dürfte sich der Anreiz dadurch abschwächen, dass trotz Verlagerung des Headquarters ins Ausland die Bankensteuer bei den in Österreich verbleibenden Niederlassungen nach wie vor anfällt. Banken könnten der Steuer aber ausweichen, indem sie Teile des Geschäfts über Niederlassungen im Ausland abwickeln (z.B. Betreuung von Großkunden, Wertpapierhandel usw.).

### 4.3.3 Lenkungssteuern versus Regulierung

Die Regulierung des Kapitalmarktes und der Banken, um übermäßigen wirtschaftlichen Schwankungen und neuen Finanzkrisen vorzubeugen, ist eine wichtige Staatsaufgabe. Bisher haben zumindest die großen Finanzinstitute eine „implizite Staatsgarantie“ genossen, mit erheblichen Risiken für die öffentlichen Finanzen. Im Zuge der Finanzkrise hat sich in der Politik ein Konsens herausgebildet, dass diese Kosten dem Finanzsektor angelastet werden sollen. Es ist richtig, dass die Kreditzinsen und Bankgebühren sämtliche Kosten der Finanzintermediation enthalten müssen, damit es zu volkswirtschaftlich richtigen Investitionsentscheiden kommt. Es gilt jedoch, das richtige Maß zu wahren.

Es stehen prinzipiell zwei Instrumente zur Verfügung: Regulierung und Lenkungssteuern. Die Steuerpolitik sollte grundsätzlich alle Branchen gleich behandeln und wettbewerbsneutral sein. Steuern auf einzelne Branchen brauchen eine spezielle Begründung: Im Fall der Bankenabgabe ist dies der Lenkungseffekt, um eine vorsichtigere Geschäftspolitik zu begünstigen und neuen Krisen vorzubeugen. Sie kann auch als Entgelt für die implizite Staatsgarantie gerechtfertigt werden, um den Verursachern die Insolvenzkosten anzulasten. Bei der Finanztransaktionssteuer steht ebenfalls der Lenkungseffekt im Vordergrund, wobei weniger klar ist, ob die Steuer tatsächlich die Finanzmärkte stabilisiert. Wenn der korrigierende Lenkungseffekt zweifelhaft ist, ist es volkswirtschaftlich besser, darauf zu verzichten und alle Branchen steuerlich gleich zu behandeln.

Kommende Herausforderungen für die österreichische Wirtschaftspolitik werden die neuen Basel-Regulierungen und die Implementierung der Bankenunion sein. Damit soll die implizite Staatsgarantie über zwei Wege abgelöst werden: (i) höhere Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen nach Basel III und (ii) Selbstversicherung der Banken durch Errichtung von Abwicklungs- und Einlagensicherungsfonds im Rahmen der Bankenunion.

Damit entfällt auch der Grund für eine spezielle Belastung des Bankensektors. Es macht wenig Sinn, ein Marktversagen, das mit neuer Regulierung und Selbstversicherung behoben wird, ein zweites Mal mit Lenkungssteuern zu reparieren. Die Implementierung von Basel und der Bankenunion erfordert daher ein Ausstiegsszenario für die Bankenabgabe oder zumindest einen Abzug der Bankbeiträge zu den Abwicklungsfonds von der Steuerlast.[52] Gelingt der Ausstieg nicht, entsteht eine Mehrfachbelastung durch verschärfte Regulierung, Beiträge zu den Abwicklungs- und Einlagensicherungsfonds und die Stabilitätsabgabe. Allein der Aufbau der Fonds und die Bankensteuer dürften Österreichs Banken grob geschätzt mit bis zu EUR 1 Mrd. jährlich belasten. Dabei besteht die Gefahr, dass die Banken die zusätzlichen Kosten auf Kreditnehmer überwälzen und die Entschuldung über eine Einschränkung der Kreditvergabe mit der möglichen Folge einer Kreditklemme bewältigen. Das wäre ein sehr negatives Szenario für die Wachstumsaussichten der heimischen Wirtschaft, zumal diese übermäßig von Bankenfinanzierung abhängig ist.

Als Argument für die Fortführung der Bankenabgabe wird in der Öffentlichkeit immer wieder vorgebracht, dass Banken für die fiskalischen Kosten der Finanzkrise zahlen sollen. Dabei gilt es zwei Argumente zu beachten. Erstens zahlen es die Falschen. Jene Banken, welche die Krise überstanden haben, zahlen die Kosten ihrer Rekapitalisierung, sofern diese überhaupt notwendig war, ohnehin zurück, sodass dem Staat daraus kein finanzieller Schaden entsteht. Jene Banken, die den Schaden verursacht haben und daher zahlen müssten wie z.B. die Hypo Alpe Adria, sind massiv geschrumpft, werden abgewickelt und können gar nicht zahlen. Zweitens ist das Argument vergangenheitsbezogen und verhindert, dass der Finanzsektor seinen Beitrag leisten kann, um aus der Krise nachhaltig herauszuwachsen. Eine kumulative Belastung perpetuiert die Krise und erzeugt neuerliche Instabilität, weil dadurch nicht genügend Gewinne entstehen, um mehr Eigenkapital zu bilden, ohne die Kreditvergabe einschränken zu müssen.

[52] Der jüngste Entschluss der Regierung zur starken Reduktion der Stabilitätsabgabe ist daher logisch und konsequent.

# 5 Ein Finanzplatzkonzept für Österreich

Welche Reformen sind notwendig, damit der Finanzplatz Österreich sein Potential besser ausschöpfen und zu mehr Wachstum und wirtschaftlicher Stabilität beitragen kann? Ein Finanzplatzkonzept soll rechtliche, regulatorische und steuerliche Rahmenbedingungen entwickeln, damit der Wettbewerb und die individuellen Entscheidungen in der Finanz- und Realwirtschaft neben dem privaten gleichzeitig auch dem gesamtwirtschaftlichen Interesse dienen. Damit das möglich ist, müssen alle für die Gesellschaft relevanten Erträge und Kosten in den privaten Entscheidungen Berücksichtigung finden. Ein marktwirtschaftskonformes Konzept muss Markstörungen richtig identifizieren und mit geeigneter Regulierung beseitigen. Dabei darf es aber weder ein Defizit noch ein Übermaß an Regulierung geben.

Ein strategisches Konzept für den Finanzplatz Österreich sollte eine wachstumsfreundliche Erholung nach der Finanzkrise mit einem hohen Schuldenüberhang erleichtern und langfristig mehr Wachstum, Standortattraktivität und wirtschaftliche Stabilität ermöglichen. Um diese Ansprüche zu erfüllen, ist ein systemischer Ansatz notwendig, der die Komplementarität verschiedener Politikfelder ausnutzt, anstatt punktuelle Reformen an dieser und jener Stelle vorzunehmen. Komplementarität heißt, dass eine Maßnahme die Erfolgschancen einer anderen Reform steigert und umgekehrt. Deshalb muss ein Finanzplatzkonzept neben den internationalen Entwicklungen wie Kapital- und Liquiditätsvorschriften nach Basel und die Bankenunion auch die Verfassung der Realwirtschaft mitberücksichtigen. Die Stabilität des Finanzsektors beginnt bei der Krisenrobustheit der Unternehmen, Haushalte und des Staates.

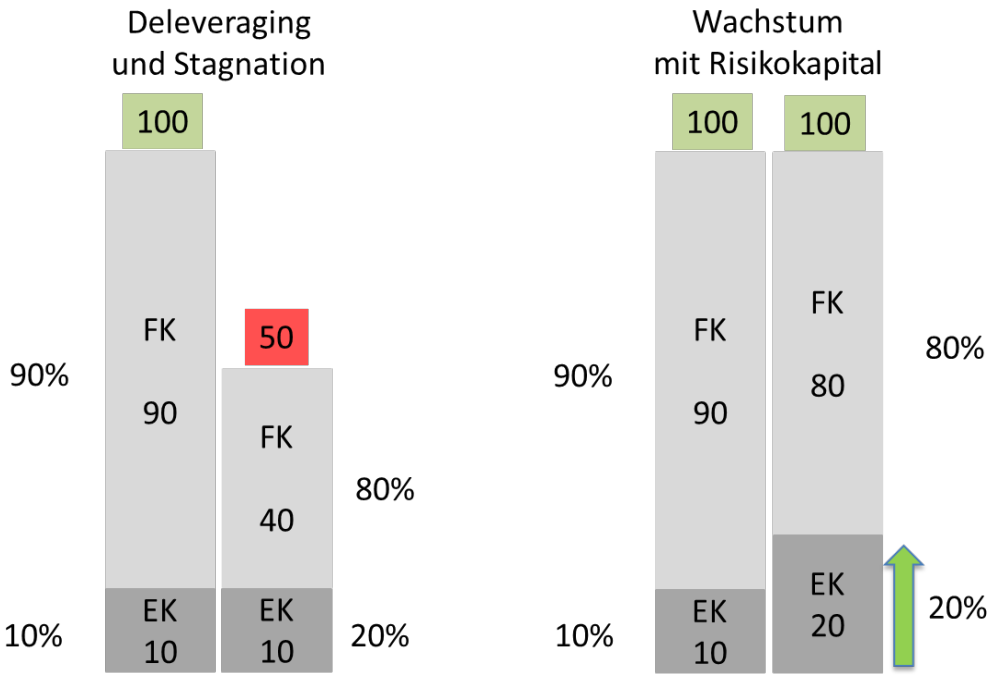
## 5.1 Ausgangssituation in Österreich

Im Vergleich zu den U.S.A. steuern in Europa die Kapitalmärkte nur einen geringen Anteil zur gesamtwirtschaftlichen Finanzierung bei. Gemessen am Anteil der BIPs ist in Österreich der Finanzierungsbeitrag der Wiener Börse sogar noch wesentlich geringer als im Durchschnitt der EU (vgl. Abbildung 14 und 15 in Abschnitt 2). Daher ist die österreichische Wirtschaft überdurchschnittlich stark von Bankkrediten abhängig. Die Wirtschaft braucht Finanzierung, und wenn sie nicht von den Kapitalmärkten kommt, muss sie eben von den Banken kommen. Dieses Ungleichgewicht erschwert die Bereitstellung von Risikokapital und hat gewichtige Nachteile für Wachstum und Stabilität. Ein Mangel an risikotragendem Eigenkapital ist der erste Grund für Überschuldung und mangelnde Stabilität, im Finanzsektor wie in der Realwirtschaft.

Mehr Investition braucht mehr Finanzierung in Form von Eigen- oder Fremdkapital. Aber einem überschuldeten Kreditnehmer können Banken keinen Kredit geben, wenn nicht vorher mehr Eigenkapital bereitgestellt wird. Innovative und international exponierte Branchen sind einem größeren Risiko ausgesetzt und brauchen daher mehr risikotragendes Eigenkapital. Der Mangel an Risikokapital ist ein Innovations- und Wachstumsbremse. Eine Wirtschaft, die

nach der Finanzkrise einen Schuldenüberhang abbauen muss, braucht nichts so dringend wie risikotragendes Eigenkapital, wenn ein Szenario langanhaltender Stagnation vermieden werden soll. Wenn im Hinblick auf mehr Stabilität eine Entschuldung stattfinden muss, gibt es zwei Szenarien, wie Abbildung 16 veranschaulicht. Wenn kaum neues Eigenkapital verfügbar ist, muss die Entschuldung durch weniger Kreditaufnahme und damit weniger Investition erfolgen. Um ein solches Szenario langanhaltender Stagnation abzuwenden und die Investitionen aufrecht zu erhalten, muss die Finanzierung mit mehr Eigenkapital anstatt Neuverschuldung erfolgen, wie der rechte Teil der Abbildung zeigt. Das wäre der wachstumsfreundliche Weg der Entschuldung. Um mehr Wachstum und Stabilität gleichzeitig zu ermöglichen, sollte neben der Stärkung der Banken der Ausbau der Kapitalmärkte in Österreich Vorrang haben.

*Abbildung 16: Finanzierung und Wachstumsperspektiven*




**Legende:** EK Eigenkapital, FK Fremdkapital

Quelle: Eigene Darstellung.

Die historische Entwicklung und heutige Ausgangssituation in Österreich hat eine ganze Reihe von Ursachen, an denen ein Finanzplatzkonzept ansetzen sollte. Auf der Angebotsseite fallen die Dominanz des Sparbuchs und das konservative Anlageverhalten der Sparer auf. Der Großteil der Bevölkerung verfügt lediglich über geringe Finanzvermögen. Angesichts der kleinen Anlagebeträge und der höheren Informations- und Transaktionskosten beim Erwerb von Anlageformen des Kapitalmarkts hat eine Portfoliodiversifizierung für die breite Masse eher wenig Potential. Nur ein verschwindend kleiner Teil hält Aktien oder ist in Anlagefonds

investiert, die ihrerseits breit diversifizierte Portfolios von Aktien, Unternehmens- und Staatsanleihen und anderen Wertpapieren verwalten.

In Österreich wird auch deshalb wenig Finanzvermögen auf die Kapitalmärkte gelenkt, weil die großen institutionellen Anleger weitgehend fehlen. Pensionskassen und Lebensversicherer spielen im internationalen Vergleich nur eine untergeordnete Rolle spielen (vgl. Abbildung 11 in Abschnitt 2.5). Länder mit ausgebauten Kapitalmärkten sehen oft ein Mischsystem der Alterssicherung vor. Nach dem Mehr-Säulenprinzip, welches z.B. von OECD und Weltbank als Best-Practice empfohlen wird, sind die Pensionsfonds der kapitalgedeckten Säule Bestandteil der Pflichtversicherung. In Ländern wie Niederlande, Schweden oder Schweiz verwalten die Pensionskassen ein Finanzvermögen der Arbeitnehmer von 120 bis 130% des BIPs. Sie sind Großinvestoren und tragen zur Liquidität der Kapitalmärkte bei. Über die breit diversifizierte Anlagepolitik der Pensionskassen können die Haushalte auf indirektem Weg ihre Abstinenz von den Kapitalmärkten überwinden, ihr Gesamtvermögen besser diversifizieren und von den Vorteilen einer besseren Abwägung zwischen Ertrag und Risiko nach den Gesichtspunkten der Portfoliooptimierung profitieren.

Das Finanzierungsvolumen der Kapitalmärkte ist nicht nur deshalb so gering, weil nur wenig Anlagekapital auf die Kapitalmärkte fließt, sondern weil auch verhältnismäßig wenig nachgefragt wird. Der Zugang der vielen kleinen Unternehmen zum Kapitalmarkt ist beschränkt. Allenfalls können Finanzdienstleister eine Vermittlungsfunktion übernehmen und neue Beteiligungspartner finden. Die Unternehmen erlangen erst ab einer gewissen Größe die Kapitalmarktfähigkeit und müssen dazu das Rechnungs- und Berichtswesen ausbauen, die Transparenz verbessern, eine Rechnungsprüfung installieren und die Unternehmenskontrolle mit professioneller Besetzung eines Aufsichtsrats formalisieren. Erst diese Maßnahmen schaffen bei den Anlegern und Investoren das notwendige Vertrauen und machen die Unternehmen kapitalmarktfähig. Dieser Aufwand rechnet sich aber erst ab einer gewissen Größe. Deshalb sind vor allem große Konzerne auf dem Kapitalmarkt aktiv. Aber selbst wenn viele Unternehmen kapitalmarktfähig wären, dann ist die Finanzierung über Kapitalmärkte nur dann attraktiv, wenn sie gut entwickelt und liquide sind. Eine Aufstockung des Risikokapitals fällt umso leichter, wenn viele Partner für den Erwerb von Beteiligungen bereitstehen. Emissionen sind dann attraktiv, wenn die Anleihen und Aktien mit hoher Sicherheit und zu attraktiven Konditionen genügend viele Abnehmer finden.

Wenn ein Markt weitgehend illiquide ist und wenig Handel stattfindet, dann ist der Weg auf den Kapitalmarkt schwierig und nur zu ungünstigen Bedingungen möglich. Indem wenig Anlagekapital auf den Kapitalmarkt fließt, bleibt die Liquidität gering und führt dazu, dass Nachfrage erst gar nicht entsteht, weil viele Unternehmen den Gang auf den Kapitalmarkt meiden oder auf ausländische Märkte ausweichen. Dieser Zustand ist hauptsächlich für die KMUs auf dem Sprung zum großen Konzern ein Problem, für welche eine Marktfinanzierung im Ausland noch eine größere Barriere darstellt, während für die multinationalen Großunternehmen eine Präsenz auf ausländischen Kapitalmärkten gang und gäbe ist. Im

Vergleich zu anderen kleinen Ländern wie Schweiz oder Niederlande ist jedoch in Österreich der Anteil der großen multinationalen Unternehmen geringer. Zudem können die wenigen Großkonzerne leicht auf ausländische Kapitalmärkte ausweichen und tun dies umso eher, als auf den heimischen Märkten die Liquidität gering ist. In diesem Ausmaß fehlen mögliche große Nachfrager. Das Fehlen dieser Nachfrage zementiert die geringe Liquidität.

Das Projekt „Kapitalmarktunion" der EU Kommission enthält eine Vielzahl von Vorschlägen, die eine weitere Vertiefung und den Ausbau der gemeinsamen Kapitalmärkte anstreben. Eine bessere Integration und der Abbau grenzüberschreitender Barrieren für den freien Kapitalverkehr können gerade den kleinen Ländern nutzen. Österreich könnte dieses Politikfenster nützen, eine Vorreiterrolle einnehmen und parallel zur europäischen Agenda selbst Maßnahmen zum Ausbau der Kapitalmärkte beschließen.

## 5.2 Ein Gesamtkonzept mit 10 Reformen

Das hier vorgeschlagene Gesamtkonzept (siehe Kasten) hat die Beseitigung von Marktstörungen und den Abbau bestehender Barrieren und steuerlicher Verzerrungen zum Ziel. Die einzelnen Elemente sind komplementär zueinander und ergänzen und verstärken sich gegenseitig. Das gesamte Reformpaket bewirkt mehr als die Summe der Einzelmaßnahmen. Punktuelle Reformen bleiben in ihrer Wirkung beschränkt und können wohl kaum eine grundlegende Änderung einleiten. Es ist ein systemischer Ansatz notwendig. Im Folgenden werden die einzelnen Reformen speziell begründet, soweit sie nicht schon in den vorhergehenden Abschnitten ausführlich diskutiert und begründet wurden.

### 5.2.1 Regulierung

**Element 1 (Basel):** Die Regulierung nach Basel III, die Eigenkapitalverordnung und Eigenkapitalrichtlinie der Europäischen Kommission und die Beschlüsse zur Bankenunion sind auch für Österreich richtig und daher als Teil des Gesamtpakets zu sehen. Sie können zwar national beeinflusst, aber nicht einseitig gestaltet werden und sind somit weitgehend exogen vorgegebene Eckpfeiler für den Finanzplatz Österreich. Die Herausforderung für die heimische Wirtschaftspolitik ist vielmehr die Umsetzung im Hinblick auf die spezifisch österreichische Situation voranzutreiben und den heimischen Akteuren den Weg zum Ziel freizumachen! Vor allem die Elemente 3 und 4 sollen kumulative Belastungen verhindern, die in Summe eher destabilisierend wirken. Die Beseitigung der steuerlichen Diskriminierung risikotragenden Eigenkapitals nach den Elementen 5 und 6 dienen demselben Ziel. Mit der Besteuerung zuerst einen starken Anreiz zur Überschuldung zu setzen bedeutet, dass der Staat selbst das Problem schafft, das nachher mit Regulierung wieder behoben werden soll. Gäbe es diesen steuerlichen Anreiz nicht, dann würde die Realwirtschaft sich nicht bis zur Grenze der Tragbarkeit verschulden und die Banken würden weniger nahe an den regulatorischen Untergrenzen der Eigenkapitalausstattung operieren. Um diesen

Politikwiderspruch aufzulösen, sollten mit der Umsetzung der Basel Regulierung auch die steuerlichen Verzerrungen beseitigt werden.

Allerdings wird empfohlen, im weiteren Konsultationsprozess zu Basel IV auf eine Abänderung des Vorschlags hinzuwirken, wonach Banken bei Unternehmensbeteiligungen ein Risikogewicht von 250% ansetzen sollen. Wenn die Banken aus der Beteiligungsfinanzierung aussteigen, wäre den Unternehmen eine wichtige Quelle für Eigenkapital entzogen, für die es angesichts des Mangels an Beteiligungsfinanzierung auf den Kapitalmärkten kurz- und mittelfristig kaum Ersatz gibt. Eine wichtige Funktion der Beteiligungen ist es ja, die Stabilität der KMU zu erhöhen. Angesichts des Risikos für die Banken ist zwar ein höheres Risikogewicht angemessen, aber eben deutlich weniger hoch.

**10 Reformen für einen leistungsfähigen Finanzplatz Österreich**

**Regulierung:**

1. Weitgehender Nachvollzug der Basel Regulierung für mehr Eigenkapital und höhere Liquiditätsreserven im Bankensektor.
2. Implementierung der Bankenunion mit gemeinsamer Aufsicht und einer Selbstversicherung des Bankensektors.
3. Verzicht auf einen „Austrian Finish", einem speziellen Österreich Zuschlag zu den Kapitalanforderungen der Banken im Vergleich zu anderen Ländern der Eurozone.

**Besteuerung:**

4. Beseitigung diskriminierender Lenkungssteuern wie der Stabilitätsabgabe, deren Lenkungszweck bereits durch Regulierung erfüllt ist.
5. Beseitigung der steuerlichen Diskriminierung des risikotragenden Eigenkapitals auf Unternehmensebene durch Steuerabzug einer normalen Eigenkapitalrendite.
6. Beseitigung der steuerlichen Diskriminierung riskanter Anlagen wie Aktien und Beteiligungen durch Einführung eines vollen Verlustausgleichs und Verlustvortrags.

**Institutionelle Reformen**:

7. Moderater Ausbau einer kapitalgedeckten Säule des Pensionssystems.
8. Ein Review des Investorenschutzes und der Unternehmenskontrolle, um die Kapitalmarktentwicklung zu begünstigen.
9. Belebung des Marktes für Wagniskapital durch Technologietransfer und Abbau von bürokratischen Gründungshemmnissen zusammen mit den Elementen 5-8.
10. Informationskampagne zur Überwindung der Dominanz des Sparbuchs und der Sensibilisierung für Anlagemöglichkeiten in anderen Wertpapieren.

**Element 2 (Bankenunion):** Wie Abschnitt 4.2 im Detail darstellt, ist die Implementierung der Bankenunion notwendig und unvermeidlich. Zentrale Zielsetzung ist, die unheilvolle Verflechtung zwischen Banken und Staat zu trennen und mit der Selbstversicherung des Bankensektors der Belastung der Steuerzahler ein Ende zu setzen. Die Herausforderung für die heimische Wirtschaftspolitik ist es, kumulative Mehrfachbelastungen und damit neue Instabilitäten zu verhindern, um die Leistungsfähigkeit des Bankensektors zu erhalten, Finanzierung für die österreichische Wirtschaft bereitzustellen.

**Element 3 (Austrian Finish)**: Der Begriff „Austrian Finish“ meint strengere Eigenkapitalvorschriften, welche im Rahmen der europäischen Eigenkapitalrichtlinie CRD IV auf nationaler Ebene vorgeschrieben werden können. Einerseits kann ein Systemrisikopuffer eingeführt werden, der strukturellen Schwächen des Bankensektors Rechnung trägt. Andererseits sind zusätzliche Kapitalpuffer für systemrelevante Banken zwingend vorgeschrieben, deren Höhe jedoch innerhalb der Vorschriften im nationalen Ermessen liegt. Die Verordnung der FMA[53] sieht einen zusätzlichen Systemrisikopuffer von 1 bis 2% der risikogewichteten Aktiva in Form von hartem Kernkapital für zwölf Banken vor, welcher seit 2016 schrittweise aufgebaut wird. Damit sollen strukturelle Schwächen wie die Risiken aus dem Ostengagement sowie Schwächen der Eigentümerstruktur adressiert werden. Die regulatorische Kernkapitalquote beträgt daher in Österreich maximal 9% der risikogewichteten Aktiva.[54] Ein solcher Puffer befindet sich in sieben weiteren EU-Ländern, darunter Tschechien, Bulgarien, Kroatien und Estland, in Umsetzung bzw. Planung,[55] wovon auch Tochterbanken österreichischer Institute betroffen sind.

Da diese Zusatzanforderungen dem Bankensektor erhebliche Lasten aufbürden, ist eine klare Begründung notwendig. Das Osteuropa Engagement soll die Geschäftstätigkeit diversifizieren und profitablere Märkte erschließen. Tatsächlich stammten die Gewinne der großen Banken in den letzten Jahren im Wesentlichen aus dem Ostgeschäft, auch wenn zuletzt Verluste hinzunehmen waren (siehe Abbildung 10 in Abschnitt 2.4). Zeitweilig auftretende Verluste sind der Ausdruck dessen, dass höhere Erträge mit höherem Risiko einhergehen, und dürfen nicht den Blick auf das langfristige Ertragspotential verstellen. Mit Ausnahme Russlands und der Ukraine haben sich die Fundamentaldaten auf den osteuropäischen Märkten wesentlich verbessert. Die hohen Marktanteile in Osteuropa gehen zudem ganz natürlich mit der hohen Ostorientierung der österreichischen Unternehmen einher.

Die Banken haben schon auf die Risiken im Ostgeschäft reagiert, die Beteiligungen erheblich abgeschrieben und Verluste realisiert. Die Risiken sind allerdings sehr heterogen: Der Anteil notleidender Kredite an den Kreditportfolios liegt in Tschechien, Slowakei und Polen zwischen fünf und zehn Prozent, in Ungarn, Rumänien und Bulgarien zwischen zehn und 15 Prozent, während er in Russland und der Ukraine deutlich höher ist. Zudem ist dieser Anteil 2015 in den meisten Ländern mit Ausnahme von Russland und der Ukraine zurückgegangen (OeNB, 2015b, S.20). Die Regeln von Basel III führen automatisch zu einer höheren Eigenkapitalunterlegung dort, wo die Ausleihungen einem höheren Ausfallsrisiko ausgesetzt sind. Kredite erhöhen die risikogewichteten Anlagen in einem osteuropäischen Land mehr als ein gleich hohes Volumen in Österreich, so dass eine osteuropäische Tochter meist mehr

[53] Siehe Presseaussendung der FMA vom 22.12.2015.

[54] Die Kernkapitalquote besteht aus: Basel III hartes Kernkapital (4.5%) + Basel III Kapitalerhaltungspuffer (2.5%) + Systemrisikopuffer (max. 2%). Zudem kann noch der antizyklische Kapitalpuffer von bis zu 2.5% hinzukommen.

[55] Siehe ESRB (2015), National measures in the EU/EEA notified to the ESRB, Dokument online.

Eigenkapital vorhalten muss als das Mutterhaus in Österreich.[56] Das Ostengagement steigert die konzernweite Eigenkapitalquote.

Das Osteuroparisiko ist daher durch Basel III bereits berücksichtigt und heterogen. Es soll nicht durch einen uniformen Ansatz ein zweites Mal adressiert werden. Ein spezieller Risikopuffer, begründet mit dem höheren Risiko des Ostgeschäfts, könnte sogar negative Folgen haben: Es ist davon auszugehen, dass die Eigenkapitalvorschriften an allen Standorten bindend sind. Diese Situation hebelt die risikomindernde Wirkung der regionalen Diversifizierung des Bankengeschäfts aus. Bindende Anforderungen behindern die Fähigkeit, im Konzern Eigenkapital dorthin zu schieben, wo es am dringendsten benötigt wird,[57] weil es keinen Standort mehr gibt, wo freie Reserven da sind. Ähnlich argumentieren auch Buch et. al. (2014b), die den freien konzerninternen Transfer von Eigenkapital im Krisenfall als stabilisierendes Element betrachten. Österreichische Zusatzanforderungen verschärfen das Problem. Kontraproduktiv wird es, wenn auch einzelne osteuropäische Länder ihren eigenen „Finish" einführen. Wenn in Österreich mehr Eigenkapital gebunden wird, dann gibt es keinen Spielraum für eine konzernweite Umschichtung mehr, wenn eine unvorhergesehene Entwicklung an einem Standort dies erfordert. Diese mangelnde Flexibilität wirkt risikoerhöhend, gerade in der Phase, wo mehr Eigenkapital gebildet werden muss.

Ein weiterer Grund für einen „Austrian Finish" könnte schließlich in einer überdurchschnittlichen Größe des Bankensektors liegen. Österreich mag zwar hier über dem Durchschnitt der EU liegen (vgl. Abbildung 6 in Abschnitt 2.4), dieser wird aber von vielen unterentwickelten Ländern im Osten hinuntergezogen. Die Größe des Bankensektors ist nur ein krudes Maß für ein nationales Systemrisiko, das einen länderspezifischen Aufschlag begründen könnte. Denn es kommt auf die Systemrelevanz einzelner Institute an (vgl. Abschnitt 3.3.3). Die großen österreichischen Banken sind von der Größe internationaler Großbanken weit entfernt. Insofern ist eine Nachahmung etwa des Swiss Finish, der insbesondere für die global systemrelevanten Großbanken UBS und Credit Suisse zusätzliche Kapitalanforderungen vorsieht und das „Too-Big-To-Fail" Problem adressiert (vgl. McNamara u.a., 2014b), nicht passend.[58] Die nationale Regulierung sollte nicht übers Ziel hinausschießen, um einen Wettbewerbsnachteil der heimischen Banken zu vermeiden.

Für einen „Austrian Finish" braucht es einen stichhaltigen Nachweis von besonderen, noch nicht abgedeckten Risiken in Österreich. Als Basel III konzipiert wurde, haben sich die

[56] Im Fall Erste Bank liegt das durchschnittliche Risikogewicht (RWA/Total Assets, Kreditrisiko) des Geschäfts in Österreich bei 39%. In Zentral- und Osteuropa beträgt es 43%, wobei es starke Unterschiede zwischen den Ländern (z.B. CZ: 42%, HU: 57%, CR: 51%) gibt (vgl. geogr. Segmentberichterstattung in *Erste Group Analyst Sheet Q42014*). Da sich die Eigenkapitalunterlegung auf die risikogewichteten Aktiva bezieht, folgt aus höheren Risikogewichten, dass ein repräsentativer Kredit in Osteuropa automatisch mit mehr Eigenkapital unterlegt wird als ein Kredit gleicher Höhe in Österreich.

[57] Interne Kapitalmärkte haben auch in multinationalen Unternehmen der Realwirtschaft eine wichtige wertsteigernde Funktion, um Gewinne und damit interne Eigenmittel dorthin zu lenken, wo die Investitionsrendite am höchsten und die Finanzierungskapazität am geringsten ist, vgl. Egger et al. (2014).

[58] Dabei ist der signifikante Größenunterschied zu österreichischen Banken zu beachten (z.B. Bilanzsummen laut Geschäftsbericht: Erste Bank, 2014: 196 Mrd. Euro; UBS, 2014, 1'062 Mrd. Franken).

Konturen der Bankenunion noch nicht abgezeichnet. Sie stärkt die Marktdisziplin, indem Mechanismen für eine kontrollierte Abwicklung oder Restrukturierung geschaffen werden, deren Kosten der Bankensektor selbst trägt. Die Bankenunion ergänzt und verstärkt die Wirkungen von Basel III. Umso geringer ist die Notwendigkeit einer nochmaligen Verschärfung der Eigenkapitalvorschriften.

### 5.2.2 Besteuerung

**Element 4 (Lenkungssteuern)**: Der Zweck von Lenkungssteuern ist nicht die Erzielung von Einnahmen, sondern der Lenkungseffekt. Die Stabilitätsabgabe und die Finanztransaktionssteuer sind daher nur bei klar nachgewiesenen Marktstörungen sinnvoll, um private Entscheidungen wohlfahrtssteigernd zu korrigieren. Wenn aber die Korrektur bereits mit Instrumenten der Regulierung erfolgt (Basel III und Bankenunion), dann soll dasselbe Problem nicht ein zweites Mal mit einer Lenkungssteuer wie der Stabilitätsabgabe repariert werden. Im Falle eines zweifelhaften Lenkungseffekts wie bei der Finanztransaktionssteuer wirkt die spezielle Steuer nur mehr diskriminierend gegenüber anderen Branchen, verletzt die Wettbewerbsneutralität und beeinträchtigt die Leistungsfähigkeit und Standortattraktivität des Finanzplatzes. Die Finanztransaktionssteuer läuft außerdem dem Ziel entgegen, die Rolle von Kapitalmärkten zu stärken und der Wirtschaft zusätzliche Alternativen zum Bankkredit zu erschließen. In diesen Fällen ist es volkswirtschaftlich besser, die notwendigen Steuereinnahmen mit allgemeinen Steuern zu erzielen, die nicht zwischen Branchen diskriminieren, sondern wettbewerbsneutral sind. Mit Basel III und Bankenunion wurde der Weg der Regulierung gewählt, so dass die Lenkungssteuern für den Finanzsektor ihre Berechtigung verlieren. Das Finanzplatzkonzept schlägt deshalb vor, auf diese Steuern zu verzichten (vgl. ausführlich Abschnitt 4.3).

**Element 5 (Beseitigung des steuerlichen Verschuldungsanreizes)**: Eine zentrale Ursache der Finanzkrise war die Überschuldung nicht nur der Banken, sondern auch der Realwirtschaft. Überschuldung ist dasselbe wie mangelndes Eigenkapital. Weil in praktisch allen Ländern die Fremdkapitalzinsen, aber nicht die Kosten des Eigenkapitals steuerlich abzugsfähig sind, diskriminiert der Staat das risikotragende Eigenkapital und setzt einen mächtigen Anreiz zur Verschuldung (vgl. Abschnitt 3.2.3). Die Überschuldung macht Banken und Unternehmen krisenanfällig. Deshalb hat der Staat mit der steuerlichen Begünstigung der Verschuldung die hohen fiskalischen Kosten für Bankenrettungen wenigstens teilweise selbst verursacht. Auf der einen Seite die Banken durch regulatorische Vorschriften zu mehr Eigenkapital zu zwingen und auf der anderen Seite in der Besteuerung einen kräftigen Anreiz für möglichst wenig Eigenkapital zu setzen, ist keine logisch konsistente Politik zur Festigung der Krisenrobustheit und dürfte dazu führen, dass Banken permanent ihren Spielraum ausreizen und in der Nähe der Mindestkapitalanforderungen operieren.

Wenn die Regierungen eine neuerliche Belastung der Steuerzahler in einer Finanzkrise vermeiden und dennoch die Anreize für Wachstum erhalten wollen, sollten sie die

regulatorischen Mindestanforderungen an Eigenkapital und Liquidität mit einer Steuerreform begleiten, welche die Banken und Unternehmen nicht mehr weiter für die Finanzierung mit Eigenkapital steuerlich bestraft. Praktisch alle Steuerreformvorschläge aus der Wissenschaft stellen auf Finanzierungsneutralität ab und fordern eine steuerliche Gleichbehandlung von Eigen- und Fremdkapital und aller dazwischen liegenden Mischformen.[59] Eine Möglichkeit ist, nicht nur die Zinsen auf Fremdkapital, sondern auch eine marktübliche Verzinsung des Eigenkapitals steuerlich abzugsfähig zu machen. Dies ist die vorgeschlagene Variante in Mirrlees (2011) und entspricht dem Gedanken, dass alle Kosten für die Erzielung von Einkommen, auch alle Finanzierungskosten, steuerlich abzugsfähig sind. Dadurch würden langfristig die Einnahmen der Körperschaftssteuer erheblich schrumpfen, vielleicht bis zur Hälfte. Allerdings sollte die Abzugsfähigkeit auf neu ausgegebenes Eigenkapital beschränkt werden und nicht das historisch vorhandene Eigenkapital im Nachhinein begünstigen. Damit würde der Einnahmenausfall nur langsam in dem Ausmaß anfallen, wie eben neues Eigenkapital gebildet wird, und erst nach vielen Jahren voll durchschlagen (vgl. Keuschnigg, C. und M. Keuschnigg, 2012). Die Reform würde Investitionen und Standortattraktivität fördern, starke Wachstumsimpulse auslösen und auf diesem Weg wieder zur Stärkung der Staatsfinanzen beitragen.

**Element 6 (Beseitigung der steuerlichen Benachteiligung risikotragender Anlagen)**: Höhere Erträge und Einkommen gehen mit höheren Risiken einher. Innovative und junge Unternehmen haben höheres Wachstumspotential, aber auch ein höheres Risiko als andere und brauchen daher mehr Eigenkapital. Bei Aktien von jungen Unternehmen sind jederzeit Verluste möglich. Im Gegenzug enthält die durchschnittliche Rendite eine Risikoprämie und ist deutlich höher als der Ertrag festverzinslicher Anlagen. Mehr risikotragendes Kapital ist die wichtigste Determinante der Krisenrobustheit von Unternehmen und trägt dazu bei, wirtschaftliche Schwankungen zu glätten. Krisen entstehen aus einem Mangel an risikotragendem Eigenkapital. Mehr Risikokapital könnte entstehen, wenn die Anleger die Dominanz des Sparbuchs überwinden und in Abwägung von Ertrag und Risiko mehr von ihren Ersparnissen in risikobehaftete Anlagen investieren würden. Mit demselben Ergebnis können die Anleger auch in weniger riskante Fonds investieren, die ihrerseits die gesammelten Vermögen in ein breit diversifiziertes Spektrum von Aktien, Beteiligungen und Anleihen bis hin zu Wagniskapital anlegen.

Wenn der Staat die Bereitstellung von Risikokapital nicht behindern und die Portfolioentscheidungen nicht zulasten riskanter Anlagen verzerren soll, dann muss die Besteuerung der Kapitalerträge einen vollständigen Verlustausgleich und Verlustvortrag zulassen. Nur Erträge zu besteuern, aber sich an den Verlusten nicht zu beteiligen, ist eine offensichtliche Diskriminierung riskanter Anlageformen und behindert die Bereitstellung von Risikokapital. In Österreich ist es bei der Kapitalertragssteuer nur möglich, Verluste aus

[59] Vgl. z.B. Mirrlees (2011) und U.S. President's Advisory Panel on Federal Tax Reform (2006). Siehe Keuschnigg (2016) für eine vertiefte Diskussion.

der Veräußerung von Kapitalvermögen mit Überschüssen aus gleichartigen Kapitalvermögen auszugleichen. Ein Ausgleich von Verlusten aus Aktienvermögen mit Zinsen auf Spareinlagen oder gar mit anderen Einkunftsarten wie Lohneinkommen ist nicht möglich. Ebenso wenig ist ein Verlustvortrag möglich. Nur die Verlustanteile von stillen Gesellschaftern können vorgetragen und mit späteren Gewinnen aus derselben stillen Beteiligung verrechnet werden (Doralt, 2012, S.15-16).

Eine neutrale Besteuerung, welche die Portfolioentscheidungen nicht zu Lasten riskanter Anlagen verzerrt, erfordert, dass sich der Staat zu gleichen Teilen an den Gewinnen und Verlusten beteiligt. Die Beschränkung des Verlustausgleichs und die Verweigerung der Barauszahlungen von Steuergutschriften fördern ein konservatives Anlageverhalten und erschweren die Finanzierung riskanter, aber im Durchschnitt höher rentierlicher Aktivitäten. Die steuerlichen Einschränkungen werden oft mit dem Schutz des Steueraufkommens motiviert. Allerdings sind die erwarteten Erträge aus riskanten Anlagen um eine marktübliche Risikoprämie höher als z.B. der Ertrag einer festverzinslichen Anleihe. Folglich sind auch die Einnahmen aus der proportionalen Kapitalertragsteuer im Durchschnitt höher als bei einer sicheren, aber weniger rentierlichen Veranlagung des Vermögens. Die Verweigerung des Verlustausgleichs erhöht zwar zunächst das Steueraufkommen, aber der Anreiz zur Umschichtung in sichere, aber weniger rentierliche Anlagen höhlt die Steuerbasis und damit die Ergiebigkeit der Steuer wieder aus.

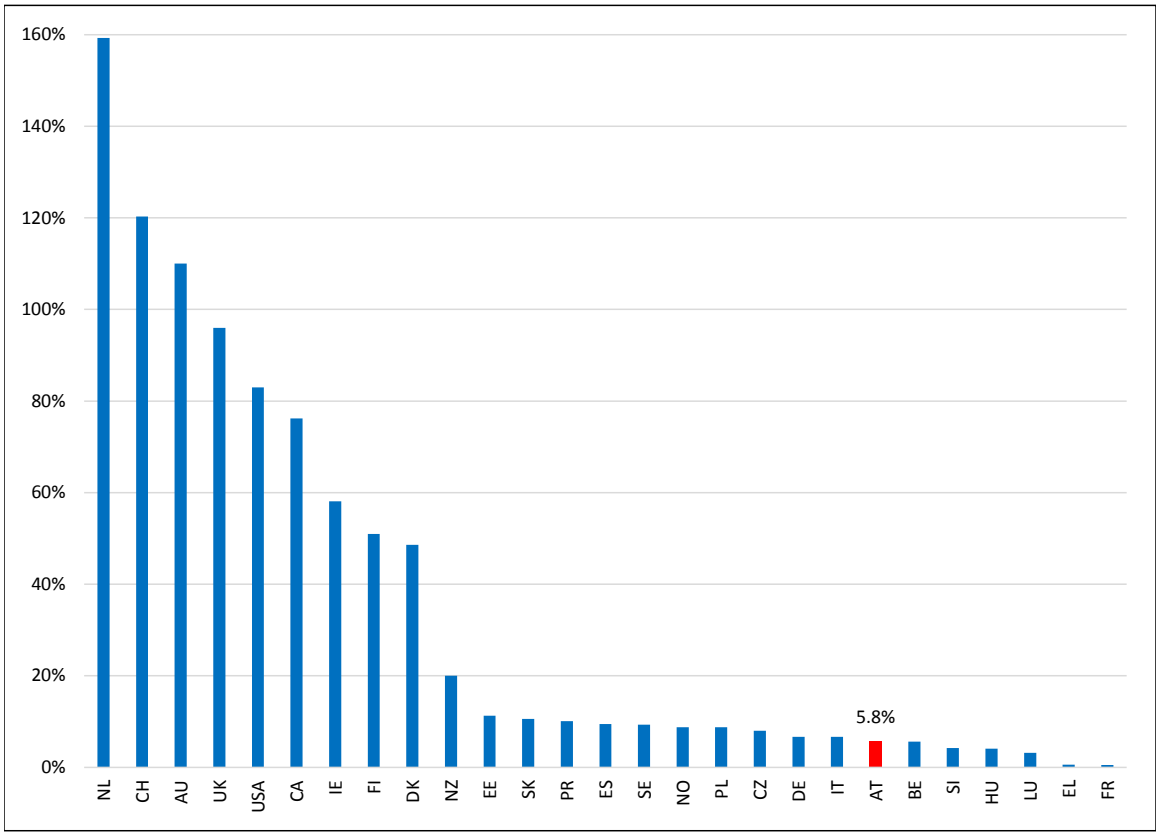
### 5.2.3 Institutionelle Reformen

**Element 7 (Ausbau der kapitalgedeckten Alterssicherung):** Eine zunehmende Finanzierung auf dem Kapitalmarkt ist nur möglich, wenn mehr Anlagekapital auf den Kapitalmarkt fließt. In Österreich fehlen die Pensionskassen als große institutionelle Anleger in einem ähnlichen Ausmaß wie z.B. in den Niederlanden oder in der Schweiz (vgl. Abbildung 17). Der ganz überwiegende Teil der Alterseinkommen wird über das umlagefinanzierte Pensionssystem finanziert, welches kein Anlagekapital bildet. Ein stärkerer Ausbau der kapitalgedeckten Säule würde der Entwicklung der Kapitalmärkte in Österreich und vor allem auch der Wiener Börse einen kräftigen Schub geben. Mit der Abfertigung neu gäbe es in Österreich bereits ein Vorbild dafür: Die Abfertigungsansprüche der Arbeitnehmer werden in Mitarbeitervorsorgekassen angespart, die sich aus Arbeitgeberbeiträgen (monatlich 1.53% des Bruttogehalts) finanzieren. Diese Kassen investieren das Kapital in Kredite, Anleihen, Aktien (maximal 40%) und Investmentfonds (Hofer, 2007).

Ziel einer Pensionsreform kann nur die Sicherung der Alterseinkommen sein. Ein Beitrag zur Kapitalmarktentwicklung ist lediglich ein nützlicher Nebeneffekt. Nun gehört aber eine Mehrsäulenstrategie zu den Standardempfehlungen von OECD, EU und Weltbank, um die Absicherung der Pensionen auf mehrere Beine zu stellen. Ein gemischtes Pensionssystem hat eine starke umlagefinanzierte Säule, eine zweite kapitalgeckte Säule und als drittes Standbein die freiwillige Zusatzvorsorge. Da Kapital- und Lohneinkommen und die daraus finanzierten

Pensionen verschiedenen Risiken ausgesetzt sind, kann es nur Sinn machen, die Pensionsfinanzierung zu diversifizieren anstatt alles auf die einzige Karte des Umlagesystems zu setzen. Das Umlagesystem ist keinesfalls frei von Risiken. Sie liegen vor allem in der unsicheren Arbeitsmarkt- und Lohnentwicklung und in den politischen Risiken, dass Pensionsreformen zu spät, zu unstetig und teilweise rückwirkend erfolgen. Ein Mischsystem gleicht die Risiken des Umlagesystems mit den anders gearteten Risiken der kapitalgedeckten Säule aus und ist daher eine Strategie, die Risiken für ältere Mitbürger zu mindern.[60]

*Abbildung 17: Vermögenswerte der Pensionskassen in Prozent des BIP, 2014*




Quelle: OECD, 2016, Pension Funds Assets Indicator

Pensionskassen sind langfristige Investoren, die nachhaltig investieren. Sie sind eine der wenigen Institutionen der Volkswirtschaft, die große Risiken über die Zeit hinweg ausgleichen und damit den Strom der Kapitaleinkommen glätten können. Indem die Pensionskassen Kapitalpuffer vorhalten, können Perioden der Über- und Unterdeckung abwechseln, damit aus den schwankenden Kapitalerträgen ein gleichmäßiger Strom von Pensionen finanziert werden kann. Auch das trägt zur Stabilisierung der Wirtschaft bei.

[60] Die gegenwärtig niedrigen Zinsen sprechen nicht gegen eine kapitalgedeckte Säule. Die Niedrigzinspolitik ist eine Reaktion auf das schwache Wachstum, d.h., es ist auch das Wachstum der Beitragsbasis gering und damit die Rendite des Umlagesystems niedrig! Selbst wenn die Kapitalmarktrendite dauerhaft niedriger wäre als die Rendite des Umlagesystems, gebietet der Vorteil des Risikoausgleichs immer noch eine Mischung, wenn auch mit einem geringeren Anteil der kapitalgedeckten Säule.

Pensionskassen können das Risiko der Beteiligungserträge durch Diversifikation stark reduzieren, indem sie in eine große Bandbreite unterschiedlicher Anlagen investieren und nach Unternehmen, Branchen und Ländern diversifizieren. Als große, professionelle Anleger sind sie viel mehr als einzelne Versicherte in der Lage, das Anlageportfolio mit einer günstigeren Abwägung zwischen Sicherheit und Ertrag zu optimieren. Sie können viel eher die Informationsdefizite bezüglich Anlagechancen im Ausland beseitigen und den „Home-Bias" der individuellen Anleger überwinden, um für ihre Versicherten neue attraktive Anlagemöglichkeiten zu erschließen. Auch wenn sie einen Großteil des Anlagevermögens in sichere Wertpapiere investieren, wird dennoch ein erhebliches Volumen in Aktien, Beteiligungen und sogar Wagniskapital fließen, um mehr Ertrag für ihre Versicherten zu erzielen. Auf dem Umweg über die Beteiligungspolitik der Pensionskassen werden Arbeitnehmer zu Miteigentümern ihrer Unternehmen. Pensionskassen sind Großanleger, die als Eigentümer viel mehr Einfluss auf die Unternehmenskontrolle ausüben können als jeder einzelne Kleinanleger.[61]

Der Ausbau einer kapitalgedeckten Säule soll die Leistungen aus dem Umlagesystem gerade soweit mit einer kapitalgedeckten Rente ersetzen, dass die gesamten Ansprüche aus beiden Säulen konstant bleiben. Allerdings sind dem Aufbau einer kapitalgedeckten Säule Grenzen gesetzt, weil in der Übergangszeit die jungen Generationen eine Doppelbelastung schultern müssen. Nach dem ‚Generationenvertrag' müssen sie mit ihren Beiträgen die Pensionen der heutigen Rentner im Umlagesystem weiter finanzieren und zusätzlich die eigenen, kapitalgedeckten Konten ansparen. Erst wenn alle historisch erworbenen Ansprüche der älteren Generationen erfüllt sind, können die Beiträge in das Umlagesystem abgesenkt und durch die Beiträge in das kapitalgedeckte Konto ersetzt werden. Die Doppelbelastung kann zwar kaum vollständig vermieden, aber wenigstens stark begrenzt werden, indem man von vornherein nur für einen kleineren Teil der gesamten Pensionsansprüche die Kapitaldeckung einführt und den Aufbau der kapitalgedeckten Säule über einen längeren Übergangszeitraum streckt. Diese längere Aufbauphase ist auch deshalb sinnvoll, damit das langsam wachsende Anlagevermögen der Pensionskassen im gleichen Tempo von einer wachsenden Nachfrage der Wirtschaft nach Kapitalmarktfinanzierung aufgenommen wird.

Ein Szenario wäre, von der heutigen Beitragsbelastung z.B. 4 Prozentpunkte in die kapitalgedeckte Säule und 18 Prozentpunkte in das Umlagesystem fließen zu lassen. Nach vollzogenem Übergang könnten damit im Alter bis zu einem Fünftel der Pension aus dem gesetzlichen Sparkonto und vier Fünftel weiterhin aus dem umlagefinanzierten Konto kommen. Langfristig würde nicht nur die gesamte Beitragsleistung, sondern in etwa auch das Leistungsniveau aus beiden Säulen gleich bleiben. In den Sparkonten würde aber langsam über 2 bis 3 Jahrzehnte ein Anlagevermögen von etwa 20 bis 30% des BIPs aufgebaut, das neu auf den Kapitalmarkt fließt. Langfristig - nach vielen Jahrzehnten - wäre ein Anlagevermögen wie in Dänemark von um die 50% des BIPs möglich. Diese Schätzungen

[61] Beispielsweise ist der Pensionsfonds „CalPERS" in den U.S.A. berühmt für seine aktive Rolle als Investor.

hängen sehr stark von der Entwicklung der Kapitalmarktrendite ab.[62] Angesichts des Umfangs der kapitalgedeckten Säulen der Schweiz oder der Niederlande wäre das immer noch ein kleines Volumen, welches die heimischen Kapitalmärkte langsam, aber kräftig anschieben würde. Eine weniger starke Abhängigkeit von Bankkrediten und die Bereitstellung von Risikokapital für eine innovative Wirtschaft setzen einen ausgebauten Kapitalmarkt voraus. Ein liquider und funktionstüchtiger Kapitalmarkt braucht ein ausreichend hohes Handelsvolumen. Dafür gibt es nur wenige Alternativen. Es ist unrealistisch, dass allein eine Veränderung des Anlageverhaltens der Sparer einen auch nur annähernd gleich großen Effekt erzielen könnte.

**Element 8 (Investorenschutz und Unternehmenskontrolle):** Damit die Unternehmen Zugang zum Kapitalmarkt erhalten, sind klare Eigentumsrechte und das Vertrauen der Investoren entscheidend, dass sie ihr Geld mit der versprochenen Rendite zurückerhalten. Aber gerade bei der Eigenkapitalfinanzierung sind die Informationsvorteile der Unternehmen und der kontrollierenden Anteilseigner gegenüber den externen Investoren groß und die Angst vor Übervorteilung sehr verbreitet. Die empirische Forschung zeigt, dass wirksame Regeln für den Investorenschutz außerordentlich wichtig sind, damit die Investoren ihr Anlagekapital auf den Kapitalmarkt bringen (vgl. z.B. den Überblick von La Porta u.a., 2013). Das Risiko, welches sie bei mangelnder Vertragstreue und bei Unsicherheiten über den gesetzlichen Schutz von Eigentumsansprüchen wahrnehmen, muss mit einer Risikoprämie kompensiert werden. Wenn Vertrauen und die Sicherheit vorhanden sind, dass Verträge eingehalten werden oder juristisch schnell und verlässlich durchsetzbar sind, dann sind das Investitionsrisiko und die notwendige Risikoprämie geringer.

Vertrauen und Sicherheit vor Übervorteilung verbessern den Zugang zu Finanzierung und machen Kapital billiger. Aus diesem Grund erweisen sich Faktoren, welche die institutionelle Qualität eines Landes messen, als wichtige Determinanten für Standortattraktivität und Wachstum. Sie begünstigen innerhalb eines Landes relativ stärker die innovativen Branchen mit vielen jungen Unternehmen, welche noch nicht genügend Selbstfinanzierungskraft haben und stark von externer Finanzierung abhängen. Ohne eine vollständige Auflistung zu machen, zählen zu diesen institutionellen Faktoren unter anderem:

- *Buchhaltungs-, Rechnungslegungs- und Bilanzierungsvorschriften* nach internationalen Standards, die ein klares und rasch verständliches Bild von der finanziellen Verfassung eines Unternehmens geben.
- *Berichtspflichten und Transparenzvorschriften*, welche den Informationsnachteil der Investoren von außen wenigstens teilweise beheben und Vertrauen erzeugen. Dazu zählen insbesondere Richtlinien für informative Prospekte für den Börsengang, um

[62] Eine äußerst grobe Abschätzung wäre wie folgt. Wenn langfristig die Pensionsausgaben 14% des BIP betragen, davon 70% mit Beiträgen finanziert sind und ein Fünftel aus den Kapitalkonten kommt, dann müssen die Kapitalerträge laufende Pensionsausgaben von 1.96% des BIP (=14% x 0.7 x 0.2) finanzieren. Bei einer Portfoliorendite von 3% ist ein Anlagevermögen von 65% des BIP notwendig. Bei 4% Rendite sind es 49%, und bei 2% Rendite braucht es 98% des BIP. Das wäre der Endpunkt eines langsamen Vermögensaufbaus, der ein halbes Jahrhundert und mehr dauert.

Kapital von vielen auch kleineren Investoren einzusammeln. Gleichzeitig sind angesichts der Bürokratiekosten erleichterte Prospektvorschriften für KMUs zu erwägen.

- *Schutz der Minderheitsaktionäre* vor Übervorteilung durch das Management und kontrollierende Großaktionäre, z.B. durch erleichterte Antragsmöglichkeiten und Auskunftspflichten in der Generalversammlung.
- *Transparente Vergütungspolitik* des leitenden Managements im Hinblick auf die Wahrung der Eigentümerinteressen und der Attraktivität des Unternehmens auf dem Markt für Spitzenmanager.
- *Gläubigerschutz und Insolvenzrecht*. Das Insolvenzrecht soll eine Übervorteilung bei der Verwertung der Unternehmensteile verhindern und je nach Rangordnung ihrer Ansprüche die Interessen der Gläubiger schützen. Je besser die Gläubiger in der Insolvenz geschützt sind, desto geringer ist ihr Risiko, desto eher sind sie bereit, Kapital zu geben, und desto günstiger sind die Konditionen.
- *Effiziente Gerichtsbarkeit*. Wenn Eigentumsansprüche strittig werden, sollen juristische Verfahren schnell sein, wenig Kosten verursachen, zu verlässlichen Ergebnissen führen, und nur selten Rekurse mit geringen Kosten verursachen. Eine effiziente Gerichtsbarkeit senkt Kosten und Risiken der Kapitalgeber.

Die empirische Forschung zeigt, dass sorgfältig konzipierte kapitalmarktrechtliche Rahmenbedingungen für einen wirksamen Investorenschutz den Zugang der Unternehmen zum Kapitalmarkt erleichtern, die Finanzierungskosten senken, die Qualität der Investitionen steigern, der Eigentümerkonzentration entgegenwirken, die Anreize des Managements großer Konzerne zugunsten langfristiger Wertsteigerung verbessern und die Entwicklung des Kapitalmarktes vorantreiben kann. Investorenschutz und Unternehmenskontrolle (Corporate Governance) sind ein wichtiges Politikfeld, um das Marktgeschehen zu einem besseren Ergebnis zu bringen und Marktstörungen so weit als möglich abzubauen. Dabei geht es um das richtige Ausmaß, damit die entstehenden Bürokratiekosten (Überwachungs- und Erfüllungskosten für Staat und Privatwirtschaft) nicht die möglichen wirtschaftlichen Vorteile wieder zu Nichte machen. Diese Materie geht weit über ökonomische Überlegungen hinaus und erfordert einschlägige juristische und betriebswirtschaftliche Expertise. Die Empfehlung kann nur sein, einen breit aufgesetzten Review-Prozess zu starten, um zu prüfen, ob und wieweit die österreichischen Regelungen den internationalen Standards und dem Best-Practice führender Staaten genügen.

**Element 9 (Wagniskapital):** Der Markt für Wagniskapital und verwandter Finanzierungsformen wie z.B. Business Angels und Private Equity ist ein kleines, aber besonders wichtiges Segment, das den Kapitalmarkt in seiner Fähigkeit vervollständigt, Unternehmensfinanzierung bereitzustellen. Wagnisfinanziers sind auf die Finanzierung besonders innovativer, aber hoch riskanter Jungunternehmen spezialisiert (vgl. Abschnitt 3.1.3 im Detail). Punktuelle Maßnahmen zur Beseitigung von Marktbarrieren reichen sicherlich nicht, um in Österreich einen aktiven Markt für Wagniskapital zu etablieren. Es braucht einen systemischen Politikansatz, dessen Elemente sich auf der Angebots- und Nachfrageseite gegenseitig verstärken:

(1) Wagnisfinanzierung lebt von der Nachfrage durch technologieintensive Gründungen. Ein Programm des Technologietransfers an Universitäten, Zentren der Grundlagenforschung und Fachhochschulen soll innovative Forscher auch zu Unternehmensgründungen ermutigen und durch Informations- und Beratungsangebote unterstützen. Eine rege Gründeraktivität erfordert einen Abbau bürokratischer Hürden und ein Insolvenzrecht, welches neben dem Gläubigerschutz auch einen Neustart ermöglicht.
(2) Nirgendwo sonst sind das Risiko und damit der Bedarf an Risikokapital so groß und die steuerliche Diskriminierung des Risikokapitals so verhängnisvoll wie bei innovativen Start-ups. Ein voller Verlustausgleich und Verlustvortrag und die Abzugsfähigkeit einer normalen Eigenkapitalrendite vom steuerbaren Gewinn (Elemente 5 und 6) beseitigen steuerliche Hindernisse und stärken die Bereitstellung von Risikokapital.
(3) Ein liquides Börsensegment für junge Technologieunternehmen erleichtert den Börsengang erfolgreicher Start-ups und damit den profitablen Ausstieg der Finanzierungsgesellschaften (Element 8). Die Investitionen von großen Pensionskassen in kotierte Technologieunternehmen und in private Wagniskapitalgesellschaften, die nur einen Bruchteil ihrer riesigen Anlagevermögens ausmachen, können für den kleinen Sektor der riskanten Innovationsfinanzierung einen großen Anstoß bewirken.
(4) Netzwerkbildung und günstige Bedingungen für Beteiligungsfonds erhöhen die Chance, erfahrene Unternehmer und Manager für die Wagnisfinanzierung zu gewinnen. Unternehmerische Kompetenz und technologisches Knowhow der Wagnisfinanziers helfen den jungen Unternehmen, ihr Wachstumspotential auszuschöpfen.
(5) Öffentliche Finanzierungsgesellschaften können vorübergehend eine Lücke schließen, solange der private Markt unterentwickelt ist. Dabei ist eine klare, komplementäre Arbeitsteilung mit den privaten Gesellschaften sicherzustellen, damit die Aktivitäten sich gegenseitig befördern und nicht rivalisieren. Wettbewerbsneutralität erfordert gleiche Bedingungen für die Refinanzierung, damit die öffentlichen Gesellschaften nicht die Entwicklung der privaten Beteiligungsfonds behindern.

**Element 10 (Förderung des Finanzwissens):** Die Teilnahme von Privathaushalten am Aktienmarkt hängt sehr vom Vermögen, dem Bildungsgrad und dem Finanzwissen ab. Die mangelnde Bekanntheit von Wertpapieren als Anlagemöglichkeit ist durchaus ein bedeutsamer Grund für eine schwache Beteiligung am Aktienmarkt oder für das mangelnde Interesse an risikotragenden Wertpapieren mit höheren Erträgen. Die empirische Forschung zeigt, dass jenseits der Verankerung des Wirtschaftswissens in den grundständigen Ausbildungsgängen auch die Informationsverbreitung über die Medien zu einer Verbesserung des Finanzwissens beiträgt und die Bekanntheit von alternativen Anlagemöglichkeiten jenseits des Sparbuchs signifikant steigern kann (vgl. dazu Abschnitt 3.2.1). Daher sollte eine systematische Informationskampagne das Programm zur Entwicklung der Kapitalmärkte ergänzen.

## 5.3 Ausbau des Fondsgeschäfts und der Risikotransformation

Wenn die Wirtschaft sich stärker mit Eigenkapital bzw. Risikokapital finanzieren will, besseren Zugang zum Kapitalmarkt erhält und die Abhängigkeit vom Bankkredit etwas abgebaut wird, dann wird mehr Finanzierung auf den Kapitalmarkt gelenkt. Das Handelsvolumen von Anleihen und Aktien an der Börse muss zunehmen. Auch wenn die Zahl der börsenfähigen Unternehmen steigen mag, wird der größte Teil der KMU angesichts der hohen Fixkosten und ihres eher geringen Finanzierungsbedarfs auch in Zukunft nicht an die Börse gehen. Daher muss das Geschäft der Investmentsfonds, Beteiligungsgesellschaften und Finanzdienstleister stark zunehmen, die außerhalb der Börse direkt Beteiligungen an Unternehmen halten oder maßgeschneiderte Finanzierungen in Form von Eigenkapital, Anleihen und anderen Finanzinstrumenten in verschiedenen Mischformen geben.[63] Die Finanzdienstleister üben vorwiegend eine Vermittlungsfunktion aus, indem sie Unternehmen und Investoren mit ähnlichen Risiko- und Ertragsvorstellungen zusammenbringen oder mit anderen Beratungs- und Dienstleistungen unterstützen.

Das Kerngeschäft der Fonds ist Diversifizierung, indem sie in ihrem Portfolio viele einzelne Beteiligungen halten, die Erträge untereinander ausgleichen, und damit ihren Kapitalgebern einen wesentlich weniger riskanten Ertrag versprechen können (vgl. Abbildung 18). Damit wandeln sie das hohe Risiko einzelner Unternehmen in ein sehr viel geringeres Risiko der Fondsanteile um, wie es der Risikobereitschaft der Haushalte und Privatanleger noch zugemutet werden kann.[64] Die Haushalte können zwar auch selber ihr Vermögen diversifizieren, haben aber meist zu wenig Kapital und auch nicht genügend Information und Expertise, um die Vorteile der Portfoliodiversifizierung auszuschöpfen. Wenn die Unternehmen systematisch mehr Eigen- und Risikokapital brauchen, aber die Haushalte und Privatanleger nur zu einem ganz geringen Teil Aktien und direkte Beteiligungen an einzelnen Unternehmen halten wollen, dann muss rein mechanisch das Fondsgeschäft stark wachsen.

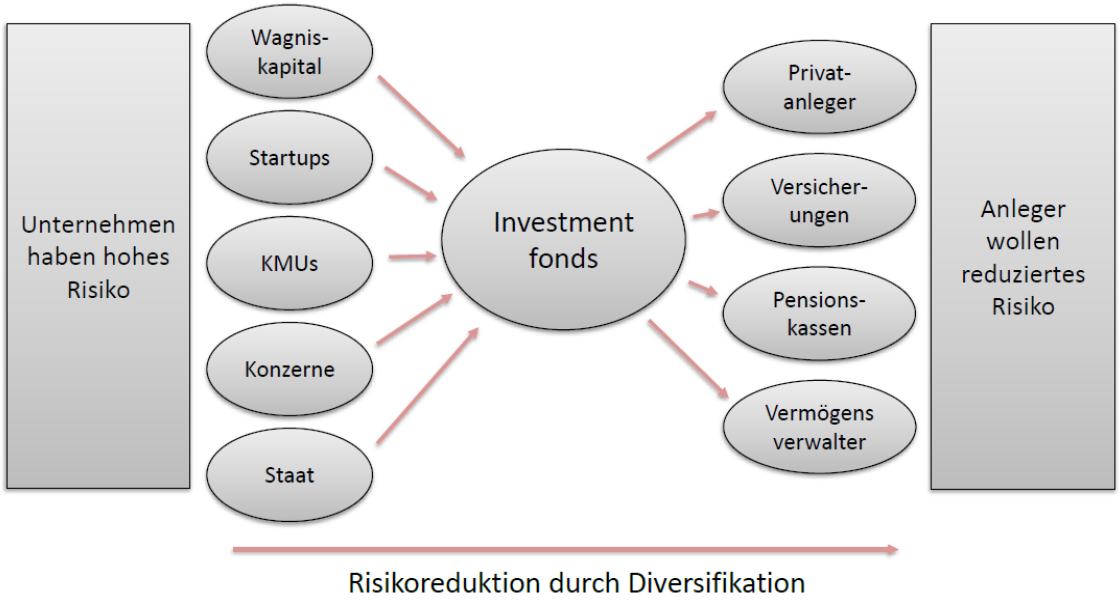
Langfristiges Ziel soll ein marktwirtschaftlicher Ansatz sein, wonach die Finanzierung der Wirtschaft nicht von staatlichen Gesellschaften abhängig ist, sondern rein privatwirtschaftlich organisiert ist. Sollte das Fondsgeschäft nicht rasch genug wachsen, könnten in einer Start- und Übergangsphase die Beteiligungsfonds der AWS wie z.B. AWS Mittelstandsfonds und AWS Gründerfonds ausgebaut werden. Dabei ist auf strikte Wettbewerbsneutralität mit privaten Anbietern zu achten, z.B. im Hinblick auf günstigere staatliche Refinanzierungskosten, damit es nicht zu einer Verdrängung privater Anbieter kommt. Dabei können Ko-Finanzierungen der AWS durchaus ein privates Engagement erst

[63] Ähnlich ist das Konzept der Mittelstandsbeteiligungsgesellschaft (MBG) nach dem Vorschlag von Halling u.a. (2005), mit dem die KMUs indirekt Zugang zum Kapitalmarkt erhalten. Diese Fonds erwerben ein Portfolio von Beteiligungen an verschiedenen KMUs. Die Beteiligungen sollen lange Laufzeiten haben und den KMUs eine stabile Eigenkapitalfinanzierung ermöglichen. Ähnlich wie im vorliegenden Konzept fordern die Autoren auch die Beseitigung steuerlicher Nachteile des Eigenkapitals.

[64] Auch Banken leisten Risikotransformation in großem Stil, indem sie hohe Kreditrisiken in sichere Spareinlagen umwandeln.

möglich machen, wenn private Anbieter nicht das gesamte Finanzierungsrisiko alleine übernehmen können.

*Abbildung 18: Risikoreduktion durch Diversifikation*




Quelle: Eigene Darstellung.

## 5.4 Fazit

Wachstum braucht Finanzierung. Ein marktwirtschaftskonformes Konzept für den Finanzplatz mit einer stetigen Kreditversorgung und einem größeren Finanzierungsbeitrag der Kapitalmärkte muss darauf abzielen, dass alle gesellschaftlich relevanten Erträge und Kosten von den Akteuren des Finanzplatzes berücksichtigt werden, damit die Abwägung zwischen Ertrag und Risiko in eine gesellschaftlich richtige Richtung geht. Der regulatorische Rahmen soll so konzipiert sein, dass alle Folgen privater Entscheidungen den Verursachern angelastet und damit von ihnen verantwortet werden. Gleichzeitig sollte der Staat auch die von ihm selbst geschaffenen steuerlichen Verzerrungen zum Nachteil der Finanzierung mit Risikokapital beseitigen, damit mehr Stabilität nicht auf Kosten des Wachstums geht.

Eine Wirtschaft, die im internationalen Wettbewerb steht und sich zum Innovationsführer entwickelt, braucht mehr Risikokapital wie andere Länder, die mehr auf traditionelle Branchen spezialisiert sind. Mit zunehmender technologischer Entwicklung eines Landes nimmt die Bedeutung der Kapitalmärkte zu und diese müssen einen größeren Finanzierungsbeitrag leisten. In der Vergangenheit gab es bereits punktuelle Vorstöße zur Kapitalmarktentwicklung mit eher bescheidenen Erfolgen. Das hier skizzierte Konzept unterscheidet sich, indem es einen systemischen Ansatz verfolgt, dessen Elemente sich gegenseitig verstärken und der bei Anlegern und Investoren, Banken, Kapitalmarktakteuren und Staat gleichzeitig ansetzt.

# 6 Finanzplatz Österreich 2030

## 6.1 Vor der Abzweigung auf alternative Wege

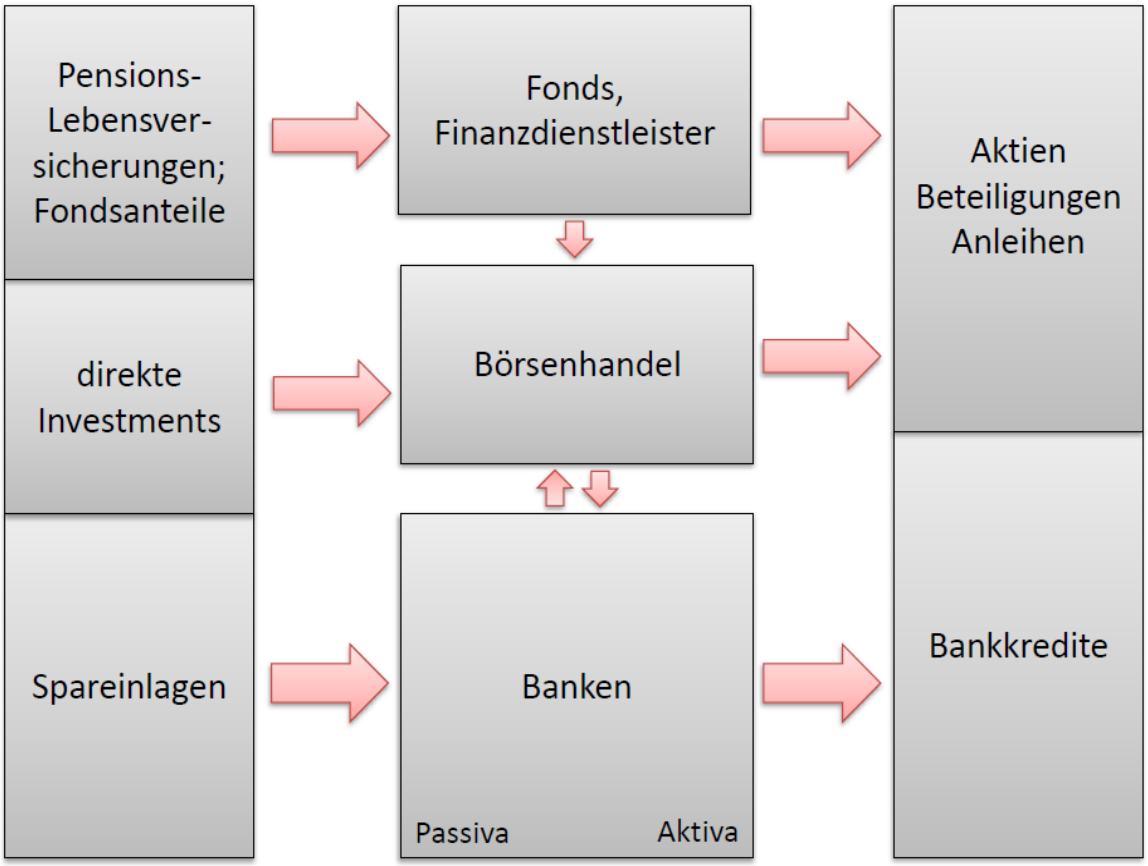
Die großen exogenen Trends und die Weichenstellungen der Wirtschaftspolitik bestimmen die Wachstumschancen der Wirtschaft. Die Struktur und Verfassung des Finanzplatzes Österreich 2030 ist dabei untrennbar mit dem Finanzierungsbedarf von Haushalten, Unternehmen und Staat verbundenen. Umgekehrt kann ein gut entwickelter und krisenrobuster Finanzsektor Kapital- und Arbeitsproduktivität, Wachstum und Stabilität der Gesamtwirtschaft nachhaltig positiv beeinflussen. Die Entwicklungen der Realwirtschaft und der Finanzwirtschaft sind aneinander gekoppelt und beeinflussen sich gegenseitig. Daher ist ein Szenario Finanzplatz 2030 immer auch ein Szenario Österreich 2030!

Die große Gefahr für die weitere Wirtschaftsentwicklung ist, dass nach einer Finanzkrise mit Schuldenüberhang der Abbau der Überschuldung systematisch zu Lasten der Investitionen erfolgt. Man kann die österreichische Wirtschaft wie in Abbildung 16 vor einer Weggabelung sehen. In einem negativen Szenario langanhaltender Stagnation finden keine grundlegenden Reformen statt, die über einen Nachvollzug internationaler Entwicklungen hinausgehen. Der staatliche Schuldenabbau geht allzu oft auf Kosten der investiven Staatsausgaben, die „Vorleistungen“ für private Investitionen sind. Wenn die privaten Haushalte sich entschulden müssen, nehmen privater Konsum und Wohnbauinvestitionen nur sehr träge zu. Wenn die Unternehmen überschuldet sind und neues Eigenkapital nur sehr langsam über einbehaltene Gewinne aufbauen können, dann können sie weniger neue Kredite nachfragen und müssen sich durch Investitionszurückhaltung entschulden. Wenn es den Banken nicht gelingt, mit einbehaltenen Gewinnen und neuem Eigenkapital von außen ihre Kapitalbasis zu stärken, bleibt nur mehr die Entschuldung durch die Einschränkung der Kreditvergabe. Dann müssen sie sich auch weniger mit Einlagen, Anleihen und anderem Fremdkapital refinanzieren. Weil in Österreich die Kapitalmärkte zu klein sind, hat in diesem Szenario des „Deleveraging“ der Großteil der KMUs keine Alternativen zum Bankkredit.

Der wachstumsfreundliche Weg besteht darin, Banken und Realwirtschaft stärker auf Eigenkapitalfinanzierung umzustellen. Die Kapitalmärkte müssen dabei eine wesentlich stärkere Rolle spielen. Damit gelingt eine Entschuldung im Sinne eines Anstiegs der Eigenkapitalquoten, ohne dass Investitionen eingeschränkt werden müssen. Mit einer klaren wirtschaftspolitischen Strategie ist es möglich, die Wahrscheinlichkeit eines positiven Reformszenarios wesentlich zu steigern. Die im Finanzplatzkonzept des Abschnitts 5 beschriebenen Maßnahmen werden weitgehend umgesetzt. Um die österreichischen Kapitalmärkte auszubauen und das Finanzierungsvolumen im oberen Teil der Abbildung 19 wesentlich zu steigern, ist ein konzertiertes Aktionsprogramm notwendig, welches die Probleme auf der Angebots- und Nachfrageseite gleichzeitig angeht. Bankkredite bleiben auf der Haushaltsseite ohne Alternative und weiterhin eine dominierende Quelle der Unternehmensfinanzierung. Das Finanzplatzkonzept festigt den unteren Teil von Abbildung

19. So kommt es zu einer ausgewogeneren Struktur des Finanzsektors, wobei das Börsen- und Fondsgeschäft erheblich wachsen müssen. Dies entspricht den Bedürfnissen einer Wirtschaft, die an die Spitze der technologischen Entwicklung vorstößt und mit höherem Risiko grundlegendere Innovationen mit stärkerem Ertrags- und Wachstumspotential hervorbringen muss. Die Fonds wandeln die hohen Risiken einzelner Unternehmen durch Diversifikation in annehmbare Risiken für die Anleger um (vgl. Abbildung 17).

*Abbildung 19: Banken und Kapitalmärkte einer innovativen, krisenrobusten Wirtschaft*




Quelle: Eigene Darstellung.

## 6.2 Krisenrobustes Wachstum

Im Folgenden wagen wir exemplarisch eine qualitative Vorausschau auf die österreichische Wirtschaft und den Finanzplatz 2030 im positiven Reformszenario.

**Bankensektor:** Die sicherste Vorhersage ist, dass der Bankensektor deutlich höhere Eigenkapitalquoten aufweisen wird, da diese zwingend vorgeschrieben sind. Die Beseitigung der steuerlichen Diskriminierung des Eigenkapitals mindert nicht nur in der Realwirtschaft, sondern auch im Bankensektor den Anreiz zu exzessiver Überschuldung. Es zahlt sich für die Banken aus, mehr Eigenkapital zu bilden und ausreichende Puffer vorzuhalten, anstatt wegen des steuerlichen Anreizes zur Fremdfinanzierung hart an den regulatorischen

Mindestvorgaben zu operieren. Die Krisenrobustheit der Banken ist wesentlich grösser, auch weil die Unternehmen und Haushalte mit mehr Eigenmitteln finanzieren. Die Beseitigung des Steueranreizes zur Überschuldung verbessert die Stabilität bei den Banken und in der Realwirtschaft. Sie regt die Investitionen an und steigert die Nachfrage nach Risikokapital.

Die stärkere Rolle der Kapitalmärkte verändert das Geschäft der Banken. Auch wenn das traditionelle Kreditgeschäft nach wie vor eine dominante Finanzierungsquelle bleiben wird, so wird es dennoch absehbar an Bedeutung verlieren, während die Bereiche Investment-Banking und Vermögensverwaltung relativ zunehmen und stärker zu den Gewinnen der Banken beisteuern. Hausbanken unterstützen ihre Unternehmen vermehrt beim Gang zum Kapitalmarkt, indem sie die Emission von Anleihen und Aktien begleiten oder direkte Beteiligungsfinanzierung insbesondere für KMUs anbieten.[65] Mit dieser Anpassung des Geschäftsmodells profitieren auch die Banken von der zunehmenden Rolle der Kapitalmärkte.

Im Jahr 2030 werden die Insolvenzfonds und die Fonds der Einlagensicherung vollumfänglich in Kraft und der Abwicklungsmechanismus für Banken gelebte Praxis sein, während Bankenrettungen durch die Steuerzahler sich überlebt haben. Diese Entwicklung stärkt die Marktdisziplin und hält die Banken an, alle Möglichkeiten der Innovation und Produktivitätssteigerung zu nutzen, die mit der zunehmenden Digitalisierung (Internetbanking, Finanz-Apps für Banken, Kommunikation in sozialen Netzwerken, neue Services für internet-basiertes Geschäft etc.) und dem Einsatz von Robotern bei standardisierten Dienstleistungen möglich werden. Das Filialnetz der Banken wird sich radikal zurückbilden, während die Kundenbetreuung sich an das veränderte Kundenverhalten anpasst und sich ins Internet verlagert, wo es wesentlich weniger personalintensiv bewerkstelligt wird. Was möglich ist, zeigen die Niederlande, wo nach Tabelle 1 die Zahl der Einwohner pro Bankfiliale von 2010 bis 2014 um 57% gestiegen ist. Diese Entwicklung wird nicht nur die Beschäftigung im Bankensektor stark reduzieren, sondern auch die Struktur und die Tätigkeiten der verbleibenden Beschäftigung verändern.

**Kapitalmärkte:** Im Jahr 2030 werden die Kapitalmärkte eine deutliche größere Rolle in der Finanzierung der österreichischen Wirtschaft spielen. Die Privatanleger räumen den Aktien und anderen Wertpapieren mit höherer Rendite und höherem Risiko etwas mehr Platz in ihrem Portfolio ein. Die Pensionskassen werden wesentlich höhere Finanzvermögen der Arbeitnehmer verwalten und nach den Gesichtspunkten der Portfoliodiversifikation auf den Kapitalmarkt bringen. Auf der anderen Seite nimmt das Volumen der Aktienemissionen und der Beteiligungsfinanzierung außerhalb der Börse stark zu. Diese Entwicklung stärkt die Wagnisfinanzierung. Junge, innovative Technologieunternehmen mit besonders hohem Risiko bekommen wesentlich öfter Zugang zu privatem Wagniskapital, welches Finanzierung mit wertsteigernder Unterstützung und strategischer Beratung kombiniert. Größere KMUs

[65] Mit dem Projekt „Kapitalmarktunion“ hat die Europäische Kommission (2015a, S. 24) angedacht, die Beteiligungsfinanzierung mit einer Lockerung der Risikogewichte für breit diversifizierte kleinere Unternehmenskredite zu erleichtern.

können sich öfter mit Anleihen finanzieren. Investment- und Beteiligungsfonds und auch die Finanzdienstleister nehmen eine wesentlich größere Rolle ein. Die Liquidität und das Handelsvolumen auf der Börse und den anderen Kapitalmärkten nehmen deutlich zu, stärken den Wettbewerb und ermöglichen günstigere Konditionen in Form einer Liquiditätsprämie.

**Unternehmenssektor:** Die Unternehmen finanzieren sich mit mehr Eigenkapital. Die steuerliche Absetzbarkeit einer Eigenkapitalverzinsung senkt die Kapitalkosten für Investitionen und stärkt Unternehmenswachstum und Standortattraktivität. Damit sich in Abbildung 16 tatsächlich das Wachstumsszenario durchsetzt, braucht es neben mehr Risikokapital eben auch starke Investitions- und Innovationsanreize. Weil die Eigentümer mit mehr Eigenkapital auch mehr Risiko übernehmen, nimmt die Bonität bzw. die Schuldentragfähigkeit der Unternehmen zu. Der Zugang zu Kredit und Finanzierung mit Anleihen verbessert sich, Finanzierungsbeschränkungen für profitable Investitionen treten weniger oft auf, und mit den abnehmenden Kreditrisiken fallen auch die Zinskosten. Die Krisenrobustheit der Unternehmen steigt und beschert damit den Banken auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten weniger Kreditausfälle.

**Innovation:** Risikokapital wird dort gebraucht, wo es mehr Risiko gibt. Das ist besonders in den innovativen und international exponierten Sektoren der Fall. Die Umstellung der Wirtschaft auf mehr Eigenkapital und die Entwicklung der Kapitalmärkte fördert daher die Unternehmensgründungen, die Spezialisierung der Wirtschaft auf innovative Branchen mit höherer Wertschöpfung und den Eintritt in den Weltmarkt, wo der Wettbewerb härter und damit das Risiko grösser ist. Kapital und Arbeit fließen leichter von traditionellen Branchen hin zu den innovativen Wachstumsbranchen. Banken mit robuster Kapitalausstattung sind eher bereit, notleidende Kredite von wenig profitablen Unternehmen abzuschreiben und an neue Firmen mit besseren Wachstumschancen zu vergeben. Diese Entwicklungen begünstigen den Strukturwandel, stärken das Produktivitätswachstum, und schaffen Spielraum für steigende Löhne bei zunehmender Beschäftigung.

**Wachstum:** Angesichts der Ergebnisse der empirischen Forschung (vgl. Abschnitt 3.4) ist es realistisch, dass die Umsetzung der Finanzplatzstrategie ein Wachstumsdifferential von einem halben Prozentpunkt im Durchschnitt der nächsten 15 Jahre bis 2030 ermöglicht. Dabei fallen die Wachstumsraten typischerweise in der ersten Anpassungsphase höher aus und flachen später wieder ab. Die österreichische Wirtschaft würde einen Wachstumspfad auf einem permanent höheren Niveau einschlagen. Wenn die Eurozone ein Trendwachstum von durchschnittlich 1.5% pro Jahr aufweist und heute mit einem Indexwert von 100 startet, dann steigt das BIP nach 15 Jahren auf 125 an, das ist bis 2030 ein kumulierter Zuwachs von 25%. Wenn dagegen Österreich mit durchschnittlich 2% wächst und damit ein Wachstumsdifferential zur Eurozone von 0.5% erzielt, dann steigt das BIP auf 135. Im Vergleich zum Durchschnitt der Eurozone könnte also der BIP-Zuwachs bis 2030 um 8% höher ausfallen und Österreich im Einkommensvergleich weiter aufsteigen lassen.

**Stabilität:** Ein robuster Finanzsektor ist nicht nur eine nachhaltige Finanzierungsquelle für Innovation, Wachstum und Strukturwandel, sondern federt wirtschaftliche Risiken besser ab, anstatt sie zu multiplizieren. Damit trägt er wie ein automatischer Stabilisator zur Glättung der konjunkturellen Schwankungen bei. Firmen finanzieren sich mit mehr Eigenkapital und können wesentlich leichter die Beschäftigung auch bei Unterauslastung weiterführen. Auch der Anteil notleidender Kredite bei den Banken wird geringer. Zudem sind die Banken selbst mit mehr Eigenkapital- und Liquidität ausgestattet und können die verbleibenden Kreditausfälle wesentlich leichter wegstecken. Ähnliches gilt für die Haushalte bei ihren Immobilieninvestitionen, die mit mehr Eigenmitteln (Belehnungsgrenzen) selbstfinanziert sind, so dass Überschuldung und notleidende Immobilienkredite weniger häufig auftreten. Banken und Unternehmen investieren nachhaltiger, wenn sie mit mehr Eigenkapitalausstattung mögliche Verluste öfter selber tragen müssen. Rezessionen fallen milder aus und haben geringere Einkommensverluste und einen kleineren Anstieg der Arbeitslosigkeit zur Folge, genauso wie übermäßige Zuwächse im Boom gestaucht werden.

Nach den Erkenntnissen der empirischen Forschung (vgl. Abschnitt 3.3.4 und 3.4.4) betrug in der Vergangenheit der durchschnittliche Einkommensverlust im Verlaufe einer „normalen" Rezession 4% und war bei Rezessionen verbunden mit einer Finanzkrise wesentlich höher. Man kann davon ausgehen, dass im Jahr 2030 mit einem wesentlich robusteren Finanzsektor die Einkommensverluste über die Laufzeit einer normalen Rezessionen vielleicht um 1-2% geringer ausfallen werden, und dass grosse Wirtschafts- und Finanzkrisen zwar nicht endgültig gebannt, aber wesentlich seltener und unwahrscheinlicher werden.

## 6.3 Langanhaltende Stagnation

Im negativen Szenario langanhaltender Stagnation finden keine grundlegenden Reformen statt, die über die internationalen Entwicklungen wie Bankenunion, Basel III und IV hinausgehen. Damit wird die Finanz- und Wirtschaftskrise noch sehr lange nachwirken.

**Bankensektor:** Die Banken werden aufgrund der vom Ausland vorgespurten Reformen robuster werden, aber in einer weniger wachstumskräftigen und stabilen Umgebung operieren. Der steuerliche Anreiz zur Verschuldung bleibt weiterhin bestehen, erschwert die Erfüllung der höheren Mindestvorschriften für Eigenkapital und Liquidität und wirkt damit der Regulierung entgegen. Die Banken werden aus Kostengründen knapp an den Mindeststandards operieren und haben keinen Anreiz, darüber hinauszugehen. An der Krisenrobustheit der Unternehmen und damit an der Kreditqualität wird sich nichts Wesentliches verbessern. Wegen der strengeren Kapitalanforderungen müssen die Banken höhere Bonitätsanforderungen stellen und neigen daher zu einer restriktiveren Kreditvergabe. Angesichts der kommenden Mehrfachbelastungen wird sich die Profitabilität des Bankensektors in Österreich nicht verbessern. Die Situation wird aktuell durch die gegenwärtige Niedrigzinsphase verschärft, welche auf die Zinsspannen drückt und die Gewinne aus dem Kreditgeschäft erheblich schrumpfen lässt. Deshalb wird es schwierig,

Eigenkapital mit einbehaltenen Gewinnen und Ausgabe neuer Aktien auf dem Kapitalmarkt genügend rasch aufzubauen. Umso wahrscheinlicher wird das „Deleveraging", also eine Einschränkung der Kreditvergabe, so dass sich die Banken mit weniger Fremdkapital refinanzieren und auf diese Weise die höheren Eigenkapitalanforderungen erfüllen können.

Die Erholung von der Finanzkrise tritt wesentlich langsamer ein, zumal die Finanzierungsalternativen der Unternehmen auf dem Kapitalmarkt auch nicht besser werden. Die anhaltend geringe Profitabilität reduziert die Standortattraktivität des Bankgeschäfts in Österreich und dürfte bis 2030 trotz Produktivitätssteigerungen durch Digitalisierung und starker Ausdünnung des Filialnetzes zu einer größeren Strukturbereinigung mit einer Schrumpfung der großen Banken bis hin zur Abwicklung von schwächeren Konkurrenten führen. Alles zusammen bedeutet einen sehr starken Beschäftigungsabbau. Diese Entwicklung wird umso wahrscheinlicher und drastischer ausfallen, als mit dem neuen Abwicklungsmechanismus die Marktdisziplin wesentlich schärfer greift. Ohne ein konzertiertes Aktionsprogramm werden sich die Kapitalmärkte in Österreich kaum entwickeln können und die Finanzierung der Wirtschaft wird weiterhin unverhältnismäßig stark von Bankkrediten abhängig bleiben.

**Kapitalmärkte:** In diesem Negativszenario steht es um die Perspektiven für die österreichischen Kapitalmärkte schlecht. Weder werden die institutionellen Anleger eine auch nur annähernd gleich wichtige Rolle spielen können wie im Durchschnitt der Eurozone, noch haben die Unternehmen einen (steuerlichen) Anreiz, ihre Finanzierung auf mehr Risikokapital vom Kapitalmarkt und weniger Fremdkapital in Form von Bankkrediten umzustellen. Unter diesen Bedingungen ist es unrealistisch, dass die Wiener Börse eine bedeutsame Rolle in der Finanzierung der Wirtschaft spielen kann, ähnlich wie in vergleichbaren anderen Ländern. Die private Wagnisfinanzierung kann sich nicht entwickeln, wenn die großen institutionellen Anleger als Kapitalgeber fehlen und ein profitabler Ausstieg nach der ersten kritischen Entwicklungsphase der Portfoliounternehmen nicht möglich ist, weil an der heimischen Börse zu wenig Handel stattfindet. Es bleibt die Möglichkeit, auf ausländische Börsenplätze auszuweichen, verbunden mit der Gefahr, dass gerade die innovativsten Startups ganz abwandern oder im Ausland gegründet werden. Damit wird die Wagnisfinanzierung in Österreich weiterhin nur mit staatlichen Subventionen möglich sein und vom öffentlichen Auftrag an Institutionen wie dem AWS abhängig bleiben.

**Unternehmenssektor und Wirtschaftsstruktur:** Die Kreditfähigkeit bzw. Krisenrobustheit der Realwirtschaft wird sich nicht verbessern, weil die Anreize zur Fremdfinanzierung weiter bestehen und Risikokapital knapp bleibt. Da die Banken bei der Kreditvergabe strengere Bonitätsanforderungen stellen müssen, wird die Kreditvergabe restriktiver und kostspieliger. Weil sich andere Finanzierungsalternativen über die Kapitalmärkte nicht entwickeln, bleibt die Abhängigkeit der Wirtschaft von Bankkrediten unverändert hoch. Der zu kleine Wagniskapitalsektor bleibt ein Nadelsöhr der österreichischen Innovationspolitik. Das Wachstumspotential innovativer Startups wird nicht ausgeschöpft, und daher werden viele

Wachstumsunternehmen auf dem Weg zu ganz großen Konzernen stecken bleiben. Die Kreditknappheit und der Mangel an Eigenkapital bremsen vor allem innovative Branchen. Die bleibende Dominanz der Bankkredite fördert eine mehr auf Sicherheit bedachte und damit eine konservativere Innovationspolitik der Unternehmen. Österreich wird auch in Zukunft ein Land mit einem starken KMU Sektor, aber verhältnismäßig wenigen multinationalen Konzernen und ganz großen Leitbetrieben bleiben, was der Entwicklung der Kapitalmärkte erst recht wieder im Weg steht. Die Kapitalmärkte sollten in einem Land an der Spitze der internationalen Produktivitätsentwicklung eine wesentlich größere Rolle spielen! Weil sie das nicht tun, wird es auch trotz aller staatlichen Subventionen für F&E nicht möglich sein, zu den Innovationsführern aufzuschließen.

**Wachstum:** Ein weniger leistungsfähiger Finanzplatz kann dem Wachstum nur schaden. Kreditbeschränkungen treten häufiger auf mit der Folge, dass rentable Investitionsmöglichkeiten nicht ausgeschöpft werden. Nachdem mit der steuerlichen Begünstigung der Fremdfinanzierung die Kreditfähigkeit der Unternehmen auch nicht besser wird, fallen angesichts des Kreditrisikos bei hoher Verschuldung die Kapitalkosten höher aus und drücken weiter auf das Investitionsniveau. Angesichts der empirischen Ergebnisse in Abschnitt 3.4 ist es realistisch, dass das Wachstumsdifferential mit einem halben Prozentpunkt negativ wird. Wenn über 15 Jahre die Wachstumsrate der Eurozone 1.5% beträgt, aber Österreich nur mehr mit durchschnittlich 1% wächst, dann wird die Zunahme des BIP kumulativ bis 2030 nicht 125%, sondern nur mehr 116% betragen. Bis zum Jahr 2030 wäre damit Österreich im Vergleich zum Durchschnitt der Eurozone um 7% weniger gewachsen und im Einkommensvergleich erheblich zurückgefallen.

**Stabilität:** Nicht nur wäre das Einkommensniveau zurückgeblieben, auch hätte das Land an wirtschaftlicher Sicherheit eingebüßt. Wenn die Kreditrestriktionen härter greifen und keine gegenläufigen Verbesserungen in der Krisenrobustheit der Wirtschaft stattfinden, wird auch jeder wirtschaftliche Abschwung härter ausfallen. Zwar wird die Widerstandskraft der Banken, die nach einer Strukturbereinigung bis 2030 überleben, mit der höheren Kapitalisierung grösser sein. Weil aber die Risiken im Unternehmenssektor und bei den Haushalten nicht abnehmen, wird diese Widerstandskraft bei jeder Krise stärker getestet. Die Einkommensschwankungen im Konjunkturverlauf werden nicht geringer als heute ausfallen und auch die Wahrscheinlichkeit für größere Finanzkrisen in Österreich dürfte nur geringfügig abnehmen. Angesichts der günstigeren Entwicklungen im Rest der Eurozone werden die wirtschaftlichen Risiken relativ gesehen sogar zunehmen.

**Fazit:** Die Entwicklung über eineinhalb Jahrzehnte ist mit so vielen Unsicherheiten im wirtschaftlichen Umfeld genauso wie in der künftigen Richtung der Wirtschaftspolitik befrachtet, dass wohl kaum ein sicheres Bild über den Finanzplatz 2030 möglich ist. Man kann jedoch alternative Szenarien entwickeln. Dabei ist eines sehr sicher. Die wirtschaftliche Entwicklung ist untrennbar mit der Entwicklung des Finanzplatzes verbunden. Ein Szenario Finanzplatz 2030 ist unweigerlich ein Szenario Österreich 2030.

# 7 Schlussfolgerungen

Jobs entstehen mit Investitionen, und Investitionen brauchen Finanzierung. Ein leistungsfähiger Finanzplatz ist entscheidend für Wachstum und Stabilität. Die Akteure des Finanzplatzes stellen stetige Finanzierung zu günstigen Konditionen bereit. Sie verringern die wirtschaftlichen Risiken, indem sie Erfolg und Misserfolg einer Vielzahl von Investitionen, die mit Krediten und Beteiligungen finanziert sind, untereinander ausgleichen. Damit können sie den Anlegern eine wesentlich weniger riskante Rendite zahlen. Sie bringen den Wunsch der Sparer, ihre Mittel kurzfristig verfügbar zu haben, mit dem Bedarf der Unternehmen nach langfristiger Finanzierung für nachhaltige Investitionen in Übereinstimmung. Sie überwachen die Qualität der Kapitalverwendung, lenken die Finanzmittel dorthin, wo sie am meisten Einkommen schaffen, und steigern damit die Produktivität von Arbeit und Kapital. Sie stellen den Zahlungsverkehr sicher, der eine kostensparende und reibungslose Abwicklung der täglichen Geschäfte ermöglicht. So selbstverständlich diese Leistung ist, so unerlässlich ist sie auch für jedes Unternehmen und jeden Haushalt. Mit diesen Leistungen wird deutlich, dass ärmere Länder eben auch einen unterentwickelten Finanzsektor haben, und die reichsten und innovativsten Länder ein hoch entwickeltes Finanzsystem brauchen.

Eine Strategie für den Finanzplatz Österreich dient dem Anspruch auf mehr Wachstum, wirtschaftlicher Sicherheit und Wohlfahrt. Dabei geht die Stoßrichtung dieser Studie von zwei grundsätzlichen Herausforderungen aus. Erstens sollen die Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise mit einem wachstumsfreundlichen Weg der Entschuldung bewältigt werden. Zum zweiten soll eine Finanzplatzstrategie auch dem Anspruch dienen, Österreich als führendes Innovationsland zu entwickeln. Dazu sollte mehr Finanzierungsvolumen über die Kapitalmärkte gelenkt werden.

Die Finanzplatzstrategie stützt sich in ihren Stoßrichtungen auf drei zentrale Pfeiler. Erstens gilt es, den vom Basel-Komitee und den europäischen Richtlinien vorgezeichneten Weg zu mehr Eigenkapital und Liquidität sowie den Weg zur Selbstversicherung des Bankensektors im Rahmen der Bankenunion nachzuvollziehen. Die Herausforderung ist, den heimischen Banken den Weg dahin erst zu ermöglichen und Doppel- und Mehrfachbelastungen abzubauen. Zweitens soll der Staat nicht die Anliegen der Regulierung durch steuerliche Verzerrungen wieder aushebeln. Um den Schuldenüberhang bei Banken und Unternehmen wachstumsfreundlich abzubauen, ist mehr risikotragendes Eigenkapital erforderlich. Dazu sind die steuerlichen Nachteile für Risikokapital bei den Anlegern und der steuerliche Anreiz zur Verschuldung bei Unternehmen und Banken zu beseitigen, die dem Anliegen der Regulierung diametral entgegenstehen.

Drittens sollen die Barrieren für eine stärkere Rolle der Kapitalmärkte abgebaut werden, um mehr risikotragendes Eigenkapital zu mobilisieren. Mehr Eigenkapital steigert die Kreditwürdigkeit der Unternehmen und nützt auch den Banken. Punktuelle Reformen genügen sicherlich nicht, um eine wesentliche Änderung zu bewirken. Vielmehr braucht es

eine konzertierte Aktion, die bei Anbietern und Nachfragern nach Finanzierung gleichzeitig ansetzt. Der Ausbau der Kapitalmärkte wird auch nur gelingen, wenn neben Privatanlegern die institutionellen Anleger wie z.B. Pensionsfonds eine größere Rolle spielen. Bereits ein kleiner Schritt in Richtung einer kapitalgedeckten Säule der Alterssicherung, wie sie allein im Hinblick auf eine Diversifizierung der Alterseinkommen und einer Partizipation der Arbeitnehmer an den Kapitaleinkommen sinnvoll wäre, würde den Kapitalmarkt erheblich beleben. Eine solche Entwicklung würde Investmentfonds, Beteiligungsgesellschaften bis hin zur Wagnisfinanzierung stärken, deren Hauptaufgabe die Risikoreduktion durch Diversifizierung ist. Damit wird die Finanzierung riskanter, aber ertragreicher Investitionen durch sicherheitsbewusste Anleger auf dem Umweg über das Fondsgeschäft möglich.

Das Finanzplatzkonzept zeigt einen Weg auf, um den Finanzplatz Österreich auf zwei starke Säulen zu stellen, leistungsfähige Banken und Kapitalmärkte in ausreichender Breite und Tiefe. Die zehn Reformen bauen Marktstörungen ab und stärken die Fähigkeit des Finanzplatzes, wirtschaftliche Schwankungen abzufedern und nachhaltige Finanzierung für Innovation und Wachstum bereitzustellen.

Referenzen


Acharya, Viral V., Robert Engle und Diane Pierret (2013), *Testing Macro-prudential Stress Tests: The Risk of Regulatory Risk Weights*, NBER Working Paper Nr. 18698.

Acharya, Viral V., Deniz Anginer und A. Joseph Warburton (2016), *The End of Market Discipline? Investor Expectations of Implicit State Guarantees*, New York University, Working Paper.

Aghion, Philippe (2016), Competitiveness and Growth Policy Design, in: Christian Keuschnigg, ed., *Moving to the Innovation Frontier*, CEPR Press, E-Report, London, 5-29.

Aghion, Philippe, Philippe Askenazy, Nicolas Berman, Gilbert Cette and Laurent Eymard, (2012), Credit Constraints and the Cyclicality of R&D Investment: Evidence from France, *Journal of the European Economic Association 10*, 1001-1024.

Aghion, Philippe, Peter Howitt und David Mayer-Foulkes (2005), The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence, *Quarterly Journal of Economics Vol. 120*, 173-222.

Aghion, Philippe, Thibault Fally und Stefano Scarpetta (2007), Credit Constraints as a Barrier to the Entry and Post-entry Growth of Firms, *Economic Policy 20*, 731-779.

Albertazzi, Ugo und Leonardo Gambacorta (2010), Bank Profitability and Taxation, *Journal of Banking and Finance 34*, 2801-2810.

Alessandri, Piergiorgio und Benjamin D. Nelson (2015), Simple Banking: Profitability and the Yield Curve. *Journal of Money, Credit and Banking 47(1)*, 143-175.

Allen, Franklin und Douglas Gale (2000), *Comparing Financial Systems*, MIT Press, Cambridge, MA.

Allen, Franklin, Elena Carletti and Joanna Gray, Hrsg., (2013), *Political, Fiscal and Banking Union in the Eurozone*, Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania, Ebook.

Anderson, Niki, Martin Brooke, Michael Hume und Miriam Kürtösiova (2015), *A European Capital Markets Union: Implications for Growth and Stability*, BoE Financial Stability Paper No. 33.

AVCO (2014), *Private Equity & Venture Capital in Austria 2013*, Mai 2014, Wien.

Baltagi, Badi H., Dong Li und Qi Li (2006), Transaction Tax and Stock Market Behavior: Evidence from an Emerging Market, *Empirical Economics 31*, 393-408.

Bartelsman, Eric, John Haltiwanger und Stefano Scarpetta (2013), Cross-Country Differences in Productivity: The Role of Allocation and Selection, *American Economic Review 103*, 305-334.

Barth, James R., Gerard Caprio und Ross Levine (2006), *Rethinking Bank Regulation. Till Angels Govern*, Cambridge University Press.

Basel Committee on Banking Supervision (2010), *An Assessment of the Long-term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements*, Basel: BIS.

Basel Committee on Banking Supervision (2011), *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*, Basel: BIS.

Basel Committee on Banking Supervision (2015), *Revisions to the Standardized Approach for Credit Risk*, Basel: BIS, Second Consultative Document.

Becchetti, Leonardo, Massimo Ferrari und Ugo Trenta (2014), The Impact of the French Tobin Tax, *Journal of Financial Stability 15*, 127-148.

Beck, Thorsten, Hrsg., (2011), *The Future of Banking*, A VoxEU.org eBook, CEPR, London.

Beck, Thorsten, Hrsg., (2012), *Banking Union for Europe: Risks and Challenges*, A VoxEU.org eBook, CEPR, London.

Beck, Thorsten (2012), The Role of Finance in Economic Development: Benefits, Risks, and Politics, in: Dennis C. Müller (Hrsg.), *Oxford Handbook of Capitalism*, online, 1-33.

Beck, Thorsten, Ross Levine und Norman Loayza (2000), Finance and the Sources of Growth, *Journal of Financial Economics 7*, 3-55.

Beck, Thorsten und Ross Levine (2002), Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-based System Matter? *Journal of Financial Economics 64*, 147-180.

Beck, Thorsten und Ross Levine (2004), Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence, *Journal of Banking and Finance* 28, 423-442.

Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt und Vojislav Maksimovic (2005), Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Size Matter? *Journal of Finance 60*, 137-177.

Beck, Thorsten, Asli Demirgüc-Kunt, Ross. Levine, Erik Feyen und Martin Cihak (2013), *Financial Development and Structure Dataset* (updated Nov. 2013).

Beck, Roland, Georgiadis, Georgios und Roland Straub (2014), The Finance and Growth Nexus Revisited, *Economics Letters 124*, 382-385.

Bierbrauer, Felix (2014), Tax Incidence for Fragile Financial Markets, *Journal of Public Economics 120*, 107-125.

Board of Governors of the Federal Reserve System [Federal Reserve] (2014), Changes in U.S. Family Finances from 2010 to 2013: Evidence from the Survey of Consumer Finances, *Federal Reserve Bulletin 100(4)*, 1-14.

Bolton, Patrick, Xavier Freixas, Leonardo Gambocorta und Paolo E. Mistrulli (2013), *Relationship and Transaction Lending in a Crisis*, NBER WP 19467.

Borio, Claudio, Gambacorta, Leonardo und Boris Hofmann (2015), *The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability.* BIS Working Paper Nr. 514.

Brown, Martin, Benjamin Guin und Stefan Morkoetter (2014), *Deposit Withdrawals from Distressed Commercial Banks*, University of St. Gallen WP in Finance Nr. 2013/19.

Brunnermeier, Markus, Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud und Hyun Shin (2009), *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy 11, CEPR, London.

Buch, Claudia, Björn Hilberg und Lena Tonzer (2014a), *Taxing Banks: An Evaluation of the German Bank Levy*, CESifo Working Paper No. 4704.

Buch, Claudia, Tobias Körnder und Benjamin Weigert (2014b), Towards Deeper Financial Integration in Europe: What the Banking Union Can Contribute, German Council of Economic Experts Working Paper, 1-33.

Budgetdienst (2015), Anfragebeantwortung des Budgetdienstes, 11.3.2015.

Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung [FMSA] (2014), *Bankenabgabe 2014 beläuft sich auf 516 Mio. Euro*, Pressemitteilung vom 6.11. 2014.

Bundesministerium für Arbeit, Soziales und Konsumentenschutz [BMASK] (2012), *Sozialbericht 2011-2012. Ressortaktivitäten und sozialpolitische Analysen.*

Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft [BMWFW] (2014), *Mittelstandsbericht 2014*.

Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi und Anil K. Kashyap (2008), Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan, *American Economic Review 98*, 1943-1977.

Campbell, John Y. (2006), Household Finance*, Journal of Finance 61(4)*, 1553-1604.

Capelle-Blancard, Gunther und Olena Havrylchyk (2013), Incidence of Bank Levy and Bank Market Power, Working Paper.

Capelle-Blancard, Gunther und Olena Havrylchyk (2014), The Ability of Banks to Shift Corporate Income Taxes to Customers, in: R. de Mooij and G. Nicodème (Eds.), *Taxation and Regulation of the Financial Sector*, MIT Press, S. 253–278.

Cecchetti, Stephen G. und Enisse Kharroubi (2012), *Reassessing the Impact of Finance on Growth*, BIS WP No. 38.

CESifo Focus (2012), *European Banking Union*, CESifo Forum 13/4, 3-50.

Chiorazzo, Vincenzo und Carlo Milani (2011), The Impact of Taxation on Bank Profits: Evidence from EU Banks, *Journal of Banking and Finance 35*, 3202-3212.

Chou, Robin K. und George H. K. Wang (2006), Transaction tax and market quality of the Taiwan stock index futures. *Journal of Futures Markets 26*, 1195–1216.

Cocco, João F., Francisco J. Gomes und Pascal J. Meanhout (2005), Consumption and Portfolio Choice over the Life Cycle, *Review of Financial Studies 18(2)*, 491-532.

Danielsson, Jon, Hrsg. (2015), *Post-Crisis Banking Regulation*, A VoxEU.org eBook, CEPR, London.

Da Rin, Marco, Giovanna Nicodano und Alessandro Sembenelli (2006), Public Policy and the Creation of Active Venture Capital Markets, *Journal of Public Economics 90*, 1699-1723.

Da Rin, Marco, Thomas Hellmann und Manju Puri (2013), A Survey of Venture Capital Research, *Handbook of the Economics of Finance*, 573-648.

Davenport, Andrew M. und Kathleen M. McDill (2006), The Depositor Behind the Discipline: A Micro-Level Case Study of Hamilton Bank, *Journal of Financial Services Research 30*, 93-109.

Demirgüç-Kunt, Ash und Harry Huizinga (1999), Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence, *World Bank Economic Review 13*, 379-408.

De Mooij, Ruud A. und Sjef Ederveen (2008), Corporate Tax Elasticities: A Reader's Guide to Empirical Findings, *Oxford Review of Economic Policy 24*, 680-697.

Devereux, Michael, Niels Johannesen und Joha Vella (2015), *Can Taxes Tame the Banks? Evidence from European Bank Levies*, Saïd Business School, Research Paper No. 2015-05.

Dewatripont, Matthias und Jean Tirole (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press.

Dewatripont, Mathias, Jean-Charles Rochet und Jean Tirole (2010), *Balancing the Banks. Global Lessons from the Financial Crisis*, Princeton University Press.

Diamond, Douglas W. (1984), Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies 51(3)*, 393-414.

Diamond, Douglas W. und Philip H. Dybvig (1983), Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity, *Journal of Political Economy 91*(3), 401-19.

Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes und Andrei Shleifer (2008), The Law and Economics of Self-dealing, *Journal of Financial Economics 88*, 430-465.

Doralt, Werner (2012), *Steuerrecht 2012/13*, 14. Auflage, Manz Verlag, Wien.

Egger, Peter, Wolfgang Eggert, Christian Keuschnigg und Hannes Winner (2010), Corporate Taxation, Debt Financing and Foreign-Plant Ownership, *European Economic Review 54,* 96-107.

Egger, Peter, Christian Keuschnigg, Valeria Merlo und Georg Wamser (2014), Corporate Taxes and Internal Borrowing within Multinational Firms, *American Economic Journal: Economic Policy 6,* 54-93.

Egger, Peter und Christian Keuschnigg (2015), Innovation, Trade and Finance, *American Economic Journal: Microeconomics 7*, 121-157.

European Banking Authority [EBA] (2016), *EBA Risk Dasboard Interactive Tool Q4 2015*.

European Central Bank [ECB] (2015), *Report on Financial Structures October 2015*.

Europäische Zentralbank [EZB] (2014), *Aggregate Report on the Comprehensive Assessment*, October 2014.

European Commission (2010), *Proposal for a Directive on Deposit Guarantee Schemes,* Commission Staff Working Document, Impact Assessment, SEC(2010) 834 final.

Europäische Kommission (2013), *Impact Assessment: Proposal for a Council Directive Implementing Enhanced Cooperation in the Area of Financial Transaction Tax, Analysis of Policy Options and Impacts*, Working Document 28.

Europäische Kommission (2015a), *Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion*, Brüssel, COM(2015) 468 final.

European Commission (2015b), *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, Commission Staff Working Document, SWD(2015) 183 final.

Eurosystem Household Finance and Consumption Network [HCFS (2013), *The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey: Results from the First Wave*, ECB Statistics Paper Series Nr. 2.

Freixas, Xavier und Jean-Charles Rochet (1998), *Microeconomics of Banking*, MIT Press.

Freixas, Xavier, Lóránth, Gyöngyi und Alan D. Morrison (2007), Regulating Financial Conglomerates. *Journal of Financial Intermediation 16*, 479-514.

Freixas, Xavier, Luc Laeven und Jose-Luis Peydro (2015), *Systemic Risk, Crisis, and Macroprudential Regulation*, MIT Press.

French, Kenneth R., u.a. (2010), *The Squam Lake Report. Fixing the Financial System*, Princeton University Press.

Gale, Douglas (2010), Capital Regulation and Risk Sharing, *International Journal of Central Banking 6*, 187-204.

Gambacorta, Leonardo, Jing Yang und Kostas Tsatsaronis (2014), Financial Structure and Growth, *BIS Quarterly Review March 2014*, 21-35.

Gordon, R. und Y. Lee (2001), Do Taxes Affect Corporate Debt Policy? Evidence from U.S. Corporate Tax Return Data*, Journal of Public Economics 82,* 195-224.

Greenwood, Jeremy, Juan M. Sanchez and Cheng Wang (2013), Quantifying the Impact of Financial Development on Economic Development, *Review of Economic Dynamics 16*, 194-215.

Greenwood, Robin, Landier, Augustin und David Thesmar (2015), Vulnerable Banks, *Journal of Financial Economics 115*, 471-485.

Gros, Daniel (2016), *Completing the Banking Union*, VoxEU.

Guiso, Luigi und Tullio Jappelli (2005), Awareness and Stock Market Participation, *Review of Finance 9,* 537-567.

Guiso, Luigi, Paola Sapienza und Luigi Zingales (2005), Trusting the Stock Market, *Journal of Finance 58(6),* 2557-2600.

Halling, Michael, Alexander Stomper und Josef Zechner (2005), Kapitalmarktorientierte Finanzierungsperspektiven für den österreichischen Mittelstand, *OeNB Finanzmarktstabilitätsbericht 10*, 90-104.

Hellmann, Thomas und Manju Puri (2000), The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital, *Review of Financial Studies 13*, 959-984.

Hellmann, Thomas, Laura Lindsey und Manju Puri (2008), Building Relationships Early: Banks in Venture Capital, *Review of Financial Studies 21*, 513-541.

Hochberg, Yael, Calros J. Serrano und Rosemarie H. Ziedonis (2014), *Patent Collateral, Investor Committment, and the Market for Venture Lending*, NBER WP 20587.

Hofer, Helmut (2007), The Severance Pay Reform in Austria ('Abfertigung Neu'). *CESifo DICE Report 4/2007*, 41-48.

Hoffmann, Mathias und Bengt E. Sørensen (2015), *Small Firms and Domestic Bank Dependence in Europe's Great Recession*, European Economy Discussion Paper 012.

Hoshi, Takeo, Kashyap, Anil und David Scharfstein (1990), The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan, *Journal of Financial Economics 27*, 67-88.

Hoshi, Takeo, Kashyap, Anil und David Scharfstein (1991), Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups, *Quarterly Journal of Economics 106(1)*, 33-60.

IHS (2012), *Analyse der Stabilitätsabgabe*, Studie im Auftrag des BM für Finanzen.

IMF (2010), *A Fair and Substantial Contribution of the Financial Sector*, The IMF's Report to the G20.

IMF (2010), *Financial Sector Taxation*, The IMF's Report to the G-20 and Background Material.

IMF (2013a), *Austria. Financial Stability Assessment*, IMF Country Report No. 13/283.

IMF (2013b), *A Banking Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion Note 13/01, und Technical Background Notes.

Internationaler Währungsfonds [IWF] (2010), *Financial Sector Taxation,* The IMF's Report to the G-20 and Background Material.

Invest Europe (2015), *EVCA Yearbook 2015*.

Iyer, Rajkamal und José-Luis Peydró (2011), Interbank Contagion at Work: Evidence from a Natural Experiment, *Review of Financial Studies 24*, 1337-1377.

Iyer, Rajkamal und Manju Puri (2012), Understanding Bank Runs: The Importance of Depositor Bank Relationships and Networks, *American Economic Review 102*, 1414-1445.

Jimenez, Gabriel, Steven Ongena, Jose-Luis Peydro und Jesus Saurina (2012), Credit Supply and Monetary Policy: Identifying the Bank Balance-Sheet Channel With Loan Applications, *American Economic Review 102*, 2301-2326.

Jimenez, Gabriel, Steven Ongena, Jose-Luis Peydro und Jesus Saurina (2015), *Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments*, Arbeitspapier, Universität Pompeu Fabra.

Kanniainen, Vesa und Christian Keuschnigg (2004), Start-up Investment With Scarce Venture Capital Support, *Journal of Banking and Finance 28*, 1935-1959.

Kaplan, Steven N. und Per Strömberg (2000), Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Study of Venture Capital Contracts, *Review of Economic Studies 70*, 281-315.

Keen, Michael und Ruud de Mooij (2016), Debt, Taxes, and Banks, *Journal of Money, Credit and Banking*, erscheint demnächst.

Keuschnigg, Christian (2004a), Venture Capital Backed Growth, *Journal of Economic Growth 9*, 239-261.

Keuschnigg, Christian (2004b), Taxation of a Venture Capitalist with a Portfolio of Firms, *Oxford Economic Papers 56*, 285-306.

Keuschnigg, Christian (2016), Unternehmensbesteuerung und Standortattraktivität, WPZ Analyse Nr. 10, *Wirtschaftspolitische Blätter 2016/1, 735-757*.

Keuschnigg, Christian und Mirela Keuschnigg (2012), Transition Strategies in Enacting Fundamental Tax Reform, *National Tax Journal 65*, 357-386.

Kopp, Emanuel, Christian Ragacs und Stefan Schmitz (2010), Volkswirtschaftliche Effekte verschiedener Massnahmen zur Erhöhung der Schockresistenz des österreichischen Bankensystems, *OeNB Finanzmarktstabilitätsbericht 20*, 90-119.

Kortum, Sam und Josh Lerner (2000), Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation, *Rand Journal of Economics 31*, 674-692.

Kroszner, Randall S., Luc Laeven und Daniela Klingsbiel (2007), Banking Crises, Financial Dependence and Growth, *Journal of Financial Economics 84*, 187-228.

Langedijk, Sven, Gaëtan Nicodème, Andrea Pagano und Alessandro Rossi (2015), *Debt Bias in Corporate Income Taxation and the Costs of Banking Crises*, European Commission Taxation Papers Nr. 50.

Langfield, Sam und Marco Pagano (2016), Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth, *Economic Policy 31*, 53-106.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny (2000), Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics 58*, 3-27.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer (2006), What Works in Securities Laws? *Journal of Finance 61*, 1-32.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes und Andrei Shleifer (2013), Law and Finance After a Decade of Research, *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, 425-491.

Le Leslé, Vanessa und Sofiya Avramova (2012), *Revisiting Risk-Weighted Assets: Why Do RWAs Differ across Countries and What Can Be Done about It?* IMF Working Paper Nr. 12/90.

Lentz, Rasmus und Dale T. Mortensen (2008), An Empirical Model of Growth Through Product Innovation, *Econometrica 76*, 1317-1373.

Lerner, Josh, Norten Sorensen und Per Strömberg (2011), Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation, *Journal of Finance 66*, 445-477.

Levine, Ross (2005), Finance and Growth: Theory and Evidence, *Handbook of Economic Growth 1A*, 865-934.

Levine, Ross und Sara Zervos (1998), Stock Markets, Banks and Economic Growth, *American Economic Review* 88, 537-558.

Levine, Ross, Chen Lin und Wensi Xie (2015), *Spare Tire? Stock Markets, Banking Crises and Economic Recoveries*, NBER Working Paper No. 20863.

LSE (2010), *The Future of Finance*, The LSE Report, London School of Economics and Political Science.

Macroeconomic Assessment Group (2010), *Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements*, Basel: BIS, Final Report.

Matheson, Thronton (2011), *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*, IMF Working Paper 11/54.

McNamara, Christian M., Michael Wedow und Andrew Metrick (2014a), *Basel III B: Basel III Overview*, Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-1B-V1.

McNamara, Christian M., Natalia Tente und Andrew Metrick (2014b), *Basel III D: Swiss Finish to Basel III*, Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-1D-V1.

Mirrlees, James (2011), *Tax by Design: The Mirrlees Review*, Oxford University Press.

OECD (2015), *Pension Markets in Focus No. 12*.

OeNB (2011), *Facts on Austria and its Banks*, OeNB, Wien.

OeNB (2014), *Financial Stability Report 28*, OeNB, Wien.

OeNB (2015a), *Facts on Austria and its Banks*, OeNB, Wien.

OeNB (2015b), *Financial Stability Report 30*, OeNB, Wien.

OeNB (2016), *Factsheet Wohnimmobilienmarkt Österreich*, März 2016, OeNB, Wien.

Pagano, Marco und Giovanni Pica (2012), Finance and Employment, *Economic Policy 27*, 5-55.

Pang, Jiaren und Haibin Wu (2009), Financial Markets, Financial Dependence and the Allocation of Capital, *Journal of Banking and Finance 33*, 810-818.

Peydro, Jose-Luis (2016), *Macroprudential Policy and Credit Supply*, Research Frontier No. 9, WPZ Wien, www.wpz-fgn.com/forschung/research-frontier.

Poterba, James M. und Andrew A. Samwick, (2002), Taxation and Household Portfolio Composition: US Evidence from the 1980s and 1990s, *Journal of Public Economics 87*, 5-38.

Puri, Manju und Rebecca Zarutskie (2012), On the Life-Cycle Dynamics of Venture-Capital and Non-Venture-Capital-Financed Firms, *Journal of Finance 67*, 2247-2293.

Rajan, Raghuram und Luigi Zingales (1998), Financial Dependence and Growth, *American Economic Review 88*, 73-96.

Randl, Otto und Josef Zechner (2016), *Sovereign Reputation and Yield Spreads: A Case Study on Retroactive Legislation*, unveröffentlichtes Manuskript, WU Wien.

Rochet, Jean-Charles (2010), The Future of Banking Regulation, in: Dewatripont, Mathias, Jean-Charles Rochet und Jean Tirole, *Balancing the Banks*, Princeton University Press, 78-106.

Sachverständigenrat (2015), *Europäische Kapitalmarktunion: Finanzierungshürden überwinden*, in: Jahresgutachten 2015, Wiesbaden, 201-225.

Schoenmaker, Dirk (2016), The Banking Union: An Overview and Open Issues, in: Thorsten Beck und Barbara Casu (Hrsg.), *The Palgrave Handbook of European Banking*, Kapitel 17, erscheint demnächst.

Schoenmaker, Dirk und Guntram Wolff (2015), *Options for European Deposit Insurance*. VoxEU.

Shleifer, Andrei und Robert Vishny (2011), Fire Sales in Finance and Macroeconomics, *Journal of Economic Perspectives 25(1)*, 29-48.

Slovik, Patrick und Boris Cournède (2011), *Macroeconomic Impact of Basel III*, OECD Economics Department WP Nr. 844.

Sorensen, Morton (2007), How Smart Is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital. *Journal of Finance 62*, 2725–2762.

Stiglitz, Joseph und Andrew Weiss (1981), Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review 71*, 393-410.

Tirole, Jean (2001), Corporate Governance, *Econometrica 69*, 1-35.

Tirole, Jean (2006), *Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.

Umlauf, Steven R. (1993), Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market, *Journal of Financial Economics 33*, 227-240.

U.S. President's Advisory Panel on Federal Tax Reform (2006), *Simple, Fair, and Pro-Growth: Proposals to Fix America's Tax System*, Washington, D.C.

Vallascas, Francesco und Jens Hagendorff (2013), The Risk Sensitivity of Capital Requirements: Evidence from an International Sample of Large Banks, *Review of Finance 17*, 1-42.

Van Rooij, Maarten, Annamaria Lusardi und Rob Alessie (2011), Financial Literacy and Stock Market Participation, *Journal of Financial Economics 101*, 449-472.

Veron, Nicolas (2014), *Defining Europe's Capital Markets Union*, Bruegel Policy Contribution 2014/12.

Veron, Nicolas und Guntram B. Wolff (2015), *Capital Markets Union: A Vision for the Long Term*, Bruegel Policy Contribution 2015/05.

Vissing-Jorgensen, Anette (2002), *Towards an Explanation of Household Portfolio Choice Heterogeneity: Nonfinancial Income and Participation Cost Structures*, NBER Working Paper Nr. 8884.

Wurgler, Jeffrey (2000), Financial Markets and the Allocation of Capital, *Journal of Financial Economics 58*, 187-214.

# Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Wettbewerbsfähigkeit und Effizienz der Banken in der Eurozone ..... 19
Tabelle 2: Eigenkapitalvorschriften nach Basel II und Basel III ..... 72
Tabelle 3: Bankensteuern im europäischen Vergleich ..... 87

# Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Größe des Finanzsektors, 2014 Q3, gesamte Aktiva in % des BIP ..... 5
Abbildung 2: Anteil notleidender Forderungen im europäischen Vergleich, Q4 2015 ..... 8
Abbildung 3: Finanzierungsquellen nichtfinanzieller Unternehmen, 2014 Q3, % des BIP ..... 10
Abbildung 4: Finanzierung nach Betriebsgrößen, Österreich, 2012/13 ..... 11
Abbildung 5: Wagniskapital für österreichische Unternehmen, 2013 in % des BIP ..... 12
Abbildung 6: Größe des Bankensektors im internationalen Vergleich ..... 15
Abbildung 7: Zusammensetzung der Bankaktiva im europäischen Vergleich ..... 16
Abbildung 8: Eigenkapitalquoten der Banken im EU Vergleich, 2015 Q4 ..... 17
Abbildung 9: Zinsen auf Neukredite an nicht-finanzielle Unternehmen ..... 20
Abbildung 10: Rendite und Risiko österreichischer Banken ..... 21
Abbildung 11: Größe des Versicherungssektors, gesamte Aktiva, in % des BIP, 2014 Q3 ..... 23
Abbildung 12: Investitionsrenditen und Mindestverzinsung im Versicherungssektor ..... 24
Abbildung 13: Ausstehende Anleihen, in % des BIP, Dezember 2014 ..... 25
Abbildung 14: Börsenwert gelisteter Aktien, in % des BIP, Dezember 2014 ..... 26
Abbildung 15: Banken- und Kapitalmarktorientierung, 2014 ..... 28
Abbildung 16: Finanzierung und Wachstumsperspektiven ..... 96
Abbildung 17: Vermögenswerte der Pensionskassen in Prozent des BIP, 2014 ..... 105
Abbildung 18: Risikoreduktion durch Diversifikation ..... 111
Abbildung 19: Banken und Kapitalmärkte einer innovativen, krisenrobusten Wirtschaft . 113

# Wirtschaftspolitisches Zentrum WPZ

*Forschung und Kommunikation auf Spitzenniveau für Politik, Wirtschaft und Gesellschaft*

Das Wirtschaftspolitische Zentrum (WPZ) ist eine Initiative der Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie (FGN-HSG) an der Universität St. Gallen und ist folgenden Aufgaben gewidmet:

- Spitzenforschung mit Anwendungsbezug
- Wissenstransfer in die wirtschaftspolitische Praxis
- Förderung der wissenschaftlichen Nachwuchstalente
- Information der Öffentlichkeit

Unsere Aktivitäten in der Forschung reichen von wegweisenden Studien in Kooperation mit international führenden Wissenschaftlern bis hin zu fortlaufenden wirtschaftspolitischen Kommentaren. Damit wollen wir die wirtschaftspolitische Diskussion mit grundlegenden Denkanstößen beleben und eine konsequente Reformagenda für Österreich entwickeln, um die großen Herausforderungen besser zu lösen. Die Erkenntnisse und Ergebnisse der modernen Theorie und empirischen Forschung sollen zugänglich aufbereitet und kommuniziert werden, damit sie von Entscheidungsträgern und der Öffentlichkeit wahrgenommen und genutzt werden können und für die politische Entscheidungsfindung Relevanz entwickeln.

Wir freuen uns, wenn Sie unsere Initiativen unterstützen und das WPZ weiterempfehlen. Informieren Sie sich auf www.wpz-fgn.com über unsere Aktivitäten und kontaktieren Sie uns unter office@wpz-fgn.com.

**Wirtschaftspolitisches Zentrum | www.wpz-fgn.com | office@wpz-fgn.com**