

## Berichte

### Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarktes

Zusammenfassung des Berichts einer von der EWG  
eingesetzten Sachverständigengruppe

Die Kommission der Europäischen Gemeinschaften hat sich zum Ziel gesetzt, möglichst bald einen unerfreulichen Rückstand aufzuholen: nachdem die Zollunion nahezu erreicht ist, eine gemeinsame Agrarpolitik und die einheitliche Anwendung des Mehrwertsteuersystems beschlossen sind und die Wirtschaftsunion zwischen den sechs Mitgliedstaaten Fortschritte macht, soll es auch einen europäischen Kapitalmarkt geben. Gemeint ist — jedenfalls zunächst — eine Zusammenfassung, eine Integration der sechs nationalen Kapitalmärkte. Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft enthält bezüglich des Kapitalmarktes — ähnlich wie hinsichtlich der Währungspolitik — nur recht zaghafte Bestimmungen; das erklärt sich aus den Schwierigkeiten, die 1957, bei der Abfassung des Vertrages, der Ausgleich der Zahlungsbilanzen bereitete. Nach Art. 67 des EWG-Vertrages sind die Beschränkungen auf dem Gebiet des Kapitalverkehrs schrittweise zu beseitigen, „soweit es für das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes notwendig ist“. Die EWG-Kommission hat in dieser Bestimmung keine Einschränkung gesehen, die Regierungen der Mitgliedstaaten aber andererseits bisher nicht von der Notwendigkeit eines europäischen Kapitalmarktes überzeugen können.

Zur Beseitigung der Beschränkungen des Kapitalverkehrs gemäß Art. 67 des EWG-Vertrages wurden vom Ministerrat auf Vorschlag der EWG-Kommission 1960 und 1962 zwei Richtlinien erlassen; sie gewährleisten in beschränktem Umfange einen freien Kapitalverkehr u. a. bei Direktinvestitionen, beim Immobilienerwerb, beim Handel mit börsennotierten Wertpapieren, bei Kapitaltransaktionen mit persönlichem Charakter und bei kurz- und mittelfristigen Krediten, die im Zusammenhang mit dem Außenhandel stehen<sup>1</sup>. Weitere Fortschritte beim Ab-

---

<sup>1</sup> Richtlinien vom 11. 5. 1960 bzw. 18. 12. 1962, veröffentlicht im Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften vom 12. 7. 1960 bzw. 22. 1. 1963.

bau der Devisenbeschränkungen wurden seitdem nicht gemacht. Insbesondere wurden die Devisenbeschränkungen für die Emission von Auslandsanleihen und für die Aufnahme und Gewährung von ausländischen Finanzkrediten beibehalten, die in drei der Mitgliedstaaten (Italien, Frankreich und Niederlande) gelten.

Die EWG-Kommission versuchte im April 1964, mit dem Entwurf einer dritten Richtlinie die Liberalisierung des Kapitalverkehrs unabhängig vom Stand der Devisenbeschränkungen wenigstens bezüglich der sogenannten administrativen Hemmnisse weiterzutreiben. Dieser Richtlinienentwurf stieß jedoch bei den Ständigen Vertretern der Bundesrepublik, Belgiens und Luxemburgs in Brüssel auf Bedenken; sie wollten keine Verpflichtungen für die Aufhebung verwaltungsmäßiger Beschränkungen bei der Emission, Börseneinführung und Unterbringung von ausländischen Wertpapieren übernehmen, solange die übrigen Mitgliedländer noch ihre Devisenbeschränkungen aufrecht erhalten.

Unter diesen Umständen hielt es die EWG-Kommission für zweckmäßig, eine Gruppe unabhängiger Sachverständiger um einen Bericht über den Aufbau des europäischen Kapitalmarktes zu bitten. Der Bericht sollte die Vorteile aufzeigen, die ein gemeinsamer Kapitalmarkt für die EWG bringt, nämlich mehr Finanzierungs- und Anlagemöglichkeiten, als eine rechnerische Addition der nationalen Kapitalmärkte ergeben würde. Der Bericht sollte ferner die Bedenken ausräumen, die gegen eine weitere Liberalisierung des Kapitalverkehrs wegen der davon befürchteten Einschränkung der wirtschaftspolitischen Selbständigkeit — einschließlich der Programmierung und der Kapitalzinspolitik — in einigen Mitgliedstaaten bestanden; auf diesen Punkt kam es der EWG-Kommission ganz besonders an, nachdem sie erkannt hatte, daß für die Beibehaltung der noch bestehenden devisenrechtlichen Beschränkungen weniger die Sorge um den Ausgleich der Zahlungsbilanz als vielmehr die Beibehaltung der einzelstaatlichen Wirtschaftspolitik der entscheidende Grund ist. Schließlich sollte der Bericht einen Überblick über die neben den Devisenbeschränkungen noch bestehenden anderweitigen Hindernisse geben, die einer Zusammenfassung der nationalen Kapitalmärkte zu einem gemeinsamen Europäischen Kapitalmarkt entgegenstehen.

Die EWG-Kommission übertrug die Ausarbeitung des Berichtes einer Gruppe von 11 Sachverständigen, die erstmals im Oktober 1964 zusammentrat; 7 der 11 Sachverständigen kamen aus dem privaten Bankgewerbe, einer von einem öffentlich-rechtlichen Kreditinstitut und zwei sind Universitätsprofessoren; den Vorsitz der Sachverständigengruppe

übernahm der damalige Direktor für Forschung bei der EWG-Kommission, Professor Segré. Von deutscher Seite gehörten der Sachverständigengruppe der Präsident der Landeszentralbank in Bremen, Dr. Gleske, bis April 1964 noch Direktor bei der EWG-Kommission, und Professor Dr. Möller, Universität München, an. Der Bericht der Sachverständigengruppe wurde im November 1966 abgeschlossen, aber erst Ende 1967 in den vier Sprachen der Gemeinschaft sowie in Englisch veröffentlicht.

Die EWG-Kommission übertrug der Sachverständigengruppe in ihrem Mandat fünf Hauptaufgaben, nämlich

- zu untersuchen, wie sich die Errichtung eines europäischen Kapitalmarktes auf die einzelstaatliche Wirtschaftspolitik mit ihren überwiegend kredit- und finanzpolitischen Instrumenten auswirken würde;
- abzuschätzen, welche Bedeutung einer Erweiterung des Kapitalmarktes im europäischen Rahmen möglicherweise zukommen wird;
- darzulegen, wie die Bemühungen der Mitgliedstaaten um ein besseres Funktionieren ihrer Kapitalmärkte im Sinne gemeinsamer Lösungen orientiert werden könnten und deren Ziele zu definieren;
- die wichtigsten Strukturunterschiede der nationalen Kapitalmärkte zu untersuchen und vor allem die Ursachen ihrer derzeitigen Abschließung zu ermitteln;
- die notwendigen Anpassungen in der Struktur und Arbeitsweise der Finanzinstitute bei einer Integration der Kapitalmärkte zu analysieren.

Die Sachverständigengruppe sollte und konnte die nationalen Kapitalmärkte nicht systematisch beschreiben, sondern hat sich auf eine Untersuchung der wichtigsten Kreditversorgungswege beschränkt und dabei einigen Gruppen von Instituten besondere Aufmerksamkeit gewidmet. Der Bericht, der auch in der gedruckten Fassung noch über 400 Seiten umfaßt, stützt sich auf Ausarbeitungen der Sachverständigen, die in insgesamt 12 Sitzungen diskutiert wurden, und auf Arbeitsunterlagen des von der EWG-Kommission gestellten Sekretariats. Die Beamten dieses Sekretariats — R. Bistolfi, A. Rutsaert, M. Sarmet und H. Stoller — haben die einzelnen Kapitel des Berichtes abgefaßt, der dann von der Sachverständigengruppe als Ganzes gebilligt wurde. Entsprechend ihrem Auftrag haben die Sachverständigen eine Reihe von Empfehlungen ausgesprochen; die Kommission der Europäischen Gemeinschaften will auf der Grundlage dieser Empfehlungen konkrete Maßnahmen für die Verwirklichung eines europäischen Kapitalmarktes vorschlagen.



Die Kommission hält den Bericht, wie sie in der Einleitung bemerkt, für eine ausgezeichnete Grundlage zur Erfüllung der Aufgaben, die ihr auf dem Gebiet des Kapitalverkehrs übertragen sind. Sie weist zwar wie üblich darauf hin, daß der Bericht in keiner Weise der Haltung vorgeht, die sie selbst zu diesen Problemen einnehmen wird; tatsächlich stimmt jedoch die Kommission der Europäischen Gemeinschaften mit den Grundlinien des Berichtes weitgehend überein und hat ihre Dienststellen beauftragt, mit der Ausarbeitung von Vorschlägen zu beginnen. Hierzu gehört noch nicht der abgeänderte Vorschlag für eine dritte Richtlinie zur Liberalisierung des Kapitalmarktes, der am 9. 2. 67 von der EWG-Kommission dem Ministerrat vorgelegt wurde. Tatsächlich berücksichtigt der abgeänderte Entwurf der dritten Richtlinie lediglich die Erfahrungen, die mit der Beratung der früheren Vorschläge der EWG-Kommission durch die Ständigen Vertreter der Mitgliedregierungen in Brüssel gemacht wurden.

Damit künftig bei den Verpflichtungen der Mitgliedländer auf dem Gebiet der Devisenbestimmungen ein Mindestmaß an Gegenseitigkeit gewährleistet ist und gleichzeitig die Liberalisierung auf die Rechts- und Verwaltungsvorschriften ausgedehnt werden kann, sieht der abgeänderte Entwurf der 3. Richtlinie eine Übergangslösung vor. Sie besteht darin, daß die drei Mitgliederländer, die noch devisenrechtliche Beschränkungen aufrechterhalten, innerhalb bestimmter Grenzen (1,5% der durchschnittlichen Brutto-Inlandsinvestitionen der Jahre 1963/64) die Emission von Auslandspapieren und die Gewährung von Auslandskrediten liberalisieren, und gleichzeitig bestimmte Rechts- und Verwaltungsvorschriften aufheben, die Emittenten aus einem anderen EWG-Land bei der Auflegung, Unterbringung und Börseneinführung von Wertpapieren benachteiligen.

Die Änderung der Anlagevorschriften, die in dem abgeänderten Entwurf einer 3. Richtlinie vorgesehen ist, liegt bereits auf der Linie dessen, was der Bericht der Sachverständigengruppe ansteuert, wenn von notwendigen Anpassungen in der Struktur und Arbeitsweise der Finanzinstitute gesprochen wird. Im folgenden soll eine Zusammenfassung des Berichtes versucht werden, der — vielleicht wegen der Fülle der darin ausgearbeiteten kapitaltechnischen Fragen — in der Öffentlichkeit noch nicht die verdiente Resonanz gefunden hat. Die Kommission der Europäischen Gemeinschaften hat Ende 1967 die auf europäischer Ebene organisierten interessierten Verbände des Kreditwesens, der Versicherungen, der Börsen etc. um ihre Stellungnahmen zu dem Bericht gebeten.

## I.

Der erste Teil des Berichtes stellt eine Einführung in die Problematik dar. Es wird davon ausgegangen, daß die Finanzierung des Wirtschaftswachstums in allen Mitgliedstaaten mehr und mehr vom Kapitalmarkt abhängt und erleichtert werden würde, wenn die engen nationalen Kapitalmärkte erweitert werden könnten. Die zusätzlichen Anlagemöglichkeiten würden zu einer Erhöhung des Kapitalangebots beitragen; auf der anderen Seite stünden den Unternehmen mehr und vielfältigere Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung, so daß sie eher eine den Erfordernissen des gemeinsamen Marktes entsprechende Größe erreichen könnten. Die Finanzierungsbedingungen würden sich innerhalb der EWG angleichen, so daß sich gewisse Wettbewerbsunterschiede, die damit zusammenhängen, verringern würden. Schließlich würde es auf einem zusammenhängenden großen Kapitalmarkt weniger Störungen geben als auf jedem einzelnen der engen nationalen Kapitalmärkte.

Damit ein europäischer Kapitalmarkt entstehen kann, müssen Behörden und Finanzinstitute bewußt auf eine Anpassung hinarbeiten. Für die Behörden bedeutet die erforderliche Anpassung keinen Verzicht auf die Ziele der einzelstaatlichen Wirtschaftspolitik; eine engere Koordinierung dieser Politik und eine Akzentverschiebung beim Einsatz des üblichen Instrumentariums wird jedoch für erforderlich gehalten. Bei den von den Behörden zu treffenden Maßnahmen würde es sich — abgesehen von einer Änderung steuerlicher und devisa-rechtlicher Vorschriften — vor allem um die Überprüfung der Anlagevorschriften der Kapital-sammelstellen und der Sonderstellung bestimmter Kreditversorgungswege handeln.

Von den Finanzinstituten wird erwartet, daß sie für den europäischen Kapitalmarkt bahnbrechend wirken: ihre Spezialisierung werde nachlassen, gewisse, von den Finanzinstituten bisher erst vereinzelt und uneinheitlich praktizierte Finanzierungsmethoden würden eine breitere Verwendung finden und schließlich würden die Finanzinstitute über die Grenzen hinweg enger zusammenarbeiten und gemeinsame Dienste einrichten. Dank der Anpassungen der Behörden und Finanzinstitute würde sich ein immer dichteres Netz „europäischer“ Transaktionen entwickeln, das sich nach und nach auf sämtliche Kreditversorgungswege erstreckt. Das brauchte nicht notwendigerweise dazu zu führen, daß ein bestimmter Finanzplatz eine beherrschende Stelle erhält. Die Beziehungen zu den Kapitalmärkten der Drittländer würden durch einen europäischen Kapitalmarkt eher gefördert als gehemmt.

Im Anschluß an diese allgemeinen Gedankengänge werden einige gemeinsame Strukturprobleme der Kapitalmärkte dargelegt. Die Untersuchung der Kapitalnachfrage läßt ein rasches Anwachsen des Fremdfinanzierungsbedarfs der Unternehmen und der öffentlichen Hand erkennen. Der Finanzierungsbedarf der Unternehmen wird auf die Verringerung der Gewinnspannen infolge von Lohnerhöhungen und verstärktem Wettbewerb zurückgeführt; der Anstieg der öffentlichen Kapitalnachfrage wird insbesondere mit den dringenden Aufgaben im sozialen Bereich und zur Verbesserung der Infrastruktur erklärt. Für die Verteilung der Mittel durch die herkömmlichen Marktmechanismen bleibt, wie man glaubt, infolge des weitgehend feststehenden Umfangs der öffentlichen Investitionen und der beherrschenden Stellung der öffentlichen Hand auf dem Kapitalmarkt nur ein verhältnismäßig enger Spielraum übrig.

Bei der Deckung des Finanzierungsbedarfes wird das Problem weniger in einer unzureichenden Spartätigkeit gesehen, als vielmehr in der durch ein Überwiegen kurzfristiger Mittel gekennzeichnete Struktur des Kapitalangebotes. Es wird festgestellt, daß die Sparer eine Vorliebe für liquide oder kurzfristige Anlagen haben und das Kontensparen weiterhin einen wesentlichen Beitrag zum Kapitalangebot leisten wird. An dieser Lage würde sich kaum etwas ändern, zumal sich mit der Einkommensumverteilung zugunsten der Lohnempfänger die Sparfähigkeit von Bevölkerungsschichten erhöht hat, die verhältnismäßig wenig darauf vorbereitet sind, ihre Ersparnis auf dem Kapitalmarkt anzulegen. Aus dieser Feststellung, die sich wie ein roter Faden durch den ganzen Bericht zieht, wird zweierlei gefolgert:

- Das Sparen bei institutionellen Anlegern, vor allem in Form des Vertragssparens, sollte gefördert werden und
- den Finanzinstituten, denen die liquide Ersparnis zufließt, sollten die „Fristentransformation“ erleichtert werden, d. h. die Möglichkeit, kurzfristige Gelder für längerfristige Anlagen zu verwenden, und zwar sowohl für mittel- und langfristige Kredite wie auch für den Erwerb von Wertpapieren.

Der Wunsch, die Fristentransformation zu verbessern, erklärt die große Bedeutung, die einer Änderung der Anlagevorschriften der Kapitalsammelstellen beigemessen wird sowie die Suche nach Möglichkeiten, die „Mobilität“ des verfügbaren Kapitals und die tatsächliche Liquidität der Anlagen zu erhöhen. Die Reformen, die in einigen Mitgliedstaaten



in der hier aufgezeigten Richtung geplant sind, bieten dem Bericht zufolge eine gute Gelegenheit, durch abgestimmte Maßnahmen gleicher Art die Grundlagen für einen zusammenhängenden großen Kapitalmarkt unter Berücksichtigung der Mängel in der Struktur des Kapitalangebots zu legen.

## II.

Im zweiten Teil des Berichtes werden die für erforderlich gehaltenen Anpassungen der einzelstaatlichen Wirtschaftspolitik erläutert. Zunächst wird die Besorgnis der Währungsbehörden anerkannt, daß bestimmte Kapitalbewegungen — bei einem völlig freizügigen Kapitalverkehr — ihre Ziele durchkreuzen können. Tatsächlich wird der Spielraum der einzelstaatlichen Währungspolitik eingeschränkt, je mehr die Unternehmen auf ausländische Kapitalquellen zurückgreifen können, und zwar insbesondere bei unterschiedlicher Konjunkturpolitik und Konjunktur. Nach Ansicht der Sachverständigengruppe empfiehlt es sich, beim Einsatz der konjunkturpolitischen Instrumente das Gewicht von der Währungspolitik stärker auf die Haushaltspolitik zu verlegen, ohne die Ziele der Preisstabilität, der Vollbeschäftigung und des Ausgleichs der Zahlungsbilanz in Frage zu stellen. Die Gewichtsverlagerung von der Währungspolitik auf die Haushaltspolitik wird damit begründet, daß diese eine einfachere Beeinflussung der Gesamtnachfrage erlaube und dabei gleichgewichtsstörende Kapitalbewegungen verhindere.

Das würde allerdings u. a. voraussetzen, daß die Öffentliche Hand ihre Verbrauchsausgaben und Einkommensübertragungen „elastischer“ handhaben und eine antizyklische Investitionspolitik betreiben könnte, und ferner die Möglichkeit erhielte, innerhalb gewisser Grenzen die Sätze der direkten und indirekten Steuern sowie die Abschreibungsmöglichkeiten zu ändern. Die Kreditpolitik hätte dann die Aufgabe, durch Unterstützung der haushaltspolitischen Maßnahmen die monetäre Gesamtnachfrage unter Kontrolle zu halten und insbesondere unerwünschten Schwankungen im internationalen Zahlungsverkehr entgegenzuwirken. Das setzt eine engere Zusammenarbeit der Zentralbanken voraus, damit die währungspolitischen Instrumente und die Art ihres Einsatzes angeglichen werden können. Im übrigen wird es für angebracht gehalten, mit der Währungspolitik stärker auf den privaten Verbrauch (Beeinflussung der Konsumentenkredite) einzuwirken.

Eine rein nationale Kapitalmarktpolitik wäre freilich nicht mehr möglich. Das von einigen Mitgliedstaaten angestrebte Ziel, den Zinssatz für

langfristige Kredite auf einem bestimmten Niveau zu halten und von der Entwicklung im Ausland abzuschirmen, wird als unvereinbar mit der Grundidee eines europäischen Kapitalmarktes angesehen; der Bericht empfiehlt daher einen Abbau der ohnehin nur noch wenig wirksamen Schranken. Auch eine Rationierung des Kapitalangebots, vor allem mit Hilfe eines Emissionszeitplanes, sollte zugunsten anderer Maßnahmen, welche die Finanzierung von vorrangigen Investitionen in bestimmten Regionen und Sektoren erleichtern, aufgegeben werden. Soweit die Emissionszeitpläne lediglich bezwecken, kurzfristige Schwankungen durch eine bessere zeitliche Staffelung der Emissionen zu verringern, können sie beibehalten werden; es sollte dann jedoch eine Koordinierung durch regelmäßige Zusammenkünfte der zuständigen Instanzen vorgesehen werden, bei der die Zinsentwicklung auf den übrigen Kapitalmärkten berücksichtigt wird und ausländische Emittenten ohne Benachteiligung in den Emissionszeitplan eingefügt werden.

Hinsichtlich der Maßnahmen der Mitgliedstaaten auf dem Gebiet der Sparförderung und Investitionslenkung wird eine gewisse Anpassung für erforderlich gehalten. Die Politik der Investitionslenkung könnte auch im Rahmen eines europäischen Kapitalmarktes unter bestimmten Bedingungen fortgesetzt werden. Dabei sollte nicht unmittelbar auf die Verteilung der Finanzierungsmittel eingewirkt werden, sondern die Kapitalnachfrage der Investoren durch Steuervorteile, Prämien, Zinsvergütungen oder Bürgschaften beeinflusst werden, und zwar unter dem Gesichtspunkt, ob die geplanten Investitionen der regionalen oder sektoriellen Zielsetzung — ohne Rücksicht auf Wohnsitz der Investoren oder Herkunft des Kapitals — entsprechen. Auf einen „gerechten Wettbewerb“ zwischen den Finanzinstituten soll bei der Investitionslenkung nicht verzichtet werden; es soll deshalb vermieden werden, mit der Verwaltung der vom Staat gewährten finanziellen Vergünstigungen nur bestimmte Kreditinstitute zu beauftragen.

Die Politik der Investitionslenkung soll sich jedoch nicht auf eine Subventionierung der Kapitalnachfrage der Investoren beschränken, weil diese sich die erforderlichen Mittel in vielen Fällen nicht auf dem Markt beschaffen können. Vielmehr sind die Betätigung öffentlicher oder halböffentlicher Spezialkreditinstitute oder sogar direkte Darlehen des Staates weiterhin ausdrücklich vorgesehen; sie erscheinen mit der Integration der Kapitalmärkte vereinbar, sofern diese Stellen die erforderlichen Mittel auf dem Kapitalmarkt zu „ähnlichen Bedingungen“ aufnehmen wie die übrigen Emittenten. Der Europäischen Investitionsbank und der



mit der Fortsetzung der Politik der ehemaligen Hohen Behörde der Montanunion beauftragten Kommission der Europäischen Gemeinschaften soll die Möglichkeit gegeben werden, zu einer Koordinierung der regionalen und sektoriellen Politik im Rahmen der Gemeinschaft beizutragen; zu diesem Zweck sollen die Mitgliedstaaten diesen Stellen den Zugang zu ihren Kapitalmärkten erleichtern und ihnen die für entsprechende inländische Emittenten geltenden Bedingungen einräumen und schließlich den Empfängern ihrer Darlehen unter bestimmten Voraussetzungen Zinsvergütungen gewähren.

Die von den Mitgliedstaaten zur Sparförderung ergriffenen Maßnahmen sollen angeglichen werden; insbesondere soll gewährleistet werden, daß die Institute, denen die betreffenden Spargelder zufließen, diese auch außerhalb des inländischen Marktes anlegen können und die Förderung des Wertpapiersparens sich auch auf in den anderen Mitgliedstaaten emittierte Wertpapiere erstreckt. Die Sachverständigen befürworten eine besondere Förderung des Vertragsparens und der Vermögensbildung der Arbeitnehmer. Im Interesse der Eingliederung dieser Ersparnisse in einen europäischen Kapitalmarkt dürften allerdings die Spargelder nicht ausschließlich einzelnen Unternehmen oder besonderen einzelstaatlichen Kreditversorgungswegen zugute kommen. Auch eine Sparförderung zugunsten bestimmter Verwendungszwecke ließe sich kaum mit der angestrebten Erweiterung der Kapitalmärkte vereinbaren; solange jedoch ein ausgeprägtes Wohnungsdefizit bestehe, könne eine Förderung des Bausparens gerechtfertigt sein, vor allem dann, wenn das gesamte Sparaufkommen dadurch zunimmt.

Im Zusammenhang mit der Anpassung der einzelstaatlichen Wirtschaftspolitik wird auch das Finanzgebaren der öffentlichen Hand und ihrer Wirtschaftsunternehmen untersucht. Der erweiterte Aufgabenbereich der öffentlichen Hand und die Entwicklung der öffentlichen Unternehmen haben in allen Mitgliedstaaten zu einer zunehmenden Beanspruchung des Kapitalmarktes durch den öffentlichen Sektor geführt. Die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes durch die öffentliche Hand ist jedoch in denjenigen Mitgliedstaaten vergleichsweise geringer, in denen das Steueraufkommen ausreichend ist, und die Preis- und Tarifgestaltung der öffentlichen Unternehmen eine ausreichende Selbstfinanzierung gestattet. Wenn sich der europäische Kapitalmarkt ohne schwerwiegende Spannungen entwickeln soll, müssen die Verhältnisse auf den einzelnen Märkten einander angeglichen werden. Der Bericht verweist in diesem Zusammenhang auf die Grundsätze, die im ersten Programm

für die mittelfristige Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten für die öffentliche Finanzgebarung und für die Deckung des Finanzbedarfs der öffentlichen Unternehmungen festgelegt wurden.

Die allgemeine Frage, ob die Kapitalnachfrage des öffentlichen Sektors weiterhin vorrangig zu behandeln ist oder nicht, verlangt eine politische Entscheidung. Bei den in der Gemeinschaft bestehenden Verhältnissen müßte dem Bericht zufolge jedoch der öffentliche Sektor die Last des Ausgleichs zwischen Angebot und Nachfrage auf dem Kapitalmarkt tragen. Nach Ansicht der Sachverständigen sollten die Finanzierungsbedingungen der öffentlichen Verwaltungen und Unternehmen so umgestaltet werden, daß der von ihnen ausgehende Nachfragedruck begrenzt wird und die Verflechtung der Kapitalmärkte nicht behindert. In diesem Zusammenhang wird angeregt, daß die Sonderbedingungen der öffentlichen Hand und ihrer Wirtschaftsunternehmen auf dem Kapitalmarkt (Steuerbefreiungen, Bevorzugung bei Emissionszeitplänen, geringere Gebühren und Begünstigung bei der Unterbringung öffentlicher Anleihen bei institutionellen Anlegern) überprüft werden.

Die öffentlichen Investitionsprogramme sollten so gestaltet werden, daß bestimmte Vorhaben je nach der Kapitalmarkt- und konjunkturpolitischen Lage vorgezogen oder zurückgestellt werden können. Die öffentlichen Investitionen sollten zu einem größeren Teil aus Steuern finanziert werden; die Gebietskörperschaften sollen eine größere Steuerautonomie erhalten, damit die Entwicklung ihrer Einnahmen sich besser dem Bedarf anpassen läßt. Falls bestimmte öffentliche Versorgungs- und Verkehrsunternehmen keine normale Selbstfinanzierung erwirtschaften können, sollte durch staatliche Zuschüsse verhindert werden, daß diese Unternehmen den Kapitalmarkt zu stark in Anspruch nehmen. Ihre Mittelbeschaffung wäre im übrigen wirksamer und weniger marktstörend, wenn die öffentlichen Unternehmen neben Obligationen auch Aktien, Vorzugsaktien oder Gewinnschuldverschreibungen anbieten würden.

### III.

Der dritte Teil des Berichts enthält Anregungen der Sachverständigen für einen Ausbau der Kreditversorgungswege. Ein europäischer Markt könnte sich beim mittel- und langfristigen Industriekredit aus einer Ausweitung der internationalen Direktkredite ergeben, aus einer engeren Verflechtung der Bankensysteme und aus einer internationalen Refinanzierung. Zur Erleichterung internationaler Direktkredite wird u. a. vor-

geschlagen, ein einheitliches Grundpfandrecht in allen Mitgliedstaaten ähnlich der deutschen Grundschuld (die als sehr anpassungsfähige Methode der Sicherheitsgewährung angesehen wird) einzuführen und das System der Evidenzzentralen auf europäischer Ebene zu koordinieren. Ferner sollte mehr von der Einräumung von Bürgschaften Gebrauch gemacht werden, weil damit der Zugang zu ausländischen Finanzierungsquellen erleichtert wird. Schließlich werden auch im Leasing beachtliche Möglichkeiten für eine Ausweitung der internationalen Direktkredite gesehen.

Es wird nicht erwartet, daß die Kreditinstitute zur Ausdehnung ihrer Tätigkeit auf die anderen Mitgliedländer dort Filialen oder Zweigniederlassungen gründen. Eine „elastische“ Zusammenarbeit zwischen den Kreditinstituten scheinere bessere Zukunftsaussichten zu haben; erwähnt wird u. a. die gemeinsame Gründung von Gesellschaften, die Investitionskredite gewähren, und von Studienbüros, an denen sich nicht nur Bankengruppen, sondern auch Versicherungsgesellschaften beteiligen, sowie wechselseitige Beteiligungen und gemeinsame Beteiligungen an Holdinggesellschaften und Kapitalanlagegesellschaften. Die Sachverständigen halten es dennoch für angebracht, dafür zu sorgen, daß sich die Kreditinstitute in allen Mitgliedstaaten ungehindert niederlassen können; zu diesem Zweck sollen nach der Beseitigung der Beschränkungen der Niederlassungsfreiheit und des Dienstleistungsverkehrs die Bedingungen für die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeiten des Kreditgewerbes koordiniert werden.

Für die internationale Refinanzierung werden zahlreiche Anregungen unterbreitet, die teilweise in der Bundesrepublik ungewohnte Verfahren betreffen. So wird beispielsweise die Schaffung eines europäischen Marktes für Mobilisierungsgeschäfte vorgeschlagen. Schuldtitle, die über in anderen Mitgliedstaaten gewährte mittelfristige Kredite ausgestellt sind, sollen mobilisiert, d. h. veräußerlich gemacht werden, indem die Europäische Investitionsbank oder ein besonderes Institut für diese Schuldtitle die Haftung übernimmt. Die entsprechende Unterschrift könnte davon abhängig gemacht werden, daß das finanzierte Projekt von „europäischem Interesse“ ist; für die Absicherung des Wechselkursrisikos wären Gebühreuzahlungen denkbar. Das Verfahren der Mobilisierung, dem die französische und belgische Erfahrung zugrundeliegt, wäre nach Ansicht der Sachverständigen elastischer als die Auflegung von Anleihen und hätte den Vorteil, daß die Refinanzierung jeweils an eine bestimmte Investition gebunden wäre.



Es wird jedoch eingeräumt, daß sich dieses System weniger für Länder wie die Bundesrepublik eignet, in denen Universalbanken vorherrschen, die normalerweise nicht mit einer möglichen Mobilisierung ihrer mittel- oder langfristiger Kredite rechnen. Hier wären jedoch die Schuldscheindarlehen, die innerhalb des Landes bereits abtretbar sind, zur Mobilisierung geeignete Papiere. In den Niederlanden besteht bereits ein organisierter Markt für Schuldscheindarlehen, dort „*onderhandse leningen*“ genannt. In anderen Mitgliedstaaten, vor allem in Belgien, haben sich die sogenannten privaten Emissionen bewährt, d. h. Anleihen, die „*unter der Hand*“ untergebracht werden, jedoch normalerweise nicht mobilisierbar sind. Die Sachverständigen rechnen damit, daß die Kosten eines europäischen Mobilisierungsverfahrens wahrscheinlich verhältnismäßig hoch sein würden, andererseits den Kreditinstituten jedoch zusätzliche Geschäftsmöglichkeiten eröffnen könnten.

Dem Wohnungsbau- und Kommunalkredit ist ein besonderes Kapitel gewidmet. Die Sachverständigen sind der Ansicht, daß sich für die Einbeziehung der hier tätigen Spezialinstitute in einen europäischen Kapitalmarkt eher die Refinanzierung als das Darlehensgeschäft eignet. Aber auch letzteres ließe sich ausdehnen, wenn die in den einzelnen Mitgliedstaaten geltenden Rechtsvorschriften über die Grundpfandrechte angeglichen oder harmonisiert und ferner Hypotheken- oder Grundschuldeintragungen in einer anderen als der Landeswährung zugelassen werden würden. Dementsprechend sollten auch die Vorschriften über die Kreditgewährung gelockert werden; den Spezialinstituten soll als erster Schritt bei der Anlage im Ausland bis zur Höhe des Eigenkapitals freie Hand gelassen werden, wie es in Belgien bereits der Fall ist. Für die Regelung der Geschäftstätigkeit der Spezialinstitute des Wohnungsbau- und Kommunalkredits gibt die Sachverständigengruppe Vorschriften nach dem Muster des deutschen Hypothekensbankengesetzes gegenüber den in anderen Ländern üblichen Sondergesetzen den Vorzug.

Den Sparkassen, Bausparkassen und Lebensversicherungen möchten die Sachverständigen eine größere Bewegungsfreiheit zugestanden sehen. Die Sparkassen sollten innerhalb eines bescheidenen Betrags — beispielsweise 1 v. H. ihrer Aktiva — ermächtigt werden, alle Geschäfte im Ausland zu tätigen, die ihnen im Inland gestattet sind. Vor allem durch den Erwerb von Anleihen könnten die Sparkassen auf dem europäischen Kapitalmarkt eine nennenswerte Rolle spielen. Die Sachverständigen haben außerdem die Möglichkeiten für eine Zusammenarbeit zwischen den Zentralorganisationen der Sparkassen geprüft, die sich u. a. auf Finan-

zierungskonsortien für Investitionsvorhaben von europäischem Interesse, die Unterbringung der von europäischen Institutionen emittierten Obligationen und die gegenseitige Unterrichtung über die Entwicklung der Kapitalmärkte erstrecken könnte. Auch eine dauerhafte Grundlage für die Zusammenarbeit in Form eines gemeinsamen Finanzinstitutes, bei dem die Sparkassen auf Wunsch einen bestimmten Teil ihrer Mittel anlegen können, wird erwähnt.

Um die internationale Refinanzierung des Wohnungsbau- und Kommunalkredits zu erleichtern, halten die Sachverständigen die Notierung der von den Spezialinstituten ausgegebenen Wertpapiere an den Börsen anderer Mitgliedländer für wünschenswert. Für die Daueremittenten könnte eine systematische Zusammenarbeit mit ausländischen Finanzinstituten, die als deren Verkaufsagenten auftreten, nützlich sein. Hierzu müßten die zum Teil noch bestehenden besonderen Vorschriften bezüglich der Werbung und des Verkaufs von Dauermissionen gelockert werden. Eine gewisse Angleichung in der Ausstattung der Hypothekenspfandbriefe und Kommunalobligationen würde sich auf die Integration der Kapitalmärkte vorteilhaft auswirken. Schließlich sollten die — vor allem steuerlichen — Hindernisse beseitigt werden, die noch bei der Ausgabe und Unterbringung von Immobilienaktien und -anteilscheinen in einem anderen Mitgliedland bestehen.

#### IV.

Im vierten Teil des Berichts werden die Bedingungen für die Integration der Wertpapiermärkte untersucht; die Sachverständigen halten hier in naher Zukunft Fortschritte für erreichbar. Den Wertpapiermärkten soll allgemein ihre frühere Bedeutung als zentrale Sammelbecken für Ersparnisse und als Finanzierungsquelle für die Investitionen wiedergegeben werden. Die Sachverständigen sehen in den von Land zu Land bestehenden Zinsunterschieden, selbst wenn sie erheblich wären, keine ausreichende Begründung für eine Beschränkung der Zulassung ausländischer Emittenten durch devisen- und verwaltungsrechtliche Vorschriften. Es bestehe allenfalls ein Übergangsproblem, dem man durch eine schrittweise Öffnung der Märkte begegnen könnte. Die Empfehlungen für den Rentenmarkt betreffen u. a. eine Beseitigung der Zulassungsvorschriften, durch die Emittenten anderer Mitgliedstaaten benachteiligt werden, eine systematische Abstimmung zwischen den Aufsichtsbehörden zur Überwachung der Aufnahmefähigkeit der Märkte sowie die Suche nach ge-

meinsamen Lösungen bei der Verwendung von Indexanleihen, Gewinnobligationen, Prämienanleihen u. a.

Auf der Angebotsseite sollten die Anlagevorschriften der Kapitalsammelstellen dahingehend abgeändert werden, daß die unterschiedliche Behandlung von Industrieobligationen und Staatsanleihen auf das im Interesse der Vermeidung überhöhter Risiken unerläßliche Mindestmaß beschränkt wird und das Rentenwerte aus anderen Mitgliedstaaten ebenso behandelt werden wie vergleichbare inländische Wertpapiere, sofern sie an einer inländischen Börse notiert werden. Innerhalb bestimmter, enger Grenzen sollte Versicherungen, Pensionskassen und Sparkassen gestattet werden, auch Rentenwerte zu erwerben, die ausschließlich an ausländischen Börsen notiert sind. Den Investmentgesellschaften sollte es überlassen bleiben, in welchem Ausmaß sie Anlagen in in- und ausländischen Wertpapieren tätigen wollen.

Die Sachverständigen sind der Ansicht, daß der sogenannte Euro-Emissionsmarkt eine Reihe von Schwächen aufweist. Erwähnt werden in diesem Zusammenhang u. a. die Finanzierung eines erheblichen Teils der umlaufenden Wertpapiere durch kurzfristige Mittel, die geringe Beteiligung der institutionellen Anleger und die mangelnde Markttransparenz; es wird angeregt, die Euro-Emissionen an verschiedenen Börsen zu notieren, vor allem an Börsen aus dem Land des Emittenten.

Die Struktur der Aktienmärkte wird von den Sachverständigen als wenig befriedigend angesehen; für die Unternehmen ist es schwierig, sich Beteiligungskapital zu beschaffen, während die Anlagemöglichkeiten für die Sparer nicht immer verlockend sind. Die Sachverständigen glauben, daß eine Erhöhung des Kapitalangebotes auf den Aktienmärkten in erster Linie von den institutionellen Anlegern erwartet werden kann, deren Anlagevorschriften entsprechend angepaßt werden müßten. Dabei soll auch den Sparkassen die Möglichkeiten gegeben werden, einen geringen Prozentsatz ihrer Mittel in Aktien anzulegen; für die Girozentralen und die zentralorganisierten Sparkassen Belgiens und Luxemburgs wäre ein größerer Ermessensspielraum vorzusehen.

Eine größere Rolle könnten auch die „open-end“-Investmentfonds (Bundesrepublik, Belgien, Luxemburg) und die „closed-end“-Investmentgesellschaften (Frankreich und Niederlande) auf dem Aktienmarkt spielen; um den Absatz ihrer Anteile bzw. Aktien zu erleichtern, wird angeregt, die Bestimmungen über ihre Geschäftsführung, Publizität und Beaufsichtigung innerhalb der Gemeinschaft anzugleichen, und die Ausschüttungen steuerlich zu begünstigen. Der Aktienerwerb der Banken



wird unter Hinweis auf mögliche Interessenkonflikte vorsichtig beurteilt; nur anhand einer eingehenden Studie ließe sich sagen, ob die Möglichkeit des Aktienerwerbs für die Banken erweitert oder vielmehr begrenzt werden sollte.

Die Sachverständigen sind der Ansicht, daß sich die Unternehmen bei der Emission von Aktien nicht immer den besonderen Wünschen der Sparer angepaßt haben. Sie befürworten die vermehrte Ausgabe von Vorzugsaktien, um den Interessen der leitenden Gruppen eines Unternehmens an der Kontinuität der Geschäftsführung Rechnung zu tragen. Wandelanleihen werden als ein wertvolles Instrument angesehen, um auf ausländischen Märkten Fuß zu fassen. Um den Unternehmen einen Anreiz zu geben, sich durch Aufnahme von Risikokapital zu finanzieren, wird angeregt, die Dividenden für neu ausgegebene Aktien eine Zeitlang steuerlich den für Anleihen zu zahlenden Zinsen gleichzustellen.

Mit zwei Bedingungen für einen funktionsfähigen europäischen Wertpapiermarkt beschäftigt sich der Bericht ausführlich, nämlich der Publizität und der Technik des Wertpapierhandels. Eine Aktion zur Unterrichtung der Öffentlichkeit über die Wertpapieranlagemöglichkeiten und über die Börsenmechanismen und eine laufende Information über die Tätigkeit der börsennotierten Gesellschaften wird für erforderlich gehalten, ferner eine Harmonisierung der Publizitätsvorschriften bei Emissionen oder Börseneinführungen innerhalb der Gemeinschaft; als Grundlage für die Harmonisierung wird ein 15-seitiges Prospektschema empfohlen.

Die Verfahren für die Börsenzulassung sollten für ausländische Papiere nicht schwieriger oder kostspieliger sein als für inländische und innerhalb der Gemeinschaft angeglichen werden. Ausländische Aktien, die im Herkunftsland bereits amtlich notiert werden, sollten ohne besondere Formalitäten an den Börsen der anderen Mitgliedländer zum Freiverkehr zugelassen werden. Die Anregungen der Sachverständigen für eine Verbesserung der Technik des Wertpapierhandels betreffen u. a. die Einführung eines europäischen Effektenverkehrs, Steuermaßnahmen, die geeignet sind, die in den Portefeuilles einiger Gesellschaften eingefrorenen Aktienbestände wieder in Umlauf zu bringen und schließlich eine Anpassung der Bestimmungen über den Handel mit Aktienpaketen.

## V.

Der fünfte und letzte Teil des Berichtes behandelt die Harmonisierung der Zugangsbestimmungen zum europäischen Kapitalmarkt. Die Sachver-

ständigen wünschen, daß den Finanzinstituten auf dem europäischen Kapitalmarkt eine ähnliche Rolle wie auf dem inländischen eingeräumt wird, und zwar unter Wettbewerbsbedingungen, die nicht durch allzu große Unterschiede bei der Beaufsichtigung und bei den Vorschriften für die Geschäftstätigkeit beeinträchtigt werden. Sie empfehlen, zu untersuchen, auf welche Weise eine allmähliche Harmonisierung der Vorschriften über die Geschäftstätigkeit und die Beaufsichtigung der Banken (u. a. hinsichtlich des Erwerbs von Aktien) zu erreichen ist.

Die Sparkassen können nach Ansicht der Sachverständigen wegen des Umfangs der von ihnen verwalteten Mittel und ihres ausgedehnten Geschäftsstellennetzes nicht als Institute von ausschließlich lokaler Bedeutung angesehen werden; sie haben bei der Errichtung eines europäischen Kapitalmarktes eine wesentliche Rolle zu spielen; ihre Anlagemöglichkeiten müßten deshalb erweitert werden. Die Sachverständigen erwarten, daß die Sparkassen aufgrund der Ausdehnung ihres Netzes wirksam zum Absatz von Wertpapieren und vor allem von Investmentzertifikaten beitragen können. Neben der Anlageberatung der Kunden wird eine mengenmäßig bescheidene, psychologisch aber wirkungsvolle Dienstleistung in der freizügigen Verwendbarkeit von Sparkassenbüchern innerhalb der Gemeinschaft gesehen.

Der Bericht behandelt neben den rechtlichen Zugangsbeschränkungen zum europäischen Kapitalmarkt vor allem das Wechselkursrisiko und die steuerlichen Hindernisse. Das Wechselkursrisiko wird erst mit der offiziellen Errichtung einer Währungsunion völlig verschwinden, während der Übergangszeit aber noch ein Hindernis, vor allem für die Sparkassen und anderen Kapitalsammelstellen darstellen. Die Möglichkeit von Paritätsänderungen innerhalb der Gemeinschaft wird von den Sachverständigen unter Hinweis auf die Festsetzung der gemeinsamen Agrarpreise in Rechnungseinheiten kaum noch für denkbar gehalten; es wird von einer „de facto-Währungsintegration“ gesprochen. Die von Prof. Pfeleiderer, Präsident der Landeszentralbank in Baden-Württemberg, schon 1964 vorgeschlagene völlige Beseitigung der Möglichkeit von Wechselkursschwankungen um die Parität wird als besonders nützlich bezeichnet.

Im Bericht werden einige der für internationale Anleihen und Kredite am häufigsten verwendeten Währungsklauseln untersucht, durch die — meist sehr kompliziert — die Verteilung der Risiken zwischen Schuldner und Gläubiger geregelt werden (Währungsoption, Verwendung einer Rechnungseinheit, Währung des Emissionsmarktes oder einer anderen Wäh-

rung). Es wird darauf hingewiesen, daß die Währungsklauseln dazu beitragen, ein gewisses Mißtrauen der Sparer gegenüber den Anlagen in ihrer eigenen Währung zu unterhalten.

Für den europäischen Kapitalmarkt wird eine weitgehende Steuerneutralität angestrebt: die Besteuerung soll weder die Wahl des Ortes beeinflussen, noch die Entscheidung des Sparerers zwischen der Direktanlage und dem Weg über eine Kapitalsammelstelle. Als Haupthindernisse für die Steuerneutralität werden die Doppelbesteuerung der gleichen Kapitalerträge in zwei Mitgliedstaaten, die auf Anlagen in bestimmten Ländern begrenzten Steuervergünstigungen oder -belastungen und die unterschiedliche Quellensteuer angesehen. Zur Vermeidung der Doppelbesteuerung wird angeregt, die Kapitalerträge nur in einem Land zu besteuern oder die Steuereinnahmen zu teilen, indem der Steuerabzug im Land des Einkommenbeziehers systematisch abgerechnet wird. Die Harmonisierung der Quellensteuer könnte zu einer Abschaffung aller Quellenabzüge (zumindest bei Kapitalerträgen aus Rentenpapieren) oder zur Einführung eines in sämtlichen Mitgliedstaaten gleich hohen Abzugs führen, bei dem keine Gefahr einer Kapitalflucht in dritte Länder besteht.

Klaus Meyer-Horn, Brüssel