ACATIS

BERICHT ZUR LAGE DER WIRTSCHAFT

12/2025

Die fortdauernde Fragmentierung des europäischen Kapitalmarkts

Exklusiver Bericht für ACATIS Investment: Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld, Universität Freiburg und Walter Eucken Institut

In der ökonomischen Theorie ist häufig die Rede von der Effizienz der Finanzmärkte. In den sich auf den Finanzmärkten bildenden Preisen sind alle verfügbaren Informationen über Anleger, Unternehmen, staatliche Wirtschaftspolitik oder geostrategische Entwicklungen eingepreist. Die Akteure auf den Finanzmärkten müssen nicht jeder für sich all diese Informationen zur Verfügung haben. Aber sie lassen die ihnen verfügbaren Informationen in ihre Entscheidungen einfließen, sodass jeder seinen Informationsbeitrag für die Preisbildung leistet und die Preise daher letztlich alle verfügbaren Informationen inkorporieren. In dieser Hinsicht wird von rationalen Erwartungen der Finanzmarktakteure ausgegangen.

In dieser Vorstellung ist der Kapitalmarkt weltweit integriert, sodass sich ein Weltmarktzins herausbildet, der sich allenfalls aufgrund unterschiedlicher Transaktionskosten von einer Volkswirtschaft zur anderen unterscheidet. Das Kapitalangebot wird durch Anleger und Sparer bestimmt, die Kapitalnachfrage durch Investoren, die Eigenkapital- oder Fremdkapitalgeber für ihre Investitionsprojekte suchen, sowie durch private Haushalte, die langlebige Konsumgüter, wie selbstgenutztes Wohneigentum, mit Krediten finanzieren wollen.

Theoretische Vorstellungen wie diese helfen, das Nachdenken über Finanzmärkte zu strukturieren. Dass die Realität davon abweicht, liegt daher in der Natur der Sache. Gleichwohl sind Zweifel hinsichtlich der Effizienz der Finanzmärkte angebracht. Dabei spiele ich nicht auf Anomalien oder eine verhaltensökonomische Kritik, etwa hinsichtlich eines Herdenverhaltens der Anleger, an. Vielmehr muss man die Fragmentierung der Kapitalmärkte aufgrund rechtlicher, regulatorischer und politischer Unterschiede besonders in den Blick nehmen.

Selbst für professionelle Anleger endet diese Betrachtung nicht in der Feststellung, wie weit die weltweite Integration der Finanzmärkte geht und wo sie aufhört. Selbstverständlich besteht ein weltweiter Zusammenhang: Ein Börsencrash an der New Yorker Börse löst Eruptionen an allen Börsen weltweit aus. Kapital ist bekanntermaßen international höchst mobil, ein scheues, flüchtiges Reh, das sich bei kleinen Veränderungen an andere Orte bewegt.

Trotzdem gilt: Der europäische Kapitalmarkt ist fragmentiert, der amerikanische integriert. In den USA fällt es Investoren leicht, Eigenkapital- oder Fremdkapitalgeber zu finden. Der amerikanische Kapitalmarkt hat eine große Tiefe; es sind hohe Summen verfügbar, die eine lukrative Anlage suchen. Kapitalnachfrager sind daher nicht auf die Kreditvergabe der Banken als Finanzintermediäre angewiesen. Sie finden das Kapital auf dem Kapitalmarkt direkt. Ganz anders ist dies in Europa: Fremdkapital erhalten Investoren vornehmlich von ihren Banken. Während etablierte Unternehmen auf ihr durch thesaurierte Gewinne gebildetes Eigenkapital oder auf Kapitalspritzen ihrer Anteilseigner oder Eigentümer zurückgreifen können, haben es junge, neu gegründete Unternehmen schwer, Eigen- oder Fremdkapitalgeber zu finden. Dies belastet die Innovationsfähigkeit europäischer Volkswirtschaften.

Die Gründe für diese Unterschiede zwischen den USA und der EU sind vielfältig. Die Fragmentierung des europäischen Kapitalmarkts geht einerseits auf Unterschiede in den rechtlichen Rahmenbedingungen zurück. Dies gilt beispielsweise für das Insolvenz- und Haftungsrecht, das Steuerrecht, die Aufsicht, aber nicht zuletzt für damit verbundene strukturelle Unterschiede, etwa die Besonderheiten des Drei-Säulen-Systems der Banken in Deutschland. Andererseits spielen Unterschiede in der Organisation der Altersvorsorge eine Rolle. Die deutsche Altersvorsorge wird durch die umlagefinanzierte Gesetzliche Rentenversicherung dominiert; kapitalgedeckte Elemente wie die Betriebsrenten oder die steuerlich geförderte private Altersvorsorge sind deutlich weniger stark ausgeprägt. In den Niederlanden oder in Schweden, ganz zu schweigen vom Nicht-EU-Mitglied Schweiz, sind kapitalgedeckte Komponenten der Altersvorsorge wesentlich stärker.

Spätestens seit der Finanzkrise und der auf sie folgenden EU-Schuldenkrise sind sich die Kommission und die Mitgliedstaaten dieser Defizite bewusst. Seither arbeitet die EU an der Kapitalmarktunion. Ein integrierter EU-weiter Kapitalmarkt hätte nicht zuletzt den Vorteil, dass asymmetrisch wirkende exogene Schocks in der Währungsunion leichter abgefedert würden. In den 15 Jahren, die seither verstrichen sind, ist jedoch wenig passiert.

Trotz aller Vorstöße in der jüngeren Zeit ist davon auszugehen, dass die erforderlichen Mindeststandards für eine Kapitalmarktunion in Europa noch länger auf sich warten lassen werden. Umso wichtiger wäre es, wenn die Mitgliedstaaten entschiedener in Richtung einer kapitalgedeckten Altersvorsorge gehen würden. In Deutschland bedeutete dies eine Stärkung der Betriebsrenten und der steuerlich geförderten Altersvorsorge. Noch immer bleiben diese Schritte zu zögerlich.

Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld