

Florian Heider
Vincent Lindner
Loriana Pelizzon
Tobias Tröger

Europäische Finanzintegration: Deutschlands Verantwortung und die Notwendigkeit zu handeln

SAFE Policy Letter No. 108 | March 2025

Leibniz Institute for Financial Research SAFE
Sustainable Architecture for Finance in Europe

policy_center@safe-frankfurt.de | www.safe-frankfurt.de

Europäische Finanzintegration: Deutschlands Verantwortung und die Notwendigkeit zu handeln*

Florian Heider, Goethe-Universität und SAFE

Vincent Lindner, SAFE

Loriana Pelizzon, Goethe-Universität und SAFE

Tobias Tröger, Goethe-Universität und SAFE

März 2025

Abstract

Die Vertiefung der Banken- und Kapitalmarktunion bleibt ein zentrales, aber unerfülltes Ziel europäischer Wirtschaftspolitik. Trotz regulatorischer Fortschritte verhindern nationale Unterschiede in der Umsetzung sowie der Widerstand einflussreicher Interessengruppen eine echte Integration. Geopolitische Entwicklungen erhöhen die Dringlichkeit: Protektionismus und wirtschaftliche Blockbildung gefährden Europas finanzielle Souveränität. Ohne einen integrierten Kapitalmarkt bleibt die EU wirtschaftlich anfällig. Notwendig ist nicht eine neue Initiative aus Brüssel, sondern die Bereitschaft der Mitgliedstaaten, Souveränität abzugeben und nationale Interessenverbände zu konfrontieren. Die nächste Bundesregierung muss die Finanzmarktintegration aktiv vorantreiben, um wirtschaftliches Wachstum und europäische Resilienz zu sichern.

I. Einleitung: Wozu Banken- und Kapitalmarktunion?

„Wir wollen die Banken- und Kapitalmarktunion vertiefen.“ So oder so ähnlich fand sich der Satz in Wahlprogrammen der Parteien, die jetzt wahrscheinlich die nächste Bundesregierung stellen werden, zudem auch im 2021 geschlossenen Koalitionsvertrag der abgewählten Ampelregierung.² Die Forderung nach einer Vertiefung europäischer Banken- und Kapitalmarktintegration ist ein häufig wiederholter Allgemeinplatz, dem jedoch eine weitgehend fortbestehende Fragmentierung von

* SAFE Policy Paper repräsentieren die persönlichen Ansichten der Autoren und nicht notwendigerweise die von SAFE oder seiner Mitarbeiter.

² „Wir werden uns europäisch für eine rasche Vollendung der Kapitalmarkt- und Bankenunion einsetzen und eine starke europäische Kapitalmarktaufsicht schaffen.“ (Bündnis 90/Die Grünen, S. 22). „Dazu gehören vor allem die Vertiefung des Binnenmarkts, die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit, die Vervollständigung sowohl der Energieunion als auch der Kapitalmarktunion, eine stabile Wirtschafts- und Währungsunion [...]“ (CDU/CSU, 2025, S. 52). „Wir werden die Banken- und Kapitalmarktunion vorantreiben und das Umfeld für Innovationen und Zukunftstechnologien durch privates Kapital dauerhaft stärken.“ (SPD, 2025, S. 9) „Wir streben an, die Bankenunion zu vollenden, um die europäische Volkswirtschaft und die globale Wettbewerbsfähigkeit deutscher und europäischer Institute zu stärken [und] wollen die Kapitalmarktunion vertiefen.“ (Bündnis 90/Die Grünen, FDP und SPD, 2021, S. 133-134)

Märkten, Aufsichtsbehörden und privatwirtschaftlichen Akteuren gegenüber steht. Wurde die Bankenunion zunächst als Maßnahme zur Erhöhung der Finanzmarktstabilität nach der Finanzkrise verstanden, versprechen sich politische und wirtschaftliche Akteure von der Vertiefung europäischer Kapitalmärkte nun eine Stärkung des Wettbewerbs, die Finanzierung von start-ups und die Bereitstellung von Wagniskapital, Wachstumschancen sowie verstärkte Beteiligung von Kleinsparern und Pensionsfonds an Kapitalmarkttrenditen (Draghi, 2024; Letta, 2024; Noyer et al., 2024). Aufbauend auf den für die europäischen Institutionen geschriebenen Draghi- und Letta-Berichten sowie dem Noyer-Bericht des französischen Finanzministeriums fasst die Europäische Kommission beide Vorhaben nun unter dem Begriff Spar- und Investitionsunion (SIU) zusammen (für eine vergleichende Übersicht siehe Spitzer, 2024).

Inzwischen verleihen zudem geopolitische Herausforderungen den Vorschlägen eine neue Dringlichkeit (siehe z.B. Nagel and Villeroy de Galhau, 2024).³ Kennzeichen einer sich entwickelnden Weltordnung ist die vermehrte Durchsetzung nationaler, machtpolitischer Interessen mittels wirtschaftspolitischer Maßnahmen. Anstelle der Idee von friktionslosem globalen Güter- und Kapitalverkehr tritt eine wirtschaftliche Blockbildung mit zuweilen stark protektionistischen Zügen; anstelle einer regelbasierten wirtschaftlichen Ordnung gewinnen diskretionäre, auf kurzfristige Gewinne in einem Nullsummenspiel setzende, Entscheidungen und „Deals“ von Regierungen an Bedeutung (Haroche, 2024; WEF, 2025). Dabei treten vermehrt Zielkonflikte zwischen ökonomisch effizienter Ressourcenallokation und sicherheitspolitischen Zielen auf, wie sich deutlich am europäischen Sanktionsregime gegenüber Russland zeigt (ECB, 2024). Die EU kann tiefe Finanzmärkte jedoch auch bei der Verwirklichung ihrer sicherheitspolitischen Ziele nutzen. Diese können etwa die notwendige Liquidität für die Bereitstellung europäischer oder nationalstaatlicher Kreditaufnahme für Rüstungsmaßnahmen herstellen oder privates Kapital mobilisieren, z.B. im Rahmen des EU Defence Innovation Scheme (EUDIS) sowie über die Nutzung von Kreditinstrumenten der Europäischen Investitionsbank. Letztlich könnte auch der Wiederaufbau der Ukraine von einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt profitieren (Carletti et al., 2024). Solange also Deutschland und die EU auf externe Kapitalmärkte angewiesen sind, begeben sie sich in eine Abhängigkeit unter den Bedingungen verstärkter Unsicherheit, kurzum: Das Fehlen von Kapitalmarkt- und Bankenunion ist ein geoökonomisches Risiko für die europäische Volkswirtschaft, Marktintegration ist daher heute mehr als zuvor ein Instrument zur Erlangung strategischer Autonomie und wirtschaftlicher Souveränität.

³ Für die zunehmende Relevanz geopolitischer Argumente in der Zentralbankkommunikation zu digitalem Zentralbankgeld siehe auch Berg et al, 2024.

II. Der status-quo: Woran scheitert Banken- und Kapitalmarktintegration?

Angesichts der oft wiederholten wirtschaftlichen Vorteile sowie der langen Liste von Unterstützern mag die unbefriedigende Bilanz überraschen. Während mit dem an die Europäische Zentralbank angeschlossenen gemeinsamen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism, SSM) und dem gemeinsamen Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism, SRM) immerhin Institutionen zur Überwachung und Krisenabwicklung systemrelevanter Banken geschaffen worden sind, ist die Bilanz bei der Kapitalmarktunion düster. Zwar ist im Zuge von zwei Aktionsplänen der Europäischen Kommission eine weitgehende Harmonisierung des Kapitalmarktrechts erfolgt, eine tatsächliche Marktintegration, also die Entstehung eines einheitlichen europäischen Kapitalmarkts, ist damit jedoch nicht einhergegangen. Insgesamt genieße die Kapitalmarktunion zwar starke rhetorische Unterstützung, die sich aber nicht in eine substantielle Reformtätigkeit übersetze (Véron, 2024). Bei genauerem Hinsehen fällt auch die Bilanz der Bankenunion gemischt aus: Nicht nur fehlt mit der europäischen Einlagensicherung die entscheidende dritte Säule (Beck et al., 2022), sondern ist auch hier eine Integration kaum erfolgt (Angeloni, 2024); das Bankengeschäft vollzieht sich entlang nationaler Grenzen und mögliche inter-europäische Bankfusionen entfachen als vermeintlich „feindliche Übernahmen“⁴ standortpolitische Debatten, wie das Beispiel Unicredit-Commerzbank eindrücklich gezeigt hat (Heider et al., 2024a).

Für diese mangelnde Integration im Banken- wie Kapitalmarktsektor gelten die gleichen zwei Gründe: Zum einen geht die Harmonisierung des Rechts auf EU-Ebene nicht mit einer Gleichheit bei Umsetzung und Vollstreckung einher. Die striktere Auslegung der Bankenaufsichtsregeln für signifikante Banken durch den SSM im Vergleich zu nicht-signifikanten Banken durch nationale Aufsichtsbehörden ist gut belegt und führt u.a. dazu, dass signifikante Banken risikovermeidender agieren (Haselmann et al., 2022). Nicht-signifikante, national oder sogar nur regional agierende Banken genießen somit einen Wettbewerbsvorteil und konnten ihren Marktanteil seit Einführung des SSM gegenüber signifikanten, eher länderübergreifenden Banken ausbauen (Angeloni et al., 2024). Auf Kapitalmarktseite, wiederum, lässt sich „gold-plating“ durch Gesetzgeber und Gerichte feststellen. So werden EU-Richtlinien in der nationalen Umsetzung substantiell nachgeschärft werden, was unabhängig von der Qualität der Veränderung eine Rechtsungleichheit herstellt (Annunziata, 2020; Véron and Wolff, 2016).

Zum anderen lobbyieren Interessengruppen auf nationaler Ebene erfolgreich gegen Integrationsbemühungen, um sich vor dem Wettbewerb und dem möglichen Verlust von Marktpositionen zu schützen (Heider et al., 2024b). Das gilt nicht für alle Länder gleichermaßen: Der

⁴ Dieses Wort benutzte Bundeskanzler Olaf Scholz zur Charakterisierung von Unicredits Übernahmebemühungen im September 2024 (Delhaes et al., 2024) und findet sich als offizieller Sprachgebrauch in der Antwort der Bundesregierung auf eine kleine Anfrage der Linken vom November 2024 (Deutscher Bundestag, 2024).

Widerstand gegen die Banken- und Kapitalmarktintegration kommt aus den Ländern, in denen das Finanzsystem von kleinen und regional verankerten Banken dominiert wird, insbesondere aus Deutschland, aber auch aus Österreich und Italien (Quaglia and Howarth, 2018). Die Erleichterung des Marktzugangs für nicht-heimische Banken und der Zugang zu einem tiefen europäischen Kapitalmarkt als Alternative zur Bankfinanzierung werden als Gefahren für das Geschäftsmodell wahrgenommen, Volks- und Genossenschaftsbanken sowie Sparkassen sehen sich als mögliche Verlierer der Europäisierung. Dem liegt die Vermutung zu Grunde, dass der europäische Bankenmarkt insgesamt ein „zu großes“ Angebot an Bankdienstleistungen aufweist („overbanking“), was sowohl Bankenintegration wie auch Kapitalmarktentwicklung behindert (Angeloni et al., 2024). Mitgliedsstaaten agieren daher häufig nicht im Sinne des Gemeinwohls, sondern betreiben Standortpolitik, verteidigen ihre nationalen champions, und blockieren damit Integrationsbemühungen. Entgegen frühen Prognosen, die supranationalen Institutionen wie der Kommission und der Europäischen Investitionsbank im Bündnis mit globalen Finanzakteuren hohe Durchsetzungskraft bei der Einführung der Kapitalmarktunion unterstellten (siehe insbesondere Braun et al., 2018), haben sich hier die von den Mitgliedsstaaten artikulierten Partikularinteressen nationaler Interessensgruppen durchgesetzt. Ähnliches lässt sich auch für die Umsetzung der Bankenunion diagnostizieren (Asimakopoulos and Howarth, 2022).

III. Was tun? Politische Handlungsanweisungen

Vorschläge zur Vertiefung des europäischen Banken- und Kapitalmarkts gibt es viele, mit der Spar- und Investitionsunion unternimmt die Europäische Kommission jetzt einen neuen Anlauf. Sie reichen von der Förderung, regulatorischer Neubewertung und dem vereinfachten Zugang bestimmter Anlageklassen, z.B. von Verbriefungen und private equity, über die Vereinheitlichung der Aufsichtsbehörden durch die Schaffung einer maßgeblichen europäischen Einrichtung hin zu Maßnahmen, die die Kapitalmarkteteiligung von Bürgern stellen sollen, z.B. finanzielle Bildung. All das ist sinnvoll und an verschiedensten Stellen bereits in einiger Detailtiefe ausgearbeitet worden. Das Hindernis auf dem Weg zur SIU liegt aber nicht in der Ausgestaltung politischer Inhalte, sondern in den polit-ökonomischen Konstellationen, die einer Integration prinzipiell entgegenstehen. Um tatsächlichen Fortschritt und die unzweifelhaft vorhandenen Vorteile der Kapitalmarkt- sowie Bankintegration für die europäischen Bürger und Unternehmen zu erzielen, müssen die EU-Mitgliedsstaaten und muss vor allem Deutschland zukünftig bereit sein, Souveränität abzugeben, andernfalls droht ein Weiterbestehen von Marktfragmentierung sowie ein Anwachsen von Bürokratie (Heider et al., 2024b). Dabei ist die von Seiten nationaler Partikularinteressen geäußerte Befürchtung durchaus korrekt. Unweigerlich werden die Integrationsbemühungen auch Verlierer produzieren: Wenn es stimmt, dass das Angebot an Bankdienstleistungen in der EU tendenziell die Nachfrage

übersteigt, wird es zu einer Marktberreinigung kommen. Banken mit geringer Profitabilität gerieten dabei unter Druck, auch Arbeitsplatzverluste sind denkbar. Gleichsam wären nationale Aufsichtsbehörden wie die BaFin und Handelsplätze wie die Frankfurter Börse durch eine Vereinheitlichung des europäischen Kapitalmarkts u.U. weniger relevant, wenn nicht gar redundant – es sei denn Deutschland ginge als Gewinner aus einem Wettbewerb der europäischen Handelsplätze hervor.

Für politische Entscheidungsträger ist das keine einfache Situation: Gut organisierte potentielle Verlierer versuchen ihre Positionen gegen die europäische Integration zu verteidigen, während die prognostizierten Gewinne in der Zukunft liegen und nicht mit einer ebenso klar definierten, gut organisierten und einflussreichen Interessensgruppe in Verbindung gebracht werden können. Angesichts der geopolitischen Lage genügen Lippenbekenntnisse allerdings nicht mehr. Wenn es die kommende Bundesregierung ernst meint mit der Stärkung europäischer Souveränität und dem Einsatz für Wachstumsimpulse, muss sie die Integration im Finanzsektor endlich vorantreiben. Notwendig ist dafür keine neue Initiative aus Brüssel, sondern die Konfrontation nationaler Interessensverbände.

Bibliographie

- Angeloni, I. (2024). The Next Goal: euro area banking integration. *SAFE White Paper*(99). <https://www.econstor.eu/handle/10419/283622>
- Angeloni, I., R. Haselmann, F. Heider, L. Pelizzon, J. Schlegel, & T. Tröger. (2024). Can Banking Union foster market integration, and what lessons does that hold for capital markets union? *SAFE White Paper Series*, 107. https://safe-frankfurt.de/fileadmin/user_upload/editor_common/Policy_Center/SAFE_White_Paper_107.pdf
- Anunziata, F. (2020, 04.09.2019). *MiFID II as a template: towards a general charter for the protection of investors and consumers of financial products and services in EU financial law* Private and public enforcement of EU investor protection regulation, Rome. <https://iris.unibocconi.it/bitstream/11565/4044039/1/MiFID%20II%20as%20a%20template.pdf>
- Asimakopoulos, I., & D. Howarth. (2022). Stillborn banking union: Explaining ineffective European Union bank resolution rules. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 60(2), 264-282. <https://doi.org/10.1111/jcms.13212>
- Beck, T., J.-P. Krahen, P. Martin, F. Mayer, J. Pisani-Ferry, T. Tröger, B. W. di Mauro, N. Véron, & J. Zettelmeyer. (2022). Completing the banking union: Economic requirements and legal conditions. *SAFE White Paper* (92). <https://safe-frankfurt.de/policy-center/policy-publications/policy-publ-detailsview/publicationname/completing-the-banking-union-economic-requirements-and-legal-conditions.html>
- Berg, T., J. Keil, F. Martini, & M. Puri. (2024). CBDCs, payment firms, and geopolitics. *NBER Working Paper*, 32857. <https://doi.org/10.3386/w32857>

- Braun, B., D. Gabor, & M. Hübner. (2018). Governing through financial markets: Towards a critical political economy of Capital Markets Union. *Competition & change*, 22(2), 101-116. <https://doi.org/10.1177/1024529418759476>
- Bündnis 90/Die Grünen. (2025). *Zusammenwachsen. Regierungsprogramm 2025*. <https://www.gruene.de/artikel/zusammen-wachsen#download-regierungsprogramm>
- Bündnis 90/Die Grünen FDP und SPD. (2021). *Mehr Fortschritt wagen. Bündnis für Freiheit, Gerechtigkeit und Nachhaltigkeit. Koalitionsvertrag 2021-2025*. https://www.spd.de/fileadmin/Dokumente/Koalitionsvertrag/Koalitionsvertrag_2021-2025.pdf
- CDU/CSU. (2025). *Politikwechsel für Deutschland. Wahlprogramm von CDU und CSU*. <https://www.politikwechsel.cdu.de/>
- Carletti, E., Y. Gorodnichenko, H. James, J. P. Krahen, V. Rashkovan, A. Rodnyansky and I. Sologoub (2024). *Ukraine's reconstruction: Policy options for building an effective financial architecture*, CEPR Press, Paris and London
- Delhaes, D., M. Greive, J. Hildebrand, A. Kröner, M. Maisch, & C. Volkery. (2024, 24.09.2024). Warum der Kanzler eine Commerzbank-Übernahme zur Chefsache macht. *Handelsblatt*. <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken-warum-der-kanzler-eine-commerzbank-uebernahme-zur-chiefsache-macht/100072549.html>
- Deutscher Bundestag. (2024). *Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Janine Wissler, Christian Görke, Dr. André Hahn, weiterer Abgeordneter und der Gruppe Die Linke, – Drucksache 20/13340 –, 16 Jahre Bundesbeteiligung an der Commerzbank und die geplante Übernahme durch die UniCredit Group*. <https://dserver.bundestag.de/btd/20/136/2013644.pdf>
- Draghi, M. (2024). *The Future of European Competitiveness Part A: A competitiveness strategy for Europe*. https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en
- ECB. (2024). *Financial Integration and Structure in the Euro Area*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fie/ecb.fie202406~c4ca413e65.en.pdf>
- FDP. (2025). *Alles lässt sich ändern. Das Wahlprogramm der FDP zur Bundestagswahl 2025*. <https://www.fdp.de/das-wahlprogramm-der-freien-demokraten-zur-bundestagswahl-2025>
- Haroche, P. (2024). Geoeconomic Power Europe: When Global Power Competition Drives EU Integration. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 62(4), 938-954. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/jcms.13596>
- Haselmann, R., S. Singla, & V. Vig. (2022). Supranational supervision. *LawFin Working Paper*, 46. <https://doi.org/https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4272923>
- Heider, F., E. König, J. P. Krahen, & J. Schlegel. (2024a, 11.10. 2024). UniCredit and Commerzbank: A pan-European banking revolution in the making? *SAFE Finance Blog*. <https://safe-frankfurt.de/news-latest/safe-finance-blog/details/unicredit-and-commerzbank-a-pan-european-banking-revolution-in-the-making.html>

- Heider, F., J. P. Krahn, K. Langenbucher, V. Lindner, J. Schlegel, & T. Tröger. (2024b). The geopolitical case for CMU and two different pathways toward capital market integration. *SAFE White Paper*. https://safe-frankfurt.de/fileadmin/user_upload/editor_common/Policy_Center/SAFE_White_Paper_102_01.pdf
- Letta, E. (2024). *Much More Than a Market-Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*. <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>
- Nagel, J., & F. Villeroy de Galhau. (2024, 22.11.2024). A common call for a Franco-German revival. <https://www.banque-france.fr/en/governors-interventions/common-call-franco-german-revival>
- Noyer, C., D. d'Amarzit, N. Calcoen, F. de Courtois, B. de Mazières, R. Ophèle, & A. Pointet. (2024). *Developing European capital markets to finance the future. Proposals for a savings and investment union*. <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2024/04/25/developing-european-capital-markets-to-finance-the-future>
- Quaglia, L., & D. Howarth. (2018, 2018/07/03). The policy narratives of European capital markets union. *Journal of European Public Policy*, 25(7), 990-1009. <https://doi.org/10.1080/13501763.2018.1433707>
- SPD. (2025). *Mehr für dich. Besser für Deutschland. Regierungsprogramm der SPD für die Bundestagswahl 2025*. <https://www.spd.de/bundestagswahl/programm>
- Spitzer, K. G. (2024). *How to achieve CMU, after all? An analysis of the recommendations for Capital Markets Union in the Draghi, Letta and Noyer reports*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5069614>
- Véron, N. (2024). *Capital Markets Union. Ten Years Later*. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/747839/IPOL_IDA\(2024\)747839_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/747839/IPOL_IDA(2024)747839_EN.pdf)
- Véron, N., & G. B. Wolff. (2016). Capital Markets Union: a vision for the long term. *Journal of Financial Regulation*, 2(1), 130-153. <https://doi.org/https://doi.org/10.1093/jfr/fjw006>
- WEF. (2025). *The Global Risks Report 2025. 20th Edition*. https://reports.weforum.org/docs/WEF_Global_Risks_Report_2025.pdf?gl=1*15i8any*_up*MQ.*_gs*MQ.&gclid=CjwKCAiA5Ka9BhB5EiwA1ZVtvKPztZ_SaR_UDsnmFejjcwTBkB4cuZPa_k1jju4MiiiCe5NmuwWYuPRoCCYMQAvD_BwE