



Arbeitskreis Europa*

Europäische Finanzmärkte – Tanker oder Nusschale?

- Eine Weiterentwicklung der »positiven Integration« der europäischen Finanzmärkte durch einen mittel- und langfristigen Maßnahmenplan ist in Anbetracht der Lücken und Schwächen im System dringend geboten. Das Ziel einer Regulierung muss die Erhöhung von Stabilität, Rechenschaft und Transparenz sein.
- Die EU-Kommission kann in der Entwicklung und Durchsetzung eine zentrale Rolle inner- und außerhalb Europas einnehmen. Der europäische Binnenmarkt gleicht mittlerweile einem Tanker auf den Weltfinanzmärkten, was den europäischen Akteuren ein großes Gewicht in internationalen Verhandlungen gibt.
- Die EU sollte zudem mit gutem Beispiel vorangehen: Eine europäische Finanzmarktrichtlinie, die im Bereich der Bilanzierung und Offenlegungspflichten, der Regulierung des privaten Rating-Sektors und der Bedingungen für institutionelle Anleger verbindliche Regeln festlegt, wäre ein wichtiger Schritt in Richtung soliderer Finanzmärkte. Ein solides Finanzmarktgerüst ist, entgegen der lautstarken Ansichten der Finanzlobbyisten, kein Wettbewerbsnachteil, sondern – im Gegenteil – ein Wettbewerbsvorteil für alle europäischen Finanzmarktakteure.

APRIL 2008

Die Finanzkrise, die im letzten Sommer in den USA begann, zieht ihre Kreise bis nach Europa. In Deutschland, aber auch in anderen EU-Mitgliedstaaten, häufen sich die Nachrichten und Skandale über Milliarden-Abschreibungen bei den Banken aufgrund von Kreditausfällen, die mit dem Immobilienmarkt in den USA im Zusammenhang stehen.

Der Ruf nach einer stärkeren Regulierung der Finanzmärkte und ihrer Akteure schallt seit ungefähr zehn Jahren – seitdem die Asienkrise globale Wogen schlug. Er ist bis heute nicht verhallt und eine Umsetzung ist dringender denn je. Das Ausmaß der aktuellen Kreditkrise ist immer noch nicht abzusehen und die Zentralbanken stehen mehr oder weniger hilflos vor einem undurchsichtigen Geflecht aus faulen Kreditketten. Die nationalen Finanzplätze können in diesem Sturm nicht allzu viel ausrichten. Die Europäische Union hat aufgrund ihrer Größe und ihres Gewichts an den internationalen Finanzmärkten einen größeren Hebel, um auf strengere Regeln auf den Finanzmärkten hinzuwirken. Der akute Krisenzustand sollte genutzt werden, die Regeln in der EU selbst sowie die globalen Regeln zu verschärfen. Ein weiteres »Laissez-faire« und zaghafte Bekundungen zu mehr Transparenz würden mit großer Sicherheit bald in die nächste Krise führen.

1. Krisenherd US-Immobilienmarkt

In den letzten Jahren schaukelten sich in den USA Immobilienmärkte und privater Konsum gegenseitig in die Höhe, so dass es zu einer gefährlichen Überschuldungssituation gekommen ist. Die Überschuldung – sowohl der Haushalte als auch des Staates – wurde durch den immensen Zustrom ausländischen Kapitals finanziert. Vor einem halben Jahr sank das Vertrauen in die Nachhaltigkeit des schuldengetriebenen Konsum-Booms in den USA. Insbesondere bei den sogenannten *Subprime*-Hypotheken (das sind risikoreiche Hypotheken) kam es zu Zahlungsschwierigkeiten mit Auswirkungen auf die extrem verschachtelten Kreditketten, die durch die Verbriefung und Weiterveräußerung von Kreditrisiken über entsprechende Zweckgesellschaften und deren Finanzprodukte entstanden waren. In der Folge kam es wegen der Unsicherheit und Undurchschaubarkeit des Risikoengagements vieler Banken im *Subprime*-Markt zu einer Vertrauenskrise im Interbankenmarkt und somit zu massiven Liquiditätsengpässen. Dieses Problem konnte auch trotz enormer Geldzufuhren durch die Zentralbanken der USA und der Eurozone nicht gelöst werden, weshalb sich die Vertrauenskrise auf die Finanzmärkte insgesamt ausbreitete und seitdem die Kurse auf den Wertpapiermärkten nach unten drückt (vgl. Kellermann 2007).

Die Rückwirkungen der Kredit- und Finanzkrise auf die reale Wirtschaft, d. h. auf das produzierende Gewerbe, die Verbrau-

cher etc., sind in ihrem vollen Ausmaß bis heute noch nicht abzuschätzen. Die Korrekturen der Wachstumsprognosen auch für den Euroraum sprechen jedoch eine deutliche Sprache: Insbesondere Deutschland, das verhältnismäßig stark vom US-Markt abhängt, muss sich auf Wachstumseinbußen einstellen (Bundesbank 2007: 11). Umso dringlicher ist die Rolle Deutschlands in der Europäischen Union (EU) gefragt, auf einen präventiven Regulierungsrahmen in und durch die EU hinzuwirken.

Dabei besteht das europaspezifische Problem im Finanzmarkt-bereich – wie in anderen Bereichen auch – in der Schieflage von sogenannter »positiver« und »negativer« Integration: Zum einen wurde durch verschiedene Maßnahmen ein europäischer Finanzmarkt durch den Abbau nationaler Regelungen geschaffen (negative Integration). Zum anderen wurde nicht in gleichem Maße ein gesamteuropäischer Regulierungsrahmen aufgebaut (positive Integration), sodass es zu Lücken in der Aufsicht, zu Ineffizienzen und Möglichkeiten legaler Regulierungsarbitrage – dem Ausnutzen unterschiedlicher Regulierungsniveaus in den europäischen Mitgliedstaaten – gekommen ist und nach wie vor kommt.

2. Europäische Finanzmarktintegration

Die negative Integration der europäischen Finanzmärkte gestaltete sich bislang folgendermaßen: Mit der Schaffung des europäischen Binnenmarktes waren seit 1993 die Kapitalsverkehrsfreiheit und der Anspruch, einen integrierten Kapitalmarkt in der EU zu etablieren, verbunden. Seit 1995 wurde auf Initiative der EU-Kommission eine umfassende Liberalisierung der europäischen Finanzmärkte mittels des *Financial Sector Action Plan* (FSAP) vorangetrieben. In dessen Folge wurden 2004 die Richtlinie Finanzmarktinstrumente, die Transparenzrichtlinie zu Informationspflichten von Wertpapieremittenten, die Übernahmerrichtlinie und nicht zuletzt die Richtlinie über Märkte für Finanzdienstleistungen (MiFID) beschlossen sowie die internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS (früher IAS) für börsennotierte Unternehmen verbindlich gemacht (vgl. EU-Kommission 2004). Die Euro-Einführung und die Harmonisierung der technischen Markt Voraussetzungen (einheitliches europäisches Zahlungssystem, SEPA) sind weitere wichtige Schritte, die einen zunehmend integrierten Finanzmarkt vorangetrieben haben (Schrooten 2005: 44).

Die Integration ist dort am weitesten fortgeschritten, wo der engste Bezug zur gemeinsamen Währung vorliegt, d. h. auf den Geldmärkten. Es folgen mit abnehmendem Integrationsgrad die Anleihenmärkte, die Aktienmärkte und die am wenigsten integrierten Kreditmärkte (vgl. Weber 2007). Hauptgrund ist die Verfügbarkeit von Informationen über die jeweils anderen nationalen Marktbedingungen, aber auch unterschiedliche Regulierungsgrade, vor allem im Bereich der Bankenaufsicht.

Gleichzeitig ist auf den Finanzmärkten eine Verschiebung der Bedeutung der unterschiedlichen Marktsegmente festzustellen. Der Kommissionsbericht über die Integration der Finanzmärkte

* Der Berliner »Arbeitskreis Europa der Friedrich-Ebert-Stiftung« besteht seit 2005. Die Mitglieder kommen aus dem Deutschen Bundestag, Parteien, Bundesministerien, Ländervertretungen, Verbänden und wissenschaftlichen Instituten. Koordination: Dr. Gero Maaß (Gero.Maass@fes.de)

von 2006 zeigt, wie stark die Bedeutung der institutionellen Anleger (v. a. von Pensionsfonds, Lebensversicherungen und Aktiensegmenten) gestiegen ist.

Letztere haben ihren Wert innerhalb der letzten zehn Jahre nahezu vervierfacht und halten heute Werte in Höhe von 6,4 Billionen Euro. Die Investitionen in Lebensversicherungen haben sich zwischen 1994 und 2004 verdoppelt, von den Pensionsfonds in der EU wurden 2004 etwa 2,4 Billionen Euro verwaltet, gegenüber 1,6 Billionen in 2002. Im Bereich der *Hedge-Fonds* wurden 2005 in Europa etwa 256 Milliarden US-Dollar verwaltet (ca. 21 % des weltweit von *Hedge-Fonds* gehaltenen Kapitals) mit steigender Tendenz, wobei das Fondsmanagement vor allem in London angesiedelt ist. *Private-Equity-Funds* verzeichnen in Europa eine ähnliche Entwicklung. Hier wurden 2005 über 70 Milliarden Euro eingesammelt, das Doppelte der Beträge, die jeweils in den drei Jahren davor zusammenkamen (SPE 2007: 40, 67 f.). Die Stellung der EU als Marktplatz auf dem globalen Finanzmarkt ist vergleichbar mit jener der USA. Je nach Marktsegment variiert der EU-Anteil am globalen Finanzgeschäft zwischen 20 % und 40 % (EU-Kommission 2006: 9-20).

Die Regulierungsstruktur ist weder dem Integrationsgrad noch der Größe und Bedeutung des europäischen Finanzmarktes angemessen. Bessere Regulierung und Aufsichtsinstrumente müssen künftig dafür sorgen, dass die Finanzmärkte ihren Aufgaben von Allokationseffizienz und echter Risikodiversifizierung nachkommen und nicht zu reinen Spekulationsräumen verkommen, die zur Destabilisierung ganzer Volkswirtschaften führen können.

3. Bessere Regeln für (europäische) Finanzmärkte

Die Ziele eines integrierten europäischen Finanzmarktes (Effizienz, Risikooptimierung, Stabilität und Liquidität) können nur erreicht werden, indem eine effiziente europäische Aufsichtsstruktur und angemessene Regulierung der komplexen Anlageinstrumente entwickelt und vorangetrieben werden. Diese Aufgabe wird primär durch die große Vielzahl innovativer Finanzprodukte und Anlagemodelle erschwert, die selbst für die mit ihnen handelnden *Broker* hinsichtlich des inhärenten Risikos eines solchen Finanzprodukts schwer zu bewerten sind. Viele dieser sogenannten strukturierten Finanzprodukte dienen insofern auch dem Ziel, die in den klassischen nationalen Märkten vorhandenen Regulierungsregime zu umgehen. Dadurch konnte es überhaupt erst zu der gefährlichen Intransparenz der Risiken kommen, deren Ausmaß erst im Krisenfall sichtbar wird (IMF 2008: 36). Zur Überwindung dieses zentralen Defizits in der Regulierungsstruktur eines so großen und integrierten Finanzmarktes wie in der EU sollen folgende drei Vorschläge einen Beitrag leisten:

1. Eine **Strukturierung und Weiterveräußerung von Kreditrisiken** sollte künftig nur noch möglich sein, wenn ein Mindestanteil des Forderungswertes (z. B. in der Größenordnung von 20 %) weiterhin beim emittierenden Institut ver-

bucht sind. Damit soll vermieden werden, dass globale Kreditketten unüberprüfbar und jenseits der Bilanz der beteiligten Akteure geknüpft werden. Es geht bei dieser Maßnahme explizit nicht um die Beschränkung einer sinnvollen und effizienten Verteilung von Risiken auf mehreren Schultern. Es soll lediglich die Risikoanordnung gewahrt bleiben und die Transparenz und somit das Risikomanagement verbessert werden.

2. Darüber hinaus ist eine **Verschärfung der Eigenkapitalregeln** notwendig, um extreme Hebelwirkungen bestimmter Anlagestrategien zu entschärfen. Ansatzpunkt ist dabei in erster Linie die klassische Bankenregulierung. Strengere Eigenkapitalvorschriften hätten auch disziplinierende Auswirkungen auf andere Investoren wie z. B. *Private-Equity*- und *Hedge-Fonds*. Mit den heute gültigen Eigenkapitalvorschriften (sogenanntes »Basel II-Abkommen«) wurden bereits erste Schritte in diese Richtung eingeleitet. Sie sind aufgrund der nach wie vor bestehenden Umgehungsstrategien jedoch nicht effizient genug. Insofern sollten risikoreiche Kredite (z. B. an *Hedge-Fonds*) mit einer deutlich höheren Gewichtung in die Kreditkonditionierung eingehen als weniger risikoreiche Kredite. Eine umfassende Regelung für die unterschiedlichen Anlageformen sollte deshalb ausgearbeitet werden. Mangelnde Offenlegung von Portfolios durch das Ausweichen auf unregulierte *Offshore*-Finanzzentren sollte mit einem hohen Strafmaß gewichtet werden (SPE 2007: 25 ff).
3. Eigenkapitalregeln sind allerdings prozyklisch, da bei einem Kreditboom auch die Eigenkapitalbasis der Banken ausgeweitet wird. Um antizyklisch die risikoreichen Übertreibungen bei der Kreditvergabe in einer Boomphase einzuschränken, ist die Einführung eines Systems von **Mindestreserven auf Finanz- und Sachaktiva** sinnvoll. Hierbei müssten die Unternehmen der Finanzbranche abgestuft nach jeweiliger Wert- und Risikoentwicklung Mindestreserven bei der Europäischen Zentralbank hinterlegen. Bei einer Zuspitzung der Marktlage kann die Europäische Zentralbank (EZB) diese Reserveanforderungen antizyklisch variieren und so Anreize zu Spekulation bzw. Panikreaktionen dämpfen (vgl. Palley 2003).

Die genannten Maßnahmen müssten zügig institutionell umgesetzt werden. Beteuerungen der Finanzakteure zur Besserung helfen dabei ebenso wenig weiter wie der Verweis auf einschlägige Foren wie etwa das Forum für Finanzstabilität (angesiedelt bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich) oder die *Hedge Fund Working Group*, die an einer Verbesserung des Informationsaustausches und an unverbindlichen Negativlisten bestimmter Praktiken arbeiten. Wie oben bereits angedeutet, wurden in der EU bereits erste Schritte zur Integration der europäischen Finanzmarktaufsicht gemacht, allerdings bekämpfen sie die beschriebenen Probleme im Kern nicht.

Die im sogenannten *Lamfalussy*-Verfahren der EU vorgesehene Koordination der Aufsichtsbehörden für die Bereiche Wertpapiere, Versicherungen und Banken stellt eine mögliche Grundlage für ein entwickeltes Allfinanz-System der Aufsichtsbehörden dar, das mittelfristig in eine **europäische Finanzmarktauf-**

sichtsbehörde münden sollte. Eine solche Einrichtung sollte auf einem harmonisierten Regime nationaler Aufsichtssysteme aufbauen, deren nationale Zersplitterung trotz Koordinierungsansätzen den zunehmend grenzübergreifenden Aktivitäten von Finanzmarktteilnehmern, insbesondere von Banken, nicht mehr gerecht wird. Diese Behörde wäre der institutionelle Garant für die adäquate Erteilung des »europäischen Passes«¹ bei der Zulassung von Finanzprodukten und die Instanz für die fortlaufende Kontrolle der dem Pass zugrunde liegenden EU-Regeln für Finanzprodukte. Der europäische Pass könnte auch zu einer Standardisierung von Finanzprodukten genutzt werden, um öffentliche Kontrolle zu vereinfachen und den systemimmanenten Defiziten privater Rating-Agenturen zu begegnen. In einer Entschließung als Reaktion auf den Parmalat-Skandal 2004 hat das Europäische Parlament bereits vor vier Jahren eine solche Behörde eingefordert (EU-Parlament 2004).

Bis zur Umsetzung der EU-Regulierungsagentur können aber durchaus auch nationale Maßnahmen die Märkte stabiler machen – das zeigt das Beispiel Spanien: Dort wurden die Bildung von außerbilanziellen Zweckgesellschaften und die Beteiligung an den Immobilienspekulationen in den USA von vornherein stark eingeschränkt (vgl. Zeise 2008). In Deutschland ist neben einer besseren Aufsicht zudem eine Anpassung an europäische bzw. internationale Regulierungsstandards notwendig. Die Rücknahme der Steuerfreiheit für Veräußerungsgewinne und die Begrenzung der Aktienrückkaufmöglichkeiten können hier einen Beitrag zu weniger volatilen Finanzmärkten sowie zur unternehmerischen und öffentlichen Handlungsfähigkeit darstellen.

1 Über die Richtlinie 2003/71/EG (»OAGW-Richtlinie«) wird für den Handel mit Wertpapieren, die in mehreren EU-Mitgliedstaaten angeboten werden, das Zulassungsverfahren in der EU geregelt. Erhält ein Wertpapier in einem Mitgliedsstaat die Genehmigung durch die nationale Aufsicht, ist diese auch in den anderen Mitgliedstaaten anzuerkennen. Die Prüfung erfolgt über einen sogenannten Prospekt, der Schlüsseldaten finanzieller und nicht finanzieller Art enthält. Dieser zu veröffentlichende Prospekt stellt also einen »europäischen Pass« für Wertpapiere im EU-Binnenmarkt dar.

Literatur

- Deutscher Bundestag (2007): Wortprotokoll Finanzausschuss, 72. Sitzung vom 22.10.2007, Berlin; http://www.bundestag.de/ausschuesse/a07/anhoerungen/073/073-22_10_07-__A-VAG.pdf
- Deutsche Bundesbank (2007): Finanzstabilitätsbericht 2007, Frankfurt a. M.; <http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/finanzstabilitaetsberichte/finanzstabilitaetsbericht2007.pdf>
- Europäisches Parlament (2004): Entschließung des Europäischen Parlaments zu Unternehmensführung und Finanzkontrolle – Fall Parmalat vom 12.2.2004, Straßburg; http://www.mann-europa.de/sonstige_wirtschaft/finanzkontrolle_120204.pdf
- EU-Kommission (2004): Über den Berg – zehnter Fortschrittsbericht zum Aktionsplan für Finanzdienstleistungen, Brüssel; http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/progress10_de.pdf
- EU-Kommission (2006): Financial Integration Monitor 2006, Brüssel; http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/cross-sector/financial-integration/060728fim_en.pdf
- International Monetary Fund (2007): Global Financial Stability Report, Washington DC; <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/02/pdf/text.pdf>
- Kellermann, Christian (2007): Kollabierendes Finanzsystem, Internationale Politikanalyse; Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin; <http://library.fes.de/pdf-files/id/04866.pdf>
- Schreyer, Markus (2007): Finanzmarktstabilität: Lehren aus der Hypotheken- und Kreditkrise; Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin; <http://library.fes.de/pdf-files/wiso/05043.pdf>
- Schrooten, Mechthild (2005): Finanzmarktintegration in Europa, MES-Schriftenreihe, Frankfurt a.d. Oder; <http://www.mes.eu-ffrankfurt-o.de/data/schrooten.pdf>
- SPE-Fraktion (2006): Hedge Funds and Private Equity – a critical analysis, im Internet: <http://www.socialistgroup.org/gpes/publist.do?lg=de>
- Steinbrück, Peer (2007): Rede am 4.9.2007 bei der 12. Handelsblatt Jahrestagung in Frankfurt a. M.; Bundesfinanzministerium, Berlin; http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_53848/DE/Presse/Reden_20und_20Interviews/060.html?__nnn=true
- Weber, Axel (2007): Europäische Finanzmarktintegration aus Notenbank-sicht, Deutsche Bundesbank, Frankfurt a. M.; http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2007/20071031_weber.pdf
- Zeise, Lucas (2008): Von Spanien lernen, Financial Times Deutschland vom 19.02.2008; Frankfurt a. M.; <http://www.financialtimes.de/meinung/leitartikel/:Kolumne%20Lucas%20Zeise%20Von%20Spanien/319393.html>

Impressum

Friedrich-Ebert-Stiftung
Internationale Politikanalyse
Abteilung Internationaler Dialog
D-10785 Berlin

www.fes.de/ipa
E-Mail: info.ipa@fes.de

ISBN 978-3-89892-893-9

Bestellungen

Friedrich-Ebert-Stiftung
Internationale Politikanalyse
z. Hd. Antje Schnadwinkler
D-53170 Bonn

E-Mail: info.ipa@fes.de
Fax: +49 (228) 883-625

Alle Texte sind online verfügbar:

www.fes.de/ipa

Die in dieser Publikation zum Ausdruck kommenden Meinungen sind die des Autors/der Autorin und spiegeln nicht notwendigerweise die Meinung der Friedrich-Ebert-Stiftung wider.