

VII. Der Euro und die europäische Finanzarchitektur

Schwerpunkte

Die Einführung der einheitlichen Währung stellt einen wichtigen Meilenstein in der Entwicklung der Finanzstruktur Europas dar. Die EWU hat nicht nur die geldpolitischen Rahmenbedingungen im gemeinsamen Währungsgebiet dauerhaft verändert, sondern auch bewirkt, daß jetzt ein umfassender Wirtschaftsraum, der sich in bezug auf die Größe mit den beiden anderen führenden Volkswirtschaften der Welt messen kann, durch eine einzige Währung vertreten ist. Gleichzeitig hat die EWU den Finanzmärkten in Kontinentaleuropa erhebliche neue Impulse gegeben; sie hat ihre Expansion gefördert und ihnen größere Tiefe verliehen. Die Einheitswährung wirkte sich darüber hinaus positiv auf das weitere Zusammenwachsen des Marktes für Finanzdienstleistungen in Europa aus und begünstigte den Trend zur Konsolidierung im Finanzwesen. Dieses Kapitel gibt einen Überblick über die Auswirkungen, die der Euro im ersten vollen Jahr seiner Existenz auf das europäische Finanzmarktgeschehen hatte, und erörtert die Herausforderungen, die sich durch diese neue Realität in Zukunft stellen.

Entwicklung und Fortschritt waren innerhalb des Spektrums der Finanzmärkte und Finanzdienstleistungen nicht einheitlich. Die Einführung des Euro hatte gewissermaßen dort die stärkste Wirkung, wo die Ausgangsbedingungen am günstigsten waren. Am meisten profitierten die Marktsegmente, in denen die grenzüberschreitenden Transaktionen schon eine kritische Masse erreicht hatten und die institutionellen Strukturen bereits stärker harmonisiert waren. Trotz des Impulses, der von der Beseitigung des Wechselkursrisikos ausging, vermochten die Marktkräfte nicht immer aus eigener Kraft die Hindernisse für eine weitergehende Integration zu überwinden, die sich aus nationalen Unterschieden der technischen und rechtlichen Infrastruktur sowie der Marktusancen ergeben, die in einigen Sektoren die Ursache der Segmentierung sind.

Die Einführung des Euro hat ein Schlaglicht auf die potentiellen Vorteile weiterer Fortschritte in Richtung eines echten einheitlichen Finanzmarktes in Europa geworfen und so dazu beigetragen, die Aufmerksamkeit auf die impliziten gesamtwirtschaftlichen Kosten einer unzulänglichen Harmonisierung der Finanzinfrastruktur im EWU-Raum zu lenken. Damit hat sie auch unterstrichen, daß die Beseitigung der wirtschaftlichen Handelshemmnisse nur dann ihren vollen Nutzen entfalten kann, wenn die Mitgliedsländer die feste politische Verpflichtung eingehen, die institutionellen und rechtlichen Rahmenbedingungen, die den Wirtschaftsprozeß beeinflussen, weiter anzugleichen.

Finanzmärkte

Nirgends war der positive Einfluß des Euro unmittelbarer und offensichtlicher als an den europäischen Finanzmärkten, insbesondere am Markt für

Interbankeinlagen und am Markt für internationale Unternehmensanleihen. Beide Märkte haben ein rasches Wachstum verzeichnet und sind zu effizienteren Vehikeln für die Allokation von Liquidität und Ersparnis geworden. Andere Marktsegmente dagegen, beispielsweise die besicherten Geldmärkte und die Aktienmärkte, haben ihren nationalen Charakter weitgehend bewahrt und vermochten bisher das erhöhte Effizienz- und Liquiditätspotential eines umfangreicheren grenzüberschreitenden Geschäfts noch nicht zu nutzen.

Geldmärkte

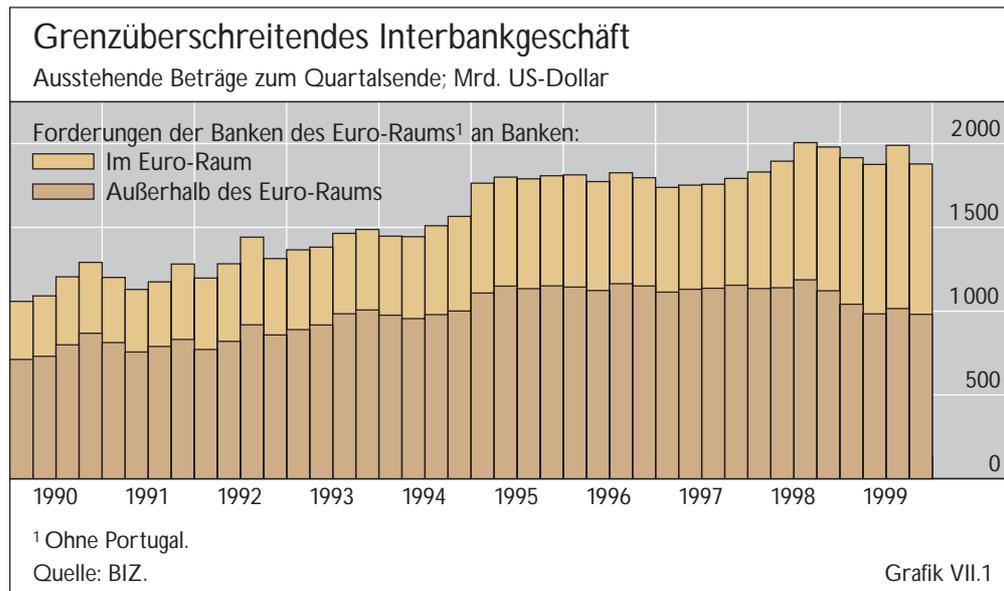
Die Durchführung der Geldpolitik im Rahmen der EWU erfordert einen effizienten Mechanismus für die Allokation von Zentralbankliquidität im gesamten Währungsraum. Der Interbankmarkt für unbesicherten Kredit bietet diesen Mechanismus, da er sich schnell an die neuen Rahmenbedingungen angepaßt hat. Unterstützt wird er durch TARGET, das Großbetragszahlungssystem für den Euro-Raum, das die leichten operationellen Anlaufschwierigkeiten rasch überwand und zum Rückgrat für das Zahlungsverkehrssystem des Euro-Raums wurde. Die frühzeitige Beseitigung jeglicher Unsicherheit hinsichtlich der Referenz-Renditenstrukturkurve für den Geldmarkt trug ebenfalls zu diesem erfolgreichen Übergang bei. In den ersten Wochen des Jahres 1999 erwies sich der EONIA-Satz (Euro OverNight Index Average), ergänzt durch die EURIBOR-Renditenstrukturkurve und unterstützt durch einen lebhaften Derivatmarkt, als die eindeutige Wahl der Marktteilnehmer. Das Zustandekommen eines einheitlichen Geldmarktes in Euro zeigt sich deutlich an der Konvergenz der Renditen im gesamten Euro-Raum, und die stetig rückläufigen Geld-Brief-Spannen (derzeit rund 40% kleiner als vor fünf Jahren) beweisen seine Effizienz (Tabelle VII.1).

Entstehen eines gesamt-europäischen Marktes für Interbankeinlagen ...

Das Entstehen eines leistungsfähigen Geldmarktes im Euro-Raum ermöglichte es den Verantwortlichen in den Finanzabteilungen zahlreicher Großunter-

3-Monats-Geldmarktsätze: Geld-Brief-Spannen ¹						
		1996	1997	1998	1999	2000 ²
Euro-Raum ³	Durchschnitt	14,4	12,4	9,6	8,9	8,4
	<i>Standardabweichung</i>	3,0	3,5	1,8	3,1	3,1
Deutschland	Durchschnitt	16,5	15,1	8,2	9,2	8,5
	<i>Standardabweichung</i>	6,3	7,6	2,9	4,1	3,1
Frankreich	Durchschnitt	14,1	11,2	11,3	8,7	8,5
	<i>Standardabweichung</i>	4,6	2,7	3,0	2,8	3,1
Italien	Durchschnitt	11,3	9,3	10,1	8,9	8,5
	<i>Standardabweichung</i>	2,3	2,4	2,8	2,6	3,1
USA	Durchschnitt	12,5	11,3	8,8	9,0	9,3
	<i>Standardabweichung</i>	2,9	5,3	4,0	2,9	2,8
Japan	Durchschnitt	12,0	9,8	11,5	10,5	10,4
	<i>Standardabweichung</i>	2,0	3,8	3,6	5,9	1,1

¹ Spannen in Basispunkten der Eurowährungs-Einlagensätze, Schlußnotierung London. ² Bis Mitte April. ³ Vor 1999: gewogener Durchschnitt der Sätze für Deutschland, Frankreich und Italien; Gewichtung entsprechend dem Eigenkapitalschlüssel der EZB.
Quelle: Standard & Poor's DRI. Tabelle VII.1



nehmen, durch Zentralisierung ihrer Cash-Management-Transaktionen die Kosten zu senken. Die Banken haben eine zweistufige Struktur gebildet, in deren Rahmen größere Institute mit einer gesamteuropäischen Präsenz die grenzüberschreitenden Liquiditätsströme bearbeiten, während die kleineren eine stärker beschränkte, regionale Rolle spielen. Die erhebliche Zunahme des grenzüberschreitenden Interbankgeschäfts zwischen Instituten im Euro-Raum nach dem vierten Quartal 1998 ist eine direkte Folge dieser Entwicklung (Grafik VII.1).

... aber weiterhin segmentierter Repo-Markt

Im Gegensatz zum Markt für unbesicherte Einlagen vermochte der Repo-Markt die Segmentierung, die ihn vor der Einführung des Euro prägte, nicht zu überwinden. Bestehende Marktregelungen und -strukturen, die den Bedürfnissen der Marktteilnehmer auf nationaler Ebene durchaus entgegengekommen sein mögen, sind der Entwicklung eines echten gesamteuropäischen allgemeinen Marktes für Sicherheiten nicht unbedingt förderlich. Das grenzüberschreitende Geschäft bleibt beschränkt, so daß der Markt sein Liquiditätspotential nicht voll ausschöpfen kann und unter den verschiedenen Segmenten nach wie vor Preisdifferenzen und unterschiedliche Markttiefen bestehen. Die nur langsam voranschreitende Harmonisierung der nationalen Marktusancen und -konventionen sowie das Fehlen einer einheitlichen Marktinfrastruktur behindern immer noch die Weiterentwicklung. Einige dieser Hindernisse, wie z.B. die komplizierte Schnittstelle zwischen Liefersystemen, Abwicklungsverfahren und Marktusancen, sind technischer Art und daher leichter zu überwinden. Andere jedoch, wie die Unterschiede bei der Dokumentation und der steuerlichen Behandlung oder die Unsicherheit hinsichtlich des Rechtsanspruchs auf die zugrundeliegenden Wertpapiere, stehen in unmittelbarem Zusammenhang mit tiefgreifenden strukturellen Unterschieden bei den Steuer- und Rechtssystemen der einzelnen Länder. Für eine stärkere Harmonisierung im gesamten Euro-Raum sind hier weiterreichende Eingriffe – und damit auch ein bedeutendes Engagement – der nationalen Behörden erforderlich.

Anleihemärkte

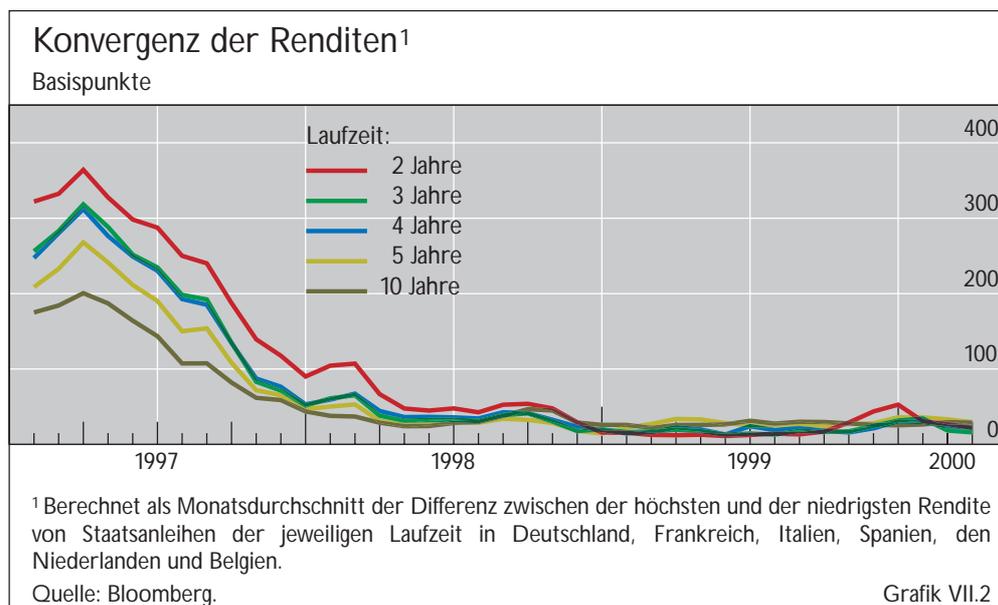
Der wohl eindrucklichste Effekt der EWU für die kontinentaleuropäische Finanzstruktur war der gewaltige Auftrieb, den die Einheitswährung den europäischen Märkten für festverzinsliche Titel verliehen hat. Der Absatz von Euro-Anleihen schnellte 1999 hoch, und der Gesamtbetrag der aufgenommenen Mittel stieg auf ein Vielfaches des Durchschnitts vor Beginn der EWU. Obwohl die neue Währung für Schuldner des öffentlichen wie des privaten Sektors attraktiv war, erwies sich die gesteigerte Emissionstätigkeit des privaten Sektors, insbesondere der europäischen Unternehmen, als herausragendste Entwicklung.

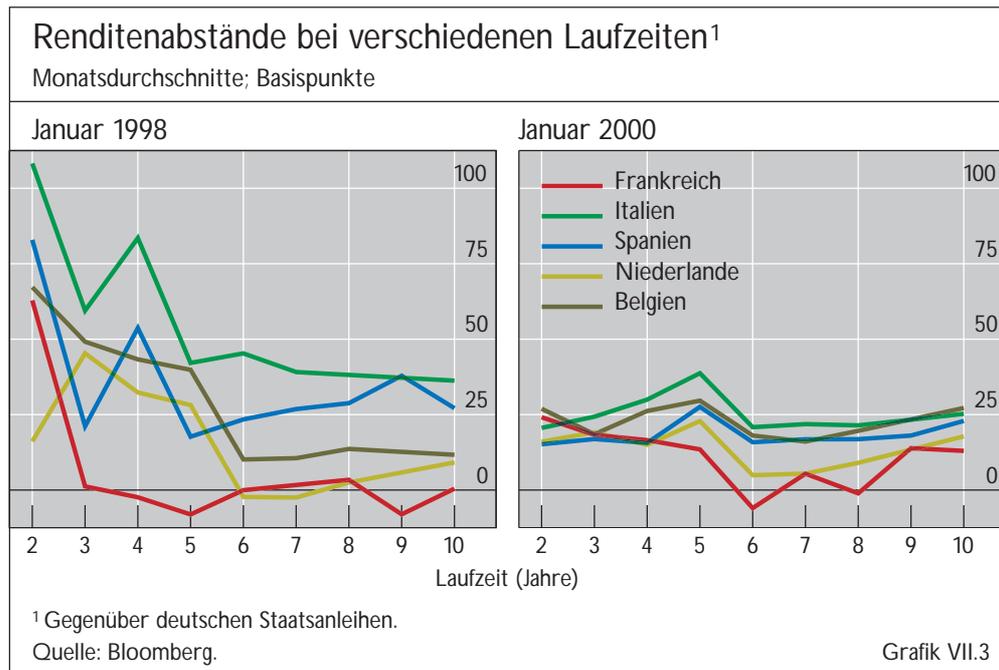
Als Staatsschuldtitel, die auf die im Euro aufgegangenen Währungen lauteten, in Euro umgewandelt wurden, entstand mit einem Schlag ein Markt, der derzeit größer ist als der entsprechende japanische Markt und nur noch vom US-Schatztitelmarkt übertroffen wird. Ende Dezember 1999 betrug der Umlauf langfristiger Euro-Schuldtitel der Staaten des Euro-Raums rund € 2,2 Bio., was zwei Dritteln des Umlaufs von US-Schatzanleihen entsprach. Auf mittlere Sicht dürfte der Markt wegen der Haushaltsdefizite der meisten Länder des Euro-Raums und der im Vertrag von Maastricht festgelegten Verschuldungsgrenzen seine derzeitige Größe beibehalten. Hingegen entwickeln sich der US-Markt und der japanische Markt im Zuge der aktuellen und der prognostizierten Haushaltstendenzen in entgegengesetzte Richtungen, d.h. der US-Markt wird voraussichtlich schrumpfen, und der japanische Markt dürfte sich erheblich ausweiten.

Der Prozeß der wirtschaftlichen Konvergenz im Vorfeld der EWU war von einer bemerkenswerten Verengung der Zinsabstände zwischen den elf beteiligten Volkswirtschaften begleitet. Derzeit betragen diese Abstände an allen Punkten der Renditenstrukturkurve in der Regel höchstens 40 Basispunkte (Grafik VII.2). Eine genauere Betrachtung legt den Schluß nahe, daß ein erheblicher Teil dieser Abstände nicht auf wirtschaftliche Risiken, sondern auf technische Umstände und Liquiditätserwägungen zurückzuführen ist. Renditedifferenzen von rund 20 Basispunkten für Schuldner mit ähnlichem Rating, wie z.B. für den

Zweitgrößter Markt für Staatsanleihen ...

... nicht vollständig harmonisiert





staatlichen Sektor Deutschlands, Frankreichs und der Niederlande, sind zu groß, als daß sie durch unterschiedliche Einschätzungen des Kreditrisikos durch den Markt gerechtfertigt wären, zumal der Abstand zwischen französischen und niederländischen Staatsanleihen und den bonitätsmäßig niedriger eingestuften italienischen und belgischen Staatsanleihen kleiner ist. Darüber hinaus ist es unwahrscheinlich, daß Unterschiede in der Bonität der Schuldner die erforderliche Fristenstruktur aufweisen, um zu erklären, warum sich die Renditenstrukturkurven der einzelnen Länder oft an verschiedenen Punkten des Fristigkeitenspektrums kreuzen (Grafik VII.3).

Liquidität, Sicherheitsmerkmale und Emissionspolitik dürften die Hauptgründe dafür sein, daß die Renditen der deutschen und der französischen Anleihen einander mehrmals, an verschiedenen Punkten des Fristigkeitenspektrums, in der Spitzenposition ablösen. Die deutschen Staatsanleihen haben am kurzen Ende der Renditenstrukturkurve sowie im 10-Jahres-Bereich, wo sie durch den weltweit umsatzstärksten Futures-Kontrakt ergänzt werden, Referenzstatus. Im dazwischenliegenden Fristigkeitsbereich konnte das französische Finanzministerium durch eine innovative, transparente und anlegerfreundliche Emissionspolitik eine Nische für seine Wertpapiere schaffen.

Wenn jedes Land eine eigene Schuldenverwaltungspolitik und eigene Marktkonventionen hat, ist dies mit Kosten verbunden. Kein einzelner Markt für Staatsanleihen ist groß und tief genug, um einen Referenzwert für den gesamten Euro-Raum zu liefern oder sogar die Führungsposition des US-Marktes in Frage zu stellen. Darüber hinaus haben unterschiedliche Strukturen und Konventionen bei der Anleiheemission in den einzelnen Ländern Effizienzverluste in anderen Marktsegmenten zur Folge. Ein Beispiel ist der Repo-Markt, dessen Entwicklung wie schon erwähnt durch ungenügende Harmonisierung der Konventionen behindert wird. Auch der Markt für Unternehmensanleihen würde profitieren, wenn eine klare Renditenstrukturkurve für Staatsanleihen als Referenz vorhanden wäre, auf

Durch bessere Koordination zwischen Emittenten wirtschaftliche Vorteile ...

deren Grundlage eine einheitliche Preisbildung für solche Anleihen erfolgen könnte. Eine bessere Abstimmung zwischen den Finanzministerien des Euro-Raums bezüglich Emissionskalender, Kupon, Laufzeit und sonstiger eher technischer Merkmale der begebenen Anleihen könnte zu erhöhter Fungibilität und größeren Anleihepools im gesamten Fristigkeitenspektrum führen, was vermutlich die Liquidität fördern würde. Die Staatsanleihen der kleineren Volkswirtschaften dürften von solchen Ankurbelungsmaßnahmen wohl am meisten profitieren.

Angesichts der möglichen Vorteile einer besseren Marktstruktur und geringerer Schuldendienstkosten sind Forderungen nach vermehrter Zusammenarbeit der EWU-Regierungen in diesem Bereich laut geworden. Das Problem geht jedoch weit über eine Harmonisierung von Marktstrukturen und -konventionen hinaus. Es steht in unmittelbarem Zusammenhang mit der Debatte darüber, in welchem Maße der nationale Ermessensspielraum aufgegeben werden könnte oder sollte, um Vorteile zu erzielen, die sich nicht gleichmäßig über den Euro-Raum verteilen. Bei einigen der formelleren Systeme, die vorgeschlagen wurden, stellt sich ferner die Frage, inwieweit die Zusammenarbeit – tatsächlich oder dem äußeren Eindruck nach – eine gemeinsame haushaltspolitische Verantwortlichkeit zur Folge hätte, die vom Maastricht-Vertrag ausdrücklich ausgeschlossen wird. Jegliches Argument, das auf die wirtschaftlichen Vorteile einer stärkeren Koordination abstellt, muß sorgfältig gegen die weitere Erosion der nationalen Autonomie abgewogen werden. Diese Debatte ist aus dem Prozeß vertraut, der in den Vertrag von Maastricht mündete, und sie zeigt, daß eine engere wirtschaftliche Integration auch weiterhin ähnliche Fragen aufwerfen dürfte.

... aber
auch politisches
Dilemma

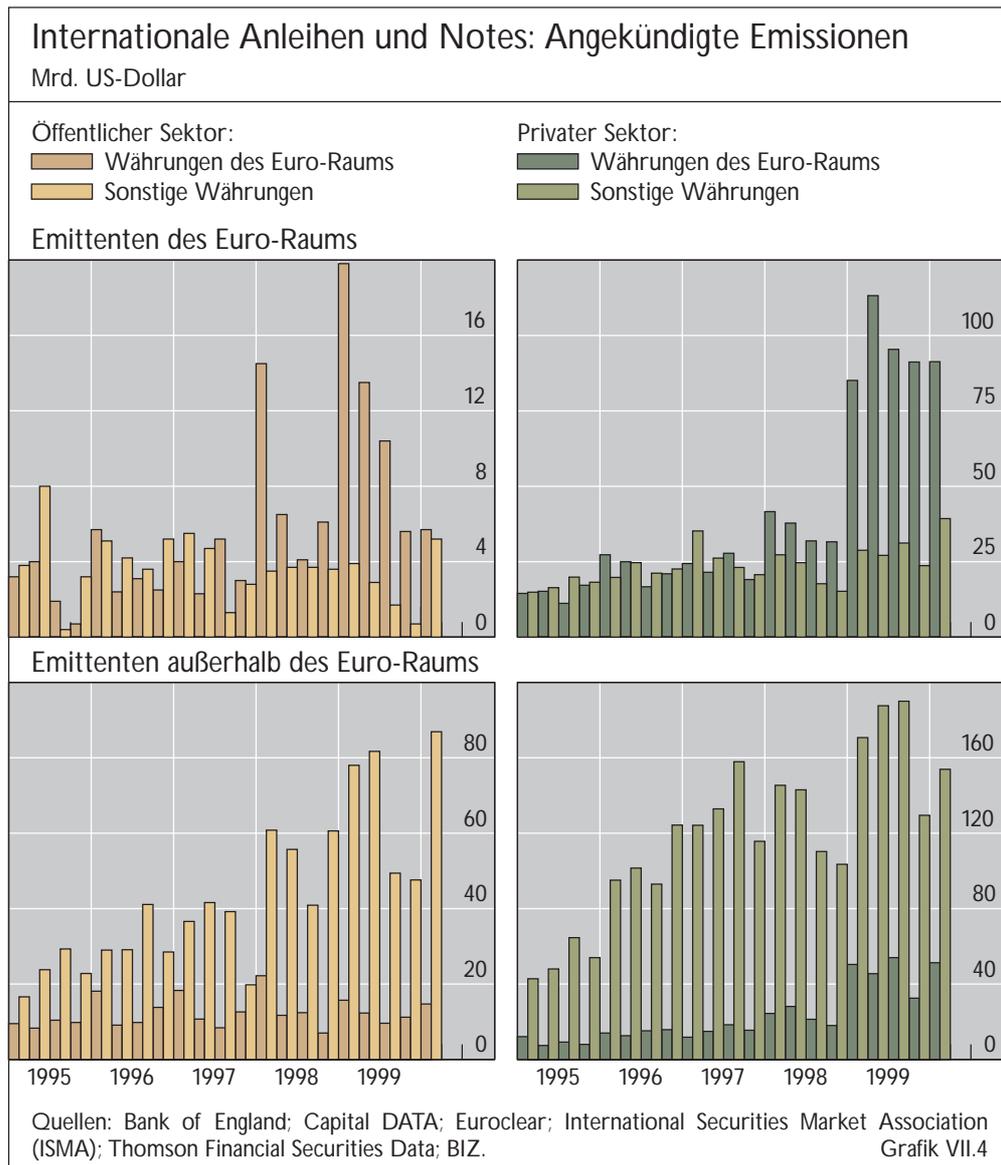
Unternehmensanleihen

Besonders attraktiv war der Euro für Emittenten des privaten Sektors, und zwar innerhalb wie auch außerhalb des Euro-Raums. Von Juli 1998 bis Dezember 1999 begaben private Emittenten aus den elf Euro-Ländern 76% ihrer Schuldtitel in Euro, verglichen mit durchschnittlich 50% in den Vorgängerwährungen von Januar 1990 bis Juni 1998. In demselben Zeitraum legten private Schuldner mit Sitz außerhalb des Euro-Raums ein Fünftel ihrer internationalen Schuldverschreibungen in Euro auf. Dies ist fast das Doppelte des zusammengefaßten Anteils der im Euro aufgegangenen Währungen vor Juli 1998 (Grafik VII.4).

Deutlich gesteigener
Absatz des privaten
Sektors ...

Zwar ließe sich argumentieren, niedrige Zinssätze und eine sich abschwächende Währung hätten möglicherweise dazu beigetragen, das Interesse der Schuldner für den Euro zu stärken, doch spielten bei dem Anstieg des Absatzes auf jeden Fall auch strukturelle Faktoren eine Rolle. Der wichtigste dieser Faktoren war eine erhebliche Ausweitung des Anlegerkreises. Mit der Einheitswährung wurden die für viele institutionelle Anleger geltenden aufsichtsrechtlichen Vorschriften zur Währungsabstimmung von Aktiva und Passiva, die eine starke Gewichtung inländischer Anlagen in der Portfolioallokation zur Folge gehabt hatten, effektiv gelockert. Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds konnten sich somit das Wegfallen des Wechselkursrisikos zunutze machen und gleichzeitig ihre Portfolios stärker diversifizieren, indem sie im gesamten Euro-Raum investierten. Deutsche Anleger beispielsweise hatten ihre Käufe ausländischer Euro-Aktiva schon vor der Einführung der neuen Währung massiv gesteigert. Danach verstärkten sich diese Käufe sogar noch, so daß Aktiva aus

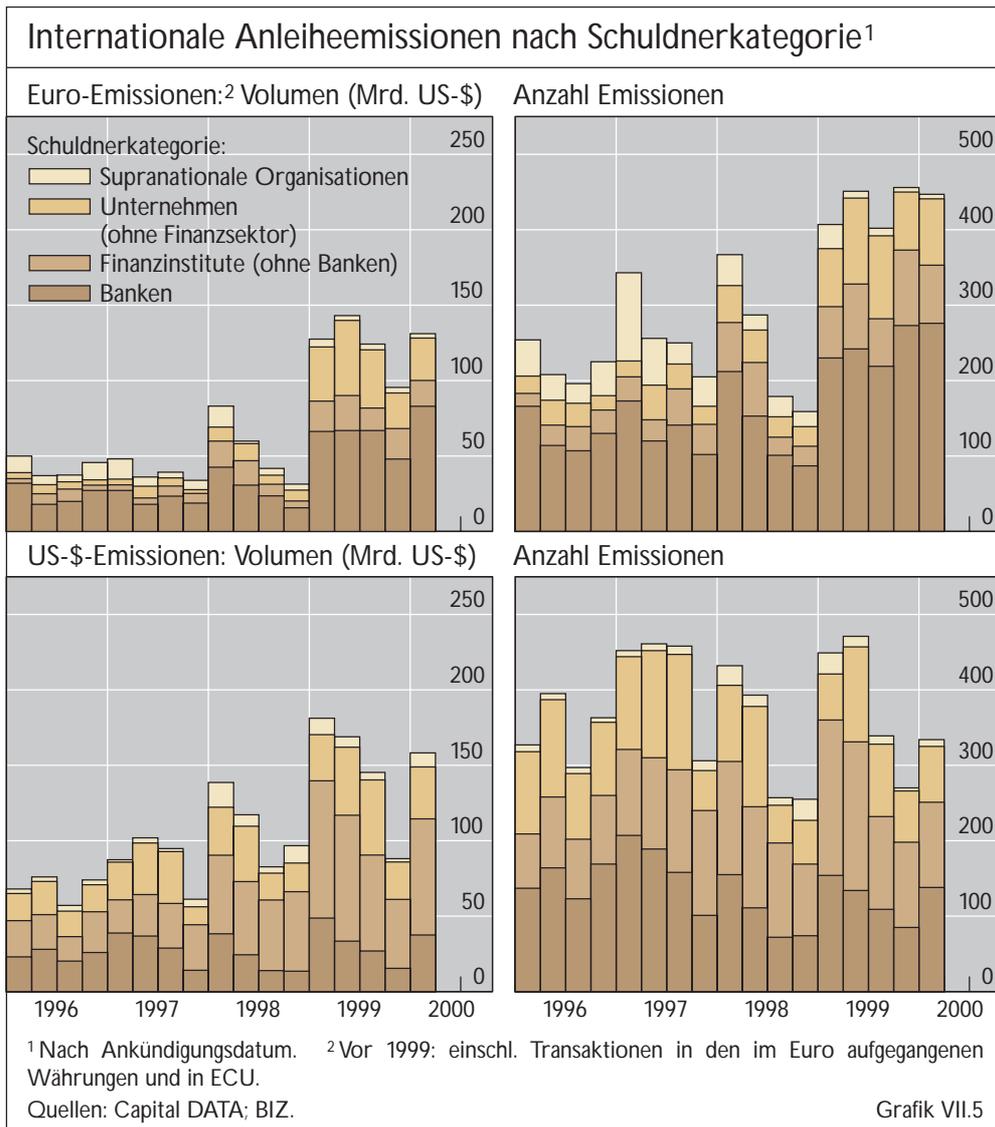
... u.a. wegen
starker Nachfrage
im Euro-Raum



dem Euro-Raum 1999 schließlich rund zwei Drittel der gesamten deutschen Bruttoportfoliointerventionen im Ausland ausmachten.

Vor allem
Emissionen durch
Banken ...

Die Zusammensetzung der Schuldner, die den Markt für auf Euro lautende Anleihen in Anspruch nahmen, spiegelt teilweise die traditionelle Struktur des europäischen Finanzgeschäfts, teilweise aber auch sein sich wandelndes Profil wider. Die größten Emittenten, sowohl hinsichtlich der Anzahl der Begehungen als auch hinsichtlich des Volumens der aufgenommenen Mittel, waren europäische Banken (Grafik VII.5). Ein großer Teil dieses Segments entfällt auf die von deutschen Banken abgesetzten verbrieften Forderungen in Form von Pfandbriefen. Der Pfandbriefmarkt war so erfolgreich, daß mehrere europäische Länder sogar Gesetze erlassen haben, mit denen seine institutionellen Merkmale nachgebildet werden, um auf diese Weise die Verbriefung von Bankaktiva zu fördern. Diese in Frankreich, Spanien und Luxemburg in jüngster Zeit eingeführten Neuerungen müssen sich erst noch etablieren und die Liquidität und Anlegerakzeptanz des deutschen Instruments erreichen. Ein kleinerer, aber wachsender Teil von Anleihen wurde von nicht zum Finanzsektor gehörenden



Unternehmen begeben, die sich die zunehmende Kreditrisikobereitschaft der europäischen Anleger zunutze machten. Innerhalb dieser Gruppe sind Telekommunikationsgesellschaften stark vertreten, die die Anleihemärkte in erheblichem Umfang in Anspruch nahmen, um die Welle von Fusionen und Übernahmen in ihrer Branche zu finanzieren. Große Schuldner wie supranationale Organisationen sowie andere Körperschaften und Finanzgesellschaften aus dem US-Dollar-Raum sind am Euro-Anleihemarkt gemessen an ihrer Größe und weltweiten Präsenz weiterhin unterrepräsentiert. Als Erklärung dafür werden oft die ungünstigen Bedingungen am Swapmarkt genannt, die die effektiven US-Dollar-Finanzierungskosten dieser Schuldner – die an Zinssätze unter LIBOR gewöhnt sind – in die Höhe treiben.

Mit der Einführung des Euro sind Anlagestrategien, die auf Zinsarbitrage in verschiedenen Währungen oder Spekulationen auf die erwartete Entwicklung der Zinssätze eines Landes beruhten, obsolet geworden, und die Anleger sahen sich veranlaßt, dem Kreditrisiko mehr Beachtung zu schenken. Institutionelle Portfoliomanager in Europa haben begonnen, sich mit der Bewertung und Hand-

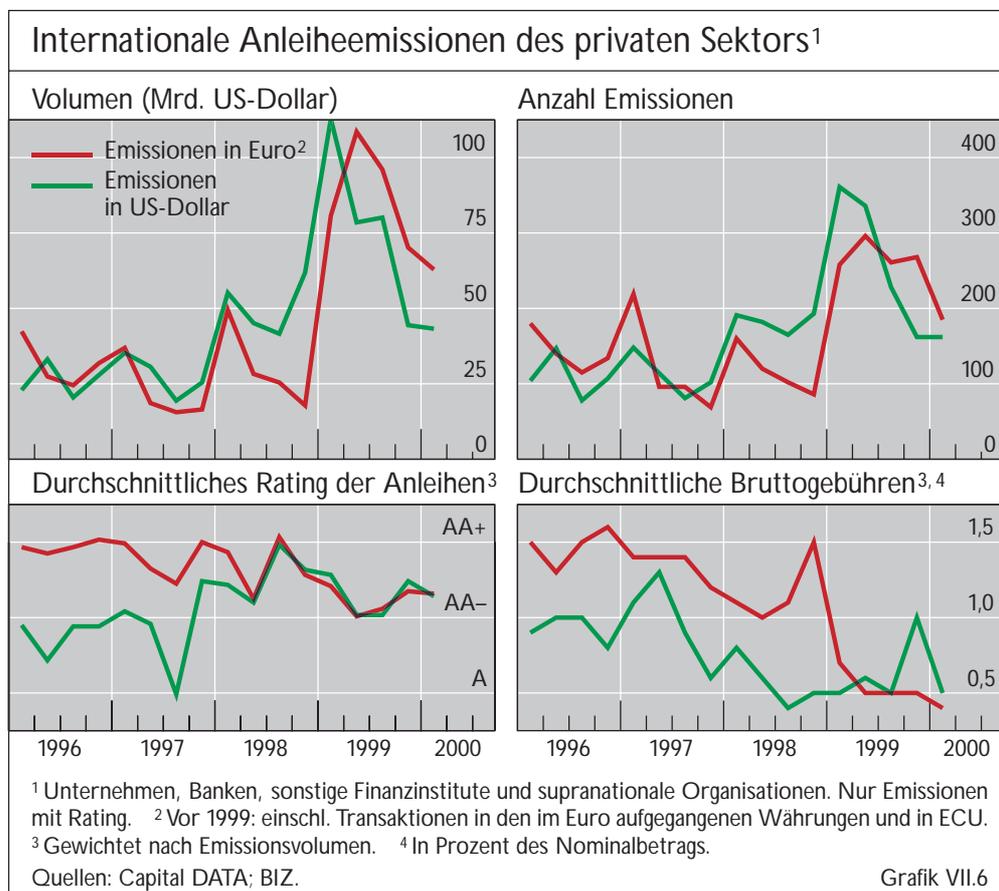
... und Telekommunikationsgesellschaften

Anleger aufmerksamer gegenüber Kreditrisiko

habung des Kreditrisikos vertraut zu machen, und ihre Risikobereitschaft steigt allmählich. Dies beweist die zunehmende Ausdehnung des Marktes auf Emittenten niedrigerer Bonität. Während der Markt früher nur Emittenten mit einem Rating von mindestens AA offenstand, ist das Schuldnerspektrum jetzt breiter geworden (Grafik VII.6). Das Rating-Segment unterhalb von „investment grade“ ist zwar immer noch viel kleiner und weniger diversifiziert als das entsprechende US-Dollar-Segment, hat aber nach einem schweren Rückschlag infolge der Finanzmarkturbulenzen von 1998 seine Dynamik wiedergefunden.

Stärkerer
Wettbewerb der
Emissionsinstitute

Die Einführung der einheitlichen Währung verbesserte auf entscheidende Weise die Zugangsmöglichkeiten der Anbieter zum Markt für Finanzdienstleistungen für Unternehmen. Tabelle VII.2 zeigt, daß die Nationalität des Emissionsinstituts einer internationalen Anleihe früher in einem engeren Zusammenhang mit der Emissionswährung der Anleihe stand als mit der Nationalität des Schuldners. Dies läßt darauf schließen, daß bei der Wahl eines Emissionsinstituts eine etablierte Geschäftsbeziehung zwischen einem Unternehmen und seiner Investmentbank eine geringere Rolle spielt als die Fähigkeit des Emissionsinstituts, die Emission zum richtigen Preis an einem Markt zu plazieren, an dem es sich gut auskennt. Mit der Einführung des Euro hat sich der „Heimvorteil“, den die europäischen Banken möglicherweise aus ihrer Vertrautheit mit stark auf die Landeswährung ausgerichteten Anlegern gezogen hatten, verringert. Dadurch wurde zwar die Gültigkeit der stilisierten Fakten nicht beeinflusst, doch deutet Grafik VII.6 (rechtes unteres Feld) darauf hin, daß



Rolle der Emissionswährung bzw. der Geschäftsbeziehung bei der Wahl eines Emissionsinstituts					
Nationalität des Schuldners		Emissionswährung			
		Im Euro aufgegangene Währungen	Euro	US-Dollar	Alle Währungen
Marktanteil der Emissionsinstitute, deren Nationalität der Emissionswährung entspricht (%) ¹					
Euro-Raum	1996 – 98	59,0	63,1	41,1	53,8
	1999 – 2000 ²	56,3	60,0	39,6	55,1
USA	1996 – 98	34,6	28,6	81,7	71,9
	1999 – 2000 ²	–	26,9	79,4	71,1
Alle	1996 – 98	53,2	58,2	64,2	57,8
	1999 – 2000 ²	50,5	53,0	69,3	58,2
Marktanteil der Emissionsinstitute mit derselben Nationalität wie der Schuldner (%) ³					
Euro-Raum	1996 – 98	39,7	35,4	19,2	28,1
	1999 – 2000 ²	18,1	42,1	22,3	36,6
USA	1996 – 98	52,6	44,5	81,7	74,2
	1999 – 2000 ²	–	53,5	79,4	75,2
Alle	1996 – 98	28,2	27,7	38,6	32,1
	1999 – 2000 ²	19,2	36,3	51,2	41,5
¹ Anteil des Anleihevolumens von Schuldnern einer bestimmten Nationalität (Zeilen), der an Emissionsinstitute mit der Nationalität der Emissionswährung (Spalten) fiel; Prozent. Beispielsweise führten 1996–98 US-Banken 41,1% aller US-Dollar-Anleiheemissionen von Schuldnern aus dem Euro-Raum durch. ² Bis Mitte März. ³ Anteil des Anleihevolumens von Schuldnern einer bestimmten Nationalität (Zeilen) in der angegebenen Währung (Spalten), der an Emissionsinstitute mit derselben Nationalität wie der Schuldner fiel; Prozent. Beispielsweise führten 1996–98 Banken aus demselben Land wie der Schuldner 19,2% aller US-Dollar-Anleiheemissionen von Schuldnern aus dem Euro-Raum durch. Quellen: Capital DATA; eigene Berechnungen. Tabelle VII.2					

sich die Gebühren für das Euro-Segment des Marktes in den letzten zwei Jahren rasch denen des entsprechenden US-Dollar-Segments annäherten. Diese Konvergenz der Gebühren sowie die zunehmende Ähnlichkeit der durchschnittlichen Bonität der Schuldner und das enge Verhältnis zwischen den Absatzniveaus der beiden Segmente sind ein klares Zeichen für die fortschreitende Integration des internationalen Anleihemarktes.

Die Expansion des Marktes für Euro-Unternehmensanleihen wird dauerhafte Auswirkungen auf die europäische Finanzstruktur haben, die lange durch die Dominanz der von Banken gewährten Finanzierungen geprägt war. Ein größerer und aufnahmefähigerer Anlegerkreis dürfte weiteren Kategorien privater Schuldner Anreiz bieten, Bankkredite durch Schuldverschreibungen abzulösen. Gleichzeitig dürften die Bankinstitute selbst den Markt als Refinanzierungsquelle im Hinblick auf ihre Bestände weniger liquider Mittel nutzen. Indem diese Entwicklungen die Palette der verfügbaren Refinanzierungskanäle erweitern, werden sie natürlich auch die Effizienz der Ersparnisallokation steigern, was der gesamten europäischen Wirtschaft zugute kommen wird. Da dieser Trend aber die Sensitivität der Unternehmens- und Bankbilanzen gegenüber den Kapitalmarktbedingungen erhöht, dürfte er zudem eine neue Herausforderung für die Finanzstabilität im Euro-Raum darstellen.

Aktienmärkte

Reichhaltiges Angebot

Zwei der wichtigsten Entwicklungen an den europäischen Aktienmärkten im vergangenen Jahr hängen nur am Rande mit der Einführung der neuen Währung zusammen: eine lebhafte Emissionstätigkeit sowie weitere Fortschritte bei der Etablierung spezialisierter Börsen für die Aktien junger Firmen mit Wachstumspotential. Die Emissionstätigkeit wurde gefördert durch allgemein steigende Aktienkurse sowie durch die zunehmende Tendenz des Staates, sich aus kommerziellen Tätigkeiten zurückzuziehen. Der Bruttoabsatz internationaler Aktien von Gesellschaften des Euro-Raums wuchs 1999 um beinahe 70% gegenüber dem Durchschnitt der beiden Vorjahre. Rückläufige Anleiherenditen in weiten Teilen des Euro-Raums – eine Folge der wirtschaftlichen Konvergenz – haben zu dem erhöhten Interesse der privaten Anleger an den riskanteren, aber potentiell auch lukrativeren Aktienanlagen beigetragen. Rekordzuflüsse in Aktieninvestmentfonds stützten denn auch die Kurse an den meisten Aktienmärkten des Euro-Raums.

Neue Gruppen von Emittenten

Eine neue, dem Kapitalmarkt aufgeschlossener gegenüberstehende Generation europäischer Unternehmer hat eine wachsende Zahl von kleinen und mittleren Unternehmen an die Aktienbörsen gebracht. Verdeutlicht wird dieser Trend durch den Erfolg des Netzwerks „Neuer Märkte“; diese sind in vielen europäischen Ländern gegründet worden, um kleinen, dynamischen

Aktienmarktindikatoren										
	Börsenkaptalisierung ¹				Umsatz ²			Anzahl notierter Aktien ¹		
	Mrd. US-Dollar			in % des BIP 1999	Mrd. US-Dollar			1990	1995	1999
	1990	1995	1999		1990	1995	1999			
Euro-Raum	1 169	2 119	5 526	85	737	1 237	4 342	2 485	2 592	3 893
Deutschland	355	577	1 432	68	509	594	1 551	413	678	1 043
Frankreich	314	522	1 503	105	121	213	770	578	450	968
Italien	149	210	728	62	42	87	539	220	250	264
Spanien ³	111	198	432	72	...	163	739	427	362	723
Niederlande	120	356	694	176	41	124	471	260	217	233
Belgien	65	105	184	74	9	18	59	182	143	159
Österreich	11	33	33	16	11	13	13	97	109	97
Portugal	9	18	67	62	...	4	40	181	169	125
Finnland	23	44	349	272	4	19	110	73	73	147
Irland	...	26	69	75	48	...	80	84
Luxemburg	10	30	34	192	–	–	1	54	61	50
USA ⁴	3 059	6 858	16 773	181	1 778	5 481	19 412	6 599	7 671	7 297
Japan ⁵	2 918	3 667	4 455	102	1 288	884	1 676	2 071	2 263	1 889
Vereinigtes Königreich	849	1 408	2 955	206	543	1 153	3 399	1 701	2 078	2 292
Kanada ⁶	242	366	789	124	71	185	389	1 144	1 196	1 406
Schweiz	160	434	678	262	65	340	562	182	233	239

¹ Notierte inländische Aktien. ² Handelsumsatz aller in- und ausländischen börsennotierten Gesellschaften. Wegen unterschiedlicher Meldevorschriften und Berechnungsmethoden sind die Umsatzwerte nicht völlig vergleichbar. ³ Umsatz: nur Börse von Madrid; im übrigen einschl. Börsen von Barcelona, Bilbao und Valencia. ⁴ Umsatz: Börse von New York und Nasdaq; im übrigen einschl. AMEX. ⁵ Umsatz: nur Börse von Tokio; im übrigen einschl. Börse von Osaka. ⁶ Börsen von Toronto, Montreal und Vancouver.

Quellen: Internationaler Börsenverband (FIBV); International Finance Corporation; Schweizer Börse. Tabelle VII.3

Unternehmen mit hohem Wachstumspotential Zugang zur Aktienfinanzierung zu verschaffen. Nachdem der Markt Anfang 1999 kräftig zugelegt hatte, geriet er für einen großen Teil des Jahres wegen eines Überangebots neuer Aktien aus dem Gleichgewicht. Im November besserte sich die Lage unter dem Einfluß des weltweiten Ansturms auf Aktien der „New Economy“ (s. Kapitel VI). Diesmal trafen die zahlreichen neuen Börsengänge auf eine stärker diversifizierte Gruppe von Anlegern, die sich in diesem Bereich entschlossener engagierten.

Allgemein wurde damit gerechnet, daß die Einführung des Euro die Bewertung der Aktien von Unternehmen im EWU-Raum grundlegend verändern würde. Es wurde erwartet, daß die Aktienkurse in geringerem Maße durch divergierende makroökonomische Faktoren beeinflußt würden, da das Wechselkursrisiko wegfallen, der geldpolitische Kurs vollständig vereinheitlicht und die Haushaltspolitik der EWU-Volkswirtschaften untereinander kohärenter werden würde. Darüber hinaus wurde davon ausgegangen, daß mit der Ausweitung der grenzüberschreitenden Wirtschaftstätigkeit, begünstigt durch Fortschritte in Richtung eines großen Binnenmarktes in der Europäischen Union, branchenspezifische Faktoren gegenüber länderspezifischen Faktoren bei der Bewertung einzelner Unternehmen an Bedeutung gewinnen würden. Aus den Aktienkursen sind jedoch bislang keine nennenswerten Verschiebungen ersichtlich. Der Kurs der Aktien einzelner Gesellschaften entwickelt sich nach wie vor eher parallel zu den Aktienkursen anderer Gesellschaften desselben Landes als zu den Aktienkursen ähnlicher Gesellschaften in anderen Ländern des Euro-Raums. Dies deutet darauf hin, daß die Kurse weiterhin hauptsächlich von inländischen Anlegern mit einem stark inlandsorientierten Portfolio bestimmt werden.

Zu dieser Segmentierung der Aktienmärkte hat wahrscheinlich beigetragen, daß bisher keine integrierte Handelsinfrastruktur für den gesamten EWU-Raum besteht. Es gab viele Versuche, durch bilaterale oder multilaterale Abkommen unter den bestehenden nationalen Börsen eine einheitliche Plattform zu schaffen, die es Anlegern sowohl innerhalb als auch außerhalb des gemeinsamen Währungsraums ermöglichen würde, ohne Reibungsverluste mit Aktien europäischer Firmen zu handeln. Das ehrgeizigste dieser Projekte sieht eine Allianz von sechs der größten Börsen des Euro-Raums sowie der Börsen von London und Zürich vor, durch die ein gesamteuropäischer Markt für die wichtigsten und umsatzstärksten Aktien geschaffen werden soll. Geplant ist, mit einfachen Schritten zu beginnen, z.B. der Harmonisierung der Geschäftszeiten, und dann nach und nach eine gemeinsame Handelsinfrastruktur sowie einheitliche Abwicklungs- und Clearing-Einrichtungen aufzubauen. Durch die Verbesserung der Marktliquidität und die Senkung der Transaktionskosten würde eine solche Entwicklung dazu beitragen, daß die europäischen Aktienmärkte ihr Potential voll ausschöpfen und eine Größe erreichen können, die der Wirtschaft des Euro-Raums entspricht (Tabelle VII.3). Das Projekt kommt jedoch langsamer voran als erwartet. Die Einigung über eine gemeinsame Architektur wird durch den Ehrgeiz einzelner Mitglieder der Allianz und das Zögern, eingespielte Usancen und Vorschriften zu ändern, erschwert. Die Enttäuschung über die mangelnden Fortschritte sowie erhöhter Wettbewerbsdruck seitens einer Anzahl neu geschaffener elektronischer Handelssysteme veranlaßten einige Börsen, in einem kleineren Rahmen eine engere Zusammenarbeit zu suchen. Die bekanntesten Beispiele hierfür sind

Weiterhin
herkömmliche
Bewertungsmuster

Allmählicher
Fortschritt auf dem
Weg zur gesamt-
europäischen Börse

die angekündigten Fusionen der London Stock Exchange und der Deutschen Börse sowie der Börsen von Paris, Amsterdam und Brüssel. Mit der ersten Fusion entsteht, gemessen an der Börsenkapitalisierung, die zweitgrößte Börse der Welt; die zweite wird in Europa einen wichtigen Konkurrenten darstellen. Es wird erwartet, daß sich diesen beiden Allianzen zu einem späteren Zeitpunkt weitere europäische Börsen anschließen.

Konsolidierung im Finanzsektor

Konsolidierung durch den Euro begünstigt ...

Bei der Neugestaltung des Finanzgeschäfts im EWU-Raum und an dessen Peripherie spielte der Euro eine zentrale Rolle, indem er die Faktoren verstärkte, die schon seit einiger Zeit den Konsolidierungsprozeß bei Banken und Nichtbankfinanzinstituten vorantreiben. Durch den Euro wurden die wirtschaftlichen Hindernisse für das grenzüberschreitende Angebot von Finanzdienstleistungen im einheitlichen Währungsraum aufgehoben, so daß die Wachstums- und Diversifizierungsmöglichkeiten der Banken des EWU-Raums erweitert wurden. Unter seinem Einfluß verstärkte sich die Tendenz zu größeren Instituten, die die vermehrten Skaleneffekte des technologischen Fortschritts voll ausnützen können. Gleichzeitig wurde der Wettbewerb intensiviert, zumindest im Großkundengeschäft, und so der Anreiz erhöht, Institute zu schaffen, die auf gesamteuropäischer Ebene im Wettbewerb um das Firmenkundengeschäft mithalten können.

Die Konsolidierung im europäischen Finanzsektor beschleunigte sich im Vorfeld der Einführung der neuen Währung und hielt danach unvermindert an. Die Fusionswelle griff auch auf die Peripherie des Euro-Raums über, teils in Anlehnung an die Konsolidierung im Euro-Raum, teils in Erwartung eines

Fusionen und Übernahmen im Finanzsektor des Euro-Raums ¹										
	Gleiches Land		Anderes Land im Euro-Raum		Land außerhalb des Euro-Raums		Insgesamt		In Prozent ²	
	Anzahl	Wert ³	Anzahl	Wert ³	Anzahl	Wert ³	Anzahl	Wert ³	Anzahl	Wert ³
Bank – Bank										
1998	7	8 445	1	147	12	13 787	20	22 379	12,7	13,0
1999	9	41 242	4	9 465	15	7 495	28	58 202	15,9	34,2
2000 ⁴	3	4 528	0	0	5	11 654	8	16 182	26,7	62,0
Bank – Nichtbankfinanzinstitut										
1998	4	28 604	1	646	3	897	8	31 147	24,2	37,9
1999	3	20 816	1	800	12	4 130	16	25 746	20,8	56,4
2000 ⁴	8	4 768	1	1 631	4	653	13	7 052	48,1	39,1
Nichtbankfinanzinstitut – Nichtbankfinanzinstitut										
1998	6	7 299	2	7 974	7	1 201	15	16 474	11,8	13,8
1999	11	15 508	4	378	19	21 888	34	37 774	15,7	40,7
2000 ⁴	4	5 071	1	9	5	454	10	5 534	23,3	18,8

¹ Entweder das übernehmende oder das übernommene Institut hat seinen Sitz im Euro-Raum. Nur abgeschlossene oder laufende Transaktionen; Volumen am Ankündigungstag. ² Der Fusionen und Übernahmen in allen Ländern. ³ In Mio. US-Dollar. ⁴ 1. Januar – 10. April.

Quelle: Bloomberg.

Tabelle VII.4

Kostenstruktur im Bankgewerbe						
	Anzahl Zweigstellen je 1000 Einwohner			Beschäftigung je \$ 1000 an Aktiva		
	1990	1995	1998	1990	1995	1998
USA	0,29	0,28	0,29	0,40	0,32	0,29
Japan ¹	0,18	0,19	0,19	0,07	0,06	0,06
Euro-Raum ²	0,56	0,55	0,55	0,21	0,15	0,15 ³

¹ Beschäftigungsquote: nur Geschäftsbanken. ² Beschäftigungsquote: nur Deutschland, Frankreich, Italien, Belgien, Niederlande, Spanien. ³ 1997.
Quelle: Angaben der einzelnen Länder. Tabelle VII.5

zukünftigen Beitritts zur Währungsunion. Allerdings überschreiten die Fusionen und Übernahmen im Finanzsektor zwar oft Branchengrenzen, nur selten jedoch Landesgrenzen. Das derzeitige grenzüberschreitende Geschäft erfolgt vorwiegend in Form von strategischen Allianzen, die häufig durch das Eingehen einer Minderheitsbeteiligung ohne beherrschenden Einfluß gestärkt werden.

... weitgehend auf nationaler Ebene

Diese Präferenz für Transaktionen innerhalb eines Landes könnte mehrere Gründe haben. Erstens bieten inländische Fusionen durch die Straffung einander überlappender Filialnetze und den Abbau von Überkapazitäten deutlichere Möglichkeiten zur Kostensenkung. Zweitens treten dabei grundsätzlich weniger Komplikationen im Zusammenhang mit einer unterschiedlichen Firmen- und Geschäftsführungskultur der beiden fusionierenden Institute auf, die eine der Hauptursachen für mangelnden Erfolg einer Fusion darstellen. Drittens gilt eine starke Präsenz im eigenen Land als Voraussetzung für erfolgreiche grenzüberschreitende Allianzen, da sie eine solidere Verhandlungsposition schafft. Viertens schließlich gibt es Hinweise darauf, daß Größenvorteile eher im wohl leichter zu zentralisierenden Großkundengeschäft entstehen als im Privatkundengeschäft, bei dem die Präsenz vor Ort eine wesentliche Rolle spielt. In dieser Hinsicht ist bisher vermutlich lediglich die erste Phase des Konsolidierungsprozesses erreicht; in den späteren Phasen dürfte die internationale Dimension an Bedeutung gewinnen.

Aufsichtsstruktur und Regulierung

Das Ziel, einen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen in der Europäischen Union zu schaffen, geht auf den Vertrag von Rom von 1957 zurück. Die Marktkräfte allein vermochten jedoch die rechtlichen, aufsichtsrechtlichen und praktischen Hindernisse für das grenzüberschreitende Dienstleistungsangebot nicht zu überwinden. Mit Rücksicht auf die Schwierigkeiten, die mit einer vollständigen Harmonisierung aller nationalen Standards verbunden sind, wählte die Europäische Union einen Ansatz, der auf dem Prinzip einer gegenseitigen Anerkennung der aufsichtsrechtlichen Rahmenbestimmungen bei einem Minimum an notwendiger Harmonisierung sowie der Kontrolle durch das Herkunftsland beruht. Dieser Ansatz erleichterte die Einführung wesentlicher Rechtsgrundlagen. Gleichzeitig führte er zum Entstehen aufsichtsrechtlicher Rahmenbedingungen, die gemeinsame Elemente enthalten, aber auch Elemente, für die weiterhin die

Harmonisierung und Dezentralisierung bei den Rahmenbedingungen ...

einzelnen Länder zuständig sind und die daher von Land zu Land unterschiedlich sein können. Diese Mischung von Harmonisierung und Dezentralisierung wurde in der EWU noch ausgedehnt; die Durchführung der Geldpolitik ist nunmehr vollständig zentralisiert, während die Verantwortung für die Finanzstabilität nach wie vor weitgehend bei den nationalen Behörden liegt.

... mit Auswirkungen auf den Wettbewerb ...

An einem Markt ohne Wettbewerbsverzerrungen müssen vergleichbare Institute gleiche Zugangsmöglichkeiten haben und mit den gleichen Kosten in bezug auf die aufsichtsrechtlichen Anforderungen und finanzielle Notlagen konfrontiert sein. Werden wichtige Komponenten dieser Rahmenbedingungen weiterhin dezentral kontrolliert, stellt sich das Problem möglicher Konsequenzen für die einheitlichen Wettbewerbsvoraussetzungen in der Europäischen Union. Die Einführung des Euro hat eine stärkere Integration des wirtschaftlichen Umfelds mit sich gebracht, in dem die EU-Finanzinstitute operieren, und hat so die Wettbewerbsverzerrungen, die sich aus Unterschieden bei den weiterhin dezentralen Elementen ergeben können, besonders deutlich zutage treten lassen.

... und die Finanzstabilität

Die Entscheidung, die Verantwortlichkeit für die Stabilität des Finanzwesens weitgehend bei den nationalen Behörden zu belassen, wirft auch Fragen bezüglich der geeigneten Mechanismen auf, um dieses Ziel für den Euro-Raum als Ganzes zu erreichen. Vor allem geht es dabei um die Auswirkungen der Dezentralisierung auf die Ausgewogenheit zwischen den Anreizen, die die Entscheidungsfindung der zuständigen Behörden beeinflussen, und der Angemessenheit der ihnen zur Verfügung stehenden Mittel, um die Stabilität in einem zunehmend international geprägten Geschäftsumfeld sicherzustellen. Diese Fragen haben angesichts der Rolle des Euro bei der Förderung der wirtschaftlichen Integration noch an Bedeutung gewonnen.

Die Beziehung zwischen diesen beiden Zielen – einheitliche Wettbewerbsvoraussetzungen und Finanzstabilität – ist enger und komplexer, als sie auf den ersten Blick vielleicht scheint. Erfahrungsgemäß können Wettbewerbsverzerrungen die Stabilität aushöhlen, indem sie zum übermäßigen Eingehen von Risiken verleiten. Wird dagegen die Hilfeleistung für notleidende Institute mit der Begründung eingeschränkt, sie führe zu einer Ungleichbehandlung, kann dies unter Umständen ein wirksames Krisenmanagement erschweren.

Derzeitige Regelungen

Herkunftslandprinzip ...

Seit das Prinzip der Kontrolle durch das Herkunftsland in die Zweite Bankrechts-Koordinierungsrichtlinie aufgenommen wurde, ist es integraler Bestandteil der wichtigsten gesetzgeberischen Initiativen zur Förderung eines einheitlichen Finanzmarktes. Dieses Prinzip ist außerdem ein wichtiges Gestaltungselement des EWU-Rahmens. Es weist die Verantwortung für die weltweit konsolidierte Aufsicht über ein EU-Kreditinstitut der „zuständigen Behörde“ des Mitgliedstaates zu, in dem das Institut seinen Hauptsitz hat, unter Vorbehalt der Harmonisierung aufsichtsrechtlicher Mindeststandards. Von den Aufsichtsbehörden der Aufnahmeländer wird erwartet, daß sie der Aufsichtsbehörde des Herkunftslandes alle nötigen Informationen zur Verfügung stellen. Dagegen fallen Vorschriften über die eigentliche Geschäftstätigkeit in die Zuständigkeit des Aufnahmelandes, in dem die Dienstleistungen tatsächlich erbracht werden.

Schon vor der Einführung des Euro bildete dieses Prinzip das Fundament für den Aufbau eines komplexen Netzes der Zusammenarbeit unter Aufsichtsorganen. Die grenzüberschreitende Zusammenarbeit und der Informationsaustausch wurden teils durch bilaterale Vereinbarungen, teils auf EU-Ebene über den Beratenden Bankenausschuß und die Groupe de Contact verwirklicht. Ähnliche Koordinationsstrukturen wurden für die Aufsicht im Versicherungs- und Wertpapierbereich in der EU geschaffen. Die Organisationsformen der Aufsicht über den Finanzsektor sind unter den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich und reichen von einer einzigen Aufsichtsinstanz bis zu mehreren Instanzen für die einzelnen Bereiche; auch die Einbeziehung der Zentralbank variiert von Land zu Land. Infolgedessen hatte jedes Koordinationsgremium, obwohl es jeweils für einen bestimmten Bereich zuständig war, auch mit Instanzen zu tun, die die Aufsichtsverantwortlichkeit für mehrere Geschäftsbereiche wahrnahmen. Die formellen Strukturen, die Aufsichtsvertreter aus allen drei Bereichen zusammenbringen, sind jedoch erst vor kurzem geschaffen worden; zudem handelt es sich eher um beratende als um normgebende Gremien, entsprechend der derzeitigen Praxis in vielen Mitgliedsländern.

... daher Koordination entsprechend wichtig

Die Schaffung des Euro hat, abgesehen von der damit verbundenen Zentralisierung der Durchführung der Geldpolitik, hier bisher keine grundlegenden Änderungen mit sich gebracht. Der Vertrag von Maastricht weist dem Eurosystem die Aufgabe zu, „zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen“ beizutragen. Die Aufsichtsbefugnisse verbleiben somit bei den einzelnen Ländern. Dabei wird der beträchtlichen Bandbreite von Praktiken und Befugnissen der verschiedenen Aufsichtsorgane in den nationalen Systemen Rechnung getragen und auf eine weitere Harmonisierung verzichtet. Der Wortlaut des Vertrags schließt zwar die Übertragung bestimmter Kompetenzen aus diesem Bereich an die EZB nicht aus, doch wurde beschlossen, vorerst keinen Gebrauch von dieser Möglichkeit zu machen. Der Vertrag überträgt dem Eurosystem außerdem die Verantwortung für die Überwachung der Zahlungsverkehrssysteme und stärkt damit die Rechtsgrundlage der Politik einiger nationaler Zentralbanken in diesem Bereich. Entsprechend der Notwendigkeit vermehrter Koordinierung sind schließlich im Ausschuß für Bankenaufsicht des ESZB die Behörden, die für die Stabilität des Finanzsystems und die Überwachung der Zahlungsverkehrssysteme im Euro-Raum zuständig sind, neben den nationalen Bankenaufsichtsbehörden vertreten.

EWU und die Rolle des Eurosystems

Im Bereich der Einlagensicherung hat die Richtlinie über Einlagensicherungssysteme von 1994 die Vorkehrungen teilweise harmonisiert, indem sie solche Systeme für alle Mitgliedstaaten für obligatorisch erklärte und eine einheitliche *Mindestdeckung* von € 20 000 je Einleger einführte. Es steht den Systemen in den einzelnen Ländern jedoch frei, einen höheren Schutz zu gewähren, und die Richtlinie enthält für verschiedene andere Aspekte, z.B. Verwaltung und Finanzierung, keine Bestimmungen.

Mindestharmonisierung bei der Einlagensicherung

Was das Vorgehen im Falle von Problem-instituten betrifft, so ist die Harmonisierung der Verfahren und Vorschriften für eine Sanierung oder Liquidation noch nicht sehr weit fortgeschritten. Das Prinzip der Kontrolle durch das

Liquidationsverfahren ...

Herkunftsland sowie nationale Gesetze sind nach wie vor die Regel. Die Rechtsgrundlagen für Übernahmen sowie das Wertpapierrecht, die einen erheblichen Einfluß darauf haben können, wie wirksam im Falle von Probleminstitutionen eine Lösung über den privaten Markt gesucht werden kann, sind von Land zu Land sehr unterschiedlich. Die mit Aktien verbundenen Rechte und die Befugnisse des obersten Verwaltungsorgans und der Aktionäre sind somit nicht einheitlich geregelt. Die nationalen Behörden verfügen im Rahmen ihrer Verantwortung für die Sicherstellung der Finanzstabilität nach wie vor über einen Ermessensspielraum bei der Prüfung von Bankübernahmen, wenn dieser auch durch die EU-Vorschriften über den freien Kapitalverkehr begrenzt wird.

... und Liquiditätsbeistand ...

Der Einsatz öffentlicher Mittel zur Rettung einer Bank wird durch die EU-Vorschriften über staatliche Beihilfen geregelt. Die Europäische Kommission erkennt zwar den besonderen Charakter des Bankgewerbes an, sie vertritt jedoch die Auffassung, daß das Gemeinschaftsrecht eindeutig ein Kriterium der Wettbewerbsgleichheit festlegt und damit die finanzielle Unterstützung durch den Staat der Prüfung durch die Kommission unterstellt. Die Verwendung von Zentralbankmitteln im Krisenmanagement ist Bestandteil des Liquiditätsbeistands in Notfällen (Emergency Liquidity Assistance, ELA). Weder der Vertrag von Maastricht noch das Statut des ESZB weisen der EZB explizit die Aufgabe zu, einzelnen Finanzinstituten direkt Liquiditätshilfe zu gewähren. Indem der Vertrag allerdings die Verantwortung für die Stabilität des Finanzsystems den nationalen Behörden zuweist, überträgt er diese Aufgabe implizit den nationalen Zentralbanken. In späteren Vereinbarungen wurde dieses grundlegende Prinzip noch klarer herausgearbeitet (s. weiter unten).

... unter nationaler Verantwortung

Vereinheitlichung der Wettbewerbsbedingungen

Ähnlichkeiten zu USA ...

Um zu beurteilen, inwieweit die derzeitigen Vorkehrungen zur Sicherstellung eines stabilen Finanzsystems in der Europäischen Union zu Wettbewerbsverzerrungen führen könnten, ist ein Vergleich mit den entsprechenden Vorkehrungen in den USA nützlich, denn dort stehen ebenfalls zahlreiche Aufsichtsinstanzen im Finanzsystem nebeneinander. Aufgrund der historisch bedingten strikteren Trennung zwischen Wertpapier- und Bankgeschäft ist der Zuständigkeitsbereich der Bankenaufsicht in den USA enger gefaßt als in Europa, wo Wertpapierhäuser in der Regel mit einer Banklizenz tätig sind. Durch diese Besonderheit der USA treten die Unterschiede des Regulierungs- und Aufsichtsansatzes in den beiden Bereichen eher stärker hervor. Dennoch fördern zumindest im Bankenbereich einige ausgleichende Elemente eine einheitlichere Behandlung. Ein System frühzeitiger Korrekturmaßnahmen verpflichtet die Aufsichtsorgane praktisch, die Maßnahmen, die sie im Falle einer Verschlechterung der Finanzlage einer Bank ergreifen, aufeinander abzustimmen. Die Zentralisierung der Funktion des „lender of last resort“ bei der Federal Reserve gewährleistet eine Harmonisierung der Bedingungen, zu denen die Banken Liquiditätsbeistand in Anspruch nehmen können. Landesweit geltende Vorschriften verpflichten die Banken, die gleiche nominale Deckung in der Einlagensicherung anzubieten, und die Zentralisierung der Versicherung der Bankeinlagen bei der Federal Deposit Insurance Corporation stellt sicher, daß sie zu einheitlichen Konditionen erhältlich ist.

Deckungsbereich der Einlagensicherungssysteme ¹				
	Deckung je Einleger		Finanzierung	Verwaltung ²
	in Euro	im Verhältnis zum BIP pro Kopf (%)		
Deutschland	20 000 ³	85,4	ja ⁴	privat ³
Frankreich	60 980	276,6	nein	privat
Italien	103 291 ⁵	559,5	nein ⁶	privat
Spanien	15 000 ⁷	113,5	ja	gemischt
Niederlande	20 000	90,1	nein	gemischt
Belgien	15 000 ⁷	68,4	ja ⁸	gemischt
Österreich	18 895	80,6	nein ⁹	privat
Portugal	15 000 ¹⁰	156,1	ja ¹¹	staatlich
Finnland	25 228	113,4	ja	privat
Irland	15 000 ¹²	73,3	ja	staatlich
Luxemburg	15 000 ⁷	40,6	nein	privat
Vereinigtes Königreich	22 222 ¹³	105,0	ja ¹⁴	staatlich
Schweden	26 349	109,9	ja	staatlich
Dänemark	42 000	143,5	ja	staatlich
Griechenland	20 000	193,8	ja	gemischt
EU ¹⁵	20 000 ¹⁶	99,1	. ¹⁷	. ¹⁸
USA	85 708	296,6	ja	staatlich
Japan	60 853 ¹⁹	226,0	ja	gemischt
Kanada	33 220	186,5	ja	staatlich
Schweiz	20 000	56,8	nein	privat

¹ Stand Ende 1998. ² Des Systems: Staat, Bankgewerbe (privat) oder beide gemeinsam (gemischt).
³ Für fast alle Banken 100% bis zu einer Obergrenze von 30% des haftenden Eigenkapitals der Bank. Staatliche Mitdeckung 90% bis zu € 20 000. ⁴ Notfalls zusätzliche Einschätzung möglich, um die Verbindlichkeiten des Fonds zu begleichen. Diese Zusatzbeiträge sind auf das Doppelte des Jahresbeitrags begrenzt. ⁵ 100% der ersten Lit 200 Mio. (€ 103 291). ⁶ Die Banken verpflichten sich ex ante, die Beiträge werden jedoch ex post entrichtet. ⁷ Bis Dezember 1999, danach € 20 000. ⁸ Im Falle ungenügender Reserven können die Banken aufgefordert werden (wenn nötig jedes Jahr), einen außerordentlichen Zusatzbeitrag von bis zu 0,04% zu entrichten. ⁹ Das System ist als Garantiefazilität konzipiert, die bei Bedarf in Kraft tritt. ¹⁰ 100% bis € 15 000; 75% von € 15 000 bis € 30 000; 50% von € 30 000 bis € 40 000. ¹¹ Die Zahlung des Jahresbeitrags kann teilweise, mit einem gesetzlich vorgeschriebenen Maximum von 75%, durch die Verpflichtung ersetzt werden, den geschuldeten Betrag dem Fonds wenn notwendig sofort zu überweisen. ¹² 90% bis € 15 000. ¹³ 90% der geschützten Einlagen; der Höchstbetrag geschützter Einlagen beträgt £ 20 000 je Einleger (außer der in Pfund Sterling umgerechnete Betrag von € 22 222 ist höher). ¹⁴ Eine Bank leistet bei ihrer Zulassung einen ersten Beitrag von £ 10 000; weitere Beiträge werden fällig, wenn der Fonds unter £ 3 Mio. fällt, sie betragen jedoch höchstens £ 300 000 je Bank auf der Basis der versicherten Einlagen der betreffenden Banken; ferner Sonderbeiträge, ebenfalls auf der Basis der versicherten Einlagen, jedoch ohne Obergrenze. ¹⁵ EG-Richtlinie über Einlagensicherungssysteme. ¹⁶ Die Mindestdeckung betrug ursprünglich ECU 20 000, der Umrechnungskurs wurde per Ende Dezember 1998 auf ECU 1 = € 1 festgelegt. ¹⁷ In jedem Mitgliedstaat einzeln festgelegt. ¹⁸ Die Richtlinie schreibt lediglich vor, daß jeder Mitgliedstaat dafür sorgen muß, daß auf seinem Territorium ein oder mehrere staatlich anerkannte Einlagensicherungssysteme geschaffen werden. ¹⁹ Volle Deckung bis März 2001.

Quellen: J. R. Barth, D. E. Nolle und T. N. Rice (1997) sowie IWF, zitiert in A. Prati und G. J. Schinasi, „Financial stability in European economic and monetary union“, *Princeton Studies in International Finance* Nr. 86, Princeton University, August 1999; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

Tabelle VII.6

Solche Mechanismen fehlen in den EU-Rahmenbestimmungen derzeit weitgehend. Die Einlagensicherungsrichtlinie hat nur eine Mindestversicherungsdeckung institutionalisiert, so daß in der Höhe des Schutzes eine erhebliche Streuung besteht (Tabelle VII.6), ohne daß diese durch Vorschriften über andere

... aber auch wichtige Unterschiede ...

Elemente, z.B. Versicherungsprämien und Finanzierungsmechanismen, ausgeglichen würde. Es gibt keine formelle Entsprechung für das System der frühzeitigen Korrekturmaßnahmen, das das Eingreifen der Aufsichtsbehörden bei einem notleidenden Institut genau regelt, und auch die Zugangsbedingungen zum Liquiditätsbeistand der Zentralbanken sind nicht harmonisiert. Die Beschränkung staatlicher Beihilfen grenzt zwar den Ermessensspielraum der Behörden eines Landes bei der Prüfung von Fusionen und Übernahmen oder der Liquidierung insolventer Institute ein, aber dennoch besteht unter den geltenden Rahmenbedingungen ein beträchtlicher Handlungsspielraum entsprechend nationalen Erwägungen.

... mit eventuell
verzerrender
Wirkung

Es ist natürlich schwierig zu beurteilen, inwieweit diese Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern die Wettbewerbsbedingungen beeinflussen. Ein Grund dafür ist, daß die Aspekte dieses Einflusses nicht nur einzeln untersucht werden sollten, sondern mit Blick auf die Gesamtarchitektur und die tatsächliche Praxis. Jedoch zeigen die schon abgeschlossenen bzw. eingeleiteten Maßnahmen der Europäischen Kommission im Bereich der staatlichen Beihilfen für den Bankensektor eine erhöhte Sensibilität gegenüber einem solchen Einfluß an. Dieser Einfluß dürfte in Zukunft noch stärker werden. Zum Teil ist dies der Einführung des Euro zuzuschreiben, durch die die Transparenz verbessert wurde und die Integration der Märkte neue Impulse erhielt. Doch mit der Harmonisierung weiterer Elemente des regulatorischen Rahmenwerks der EU werden eventuelle Wettbewerbsvorteile infolge von Unterschieden bei den weiterhin unter nationaler Kontrolle stehenden Aspekten insgesamt unvermeidlich an Bedeutung gewinnen. Offensichtliche Beispiele hierfür sind die beträchtlichen Unterschiede bei den Befugnissen und der Praxis der nationalen Aufsichtsbehörden sowie bei den Strukturen der Sicherheitsnetze.

Sicherung der Finanzstabilität

Die Probleme, die bisher im Zusammenhang mit den bestehenden Vorkehrungen zur Sicherung der Finanzstabilität im Euro-Raum erörtert wurden, betreffen vor allem die Verteilung der Zuständigkeiten sowie den Informationsaustausch unter den zuständigen Behörden.

Verantwortung für
Liquiditätsbeistand
in Notfällen ...

Die anfängliche Kritik an der Regelung des Liquiditätsbeistands in Notfällen galt vor allem den Unklarheiten im Vertrag hinsichtlich der Mechanismen zur Bereitstellung der Liquidität im Bedarfsfall und der entsprechenden Verteilung der Zuständigkeiten. Durch Maßnahmen der Behörden im Berichtszeitraum wurde jedoch klargestellt, daß die Verantwortung für den Liquiditätsbeistand in Notfällen für einzelne Institute bei den nach Landesrecht zuständigen Behörden der einzelnen Länder liegt, während das Eurosystem für die Steuerung der Liquiditätsbedingungen insgesamt im Rahmen monetärer Operationen verantwortlich bleibt. Besondere technische Merkmale des Systems haben diese Differenzierung erleichtert. Erstens besteht im Rahmen der EWU eine klare Trennlinie zwischen dem Liquiditätsbeistand in Notfällen einerseits und monetären Operationen andererseits, da Dauerfazilitäten vorhanden sind, die bei Bedarf beansprucht werden können, und die Palette akzeptabler Sicherheiten genau definiert ist. Der Liquiditätsbeistand in Notfällen beginnt dort, wo die normalen Operationen aufhören. Hier besteht ein Unterschied zu den

... jetzt geregelt

Regelungen anderer Länder, z.B. der USA, wo Tagesendkredit nach dem Ermessen der Behörden über dieselbe Fazilität wie die Liquiditätshilfe im Notfall gewährt wird. Darüber hinaus haben das relativ große Angebot von Sicherheiten und der breite Zugang zu den Dauerfazilitäten im Eurosystem zur Folge, daß ein vergleichsweise größeres Polster zur Verfügung steht, bevor der Liquiditätsbeistand technisch aktiviert wird. Da zweitens die Zielvorgaben für die Geldpolitik faktisch anhand der kurzfristigen Zinssätze und nicht eines bestimmten Umfangs an Zentralbankguthaben festgelegt werden, verfügen die nationalen Zentralbanken über etwas mehr Spielraum. Insbesondere könnte das Eurosystem eine finanzielle Notlage, die mit Veränderungen der Nachfrage nach Zentralbankguthaben auf lokaler oder sogar aggregierter Ebene verbunden ist, verkraften, ohne den geldpolitischen Kurs ändern zu müssen, solange die Schlüsselzinssätze unter Kontrolle bleiben. Mechanismen für einen frühzeitigen Informationsaustausch mit dem EZB-Rat, der die letzte Verantwortung für die geldpolitischen Entscheidungen trägt, stellen sicher, daß die Folgen nationaler Maßnahmen für die Umsetzung der Geldpolitik angemessen berücksichtigt werden können.

Der Liquiditätsbeistand in Notfällen ist nur ein Teil eines ganzen Instrumentariums für den Umgang mit notleidenden Instituten, deren Spektrum von Instituten mit einem reinen Liquiditätsengpaß bis hin zu zahlungsunfähigen Instituten reicht. Die grundsätzliche Frage ist, ob es unter Umständen zu Problemen führen könnte, wenn diese weiter gefaßte Aufgabe hinsichtlich der „inländischen“ Institute an die nationalen Behörden übertragen wird. In bestimmten Situationen könnten durchaus Anreize entstehen, die mit den Stabilitätsbedürfnissen des gesamten Euro-Raums nicht ganz vereinbar sind. Dies könnte beispielsweise bei Instituten der Fall sein, die nur außerhalb ihres eigentlichen Heimatmarktes von systemrelevanter Bedeutung sind oder die angesichts der geographischen Ausdehnung ihrer Geschäfte und vielleicht auch ihrer Eigentümerstruktur in Wirklichkeit mehr als einen „Heimatmarkt“ haben. Wenn die Lastenverteilung nicht angemessen geregelt ist, kann es in einer solchen Situation schwierig sein, rasch einen Aktionsplan aufzustellen, und es könnte sogar eine gewisse Neigung zu Tatenlosigkeit entstehen. Allerdings gehen solche Szenarien von einem Grad der Finanzintegration aus, der bisher im Euro-Raum wohl noch nicht erreicht ist.

Fortschritte bei der Beseitigung von Unterschieden in wichtigen Aspekten der rechtlichen Rahmenbedingungen der einzelnen Länder dürften die Wirksamkeit von Marktmechanismen in Fällen von Finanzproblemen verstärken. Ein liquider Repo-Markt wäre womöglich eine sinnvolle Ergänzung des unbesicherten Interbankmarktes, vor allem in Zeiten finanzieller Anspannungen, wenn die Marktteilnehmer besonders stark auf das Kreditrisiko achten. Die Schaffung einer gemeinsamen Rechts- und Marktinfrastruktur, deren Fehlen bisher die Entwicklung des grenzüberschreitenden Repo-Marktes im Euro-Raum behindert hat, würde die Wahrscheinlichkeit, daß die Zentralbank Liquiditätsbeistand leisten muß, stark verringern. Ebenso könnte eine weitere Harmonisierung des Wertpapier- und Konkursrechts sowie der Regelung der Genehmigung von Fusionen und Übernahmen die Überwindung von finanziellen Krisensituationen durch grenzüberschreitendes „privates Geld“ erleichtern.

Dezentralisierung
möglicherweise
kompliziert ...

... bei intensiver
internationaler
Tätigkeit

Harmonisierung
der rechtlichen
Rahmenbedin-
gungen ...

... und engere
Zusammen-
arbeit der
Aufsichtsorgane
entscheidend

Auf jeden Fall gewinnen infolge der verstärkten Integration des Finanzsektors, die durch die Einheitswährung gefördert wird, Mechanismen für den Informationsaustausch unter den für die Bewahrung der Finanzstabilität zuständigen Behörden zweifellos an Bedeutung. Der Zugang zu verlässlichen und aktuellen Informationen ist unabdingbar, sowohl für die frühzeitige Erkennung potentieller Schwachstellen, die Präventivmaßnahmen erlaubt, als auch für die Einschätzung des Ausmaßes und der Intensität tatsächlich auftretender Anspannungen. Die Gründung des Eurosystems hat die Gelegenheit geschaffen, die bestehenden Mechanismen zu straffen und zu stärken. Es besteht jedoch Spielraum für eine Verbesserung der praktischen Funktionsweise der derzeitigen Regelungen, insbesondere im Hinblick auf die Kommunikation und Zusammenarbeit unter den Aufsichtsorganen verschiedener Bereiche auf internationaler Ebene, die Zusammenarbeit zwischen diesen Organen und den Zentralbanken sowie die Konvergenz der Aufsichtspraxis.

Was die Zukunft betrifft, so läßt sich nur schwer vorhersagen, wie sich die Regelungen für die Bewahrung der Finanzstabilität weiter entwickeln werden. Vieles wird davon abhängen, wie rasch die weitere Integration des Finanzsektors voranschreitet, wie sich die Mechanismen im Ernstfall bewähren werden und wie sich das allgemeine politische Umfeld entwickelt. Die jetzige Balance zwischen Zentralisierung und Dezentralisierung ist einzigartig. Doch wenn das hochgesteckte Ziel eines echten Binnenmarktes seiner Verwirklichung näherrückt, dürften die zugrundeliegenden Einflußfaktoren dazu tendieren, die Gewichte mehr in Richtung Zentralisierung bzw. Harmonisierung zu verschieben. Die genauen Bedingungen und der Zeitpunkt dieser Verschiebung sind jedoch weiterhin schwer vorauszusagen.